

307

julio-agosto 2025
(nueva época)

Cuadernos de Información Económica

Industria de defensa
europea

El BCE y la política
monetaria

Malestar económico
de los hogares: causas

Cuentas de los
hogares y empresas
no financieras

Sociedades
no financieras:
activos y pasivos

Prima bancaria
y crédito no
financiero

Firmas de auditoría
en la UE

Crédito revolving

Educación financiera
y adolescentes

 funcas

Las políticas económicas y su percepción



Director

Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

Patronato**Presidente**

Isidro Fainé Casas

Vicepresidente

Antonio Jesús Romero Mora

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Edita:

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

Impresión:

Cecabank

Depósito Legal:

M-402 - 1987

ISSN edición impresa:

1132 - 9386

ISSN edición digital:

2254-3422

© Funcas

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

307

julio-agosto 2025

(nueva época)

Cuadernos de Información Económica



Pág. V

Carta de la redacción

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y SU VALORACIÓN



01

Pág. 8

Algunas claves económicas para una industria europea de defensa más integrada

Miguel Ángel González Simón



02

Pág. 22

El próximo reto del BCE: la política monetaria en la era de la incertidumbre

Erik Jones



03

Pág. 32

Causas del malestar económico de los hogares: resultados de la *Encuesta de Economía y Finanzas* de mayo de 2025

**María Miyar
y Desiderio Romero-Jordán**

CUENTAS DE HOGARES Y EMPRESAS: COYUNTURA Y PERSPECTIVA DE LARGO PLAZO



04

Pág. 44

Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2024

María Jesús Fernández



05

Pág. 56

Activos y pasivos de las sociedades no financieras en España en el euro: intensificación de capital y variación del endeudamiento

Vicente Salas Fumás

RIESGOS FINANCIEROS Y TRANSPARENCIA EMPRESARIAL



06

Pág. 70

Desaparición de la prima bancaria frente al crédito no financiero

**Juan Jesús García Curtit,
Salvador Jiménez y Javier Pino**



07

Pág. 78

Diez años de rotación obligatoria de firmas de auditoría en la UE: evolución legislativa en España e impacto en el IBEX 35

María Alvarado y Nieves Carrera



08

Pág. 90

Crédito revolving en España y Europa: inclusión financiera, riesgos, y transparencia

**Aitana Bryant, Ángel Berges
y Juana María Periago**

EDUCACIÓN FINANCIERA: MAPA DE LAS VÍAS DE MEJORA



09

Pág. 100

Mejorando la educación financiera de los adolescentes: vías cognitivas, estructurales y situacionales

**Área Financiera
y de Digitalización de Funcas**

Carta de la Redacción

Las políticas económicas no solo se diseñan, se implementan o se evalúan: también se sienten. En la actualidad, esa dimensión subjetiva —la percepción social de las medidas adoptadas— ha cobrado una relevancia creciente. En parte, porque condiciona la penetración de las políticas públicas; en parte, porque revela las fracturas que separan los datos agregados del malestar cotidiano. Este número de *Cuadernos de Información Económica* se adentra en ese espacio donde las intenciones económicas se cruzan con su recepción social, política y cultural. ¿Qué ocurre cuando las políticas funcionan, pero no se notan? ¿Y cuándo el ciudadano deja de confiar incluso cuando los indicadores mejoran?

El número se abre con el artículo de MIGUEL ÁNGEL GONZÁLEZ SIMÓN, «Algunas claves económicas para una industria europea de defensa más integrada». A partir de una detallada evaluación cuantitativa, el autor sostiene que la fragmentación del sector de defensa europeo supone un coste de oportunidad elevado. Una mayor integración permitiría aprovechar economías de escala, mejorar la eficiencia del gasto y reforzar la autonomía estratégica de la UE sin necesidad de aumentar el gasto total. El artículo destaca también el papel clave de los bienes duales —con aplicaciones civiles y militares— como vectores de innovación. La conclusión es clara: sin incentivos a la colaboración entre Estados miembros, Europa seguirá perdiendo terreno en un ámbito cada vez más decisivo.

En «El próximo reto del BCE: la política monetaria en la era de la incertidumbre», ERIK JONES analiza el reciente giro del Banco Central

Europeo tras la primera bajada de tipos en junio de 2025. La política monetaria, argumenta, entra ahora en una fase dominada por la imprevisibilidad: el BCE ya no busca un tipo de interés «neutral», sino margen de maniobra para reaccionar ante *shocks* externos. A través de un recorrido por las tres fases de la desinflación pos-COVID, Jones muestra cómo la credibilidad del BCE se ha desplazado del control estricto de precios a la agilidad institucional. El análisis invita a repensar el marco operativo del banco central en un entorno donde la estabilidad ya no puede darse por supuesta.

El artículo de MARÍA MIYAR y DESIDERIO ROMERO-JORDÁN, «Causas del malestar económico de los hogares: resultados de la *Encuesta Funcas de Economía y Finanzas* de mayo de 2025», aporta una lectura reveladora sobre la distancia entre los datos macro y la percepción ciudadana. A pesar del crecimiento del PIB y la creación de empleo, un tercio de los hogares considera que su situación ha empeorado desde 2019. El aumento de precios y de impuestos se sitúa en el centro de este malestar, con mayor incidencia entre los jóvenes, las familias con hijos y rentas medias. El trabajo, basado en una encuesta representativa, evidencia cómo las percepciones están mediadas por factores ideológicos, generacionales y territoriales, lo que obliga a repensar cómo se comunica y cómo se ejecuta la política económica.

Desde una óptica más estructural, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ ofrece en «Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2024» un balance detallado del comportamiento financiero de estos sectores. Mientras

los hogares han aumentado su renta disponible y su tasa de ahorro hasta el 13,6 %, las empresas no financieras muestran una rentabilidad decreciente y un retroceso en la inversión. La autora detecta un patrón pospandemia ya consolidado: hogares más fuertes, empresas más cautas. El artículo también apunta a una mejora en la capacidad de los hogares para absorber subidas de tipos, aunque advierte sobre los límites de esta resistencia si no se recupera el dinamismo inversor del tejido empresarial.

VICENTE SALAS FUMÁS traza en «Activos y pasivos de las sociedades no financieras en España en el euro: intensificación de capital y variación del endeudamiento» una panorámica de largo plazo sobre el balance de las sociedades no financieras desde el año 2000. Su análisis revela una intensificación del capital por trabajador y un cambio profundo en la estructura de financiación empresarial: del endeudamiento bancario masivo a una mayor autofinanciación. La evolución refleja tanto la maduración del euro como el aprendizaje tras la crisis de 2008. El autor argumenta que las empresas han financiado su crecimiento reciente sin necesidad de aumentar su deuda, una señal de estabilidad que, sin embargo, convive con un estancamiento del stock de capital en términos reales.

JUAN JESÚS GARCÍA CURTIT, SALVADOR JIMÉNEZ y JAVIER PINO abordan en «Desaparición de la prima bancaria frente al crédito no financiero» un fenómeno que ha transformado los mercados desde la crisis de 2008: la pérdida de ventaja de financiación de los bancos frente a las empresas no financieras. Aunque el sector bancario ha mejorado su rentabilidad desde 2022, persiste un diferencial de riesgo estructural. Este artículo demuestra que, más allá de la solvencia, la complejidad regulatoria y la estructura de pasivos explican por qué los inversores exigen un plus a las emisiones bancarias. La prima

bancaria ya no es un síntoma coyuntural, sino una característica duradera del mercado europeo de crédito.

En el ámbito de la gobernanza empresarial, MARÍA ALVARADO y NIEVES CARRERA analizan en «Diez años de rotación obligatoria de firmas de auditoría en la UE: evolución legislativa en España e impacto en el IBEX 35» los efectos de esta medida sobre las grandes cotizadas españolas. Pese a la introducción de la rotación obligatoria, las Cuatro Grandes siguen auditando el 100 % del IBEX. El coste medio del servicio no ha aumentado y los cambios de auditor han sido, en su mayoría, voluntarios y anticipados. La conclusión es que la reforma ha generado cierta dinámica, pero no ha alterado sustancialmente la concentración del mercado ni ha resuelto el debate sobre la independencia.

El artículo de AITANA BRYANT, ÁNGEL BERGES y JUANA MARÍA PERIAGO, «Crédito revolving en España y Europa: inclusión financiera, riesgos y transparencia», revisa esta modalidad crediticia con mirada crítica, pero matizada. Aunque su peso es bajo en términos agregados, el crédito revolving es relevante para colectivos con ingresos irregulares o sin acceso a financiación tradicional. El texto defiende que los riesgos no derivan del producto en sí, sino de su opacidad y de un uso inadecuado. A través de una comparación regulatoria europea, los autores proponen mecanismos para maximizar su valor como instrumento de inclusión financiera sin comprometer la sostenibilidad del sistema.

Cierra el número el Área Financiera y de Digitalización de Funcas con «Mejorando la educación financiera de los adolescentes: vías cognitivas, estructurales y situacionales». El artículo parte de una constatación incómoda: una parte significativa de los adolescentes españoles no alcanza los niveles básicos de competencia

financiera según los últimos resultados de PISA. Frente a esta realidad, los autores sugieren un marco conceptual renovado que permite entender las causas profundas del rezago educativo en esta materia. La propuesta distingue entre desventajas cognitivas (déficit en habilidades académicas fundamentales, como matemáticas y comprensión lectora), estructurales (condiciones socioeconómicas o demográficas adversas, como bajos ingresos o nivel educativo parental limitado) y situacionales (falta de experiencias prácticas o de exposición a contenidos financieros en el hogar o en la escuela). Esta tipología, aplicada

a los datos, permite identificar con mayor precisión a los grupos vulnerables y diseñar intervenciones específicas, ajustadas a cada perfil. El texto subraya, además, que la desventaja situacional es la más fácilmente corregible mediante políticas educativas bien orientadas: talleres, simulaciones, juegos, programas escolares y familiares que doten a los jóvenes de herramientas para gestionar su economía personal. En definitiva, no basta con incluir la educación financiera en el currículo escolar; hace falta comprender por qué no llega igual a todos, y actuar sobre esos factores de exclusión formativa.

01

Miguel Ángel González Simón*
Funcas

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



Algunas claves económicas para una industria europea de defensa más integrada

La industria europea de defensa se caracteriza por una elevada fragmentación y una reducida colaboración en el gasto de innovación entre los Estados miembros. Una mayor integración del sector podría aumentar la capacidad productiva sin aumentar el gasto total mediante el aprovechamiento de economías de escala por acceso a un mercado más grande, y por las transferencias tecnológicas derivadas de una mayor colaboración. Esta estrategia es especialmente relevante en un contexto de limitaciones fiscales, emergiendo como una vía adicional para reforzar la autonomía estratégica. Primero, porque la fragmentación actual supondría un coste de oportunidad del 22 % sobre el crecimiento de la producción observada entre 2021 y 2022 (en torno a 46.000 millones de euros). Segundo, este potencial incremento de la producción se concentraría en los países con mayor capacidad industrial, pero todos los países saldrían beneficiados porque movilizaría las capacidades industriales hacia un tejido productivo más competitivo. La materialización de estos beneficios requiere el establecimiento de incentivos suficientes para la colaboración entre los Estados miembros.

Introducción

La Unión Europea es la segunda área geográfica en volumen de gasto en defensa. No obstante, su capacidad militar efectiva se encuentra más rezagada, lo que pone de manifiesto una desconexión entre los recursos invertidos y las capacidades desarrolladas.

La industria de defensa desempeña un papel fundamental en la protección militar de los países, como se puso de manifiesto en la cumbre de la OTAN de junio de 2025, donde se subrayó la necesidad de incrementar su producción para responder al aumento del gasto¹.

En el caso de la Unión Europea (UE), durante las últimas décadas el sector industrial de defensa se orientó hacia la fabricación de equipos especializados de pequeña escala, en un contexto de reducida colaboración. Ahora bien, los acontecimientos recientes han expuesto las limitaciones de esta organización para hacer frente a amenazas de alta intensidad.

Esta falta de coordinación se refleja en el mapa productivo actual, caracterizado por la coexistencia de múltiples capacidades nacionales con una limitada coordinación entre países, lo que genera duplicidades y limita el aprovechamiento de las economías de escala. Aunque esta fragmentación no es exclusiva del sector de defensa en la UE, sus particularidades introducen complejidades adicionales.

Ante este contexto surge la cuestión de cómo afectaría a la industria de defensa una profundización de la integración y una mayor colaboración en el gasto de innovación entre los países de la Unión.

Este artículo presenta una aproximación cuantitativa a esta cuestión con el objetivo de evaluar su potencial impacto desde una perspectiva de la producción industrial.

Diagnóstico y desafíos de la industria europea de defensa

El final de la Guerra Fría marcó un punto de inflexión en la evolución del sector de defensa europeo. La reducción del gasto militar que caracterizó el denominado “dividendo de la paz” propició un proceso de adaptación del tejido industrial hacia la producción de equipos especializados de reducida escala, manteniendo elevados estándares de calidad (IISS, 2025).

La industria de defensa europea presenta características que trascienden la producción de armamento, reflejadas en la producción de servicios o de investigación y desarrollo. Un caso que ejemplifica esta idea es la participación de sus empresas en la fabricación de bienes duales, es decir, con aplicaciones militares y civiles, principalmente intermedios como equipamiento electrónico y maquinaria mecánica. Estos bienes impulsaron en el siglo XX innovaciones civiles de gran alcance como Internet o el GPS. Actualmente, permiten acelerar el desarrollo de la industria y actúan como *inputs* para bienes militares de otras áreas.

El papel de los bienes duales en la configuración de la industria de la UE es doble. Por un lado, una mayor presencia puede contribuir a acelerar el desarrollo industrial europeo e impulsar la innovación tecnológica, ya que las transferencias de conocimiento entre ambos sectores incrementan la probabilidad de éxito de las nuevas

1 Para más detalle, véase el discurso de apertura del secretario general de la OTAN: https://www.nato.int/cps/en/natohq/opinions_236429.htm

tecnologías y reducen su coste (Martí Sempere, 2024). Por otro, los bienes duales presentan una estrecha relación con la política comercial comunitaria reflejada en el incremento reciente de su regulación por parte de la Comisión Europea (Alekseev y Lin, 2025).

Desde una perspectiva geográfica, la producción industrial está concentrada en Francia, Alemania, Italia, Suecia y España. No obstante, países como Polonia o Rumanía han registrado un incremento notable de su posición en el sector durante los últimos años. Desde la invasión de Ucrania en 2022, la capacidad productiva se ha mantenido en determinadas áreas (armas guiadas y tanques principales de batalla), mientras que en otras como lanzacohetes múltiples y aeronaves de guerra antisubmarina de aguas profundas persiste una dependencia externa plena (IISS, 2025).

Las restricciones financieras constituyen uno de los principales obstáculos sectoriales. Las empresas europeas enfrentan restricciones de capital más severas que sus competidores estadounidenses y que las de otros sectores (Comisión Europea, 2024). En paralelo, la incertidumbre sobre la demanda futura limita la expansión de capacidades porque dificulta la correcta identificación de los niveles y las áreas de inversión.

La estructura empresarial del sector presenta una elevada heterogeneidad. Coexisten pocas empresas de gran dimensión que compiten en el mercado global, con numerosas pequeñas y medianas empresas que tienen un papel fundamental en las cadenas de valor. Calcara (2020) sostiene que el tamaño del mercado doméstico contribuye a esta diferenciación, creando dos niveles. En el primer nivel (Francia o Alemania), de mayor tamaño, operan empresas centradas en sistemas completos, mientras que

las empresas del segundo nivel (entre otros, España) actúan en nichos especializados como proveedores de aquellas. Esta segmentación determina los patrones de cooperación entre las empresas europeas y contribuye a explicar la fragmentación que caracteriza al sector.

|
*En 2023, nueve empresas europeas
fueron necesarias para alcanzar el 10 %
de las ventas globales de armas frente
a una sola estadounidense*
|

Esta fragmentación es especialmente acusada si se compara con la producción industrial de Estados Unidos (gráfico 1). En 2023, nueve empresas europeas fueron necesarias para alcanzar el 10 % de las ventas globales de armas frente a una sola estadounidense. Esta atomización se acentúa por la estructura de las cadenas de proveedores entre países. Un grupo de trabajo de la Comisión documentó que los 46 componentes más urgentes necesarios para la producción estaban situados en 23 Estados miembros diferentes (Grupo de Trabajo sobre Aprovisionamiento Conjunto, CE, 2024).

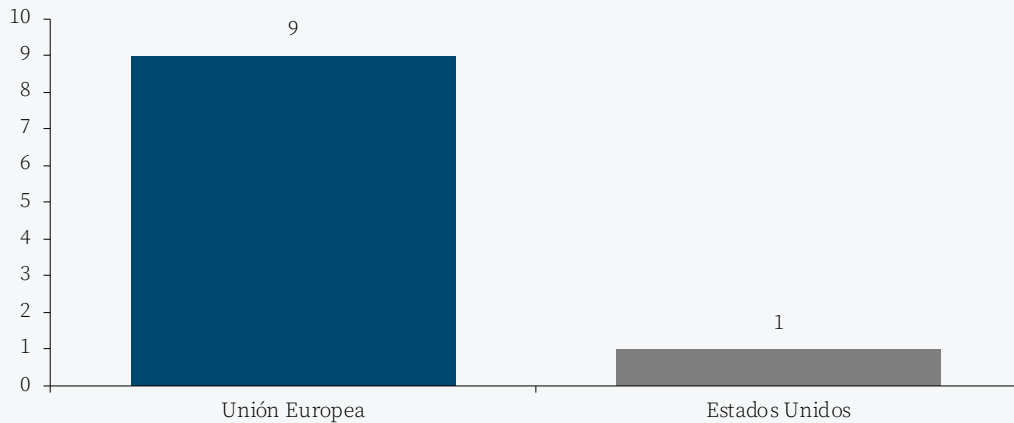
La fragmentación sectorial también se explica por las características específicas de la demanda. El proceso productivo se sustenta en el sistema bajo demanda y, dadas las características del sector, depende fundamentalmente del sector público. La preferencia por la soberanía nacional, en un contexto de infrainversión, habría contribuido al reducido dinamismo de la actividad productiva, a restringir las oportunidades de inversión y a limitar el aprovechamiento de las economías de escala.

A nivel global, la UE es la segunda área geográfica en volumen de gasto en defensa, aunque es en torno a la mitad del de Estados Unidos

Gráfico 1

La industria europea requiere nueve empresas para competir con una estadounidense en el mercado global de defensa

Número de empresas necesarias para alcanzar el 10 % del mercado global (2023)



Nota: La métrica refleja el número de empresas necesarias para alcanzar el 10 % de las ventas globales de armamento (~60.000 millones de dólares).

Fuente: Elaboración propia basada en datos extraídos en junio de 2025 de SIPRI.

(SIPRI, 2025)². El objetivo de gasto de defensa en la UE se guía por la normativa de la OTAN³, que establece un umbral del 2 % del PIB⁴. En 2024, la media europea se situaba por debajo de este objetivo (1,9 %). Sin embargo, la tendencia desde 2015 ha sido ascendente y destaca el inicio de gasto común europeo desde 2022, aunque permanece muy reducido (0,1 % del PIB). Estas cifras enmascaran una elevada heterogeneidad. Algunos países como Dinamarca, Grecia o Polonia muestran niveles de gasto superiores al 2 %, e incluso en algún caso superior

al estadounidense, mientras que otros como Luxemburgo o Bélgica todavía se encuentran alejados del umbral.

El multiplicador de este gasto en la UE está notablemente condicionado por la proporción de capital empleado (Sarasa-Flores, 2025). La diferencia en el gasto de investigación y desarrollo frente a Estados Unidos se encuentra principalmente en el sector público, donde la brecha se situó en aproximadamente 60.000 millones de euros en 2022 (Centrone y Fernandes, 2025).

2 DOI: <https://doi.org/10.55163/CQGC9685>

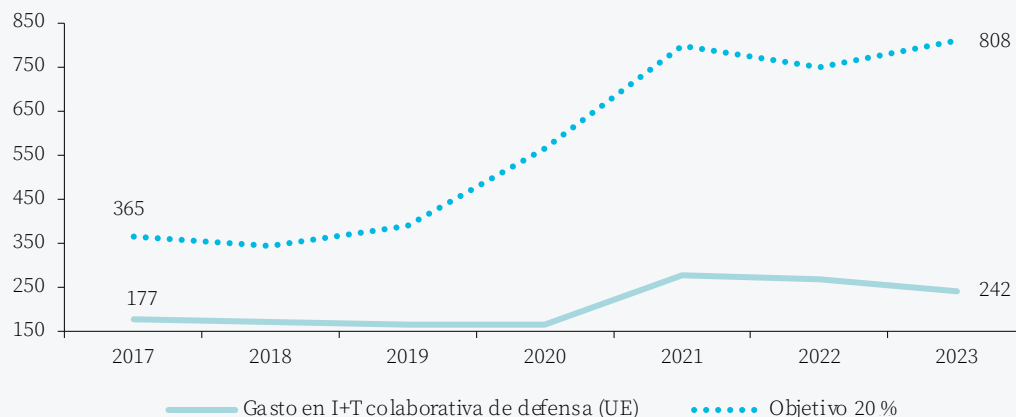
3 A excepción de Austria, Chipre, Irlanda y Malta, que no pertenecen a la OTAN.

4 En la reunión de la OTAN de junio de 2025 se firmó un acuerdo por el que sus miembros acuerdan aumentar el umbral hasta el 5 % del PIB, con matices por composición.

Gráfico 2

El gasto colaborativo en innovación de defensa entre los Estados miembros permanece estancado pese al aumento en el gasto total

Gasto europeo en I+T colaborativa de defensa vs. objetivo UE (2017-2023), millones de euros constantes (2023)



Nota: El objetivo del 20 % se refiere al compromiso de los Estados miembros de la UE de destinar al menos esta proporción del gasto en I+T de defensa a proyectos colaborativos europeos. Datos en precios constantes 2023.

Fuente: Elaboración propia basada en la Agencia Europea de Defensa (en inglés, EDA) para el período 2017-2023.

Además, el destino de las adquisiciones también es relevante. En la UE, una proporción elevada son extracomunitarias, especialmente de Estados Unidos (Maulny, 2023), lo que limita el efecto del multiplicador sobre el tejido productivo europeo.

Estas deficiencias se evidencian en la brecha entre el gasto real colaborativo en I+T, un subconjunto de I+D⁵, y el objetivo establecido por la UE del 20 % (gráfico 2). Desde 2017, el gasto real en esta partida ha aumentado notablemente (121 %). Sin embargo, el crecimiento del gasto colaborativo no evolucionó al mismo ritmo

(37 %). Entre 2017 y 2023, la brecha se triplicó en términos absolutos (de 188 a 566 millones de euros). Esta dinámica reflejaría las persistentes preferencias nacionales y la falta de proyectos comunitarios. Además, el incremento en el gasto de I+T se concentra en unos pocos Estados miembros (Agencia Europea de Defensa, 2024).

Esta organización está relacionada con, al menos, tres consecuencias fundamentales. En primer lugar, la duplicación en la producción. Por cada sistema en Estados Unidos, se producen seis en la UE, con diferencias sectoriales significativas –para tanques principales de batalla,

5 Este componente cubre el gasto en investigación básica, aplicada y demostración de tecnología para fines de defensa.

la ratio asciende a 17-. En segundo lugar, el incremento de costes productivos. Un tanque de batalla principal (Leopard 2A8) en Alemania supera en 12 millones de euros el coste de uno estadounidense (M1A2 Abrams), correlacionándose el mayor coste unitario con una menor capacidad productiva anual (Mejino-López y Wolff, 2024). En tercer lugar, la reducción de las series de producción, lo que limita el aprovechamiento de las economías de escala y desincentiva la inversión industrial.

Este diagnóstico pone de relieve que la integración del mercado europeo podría generar efectos catalizadores sobre la producción industrial del sector. En el siguiente epígrafe, profundizaremos en el impacto de este escenario.

Una aproximación cuantitativa de una industria europea más integrada

La literatura sobre el impacto de la integración del mercado europeo muestra consenso en que los beneficios superan los costes de transición (Durá y Pasimeni, 2025), aunque son heterogéneos por sector y país (Harrison *et al.*, 1994 o Yotov y Fontagné, 2025). La industria de defensa presenta características como el alto contenido tecnológico y las potenciales economías de escala que podrían amplificar estos efectos positivos.

Las limitaciones actuales de la industria europea restringen la posibilidad de una rápida expansión, por lo que alcanzar los niveles de producción deseados requiere horizontes temporales prolongados (IISS, 2025). En un contexto

de restricciones de actuación de la política fiscal, una mayor integración y colaboración en innovación constituye una vía alternativa para reforzar la situación del sector industrial de defensa.

Con el fin de cuantificar este potencial, se plantea una sencilla aproximación a la integración del mercado de la defensa en la UE. El objetivo es ilustrar el incremento potencial de la producción europea de bienes de defensa⁶ que podría realizarse con una profundización del mercado interior. El análisis captura dos mecanismos diferenciados. En primer lugar, las ganancias derivadas del acceso a un mayor mercado (Escala), que permiten aprovechar las economías de escala disponibles. En segundo lugar, las transferencias de conocimiento tecnológico impulsadas por un mayor gasto colaborativo entre los Estados miembros (Desborde), que facilitarían la difusión tecnológica y mejoraría la productividad.

|
Entre 2021 y 2022, la producción industrial observada creció un 15 %. Sin embargo, en un escenario de integración europea, el crecimiento de la producción industrial habría alcanzado el 37 %
|

El modelo (Ecuación) compara la producción observada con la que se haría en un escenario de mayor integración europea (\bar{V}). Un componente central de este marco metodológico es la definición del mercado potencial al que tiene acceso cada Estado miembro (V_{UE}). Para su cálculo, se considera la producción del resto de Estados

⁶ Se define como industria de bienes de defensa a los sectores NACE Rev. 2 C254 (armas y municiones), C301 (construcción naval militar), C303 (aeronaves y vehículos espaciales) y C304 (vehículos militares terrestres). Esta caracterización refleja de forma representativa la producción de los bienes relacionados con la seguridad militar. No obstante, no excluyen totalmente del análisis aquella parte de la producción destinada al ámbito civil.

Ecuación

El impacto de la integración sobre la producción industrial se explicaría por un efecto escala y un efecto desborde:

$$\widehat{V}_i = \left[\underbrace{(1 + \beta * \ln(V_{UE}))}_{\text{Escala}} * \underbrace{(1 + \sigma * \frac{I + T \text{ colaborativa}}{I + T})}_{\text{Desborde}} \right]_{\text{Efecto integración}}$$

$$V_{UE} = [(\sum_{i \neq j} V_j * \text{Intensidad importaciones}^{\text{intraUE}}) * \text{Capacidad absorción}] / V_i$$

Nota: Los parámetros se calibran a partir de la literatura econométrica especializada. La producción industrial de defensa (V) para la UE y cada Estado miembro: (i) se define como la suma de las clases NACE Rev. 2 C254 (armas y municiones); C301 (construcción naval militar); C303 (aeronaves y vehículos espaciales) y C304 (vehículos militares terrestres). El parámetro β refleja la mejora de productividad asociada a una mayor integración, siguiendo las estimaciones de Yotov y Fontagné (2024). El coeficiente σ se basa en estimaciones empíricas de transferencias de conocimiento tecnológicos entre países, conforme a Moretti *et al.* (2021). Por su parte, V_{UE} indica la producción potencial del mercado al que accedería cada Estado miembro tras la integración, ajustada por su capacidad de absorción sectorial (ratio de empleo en el país respecto al del empleo típico en la UE).

miembros, ponderada por la intensidad de las importaciones procedentes de los mismos, y su capacidad de absorción medida por la distancia al volumen de empleo típico del sector en la UE.

Los parámetros empleados se fundamentan en estimaciones econométricas de la literatura. El coeficiente del canal escala (β) refleja la mejora productiva por el acceso a un mayor mercado en línea con Yotov y Fontagné (2024) para los mismos sectores. Por su parte, el parámetro asociado al canal desborde (σ) muestra la intensidad promedio de transferencias tecnológicas entre países, basado en Moretti *et al.* (2021). La estimación emplea los últimos datos disponibles (2022) y se realiza asumiendo que cierra la brecha de la I+T colaborativa frente al umbral del 20 % establecido por la UE, planteando un escenario de integración plena y de cumplimiento de los objetivos. Este enfoque implica que las

estimaciones estarían mostrando un límite superior en un contexto de plena integración teórica.

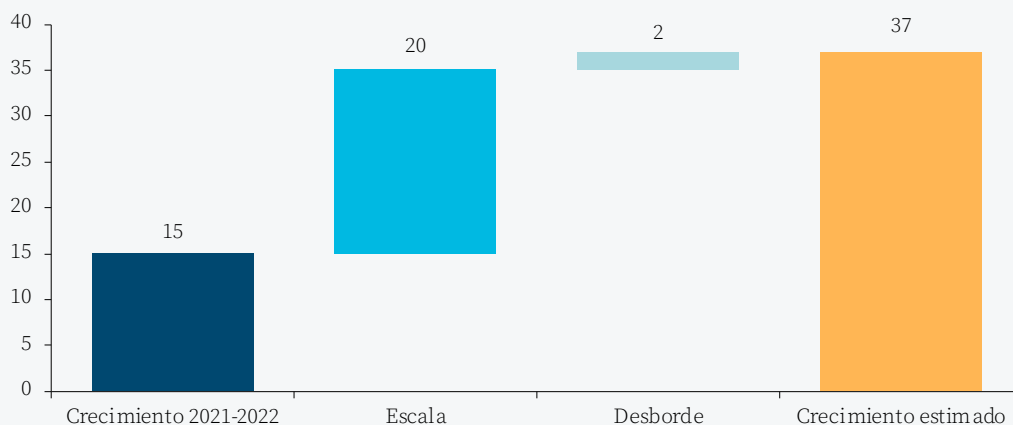
Los resultados del modelo (gráfico 3) permiten examinar la descomposición de los efectos sobre la producción industrial de bienes de defensa. Entre 2021 y 2022, la producción industrial observada creció un 15 %. Sin embargo, en un escenario de integración europea, el crecimiento de la producción industrial habría alcanzado el 37 %. Esta diferencia sugiere que la fragmentación del sector industrial de defensa en la UE supondría un coste de oportunidad del 22 % del crecimiento de la producción en 2022, lo que representa aproximadamente 46.000 millones de euros en términos de valor de producción no realizada.

Esta estimación estaría explicada principalmente por el canal Escala, que explicaría en torno a 20 puntos porcentuales del incremento

Gráfico 3

La integración del mercado europeo de defensa habría aumentado la producción industrial de 2022 un 22 % adicional

Descomposición del crecimiento potencial de la producción industrial de defensa de la UE (2021-2022), tasa de variación en % respecto al nivel de 2021



Notas: Producción industrial de defensa definida como la suma de las clases NACE Rev. 2 C254 (armas y municiones), C301 (construcción naval militar), C303 (aeronaves y vehículos espaciales) y C304 (vehículos militares terrestres). El eje vertical representa la variación porcentual sobre el nivel de producción de 2021 = 0. El bloque Crecimiento 2021-2022 recoge el aumento observado, y los bloques Escala y Desborde muestran el impacto potencial de los canales de la integración sobre la producción observada en 2022. El universo cubierto representa el 91,2 % de la producción industrial europea de bienes de defensa estimada por Eurostat, en 2022.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, *Structural Business Statistics* (2022).

potencial. Esta cifra pone de relieve el coste de oportunidad que supone la actual fragmentación del tejido productivo europeo. Por su parte, el gasto colaborativo entre los Estados miembros (Desborde) añadiría casi dos puntos porcentuales, reflejando que las transferencias tecnológicas entre países contribuirían positivamente a incrementar la producción industrial del sector.

Este crecimiento potencial presenta una distribución heterogénea entre los Estados miembros (gráfico 4). El análisis clasifica los países en tres categorías según su percentil sobre la producción observada en 2022, es decir, su capacidad industrial sectorial. La categoría Alta, que incluye los países con mayor capacidad industrial del

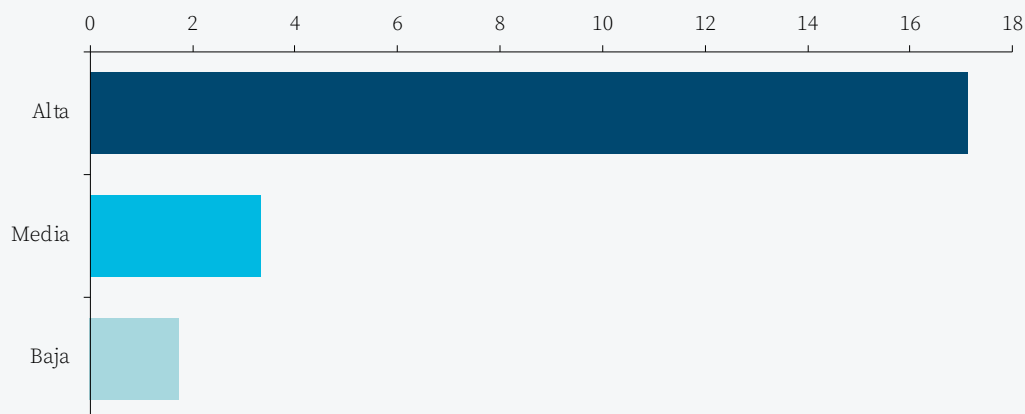
sector (superior al percentil 66) como Francia o España, concentraría más de 17 puntos porcentuales del impacto estimado, siendo los más beneficiados en términos absolutos. Las categorías Media (percentil 33-66), República Checa o Finlandia, y Baja (inferior al percentil 33), Portugal o Dinamarca, aportarían alrededor de 5 puntos porcentuales al crecimiento potencial de la producción frente a la observada en 2022.

Este resultado indica que aquellos países con una mejor posición de partida tendrían una mayor capacidad para acceder a mercados ampliados. Pero aquellos países con una menor base industrial registrarían un incremento relativo superior. La expansión de la producción

Gráfico 4

Los países con mayor capacidad industrial concentrarían el crecimiento potencial por la integración

Contribución por al crecimiento de la producción industrial (Potencial-Observado 2022), puntos porcentuales



Nota: Las barras muestran la contribución al incremento potencial de la producción industrial de defensa derivada de la integración (Contrafactual 2022 – Observado 2022), expresada en puntos porcentuales sobre el nivel de producción de 2021 = 0. Las cifras se obtienen ponderando, para cada grupo de países, la diferencia contrafactual-observado por su cuota de producción de 2022. Grupos: Grandes ($\geq p66$), Medianos ($p33-66$) y Pequeños ($< p33$), según producción observada en 2022. La producción de defensa se aproxima con las clases NACE Rev. 2 C254, C301, C303 y C304, que cubren el 91,2 % del valor industrial europeo del sector.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, *Structural Business Statistics* (2022).

de los países con mayor cuota podría impulsar las industrias del resto de forma indirecta, mediante la especialización en nichos de mercado relevantes y el fortalecimiento de las cadenas de valor europeas.

No obstante, pondría de relieve la necesidad de diseñar mecanismos de compensación y gobernanza industrial que aseguren una distribución adecuada de las ganancias. Es fundamental que el impulso en la producción combine la velocidad necesaria con una estructura basada en el aprovechamiento de las ventajas comparativas de los Estados miembros y plantee incentivos suficientes para implementar un enfoque comunitario.

Estas estimaciones, no obstante, están sujetas a limitaciones metodológicas que implican interpretar los resultados con cautela. Un contrafactual preciso requiere estudios econométricos más extensos y revisión por pares. El impacto, por ejemplo, del multiplicador en defensa es dinámico (Ilzetzki, 2025), puede ser diferente a corto y medio plazo (Antolín-Díaz y Surico, 2025) y tener efectos no lineales (Linnemann y Winkler, 2016). Los resultados también pueden estar condicionados por la especificación del modelo, diferentes metodologías pueden mostrar efectos distintos.

En definitiva, los resultados muestran que la UE podría expandir su base industrial hasta un

22 % mediante una profundización de la integración, sin aumentar el gasto total. Los países con una menor producción convergerían relativamente, mientras los de una mayor capacidad mejorarían en términos absolutos. Todos los Estados miembros se beneficiarían, aunque por vías diferentes. Esta evidencia proporciona una base para avanzar hacia la integración y una mejor eficiencia productiva.

Implicaciones económicas de los resultados

Las estimaciones revelan que un aumento de la producción industrial de defensa no está exclusivamente vinculado a un mayor gasto, sino que también depende de su organización. Una profundización del mercado europeo permitiría mejorar la situación de la industria de defensa para el conjunto de la UE.

|
La fragmentación del mercado europeo de defensa equivaldría a un coste de oportunidad del 22 % sobre el crecimiento anual observado en 2022 (en torno a 46.000 millones de euros), alrededor del 14 % del gasto total en defensa en la UE
|

Estas cifras deben contextualizarse adecuadamente. La fragmentación del mercado europeo de defensa equivaldría a un coste de oportunidad del 22 % sobre el crecimiento anual observado en 2022 (en torno a 46.000 millones de euros), alrededor del 14 % del gasto total en defensa en la UE.

Este resultado complementa la literatura sobre el coste de la no Europa desde una perspectiva productiva. Centrone y Fernandes (2025) indican que el limitado aprovechamiento de las economías de

escala del gasto en defensa supone un coste anual de entre 18 y 57.000 millones de euros, según el grado de integración considerado.

Mueller (2024), en un metaanálisis de la literatura cuantitativa sobre la integración del mercado europeo de defensa, concluye que una mayor cooperación entre los Estados miembros podría ahorrar hasta el 30 % del gasto en defensa de la UE. Para 2024, esta cifra equivaldría a aproximadamente 98.000 millones de euros para el conjunto del sector de la defensa, incluyendo aspectos adicionales a la producción industrial de bienes.

Mejino-López y Wolff (2024) señalan que, a corto plazo, la dependencia de proveedores extracomunitarios puede ser económicamente racional. No obstante, argumentan que a largo plazo la integración europea es fundamental para preservar las capacidades industriales y evitar debilitar la autonomía estratégica.

El objetivo último del incremento de la producción industrial en defensa de los Estados miembros es mejorar la protección efectiva. Marsh *et al.* (2024) sostienen que la integración y la alineación de intereses son condición necesaria para garantizar que mayor gasto se traduzca en mayor capacidad militar.

La producción industrial solo representa una dimensión del desafío. La composición tecnológica y la interoperabilidad entre los ejércitos también desempeñan un papel relevante. El Tribunal de Cuentas Europeo (2025) identifica este último aspecto como uno de los principales desafíos actuales en el continente, subrayando la importancia de abordar los retos desde una perspectiva integral.

La materialización de estos beneficios potenciales enfrenta barreras en la práctica. Las

particularidades de esta industria explican que los Estados miembros manifiesten una preferencia por la soberanía nacional respecto a la europea, protegida por el artículo 346 del TFUE desde el Tratado de Roma de 1957. Los países de la UE muestran una notable heterogeneidad en las posiciones sobre los conflictos bélicos que dificulta el avance común de la industria. Desde una perspectiva económica, este proteccionismo reduce las posibilidades de expansión y competitividad, especialmente en términos relativos frente a Estados Unidos.

Las restricciones financieras representan otro factor limitante relevante. En el sector público⁷, la mayoría de los Estados miembros presentan un reducido margen de maniobra para incrementar el gasto en defensa, lo que, además, reduciría el impacto de su multiplicador notablemente (Sarasa-Flores, 2025).

No obstante, la financiación privada presenta una mayor relevancia que la pública en este contexto de integración. Las empresas privadas, por las características específicas del sector y la fragmentación del mercado europeo de capitales, enfrentan dificultades de acceso al capital

superiores respecto a sus homólogas estadounidenses (Comisión Europea, 2024). Una mayor integración del mercado tendría que ir acompañada de instrumentos financieros más amplios y de la simplificación de las barreras de entrada. La profundización europea presenta, asimismo, riesgos en el ámbito de la competencia⁸. La redistribución de la producción entre los Estados miembros tendría que basarse en el aprovechamiento de ventajas comparativas, considerando las particularidades de la industria de la defensa para evitar un sobredimensionamiento del sector concentrado en un número reducido de empresas de determinados países.

En definitiva, mantener la actual organización productiva de la industria de defensa en la UE supondría un coste de oportunidad de 46.000 millones de euros, en torno a un 22 % adicional de la producción de 2022 y al 14 % del gasto de defensa en la UE. Las consecuencias no son exclusivas del sector, sino del conjunto de la economía por la potencial pérdida de relevancia estratégica en el sistema global. La integración conllevaría beneficios, pero su materialización requiere abordar de manera coordinada las barreras políticas y financieras identificadas.

⁷ Para un análisis más detallado del debate sobre la financiación pública del sector defensa, véase Scazzieri y Tordoir (2024) y Guttenberg y Redeker (2025).

⁸ Para una descripción de las recientes fusiones y adquisiciones en defensa y sus perspectivas, véase Guijarro y Gómez (2025).

Referencias

- ALEKSEEV, M., y LIN, X. (2024). Trade Policy in the Shadow of Conflict: The Case of Dual-use Goods. *Working Paper*, October 2024.
- ANTOLÍN-DÍAZ, J., y SURICO, P. (2025). The Long-Run Effects of Government Spending. *American Economic Review*, 115(7).
- CALCARA, A. (2020). Cooperation and non-cooperation in European defence procurement. *Journal of European Integration*, 42(6), 799-815. DOI: <https://doi.org/10.1080/07036337.2019.1682567>
- CENTRONE, M., y FERNANDES, M. (2025). Improving the quality of European defence spending. Cost of non-Europe report. European Parliamentary Research Service. European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/762855/EPRS_STU\(2024\)762855_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/762855/EPRS_STU(2024)762855_EN.pdf)
- CLAPP, S. (2024). European defence industrial strategy. European Parliamentary Research Service. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762402/EPRS_BRI\(2024\)762402_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762402/EPRS_BRI(2024)762402_EN.pdf)
- COMISIÓN EUROPEA. (2024). Study results: Access to equity financing for European defence. https://defence-industry-space.ec.europa.eu/study-results-access-equity-financing-european-defence-smes-2024-01-11_en
- DURÀ, P., y PASIMINI, P. (2025). The economic impact of the European Single Market. *Single Market Economics Papers*. European Commission. https://single-market-economy.ec.europa.eu/publications/economic-impact-european-single-market_en
- EUROPEAN DEFENCE AGENCY. (2024). Defence data 2023-2024 report. <https://eda.europa.eu/docs/default-source/brochures/eda—defence-data-23-24—web—final.pdf>
- FONTAGNÉ, L., y YOTOV, Y. V. (2024). Reassessing the impact of the Single Market and its ability to help build strategic autonomy. *Single Market Economics Papers*. European Commission. <http://www.lionel-fontagne.eu/uploads/9/8/3/3/98330770/lfyf.pdf>
- FONTAGNÉ, L., y YOTOV, Y. V. (2025). The Low-Hanging Fruit of the Single European Market: New Methods and Measures. *Working Paper*, N° 2025 – 20. https://pse.hal.science/hal-05048951/file/WP_2025-20_.pdf
- GUTTENBERG, L., STIFTUNG, B., y REDEKER, N. (2025). *How to defend Europe without risking another euro crisis*. Jacques Delors Centre. https://www.delorscentre.eu/fileadmin/2_Research/1_About_our_research/2_Research_centres/6_Jacques_Delors_Centre/Publications/20250221_Policy_Brief_Defence_Spending_Fiscal_Rules_Lucas_Guttenberg_Nils_Redeker.pdf
- HARRISON, G., RUTHERFORD, T., y TARR, D. (1994). Product Standards, Imperfect Competition, and Completion of the Market in the European Union. *World Bank Policy Research Paper*, 1293. Washington D. C.: World Bank. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/871461468744326568/pdf/multi0page.pdf>
- ILZETZKI, E. (2025). Guns and growth: The economic consequences of defense buildups. *Kiel Report*, No. 2. Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel), Kiel.
- THE INTERNATIONAL INSTITUTE FOR STRATEGIC STUDIES (IISS), (Ed.). (2025). *Building Defence Capacity in Europe: An Assessment* (1st ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003640844>
- LINDEMANN, L., y WINKLER, R. (2016). Estimating nonlinear effects of fiscal policy using quantile regression methods. *Oxford Economic Papers*, 68(4), 1120–1145.
- MARSH, N., MARTINS, B. O., MAWDSLEY, J. (2024). European defense spending: Trade-offs and consequences of non-alignment. *EconPol Forum*. CESifo GmbH, Munich, 25(4), 20-23. ISSN 2752-1184.
- MARTÍ SEMPÈRE, M. (2024). *Estrategias industriales de defensa y tecnologías duales*. Real Instituto Elcano. <https://media.realinstitutoelcano.org/wp-content/uploads/2024/10/ari137-2024-martisempere-estrategias-industriales-de-defensa-y-tecnologias-duales.pdf>
- MAULNY, J-P (2023). *The impact of the war in Ukraine on the European defence market*. IRIS. https://www.iris-france.org/wp-content/uploads/2023/09/19_ProgEuropeIndusDef_JPMaulny.pdf

MEJINO-LOPEZ, J., y WOLFF, G. B. (2024). *A European defence industrial strategy in a hostile world*. Policy Brief. Bruegel. <https://www.bruegel.org/policy-brief/european-defence-industrial-strategy-hostile-world>

MORETTI, E., STEINWENDER, C., y VAN REENEN, J. (2021). The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity and International Spillovers. *Working Paper*, 26483. NBR. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26483/w26483.pdf

MUELLER, T. (2024). *Drivers and Impact of European Defence Market Integration: A Literature Meta-Synthesis with Economic Focus, Defence and Peace Economics*. DOI: **10.1080/10242694.2024.2396416**

SARASA-FLORES, D. (2025). Buy guns or buy roses?: EU defence spending fiscal multipliers. *WP BBVA Research*.

SCAZZIERI, L., y Tordoir, S. (2024). *European common debt: Is defence different?* Centre for European Reform. https://www.cer.eu/sites/default/files/pb_LS_ST_defence_bonds_5.11.24.pdf

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO. (2025). Movilidad militar en la UE. Informe Especial. https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2025-04/SR-2025-04_ES.pdf

02

Erik Jones

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



El próximo reto del BCE: la política monetaria en la era de la incertidumbre

El 5 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo redujo los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, situando el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 2 %. Esta reducción no sitúa el tipo de interés de la facilidad de depósito en su tipo neutral a largo plazo, y puede que no signifique el fin de las modificaciones de la política monetaria realizadas por el Consejo de Gobierno. No obstante, marca el final de la respuesta en tres fases del Consejo de Gobierno al *shock* de inflación que siguió a la pandemia del COVID-19 y a la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno se preocupará menos de si sus tipos de interés oficiales se encuentran en el “lugar adecuado” para la estabilidad de precios a largo plazo y más de si debe responder a acontecimientos externos y con qué rapidez. El objetivo del Consejo de Gobierno en esta nueva era de incertidumbre es seguir siendo “ágil” y, al mismo tiempo, mantener la credibilidad ante los participantes en el mercado. Este objetivo se recoge en una evaluación de la estrategia publicada por el BCE el 30 de junio y basada en su experiencia reciente. La preocupación por la neutralidad de la política monetaria tendrá que esperar a un clima económico y político más previsible.

Introducción

La presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, anunció que el Consejo de Gobierno reduciría los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos (o 0,25 %) el 5 de junio de 2025, situando el tipo al que se remuneran los depósitos comerciales mantenidos en el BCE –el “tipo de la facilidad de depósito”– en el 2 %. Dado que la inflación general de la zona del euro se situó ligeramente por debajo del 2 %, según las estimaciones preliminares de mayo, esta medida sitúa la remuneración ajustada a la inflación (o “real”) de los depósitos comerciales en el BCE cerca de cero, lo que, según la mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno, no es ni restrictivo ni acomodaticio.

Sin embargo, cuando los periodistas le preguntaron si esta medida situaba los tipos de interés oficiales del BCE cerca del nivel en el que serían neutrales con respecto a las perspectivas de inflación y crecimiento a largo plazo, Lagarde insistió en que tales preocupaciones ya no eran objeto de atención. Aunque el Consejo de Gobierno mantuvo recientemente intensos debates sobre el tipo neutral a largo plazo –denominado r^* –, Lagarde insistió en que esa posibilidad ni siquiera se había planteado en las deliberaciones del Consejo de Gobierno. El tipo neutral se basa en la ausencia de perturbaciones: gran equilibrio, ninguna perturbación”, explicó Lagarde. Por el momento, nos enfrentamos a una gran incertidumbre”.

Lagarde incluso rechazó la posibilidad de que la política monetaria del BCE tenga una “dirección de viaje” específica. En lugar de ello, subrayó que

esta última medida sitúa al Consejo de Gobierno “en una buena posición” para responder a los acontecimientos mundiales. Es posible que se produzcan nuevos cambios en la política monetaria –y Lagarde concluyó su intervención inicial afirmando que “estamos dispuestos a ajustar todos nuestros instrumentos dentro de nuestro mandato para garantizar que la inflación se estabilice de forma sostenible en nuestro objetivo a medio plazo”–, pero la matización implícita es que tales ajustes serían reactivos y ya no formarían parte de la estrategia del Consejo de Gobierno para la desinflación¹.

Los comentarios de Lagarde sugieren que la respuesta en tres fases del Consejo de Gobierno al *shock* de inflación que siguió a la pandemia del COVID-19 y que se vio exacerbada por la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia ha llegado a su fin. El economista jefe del BCE, Philip Lane, está de acuerdo, argumentando en un discurso pronunciado el 24 de junio que: “se ha avanzado lo suficiente en el retorno de la inflación al objetivo como para considerar que este reto monetario ha concluido en gran medida”². De ser así, cabe preguntarse si tal optimismo por parte del Consejo de Gobierno está justificado. También merece la pena considerar si la política monetaria del BCE cambiará, y de qué modo, ahora que la “incertidumbre” ha pasado a dominar las deliberaciones del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno ha trabajado intensamente durante los tres últimos años para apuntalar la credibilidad de su compromiso con la estabilidad de precios a los ojos de los participantes en el mercado; en el marco de la evaluación de la estrategia publicada el 30 de junio, demostrar su “agilidad” para responder

1 La transcripción de la rueda de prensa posterior al anuncio de política monetaria del 5 de junio de 2025 puede consultarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2025/html/ecb.is250605~f00a36ef2b.en.html

2 El texto del discurso de Lane puede consultarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250624~6bc6bae5ac.en.html>

a los acontecimientos actuales es tanto o más importante³.

Las tres fases de la desinflación

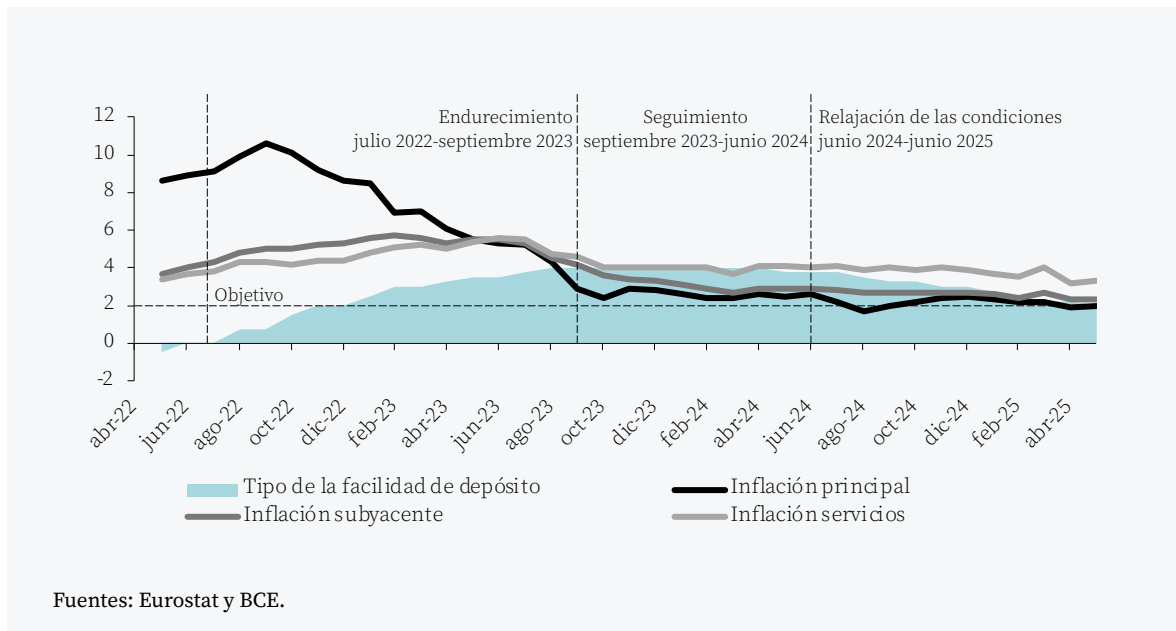
La respuesta del Consejo de Gobierno a la aceleración de la inflación de precios en la zona del euro comenzó en julio de 2022, con la decisión de aumentar el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 50 puntos básicos (o la mitad del 1 %), hasta situarlo en el 0 %. Esta medida puso fin a la práctica de gravar los depósitos comerciales mantenidos por encima de los requisitos reglamentarios que se había introducido durante el largo período de muy baja inflación y lentos resultados económicos que siguió a la crisis de la

deuda soberana europea y que se intensificó durante la pandemia. Los miembros del Consejo de Gobierno observaron la aceleración de la inflación tras la pandemia, pero creyeron que podían “mirar a través” del repentino aumento de los precios como una respuesta a la confusión que la pandemia creó en las cadenas de suministro mundiales y la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia creó en los mercados energéticos (Jones, 2022).

Sin embargo, una vez que quedó claro que estas subidas de precios estaban alimentando la “inflación subyacente” –es decir, la inflación que excluye la influencia de las variaciones de los precios de la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco– y la “inflación del sector servicios”,

Gráfico 1

Las tres fases de la respuesta del BCE al *shock* de inflación



3 Esta noción de “agilidad” aparece en la evaluación de la estrategia 2025, pero ocupa un lugar central en un reciente discurso pronunciado por el gobernador de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, en el marco del “Laboratorio UEM” organizado por Marco Buti y Giancarlo Corsetti en el Centro Robert Schuman el 19 de junio de 2025. El texto de ese discurso puede consultarse aquí: <https://www.bis.org/review/r250623e.htm>

los miembros del Consejo de Gobierno reconocieron que esto podría dar lugar a la aparición de una espiral de precios y salarios que se reforzaría a sí misma si no se abordaba. Por lo tanto, empezaron a subir los tipos de interés oficiales en una serie de movimientos bruscos de entre 50 y 75 puntos básicos, hasta que el tipo de interés de la facilidad de depósito alcanzó un máximo del 4 % en septiembre de 2023. Esta serie de movimientos bruscos coincidió con una rápida desaceleración de la inflación general de los precios, que pasó de un máximo del 10,6 % en octubre de 2022 al 4,3 % en septiembre siguiente, pero los aumentos de los precios subyacentes y del sector servicios siguieron siendo más persistentes (véase el gráfico 1).

El reto para el Consejo de Gobierno consistía en valorar si la desaceleración de la inflación general continuaría o si el impulso subyacente de la inflación subyacente y del sector servicios impediría al Consejo de Gobierno reducir la tasa general hasta su objetivo de una inflación a medio plazo próxima al 2 %. Las previsiones económicas facilitadas por los expertos del BCE mostraban una convergencia de la inflación general hacia el objetivo en 2025, pero la persistencia de la inflación subyacente y del sector servicios era motivo de preocupación, al igual que la aceleración del crecimiento salarial, a medida que los trabajadores trataban de recuperar poder adquisitivo real ante la persistencia de unos precios más elevados. En consecuencia, el Consejo de Gobierno pasó de endurecer sus instrumentos de política monetaria a realizar un seguimiento del impacto de la subida de los tipos de interés oficiales, tanto sobre la inflación de precios como sobre la evolución económica subyacente. Esta fase de seguimiento se prolongó

durante nueve meses, hasta que el Consejo de Gobierno comenzó a reducir los tipos de interés oficiales el 6 de junio de 2024⁴.

La reducción de los tipos de interés oficiales fue más gradual y menos amplia que el endurecimiento de la primera fase. El Consejo de Gobierno se movió en incrementos de 25 puntos básicos, a menudo en una base trimestral, en lugar de en reuniones consecutivas de política monetaria. La preocupación era que se produjeran excesos que obligaran al Consejo de Gobierno a elevar de nuevo los tipos de interés oficiales en respuesta a una aceleración de las tasas de inflación. Sin embargo, a medida que avanzaba este proceso de relajación gradual, los miembros del Consejo de Gobierno se mostraron más confiados en que la inflación subyacente descendería hasta el objetivo junto con las cifras principales y se mostraron más cautos acerca del impacto de unos tipos de interés elevados y prolongados sobre los resultados económicos subyacentes. La inflación del sector servicios siguió siendo motivo de preocupación, al igual que las tendencias subyacentes de la negociación salarial, pero los miembros del Consejo de Gobierno se sintieron lo suficientemente confiados como para aumentar el ritmo de las reducciones de los tipos, aun cuando entablaron debates cada vez más intensos sobre dónde debía detenerse el proceso, dada la dificultad de estimar el tipo de interés oficial neutral a largo plazo.

Los movimientos posteriores de las tasas de inflación del sector servicios y las negociaciones salariales validaron ese enfoque más rápido. Aunque ambos indicadores se mantienen por encima del objetivo del BCE para la inflación general de precios, también muestran un impulso

4 Christine Lagarde introdujo esta periodización de la respuesta del BCE en términos de tres “fases” en su conferencia de prensa del 6 de junio de 2024. La transcripción de dicha conferencia de prensa puede consultarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2024/html/ecb.is240606~d32cd6cc8a.en.html

decreciente que sugiere que el ajuste a precios más altos está llegando a su fin sin desencadenar una espiral de precios y salarios. Las previsiones del BCE de marzo y junio de 2025 confirmaron esta evaluación al mostrar una estabilización de la inflación general en el objetivo o ligeramente por debajo de él hasta 2027, con gran parte del rebasamiento explicado por la caída de los precios de la energía. Además, las mismas previsiones muestran un comportamiento coherente en términos de crecimiento económico⁵.

|
No se prevé que la mejora de la inflación a medio plazo se deba a un debilitamiento de los resultados económicos. Esto explica en parte por qué la mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno creen que su política de respuesta a la crisis de inflación pospandémica está llegando a su fin
|

La razón para subrayar este punto sobre la evolución económica es que –en igualdad de condiciones– las estimaciones de crecimiento de las proyecciones de marzo y junio son las mismas, incluso cuando las estimaciones de inflación general han bajado. Por consiguiente, no se prevé que la mejora de la inflación a medio plazo se deba a un debilitamiento de los resultados económicos. Esto explica en parte por qué la mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno creen que su política de respuesta a la crisis de inflación pospandémica está llegando a su fin. Lo que esta valoración deja abierto es si hay otras perturbaciones en el horizonte que puedan alterar las previsiones en términos de crecimiento, inflación o ambos.

De la inflación a la incertidumbre

La lista de posibles perturbaciones de los resultados económicos europeos es larga e incluye una amplia gama de mecanismos diferentes que pueden ejercer una poderosa influencia en los mercados europeos. El reto no consiste simplemente en estimar qué impacto puede tener un determinado acuerdo comercial entre la Unión Europea (UE) y Estados Unidos (EE. UU.) en las cadenas de suministro, los precios, la rentabilidad o el empleo, sino también cómo puede verse afectada la UE por las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China u otros actores económicos importantes, y si los socios económicos europeos cercanos quedarán dentro o fuera de las disposiciones de salvaguardia para los mercados europeos. Las negociaciones comerciales también influirán en los mercados energéticos, los flujos de capital y los tipos de cambio (BCE, 2025a: 61-62). El BCE ha intentado desarrollar un análisis de escenarios para integrar estas posibilidades en su toma de decisiones, pero las posibles variaciones son demasiado numerosas para plasmarlas en algo parecido a una previsión modelizada.

La respuesta del Consejo de Gobierno a este entorno cambiante puede encontrarse en la evaluación 2025 de su estrategia de política monetaria publicada el 30 de junio⁶. Dicha evaluación reafirma la importancia de contar con un objetivo de inflación simétrico con una perspectiva a medio plazo (BCE, 2025b: 78). Estos elementos permiten al Consejo de Gobierno “mirar a través” de las desviaciones temporales de la evolución real de la inflación a ambos lados del objetivo, al tiempo que le animan a actuar con contundencia cuando las expectativas de inflación del mercado

5 Las proyecciones de los expertos del BCE pueden consultarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202506_eurosystemstaff~16a68fbaf4.en.html

6 El anuncio de la evaluación de la estrategia 2025 puede consultarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/strategy-review-assessment-2025/html/index.en.html>. Véase también BCE (2025a, 2025b).

amenacen con desanciarse del objetivo del 2 %. La valoración también subraya el papel que el BCE puede y debe desempeñar en el apoyo a los objetivos económicos más amplios de la Unión Europea establecidos en los tratados europeos. Como parte de esa función, la evaluación reafirma la necesidad de efectuar una evaluación exhaustiva de la proporcionalidad al establecer los instrumentos de política monetaria para lograr la estabilidad de precios y reforzar el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria (BCE, 2025b: 140).

|
La evaluación de 2025 también hace una importante advertencia: el éxito de la respuesta del Consejo de Gobierno a la perturbación no puede darse por sentado
|

Estos elementos de la revisión no son nuevos. En muchos aspectos reiteran los compromisos adquiridos durante la revisión de la estrategia de 2021. Sin embargo, esta reiteración en la evaluación de 2025 es importante dado el cambio de contexto. La revisión de la estrategia de 2021 se produjo al final de un largo período de inflación por debajo del objetivo, ya que el BCE situó sus instrumentos cerca del límite inferior efectivo (BCE, 2025a: 3). El *shock* de inflación pospandémico comenzó justo después de que entrara en vigor la nueva estrategia. La respuesta del Consejo de Gobierno a esta crisis puso a prueba la nueva estrategia, por lo que la reiteración de los principios básicos demuestra su éxito.

La evaluación de 2025 también hace una importante advertencia: el éxito de la respuesta del Consejo de Gobierno a la perturbación no puede darse por sentado (BCE, 2025a: 11-12). Aunque la descripción en tres fases realizada anteriormente muestra un progreso continuo, la posibilidad de que los efectos de segundo

orden de la inflación sobre el crecimiento de los salarios y los precios del sector servicios y manufacturero pudieran desancilar las expectativas de inflación en el mercado era real, tanto porque las perturbaciones de la oferta como las asociadas a la pandemia y a la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia son cada vez más comunes, como porque los mecanismos a través de los cuales dichas perturbaciones pueden propagarse a través de la economía son cada vez menos conocidos. Como deja claro el análisis, gran parte de la incertidumbre se deriva de las consecuencias de los profundos cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones entre las grandes potencias a escala internacional, pero también en la demografía, la tecnología productiva, la energía, el clima y el uso de los recursos (BCE, 2025a: 58-59). Estos cambios crean perturbaciones por sí mismos; también ejercen una presión a la baja sobre el tipo de interés neutral a largo plazo (r^*).

Esta incertidumbre plantea dos problemas a los responsables de la política monetaria. Uno de ellos es el peligro de reaccionar de forma exagerada, lo que podría tener graves consecuencias imprevistas (Chadha, 2022: 160-162). Este problema podría observarse en las distorsiones creadas por los tipos de interés negativos y los programas de compra de activos a gran escala. Pero también operan a través de otros instrumentos. Este problema de las consecuencias imprevistas explica por qué el Consejo de Gobierno optó por subrayar la importancia de hacer evaluaciones de proporcionalidad. La otra amenaza es que el Consejo de Gobierno haga demasiado poco y demasiado tarde, perdiendo así credibilidad entre los participantes en el mercado. En la evaluación de la estrategia 2025 se afirma que la credibilidad ha sido esencial para lograr que la inflación volviera a situarse en el objetivo en los tres últimos años (BCE, 2025a: 38-39). Por lo tanto, en un lenguaje que se remonta a los inicios del BCE, garantizar

que el compromiso del Consejo de Gobierno con su mandato de estabilidad de precios siga siendo creíble es también la contribución más importante del BCE a su mandato secundario.

La evaluación de la estrategia 2025 ofrece dos vías para apuntalar la credibilidad del Consejo de Gobierno. Una consiste en aumentar el suministro de información relevante a los responsables de la política monetaria mediante el uso activo del análisis de escenarios junto con las previsiones macroeconómicas (BCE, 2025b: 118-120). No es necesario que la planificación de escenarios sea precisa en los detalles para que contribuya significativamente a la toma de decisiones. El objetivo de este tipo de análisis es señalar áreas nuevas o diferentes en las que los responsables políticos podrían buscar pruebas de influencias adversas, consecuencias o circuitos de retroalimentación.

|
Aunque los instrumentos de política monetaria menos convencionales han demostrado su utilidad cerca del límite inferior efectivo, las consecuencias no deseadas de utilizar esos instrumentos para hacer subir la tasa de inflación han sido elevadas
|

La segunda forma de reforzar la credibilidad consiste en garantizar que el Consejo de Gobierno esté preparado para actuar con contundencia cuando sea necesario, tanto si la inflación parece acelerarse como, más concretamente, si la inflación de precios y los instrumentos de política monetaria se aproximan al límite inferior efectivo (BCE, 2025b: 91). La necesidad de poder actuar con contundencia explica, al menos en parte, por qué el Consejo de Gobierno parece

reacio a seguir recortando los tipos de interés oficiales ahora que su respuesta en tres fases al *shock* inflacionista pospandémico está llegando a su fin. Aunque nuevas reducciones de los tipos pueden favorecer los resultados macroeconómicos, también acercarán al Consejo de Gobierno al límite inferior efectivo de los tipos de interés y, por tanto, obligarán a los miembros del Consejo de Gobierno a recurrir en mayor medida a otros instrumentos de política cuando se enfrenten a la necesidad de actuar con contundencia.

Estos instrumentos siguen existiendo. Algunos, como las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico o las compras directas de activos, forman parte del nuevo marco operativo. En última instancia, el Consejo de Gobierno tendrá que utilizar estos instrumentos para mantener el balance del Eurosistema en un nivel suficiente para proporcionar la liquidez adecuada para ejecutar la política monetaria mediante modificaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito (Jones, 2024). Esa función operativa es una razón de más para mantener cierto colchón en los tipos de interés oficiales para utilizarlo en caso de que sea necesario actuar con decisión. Aunque los instrumentos de política monetaria menos convencionales han demostrado su utilidad cerca del límite inferior efectivo, las consecuencias no deseadas de utilizar esos instrumentos para hacer subir la tasa de inflación han sido elevadas y la eficacia de confiar en los tipos de interés oficiales para lograr el mismo objetivo es mayor. Una lógica similar es válida para fijar el objetivo de inflación en el 2 % con un enfoque simétrico en lugar de tener un objetivo asimétrico por debajo pero cerca del 2 %, como ocurrió tras la primera revisión de la estrategia realizada en 2003, o por debajo del 2 % sin límite inferior, como ocurrió en la elaboración de la estrategia inicial cuando se fundó el BCE en 1998.

Conclusión

La evaluación de la estrategia 2025 marca un cambio importante en el pensamiento del Consejo de Gobierno en la medida en que establece un nuevo equilibrio entre la necesidad de cautela y los requisitos de credibilidad en una época de mayor incertidumbre. Más allá de los recientes esfuerzos del BCE para responder a la crisis de inflación pandémica del pasado, la evaluación sugiere que el Consejo de Gobierno tendrá que desarrollar nuevas fuentes de información y nuevas técnicas de modelización para el análisis en el que se basan

sus decisiones de política monetaria. Los miembros del Consejo de Gobierno también tendrán que encontrar un nuevo equilibrio en sus esfuerzos de comunicación entre la necesidad de ofrecer transparencia a los participantes en los mercados financieros y al público en general, y la necesidad de evitar asumir compromisos retóricos que les impidan reaccionar con agilidad ante la evolución de la situación. La lucha por domar el choque inflacionista pospandémico puede estar llegando a su fin, pero el reto de hacer política monetaria en una era de incertidumbre no ha hecho más que empezar⁷.

Referencias

- BCE. (2025a). ECB Monetary Policy Strategy Assessment–Workstream 1: A Strategic View on the Economic and Inflation Environment in the Euro Area. *Occasional Paper Series*, 372. Fráncfort: Banco Central Europeo.
- BCE. (2025b). ECB Monetary Policy Strategy Assessment–Workstream 2: Report on Monetary Policy Tools, Strategy, and Communication. *Occasional Paper Series*, 372. Fráncfort: Banco Central Europeo.
- CHADHA, J. S. (2022). *The Money Minders: The Parables, Trade-Offs and Lags of Central Banking*. Cambridge: Cambridge University Press.
- JONES, E. (2022). La guerra en Ucrania y el Banco Central Europeo. *Survival*, 64(4), 111-119.
- JONES, E. (2024). Reconectando el Banco Central Europeo. *Cuadernos de Información Económica*, 302, 28-36. <https://www.funcas.es/articulos/reconectando-el-banco-central-europeo/>

7 Véase también Villeroy: <https://www.bis.org/review/r250623e.htm>.

03

María Miyar
UNED y Funcas

Desiderio Romero-Jordán
Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



Causas del malestar económico de los hogares: resultados de la *Encuesta Funcas de Economía y Finanzas* de mayo de 2025

A pesar de las buenas cifras de crecimiento económico tras la pandemia, casi un 34 % de los adultos considera que la situación de su hogar ha empeorado respecto a 2019, frente a solo un 22 % que percibe una mejora. Entre quienes dicen haber mejorado, un 47 % atribuye una de las dos causas principales a aumentos salariales y un 44 % a mayor estabilidad laboral, mientras que entre quienes empeoraron predomina el impacto del aumento de precios (85 %) y de impuestos (42 %). La percepción negativa es especialmente intensa entre jóvenes y familias con niños. Un 70 % de los entrevistados cree que su carga fiscal ha aumentado desde la pandemia. Para un 14 % este aumento de impuestos es la causa principal de su empeoramiento económico y para un 28 % es una causa secundaria. Este impacto se percibe con mayor intensidad entre las personas con ingresos bajos, entre 45 y 55 años, y entre quienes se sitúan ideológicamente en el centro y la derecha.

Evolución de la economía: estado de la cuestión

La economía española ha sido una de las más dinámicas de la Unión Europea tras la pandemia, alcanzando tasas de crecimiento del 6,7 %, del 6,2 %, del 2,7 % y del 2,9 % en los años 2021 a 2024. Estas tasas de crecimiento han sido claramente superiores a las de Francia o Alemania, que en 2024 se situaron en el 1,6 % y el -0,2 %. Destacamos tres factores que explican esta dinámica de crecimiento. Primero, el sector turístico ha recuperado los niveles previos a la pandemia, consolidándose como uno de los motores clave de la actividad económica nacional. Segundo, el aumento de la fuerza laboral impulsada por la inmigración ha sido un pilar básico en esta evolución. El Banco de España (2025) estima que el impacto de la inmigración ha oscilado entre 0,4 y 0,7 puntos porcentuales anuales en el periodo 2022 a 2024, equivalente a una cuarta parte del crecimiento del período. Tercero, los fondos europeos están permitiendo mejorar y transformar sectores estratégicos con una contribución al crecimiento del PIB que se estima suponga entre 0,4 y 0,5 puntos en los años 2025 y 2026 (Caixabank Research, 2025). Este fuerte crecimiento ha traído mejoras en las cifras de desempleo. A finales de 2019, el paro se situaba alrededor del 14 %, elevándose hasta cifras próximas al 16 % durante la pandemia. Desde 2021, se ha producido un descenso progresivo, situándose en el primer trimestre de 2025 en el 11,4 %. Esta reducción en la tasa de desempleo ha sido paralela al fuerte aumento de los ocupados inmigrantes. A pesar de ello, España continúa en los primeros puestos en nivel de desempleo, lo que refleja las debilidades del mercado laboral.

En paralelo a las buenas cifras de crecimiento del PIB, los indicadores que afectan directamente a la situación de los hogares presentan peores

resultados, entre los que destacamos los siguientes. Primero, los salarios son especialmente bajos en algunos sectores económicos. La ganancia media anual por trabajador en 2023 (último dato disponible) fue de 28.049 euros, mientras que en la hostelería, que registró la retribución más baja, fue de 19.985 euros (INE, 2025). Además, una buena parte de los empleos se han dirigido en los últimos años hacia esos sectores de menor cualificación y salarios (García y Pinto, 2025). Segundo, el crecimiento de los precios en el periodo pospandemia ha impactado con mayor intensidad sobre los hogares de renta baja, potenciando las desigualdades en renta real (Romero-Jordán, 2023). En este sentido, la desigualdad sigue siendo un reto estructural, como revela de forma sintética el índice de Gini que, aunque ligeramente reducido respecto a la crisis de 2008, permanece elevado en comparación con otros países europeos (Eurostat, 2025). Particularmente preocupante es la situación de los hogares más jóvenes, quienes enfrentan barreras crecientes para acceder a la vivienda (CaixaBank Research, 2024). Para concluir, la carga impositiva del IRPF e IVA de los hogares ha crecido de forma importante en los últimos años por efecto de la inflación.

Existe una brecha entre la situación que reflejan las estadísticas de contabilidad nacional y la percepción subjetiva que tienen los hogares sobre la evolución de sus economías familiares, aunque tienden a evolucionar de forma conjunta (Miyar, 2023). Profundizar en las causas de estas diferencias requiere una mejor comprensión de las percepciones y experiencias de los ciudadanos, por ejemplo, a través de encuestas de opinión. Con este propósito, Funcas realizó en el mes de mayo de 2025 la *Encuesta sobre Economía y Finanzas del Hogar* con una muestra representativa de 1.200 personas, cuyos resultados se exponen en las dos siguientes secciones.

Percepción de los entrevistados de la economía nacional y del hogar

En la encuesta se pide a los entrevistados (que ya vivían en España en 2019) que comparen la situación económica actual de su hogar con la que tenían previamente a la pandemia. Casi la mitad de los encuestados considera que la situación económica del hogar es hoy similar a la de la pandemia (44 %). Sin embargo, el 34 % cree que ha empeorado, cifra que supera holgadamente al 22 % que considera que ha mejorado (gráfico 1). En cuanto a las dos principales causas de esa evolución, entre quienes declaran una mejora en la situación económica de su hogar, predominan las explicaciones de carácter personal o familiar. Casi la mitad menciona el aumento salarial de miembros del hogar que ya estaban

trabajando (47 %), seguido por una mejora en la estabilidad laboral (44 %) (gráfico 2). También se mencionan con frecuencia la incorporación al empleo de personas que antes no trabajaban

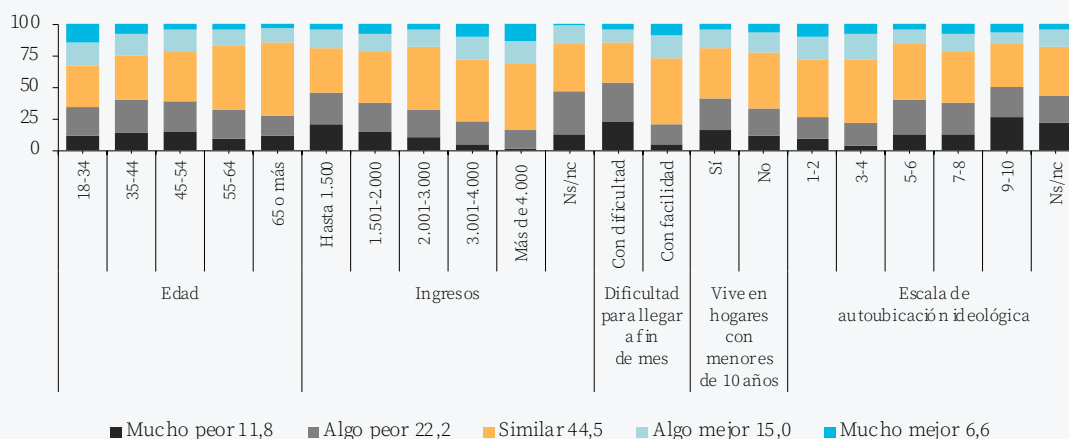
Casi la mitad de los encuestados considera que la situación económica del hogar es hoy similar a la de la pandemia (44 %). Sin embargo, el 34 % cree que ha empeorado, cifra que supera holgadamente al 22 % que considera que ha mejorado

(26 %) y la reducción de ciertos gastos del hogar (22 %). Otras razones señaladas son el inicio de la percepción de una pensión de jubilación (16 %),

Gráfico 1

Valoración de la situación económica actual del hogar en comparación con la de antes de la pandemia, por edad

Población adulta residente (vivía en España en 2019, porcentajes)



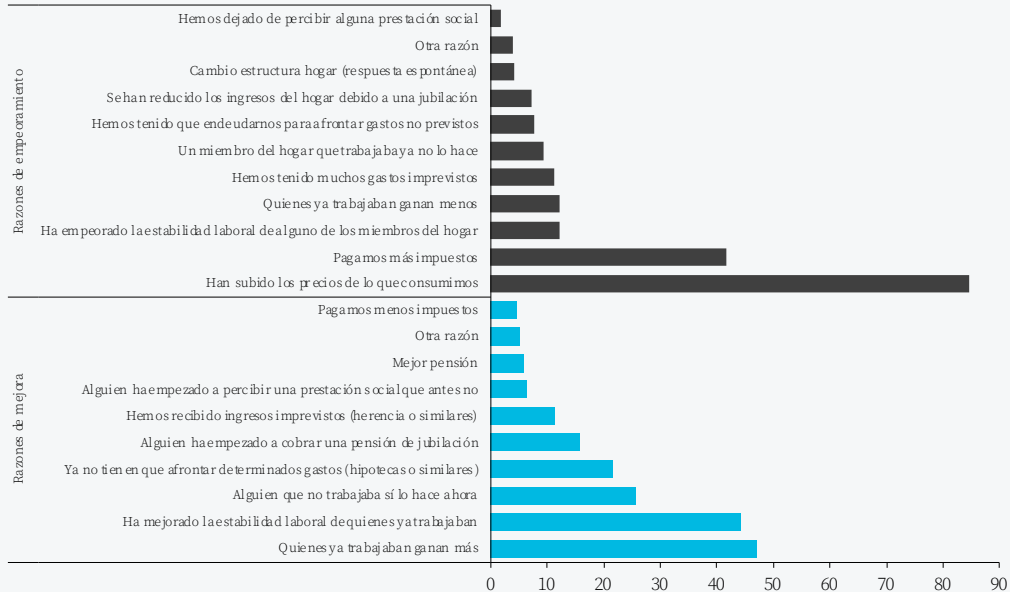
Pregunta: ¿Cómo describiría la situación económica actual de su hogar en comparación con la de antes de la pandemia? Diría que es...

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

Gráfico 2

Razones del cambio en la situación económica actual del hogar en comparación con la de antes de la pandemia

Población adulta residente (vivía en España en 2019; porcentajes)



Pregunta: ¿Cuál de las siguientes razones explica mejor que la situación económica de su hogar haya mejorado? ¿Y en segundo lugar? [Entrevistados que creen que la situación económica de su hogar ha mejorado.] ¿Cuál de las siguientes razones explica mejor que la situación económica de su hogar haya empeorado? ¿Y en segundo lugar? [Entrevistados que creen que la situación económica de su hogar ha empeorado].

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

ingresos imprevistos (11 %), empezar a recibir alguna prestación social (6 %) o mejoras en la pensión (6 %). En su conjunto, se trata de factores vinculados a cambios en la economía del hogar más que a dinámicas estructurales. Por el contrario, quienes declaran un empeoramiento de su situación económica tienden a señalar factores externos y generales (gráfico 2). La causa más citada, con gran diferencia, es el aumento de los precios (85 %), seguida del incremento de los impuestos (42 %). A distancia se encuentran otros motivos de carácter más específico, como el empeoramiento de la estabilidad laboral (12 %), la reducción salarial (12 %), gastos

imprevistos (11 %), pérdida de empleo (9 %) o la jubilación (7 %).

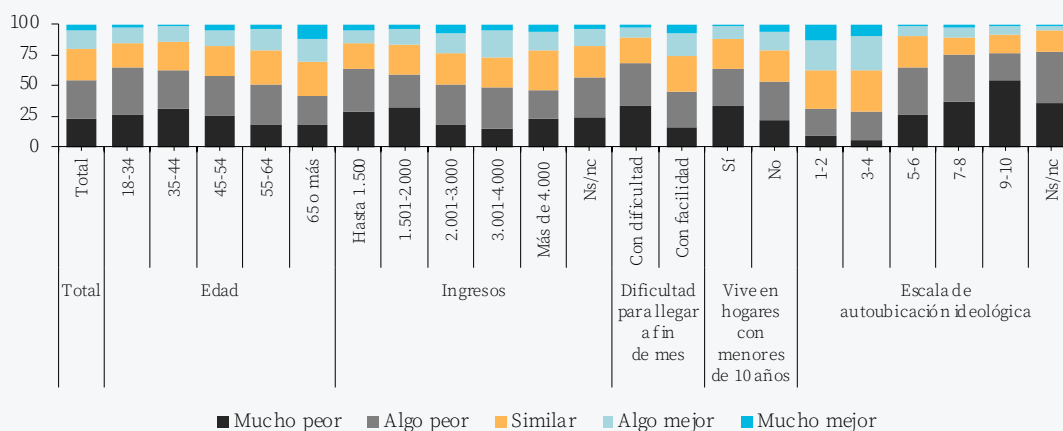
Suelen ser las personas de mediana edad (entre 35 a 54 años) seguidas de los más jóvenes (de 18 a 34 años) las que muestran un mayor nivel de insatisfacción

En cuanto a la valoración de la economía española en su conjunto, de los datos se desprende como acusadamente negativa, más aún que en el caso de la situación económica

Gráfico 3

Valoración de la situación económica de España desde la situación anterior a la pandemia, por edad

Población adulta residente (vivía en España en 2019, porcentajes)



Pregunta: ¿Cómo describiría la situación económica actual de España en comparación con la de antes de la pandemia?

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

del hogar. Concretamente, más de la mitad de los encuestados (55 %) considera que la economía española ha empeorado desde 2019: un 24 % afirma que está “mucho peor” y un 31 % que está “algo peor”. Solo un 25 % opina que la situación es similar y un 20 % cree que ha mejorado (gráfico 3). Este contraste entre una percepción relativamente menos negativa de la economía personal que de la situación económica general es frecuente en los datos de opinión pública, incluidos los barómetros del CIS y otros datos elaborados por Funcas con anterioridad. Se puede interpretar como resultado de un proceso cognitivo en el que, al evaluar el estado del país, los individuos no solo consideran su propia experiencia inmediata, sino que también incorporan aspectos más amplios y diversos de la realidad social y económica. Implica que,

al fin y al cabo, los ciudadanos son sensibles a problemas colectivos más allá de los que les afectan a ellos directamente.

Resulta pertinente preguntarse en qué medida estas percepciones expresadas por los entrevistados responden a diferencias en el bienestar y las condiciones materiales y en qué medida a factores subjetivos como, por ejemplo, su posicionamiento ideológico. A la luz de los datos recabados, ambas dinámicas desempeñan un papel relevante. Por un lado, algunas características sociodemográficas relacionadas con el ciclo de vida y las condiciones materiales se vinculan sistemáticamente y en la misma dirección con la valoración de distintas dimensiones económicas. Destacan especialmente las diferencias por edad, por composición del hogar,

nivel de ingresos y dificultades declaradas para llegar a fin de mes. Por ejemplo, suelen ser las personas de mediana edad (entre 35 a 54 años) seguidas de los más jóvenes (de 18 a 34 años) las que muestran un mayor nivel de insatisfacción. Cerca de cuatro de cada diez afirma que la situación de su hogar ha empeorado, una proporción ligeramente superior a la de los jóvenes (34 %) y notablemente mayor que entre las personas cercanas a la jubilación (32 %) o las ya jubiladas (27 %) (gráfico 1).

La opinión negativa sobre la evolución de la economía general es, también, mayoritaria entre los menores de 45 años, alcanzando a casi dos tercios, pero tiende a disminuir progresivamente a partir de esa edad (gráfico 3). La visión negativa es más frecuente entre quienes declaran menores ingresos en su hogar o dificultades para llegar a fin de mes. Por último, cabe señalar que quienes viven en hogares con niños pequeños muestran sistemáticamente una percepción más negativa tanto de la evolución de la situación de su hogar como de la de la economía general, reflejando las dificultades adicionales que suelen enfrentar las familias durante la etapa de crianza.

No puede obviarse, en todo caso, el papel que juega la autoubicación ideológica en estas percepciones económicas. En las posiciones más a la izquierda del espectro ideológico, los porcentajes de quienes afirman que la situación económica de su hogar ha mejorado o empeorado están relativamente equilibrados y, de hecho, en el segmento de centro-izquierda predominan (ligeramente) las percepciones positivas, el único en que así sucede (gráfico 1). Por el contrario, desde el centro hacia la derecha predominan claramente las percepciones negativas, entre quienes la proporción de quienes creen que su situación económica ha empeorado supera ampliamente a la de quienes piensan que ha

mejorado. La diferencia se hace máxima en las posiciones más a la derecha, en las que el 50 % afirma que ha habido un empeoramiento y solo un 15 % refiere una mejoría.

Estas diferencias son aún más intensas cuando se refieren a la evolución de la situación económica del país desde la situación previa a la pandemia. En las posiciones más a la izquierda, los juicios positivos superan a los negativos: un 38 % considera que la economía ha mejorado, frente a un 30 % que cree que ha empeorado (gráfico 3). Sin embargo, a partir del centro ideológico, la tendencia se revierte con claridad: en el segmento 5-6, el 65 % afirma que la situación ha empeorado, y en las posiciones 9-10, el porcentaje se eleva al 76 %.

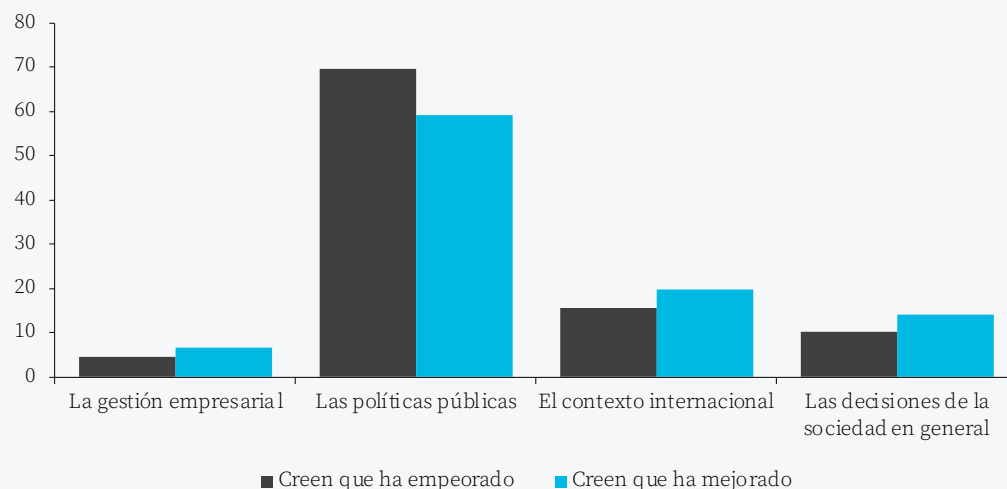
|
*Tanto entre quienes consideran que la
situación ha empeorado como entre
quienes perciben una mejora, la mayoría
atribuye esta evolución principalmente a
las políticas públicas*
|

El papel jugado por la polarización política en el juicio sobre la economía se pone en evidencia cuando se pregunta a los encuestados por las causas de su valoración de la evolución de la situación económica de España. Tanto entre quienes consideran que la situación ha empeorado como entre quienes perciben una mejora, la mayoría atribuye esta evolución principalmente a las políticas públicas (gráfico 4). Así, entre quienes expresan un empeoramiento, un 70 % señala como causa principal las decisiones políticas, muy por encima de otros factores como el contexto internacional (16 %), las decisiones de la sociedad (10 %) o la gestión empresarial (5 %). Por su parte, quienes afirman que ha mejorado también señalan mayoritariamente a las políticas públicas (59 %), aunque conceden algo

Gráfico 4

Razones del juicio sobre la evolución de la situación económica de España desde antes de la pandemia

Población adulta residente (vivía en España en 2019, porcentajes)



Preguntas: ¿Cuál de los siguientes factores explica mejor que la situación económica de España haya mejorado / empeorado?

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

más de peso al contexto internacional (20 %), las decisiones de la sociedad (14 %) y la gestión empresarial (7 %).

En todo caso, si hay una dimensión en la que se encuentra acuerdo entre los entrevistados, es en el sentimiento generalizado de debilitamiento del poder adquisitivo. Este consenso se evidencia en otros dos indicadores que proporciona la encuesta. El 90 % de los entrevistados afirma que los salarios han perdido poder adquisitivo, bien porque no han aumentado o bien porque lo han hecho por debajo del aumento de los precios (gráfico 5). A diferencia de otras percepciones aquí expuestas, a este respecto apenas hay variaciones según la ideología política, lo que refuerza la idea de que la pérdida de poder adquisitivo constituye una experiencia ampliamente compartida.

Asimismo, como se expone en la siguiente sección, un 70 % afirma que los impuestos han aumentado desde la pandemia, aunque en este punto sí se observan diferencias notables en función del posicionamiento ideológico: esta percepción es menos frecuente entre las personas que se ubican en posiciones de izquierda y aumenta claramente hacia el centro y la derecha del espectro ideológico (gráfico 6).

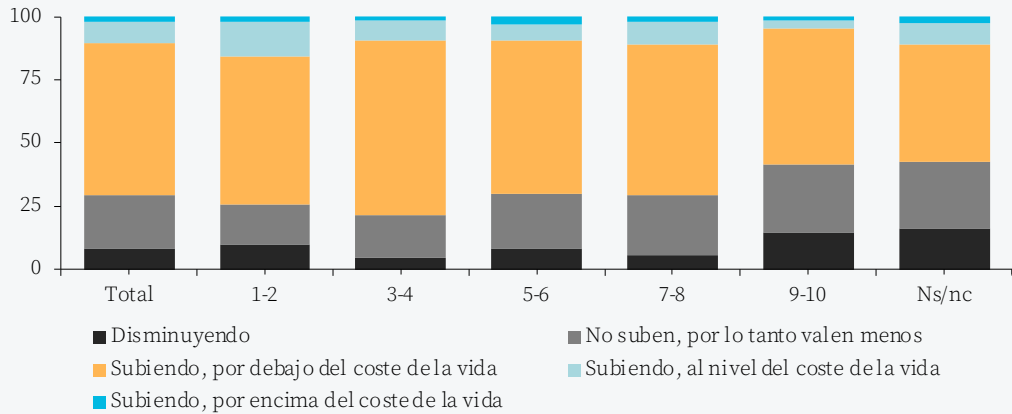
El papel de los impuestos: ¿cuánto pesan en la valoración negativa de la economía?

La recaudación de los principales impuestos soportados por los hogares –IRPF, IVA e impuestos especiales– aumentó entre 2019 y 2024 en 62.300 millones de euros (AEAT, 2024). Más de la mitad

Gráfico 5

Valoración de la evolución de los salarios, por autoubicación ideológica (escala del 0 al 10)

Población adulta residente (porcentajes)



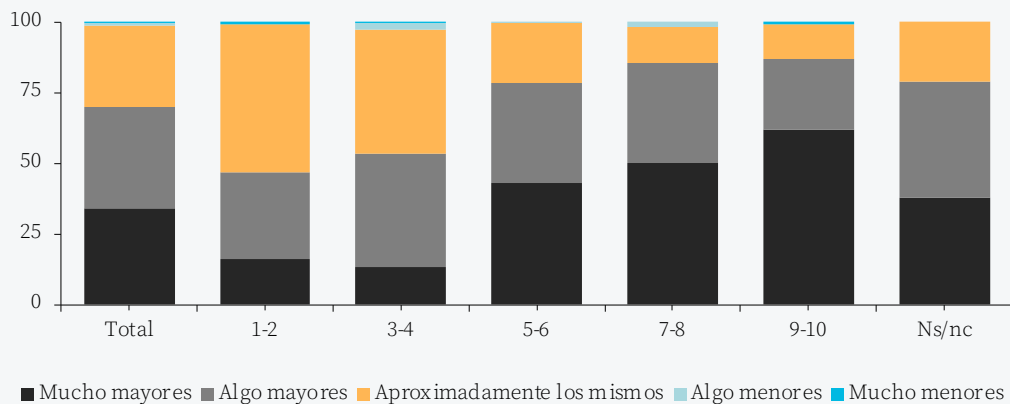
Pregunta: ¿Cree que, por término medio, los salarios en España están...?

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

Gráfico 6

Valoración de la evolución de los impuestos en comparación con la situación anterior a la pandemia, por edad

Población adulta residente (vivía en España en 2019, cabeza de familia o pareja; porcentajes)



Pregunta: En comparación con la situación anterior a la pandemia, ¿diría que los impuestos que paga son...?

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

de ese aumento (56 %) correspondió al IRPF y un tercio al IVA (28 %) siendo estos dos los impuestos con los que los hogares están más familiarizados. Por este motivo, los hogares perciben que el aumento de la carga impositiva de estos dos impuestos son factores clave en su situación económica.

Alrededor del 70 % de los entrevistados considera que la principal causa de su mejor situación económica es la mejora de ingresos asociada a su situación laboral. La percepción que se tiene aquí de los impuestos es marginal: únicamente el 2 % alude a una menor carga impositiva como causa de dicha mejoría. Contrariamente, el papel de los impuestos es mucho más relevante para las personas que perciben un empeoramiento

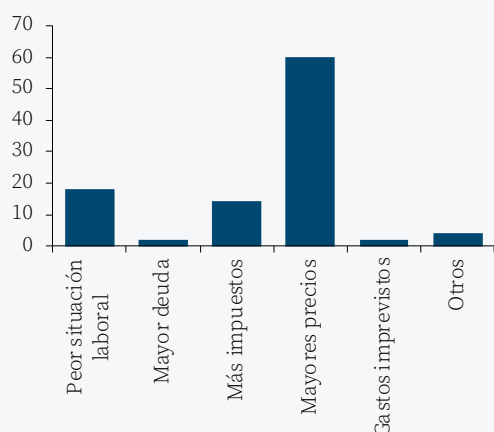
de su situación económica. El gráfico 7 muestra las causas de dicho empeoramiento diferenciadas como principal y secundaria. Como primera opción, el 60 % ha elegido el aumento de los precios de consumo, seguida de lejos por una peor situación laboral asociada a menores ingresos (18 %) y al aumento de los impuestos (14 %). Como segunda opción, los entrevistados declaran mayoritariamente el aumento de la carga impositiva (28 %), aunque seguida de cerca por el incremento de los precios (25 %) y el empeoramiento de la situación laboral (22 %). Es decir, el vínculo mayores precios, menores salarios reales y mayor carga impositiva explica notablemente la percepción económica negativa de los ciudadanos.

Gráfico 7

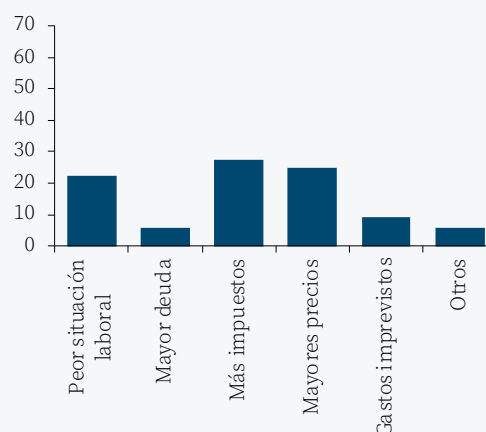
Razones principal y secundaria del empeoramiento en la situación económica actual del hogar en comparación con la de antes de la pandemia

Población adulta residente (vivía en España en 2019, porcentajes)

a) Primera opción



a) Segunda opción



Pregunta: ¿Cuál de las siguientes razones explica mejor que la situación económica de su hogar haya mejorado? ¿Y en segundo lugar? [Entrevistados que creen que la situación económica de su hogar ha mejorado]. ¿Cuál de las siguientes razones explica mejor que la situación económica de su hogar haya empeorado? ¿Y en segundo lugar? [Entrevistados que creen que la situación económica de su hogar ha empeorado].

Fuente: Encuesta Funcas sobre Economía y Finanzas del Hogar (2025).

De hecho, uno de cada tres entrevistados en la encuesta opina que su situación económica personal ha empeorado respecto a 2019. Este sentir personal conecta con los datos objetivos de evolución de la renta real media de los hogares y del aumento de la carga impositiva, tanto de IRPF como de IVA. Funcas ha publicado varios estudios recientes que corroboran esta percepción. Concretamente, la renta neta real de los hogares de 2024 fue un 4,3 % inferior a la que tenían en 2008. Y, paralelamente, la carga media real de IRPF de 2024 fue un 14,4 % superior a la de 2008 (Romero-Jordán, 2025a, 2025b). Asimismo, la carga fiscal por IVA ha aumentado en media en 450 euros por hogar entre 2021 y 2024 por efecto de la inflación (Romero-Jordán, 2025b). En definitiva, la percepción subjetiva procedente de las encuestas se encuentra estrechamente conectada a la información objetiva contenida en las encuestas.

La percepción de una mayor carga impositiva por tramos de edad tiene forma de U invertida. Concretamente, el 9 % son menores de 30 años, el 30 % se encuentra en el tramo de 45 a 55 años y

alrededor del 20 % son mayores de 65 años. Este resultado se justifica por las diferencias existentes en los niveles de ingresos y de carga fiscal por cohortes de edad, teniendo en cuenta que el perfil de ingresos es creciente hasta los 55-60 años. Sin embargo, son los individuos con estudios básicos hasta la ESO los que otorgan mayor peso a los impuestos en la valoración negativa de la evolución de su situación económica: alrededor de 5 de cada 10, mientras que en los individuos con estudios universitarios es inferior a 3 de cada 10. Este resultado concuerda con la idea expuesta anteriormente de que la visión negativa de la economía es más frecuente entre quienes declaran menores ingresos en su hogar o dificultades para llegar a fin de mes. Esta percepción negativa es mayoritaria entre los entrevistados que se encuentran trabajando (entre el 60 % y el 68 %), claramente por encima de los pensionistas (aproximadamente entre el 18 % del 20 %). Finalmente, el porcentaje de declarantes con una percepción negativa de la evolución de la economía de su hogar debido a los impuestos es alrededor del triple entre quienes se sitúan ideológicamente a la derecha (escala 6 a 10) que a la izquierda (escala la 1 a 4).

Referencias

- AEAT. (2025). Series históricas de bases, tipos e impuestos devengados. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- BANCO DE ESPAÑA. (2025). Una estimación de la contribución de la población extranjera en España al crecimiento del PIB per cápita en el período 2022-2024. *Boletín Económico*, segundo trimestre.
- CAIXABANK RESEARCH. (2024). *The challenge of increasing the supply of affordable housing in Spain*. <https://www.caixabankresearch.com/en/sectoral-analysis/real-estate/challenge-increasing-supply-affordable-housing-spain>
- CAIXABANK RESEARCH. (2025). La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal. *Informe Mensual*, 498.
- EUROSTAT. (2025). Gini coefficient of equivalised disposable income. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tessi190/default/table?dil=en>
- GARCÍA DÍAZ, M. Á., y PINTO HERNÁNDEZ, F. (2024). *Evolución de la ocupación y población activa en España 2019-2024. Detalle por comunidades autónomas*. Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA. (2024). *Encuesta de ocupación hotelera. Año 2023*.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA. (2025). *Encuesta de Estructura Salarial 2023. Resultados definitivos*. Madrid: INE.
- MIYAR-BUSTO, M. M. (2023). Juntos en los malos tiempos: la percepción social de la economía en España (2000-2023). *Panorama Social*, 37, 111-127.
- ROMERO-JORDÁN, D. (2023). Incidencia de la inflación en España en 2021 y 2022: ¿cuáles han sido los hogares más perjudicados? *Cuadernos de Información Económica*, 294, 9-18. <https://www.funcas.es/articulos/incidencia-de-la-inflacion-en-espana-en-2021-y-2022-cuales-han-sido-los-hogares-mas-perjudicados/>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025a). *Impacto de la inflación sobre la factura de IVA de los hogares españoles en el período 2021-2024*. Investigaciones Funcas. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/impacto-de-la-inflacion-sobre-la-factura-de-iva-de-los-hogares-espanoles-en-el-periodo-2021-2024/
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025b). Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024. *Cuadernos de Información Económica*, 305, páginas 47-52. <https://www.funcas.es/revista/politicas-economicas-en-un-mundo-fragmentado/>

04

María Jesús Fernández
Economista sénior de Funcas



Las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2024

En 2024, los hogares españoles aumentaron su renta disponible un 8,7 %, impulsados por el crecimiento del empleo y los salarios, superando por segundo año la inflación y recuperando su poder adquisitivo. Esta mejora, junto con la contención del consumo, elevó la tasa de ahorro al 13,6 %. Las empresas no financieras, en cambio, vieron reducir su excedente bruto empresarial un 2,4 %, afectadas por el alza de costes salariales. Aunque aumentaron el reparto de dividendos, la inversión siguió débil y la renta empresarial disponible cayó un 6,1 %. Se consolidó así un patrón pospandemia: hogares fuertes, empresas con rentabilidad e inversión rezagadas.

Contexto general

En 2024, el PIB español registró un crecimiento del 3,2 %, muy superior a la media de la eurozona, y superior también a lo que se esperaba al inicio del ejercicio. Tres grandes factores explican este resultado: el crecimiento muy superior a lo previsto del turismo y del consumo público, y el crecimiento demográfico derivado de la intensa llegada de inmigrantes. El empleo y la remuneración media por asalariado avanzaron a un ritmo también elevado, aunque algo inferior al registrado el año anterior, al tiempo que la tasa de inflación se moderó desde el 3,5 % registrado en 2023 hasta el 2,8 %. La moderación de la inflación en el conjunto de la eurozona hizo posible que el Banco Central Europeo comenzara a bajar los tipos de interés en junio, tras haber tocado el máximo en el 4 % en septiembre del año anterior.

En este trabajo se analiza la evolución de las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2024 a partir de las *Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales*, estadística elaborada por el INE conforme a la metodología y los conceptos de la Contabilidad Nacional.

Contención del consumo y crecimiento de la renta de los hogares

Antes de estudiar las cuentas de los hogares de 2024, cabe mencionar que las cifras correspondientes a 2023, que fueron analizadas en Fernández (2024), fueron posteriormente revisadas por el INE. Se trata de una revisión al alza de los principales componentes de la renta de los hogares: remuneraciones salariales, excedente bruto de explotación y rentas mixtas, y prestaciones sociales. Aunque otros elementos que detraen renta, como los intereses pagados o cotizaciones sociales pagadas, también se han elevado, el

resultado neto final de las revisiones es un incremento de la renta disponible bruta (RDB) de las familias con respecto a las cifras inicialmente publicadas. Pese a esta modificación, todo el análisis realizado en dicho trabajo sigue siendo válido, y las conclusiones, incluso, se refuerzan.

|
Ya en 2024, las remuneraciones salariales percibidas por los hogares mantuvieron un crecimiento muy intenso, del 7,7 %, aunque más moderado que en el año anterior, resultado de una ralentización tanto del empleo como del salario medio por ocupado
|

Ya en 2024, las remuneraciones salariales percibidas por los hogares mantuvieron un crecimiento muy intenso, del 7,7 %, aunque más moderado que en el año anterior, resultado de una ralentización tanto del empleo como del salario medio por ocupado. Este último, pese a su desaceleración, siguió creciendo a un ritmo muy elevado en perspectiva histórica, un 5 % conforme a las cifras de contabilidad nacional. En toda la serie histórica, que empieza en 1995, solo hubo un año, 2009, además de 2023, en el que el salario medio creció por encima de dicha cifra. Además, fue superior a la inflación por segundo año consecutivo, permitiendo así que el salario medio recuperase completamente la capacidad adquisitiva perdida en los años anteriores.

En cuanto a las rentas de la propiedad, volvieron a registrar un intenso avance, tanto los intereses recibidos como los dividendos y otras rentas, hasta duplicar las recibidas en 2019. Las prestaciones sociales aminoraron sustancialmente su tasa de crecimiento desde el registro de 2023, muy influido por la actualización de las pensiones de aquel año conforme a la tasa de inflación del año anterior (cuadro 1).

Cuadro 1**Cuentas no financieras de los hogares y las ISFLSH**

Millones de euros

	2019	2022	2023	2024	Variación 2023 / 2022 en %	Variación 2024 / 2023 en %
Remuneraciones salariales recibidas	588.298	659.547	720.012	775.725	9,2	7,7
EBE de los hogares y rentas mixtas	216.984	227.673	242.260	268.280	6,4	10,7
Prestaciones sociales	216.361	245.376	270.820	286.683	10,4	5,9
Intereses y otras rentas de la propiedad recibidas	51.179	48.217	87.885	102.523	82,3	16,7
Transferencias corrientes recibidas	82.016	104.355	111.653	116.747	7,0	4,6
Total rentas recibidas	1.154.838	1.285.168	1.432.630	1.549.958	11,5	8,2
Intereses y otras rentas de la propiedad pagadas	5.719	7.227	25.269	27.095	249,6	7,2
Cotizaciones sociales pagadas	173.473	192.702	211.771	226.830	9,9	7,1
Transferencias corrientes pagadas	78.853	98.631	105.341	110.995	6,8	5,4
Impuestos sobre la renta y patrimonio	106.219	132.744	145.178	157.323	9,4	8,4
Renta disponible bruta	790.574	853.864	945.071	1.027.715	10,7	8,7
Consumo nominal	720.025	774.497	830.450	889.060	7,2	7,1
Ahorro bruto (más transferencias de capital netas)	66.723	75.261	112.263	146.147	49,2	30,2
Formación bruta de capital	44.216	64.694	67.666	71.734	4,6	6,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	22.507	10.567	44.597	74.413	-	-
<i>Pro memoria:</i>						
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	13.992	14.027	23.864	28.130	70,1	17,9
Tasa de ahorro (% de la RDB)	8,6	9,0	12,0	13,6	-	-
RDB real per cápita (2019=100)	100,0	97,9	101,6	105,0	3,8	3,4
Consumo real per cápita (2019=100)	100,0	97,4	97,9	99,7	0,6	1,8
Deuda de los hogares	708.638	706.867	690.694	695.616	-2,3	0,7
en % de la RDB	89,6	82,8	73,1	67,7	-	-

Fuentes: INE y Banco de España.

Los pagos por intereses (antes de la asignación de los SIMFI) aumentaron en 4.266 millones, debido a un incremento del tipo efectivo medio de la deuda. Aunque el euríbor a un año comenzó a descender a finales del año anterior, en anticipación a las bajadas de tipos del BCE que tuvieron lugar a partir de mediados de 2024, el tipo medio efectivo pagado por los hogares se elevó, debido al retardo con el que las variaciones de los tipos oficiales se transmiten hacia los préstamos a interés variable. El incremento del volumen de deuda no ha sido un factor explicativo del aumento de los pagos por intereses, ya que, a pesar de que la deuda viva al final del año fue superior a la del final del año anterior (cuadro 1), a lo largo del ejercicio fue siempre inferior, y solo en el último trimestre se superó la cifra del año previo.

|
La carga que supone el pago de los intereses de la deuda se elevó por segundo año consecutivo, hasta el nivel más elevado en diez años, pero, dicho incremento fue fácilmente absorbido, en términos generales, gracias al aumento de los ingresos familiares
|

La carga que supone el pago de los intereses de la deuda –en relación con la RDB– se elevó por segundo año consecutivo, hasta el nivel más elevado en diez años, pero, al igual que sucedió en 2023, dicho incremento fue fácilmente absorbido, en términos generales, gracias al aumento de los ingresos familiares. Esto se refleja en la evolución de la tasa de mora del crédito a la vivienda, que inició el año en el 2,7 % y finalizó en el 2,4 %. También descendió la tasa de mora del crédito al consumo. Asimismo, conforme a estimaciones del Banco de España (2025), el porcentaje de los hogares endeudados que dedican más del 40 % de su renta al pago de la deuda se

redujo en 2024 con respecto a 2022, y se encuentra por debajo del promedio 2014-2022.

En cuanto a los impuestos sobre la renta y patrimonio pagados por las familias, en 2024 crecieron un 8,4 %, ligeramente por debajo de la base imponible (calculada esta conforme a las cifras de contabilidad nacional), lo que permitió un leve descenso del tipo impositivo efectivo medio, pese a lo cual este sigue rondando máximos históricos. Las cotizaciones sociales (que en términos de la contabilidad nacional se integran todas ellas, tanto las pagadas por el empresario como las pagadas por el trabajador, dentro de las remuneraciones recibidas por los hogares) crecieron un 7,1 %.

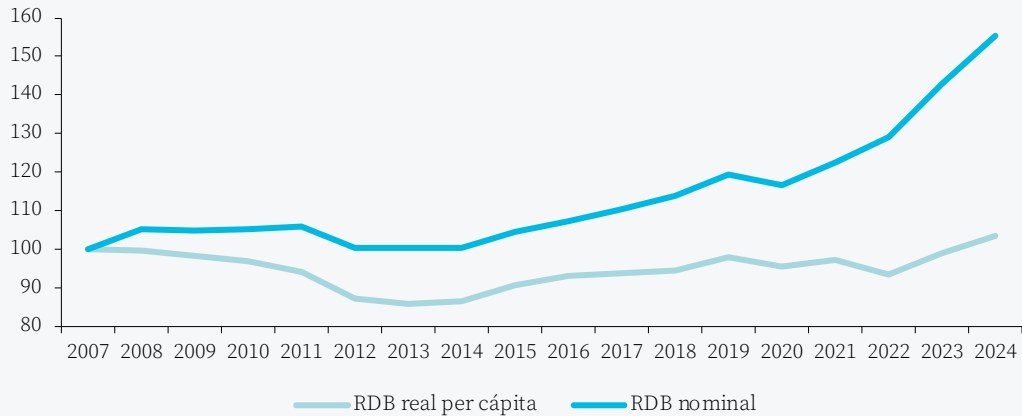
Como resultado de todo ello (y de la evolución de las transferencias pagadas y recibidas) la renta disponible bruta (RDB) nominal de las familias avanzó un 8,7 %, por debajo del 10,7 % registrado el año anterior, aunque todavía una tasa muy elevada en comparación histórica. No obstante, una vez descontada la inflación y el crecimiento de la población, tenemos que el crecimiento real per cápita fue del 4,8 % (si utilizamos el deflactor del consumo en lugar el IPC, el crecimiento fue del 3,4 %). La RDB real per cápita supera así por primera vez (en un 3,6 %) el máximo histórico alcanzado en 2007-2008 (utilizando el deflactor del consumo, dicho máximo se recuperó en 2023).

Regresando a las cifras nominales, el crecimiento de la RDB fue mayor que la del consumo, lo que permitió que el ahorro se incrementara de forma intensa. La tasa de ahorro de los hogares (es decir, el ahorro en porcentaje de la RDB) se situó en el 13,6 %, frente al 12 % del año anterior, muy por encima de las tasas registradas antes de la pandemia. La persistencia de este fenómeno de ascenso de la tasa de ahorro en el periodo pospandemia apunta a que se trata de un incremento, en gran medida, estructural, que podría

Gráfico 1

RDB, nominal total, y real per cápita

2007=100



Fuente: Funcas a partir de datos del INE.

estar relacionado, entre otros, con factores demográficos (García y Alcobé, 2025).

Los hogares generaron una capacidad de financiación –la diferencia entre ahorro e inversión– de 74,4 miles de millones de euros, un 4,7 % del PIB

En torno al 50 % de dicho ahorro fue destinado a FBCF, de modo que los hogares generaron una capacidad de financiación –la diferencia entre ahorro e inversión– de 74,4 miles de millones de euros, un 4,7 % del PIB, la tasa más alta de la serie histórica si excluimos el año 2020. Este excedente fue destinado en su totalidad a la adquisición de activos financieros. A diferencia de lo sucedido el año anterior, los hogares no destinaron ninguna cuantía a la reducción de deuda, sino que, al contrario, incrementaron esta en términos nominales, aunque siguió descendiendo

su ratio sobre el PIB, hasta el 43,7 %, lo que supone 7,8 puntos porcentuales menos que la media de la eurozona.

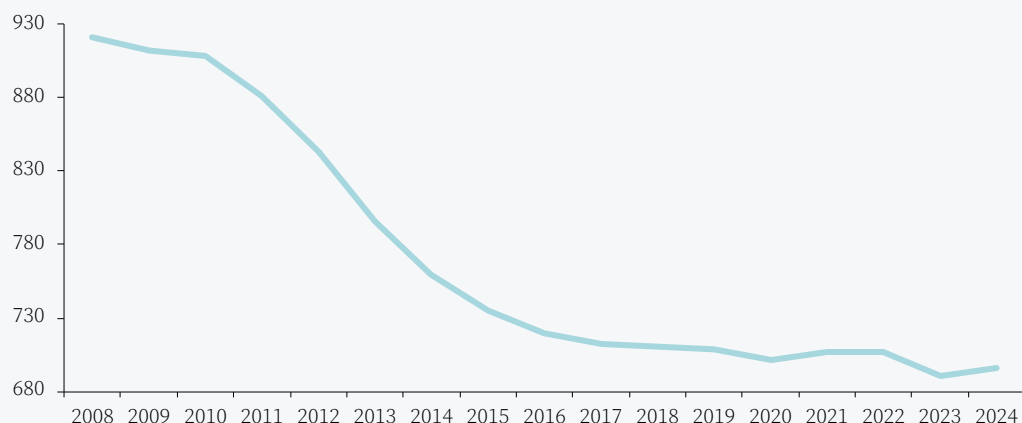
El proceso de desendeudamiento de los hogares, que se inició en 2009, fue ininterrumpido hasta 2020, tanto en términos nominales como en relación con la RDB. A partir de entonces, aunque la deuda ha seguido decreciendo en términos relativos, su evolución nominal ha sufrido altibajos, de modo que probablemente pueda darse por concluido dicho proceso de desendeudamiento, al menos, en términos nominales, y lo que se puede esperar a partir de ahora es una evolución más vinculada al ciclo económico (gráfico 2).

Comparando las diferentes variables con el año 2019, tenemos que la RDB real per cápita en 2024 fue un 5 % superior, mientras que el consumo real per cápita se encontraba todavía ligeramente por debajo del nivel previo a la pandemia. Esto último implica que todo el crecimiento

Gráfico 2

Deuda de los hogares

Miles de millones de euros



Fuente: Banco de España.

registrado por esta variable en el conjunto del periodo (un 3,4 % en términos reales) obedece al incremento de la población (sobre la base de una descomposición simple del crecimiento del agregado de la variable; es posible que el consumo per cápita de los ciudadanos previamente residentes haya crecido, pero al ser inferior el consumo medio de los recién llegados, el resultado final sea el señalado).

Cabe destacar aquí el importante papel que ha desempeñado la inmigración en el crecimiento económico de los últimos años en España, tanto por el lado de la demanda (por su aportación al crecimiento del consumo), como por el lado de la oferta, al proporcionar la mano de obra necesaria para el crecimiento de otras variables que han sido motor de la economía, como el turismo. Se puede decir, por tanto, que lo que ha caracterizado el comportamiento de los hogares especialmente en los últimos dos años, ha sido la contención del gasto en un contexto de

crecimiento de la renta y cuentas saneadas, lo que ha conducido a un incremento del ahorro.

Caída de los resultados empresariales

Las cifras de las cuentas de las sociedades no financieras de 2023 y años anteriores también han sido revisadas al alza, es decir, el crecimiento del excedente bruto empresarial (EBE) fue superior al inicialmente estimado, al igual que el de la renta empresarial –definida esta como la suma del EBE, intereses y dividendos recibidos, y otras rentas netas, menos los intereses pagados–. Pese a ello, se mantienen las conclusiones del análisis realizado en Fernández (2024) en cuanto a la debilidad de los resultados de las empresas no financieras y su crecimiento por debajo del experimentado por las rentas de los hogares, tanto en el año 2023 como en el conjunto del periodo posterior a 2019, así como en cuanto a la debilidad de la inversión empresarial.

Cuadro 2

Cuentas no financieras de las sociedades no financieras

Millones de euros

	2019	2022	2023	2024	Variación 2023 / 2022 en %	Variación 2024 / 2023 en %
Valor añadido bruto	660.077	729.742	787.444	824.882	7,9	4,8
Remuneración de los asalariados	382.015	433.561	472.201	515.313	8,9	9,1
Excedente bruto de explotación (EBE)	274.131	293.877	312.506	304.879	6,3	-2,4
EBE/VAB (en %)	41,5	40,3	39,7	37,0	-	-
Intereses y dividendos recibidos, y otras rentas netas	51.516	38.991	70.374	81.404	80,5	15,7
Intereses pagados	11.107	13.593	37.360	43.251	174,8	15,8
Renta empresarial	314.540	319.275	345.520	343.032	8,2	-0,7
Impuestos sobre la renta pagados	18.577	27.440	32.556	32.612	18,6	0,2
Otras rentas netas	-9.683	-12.069	-12.748	-12.967	5,6	1,7
Renta empresarial después del pago de impuestos	286.280	279.766	300.216	297.453	7,3	-0,9
Dividendos pagados	84.813	60.972	81.976	92.517	34,4	12,9
Renta disponible bruta	201.467	218.794	218.240	204.936	-0,3	-6,1
Formación bruta de capital	188.119	199.302	195.252	202.328	-2,0	3,6
Transferencias de capital netas	2.947	9.699	6.716	11.632	-30,8	73,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	16.295	29.191	29.704	14.240	1,8	-52,1
<i>Pro memoria:</i>						
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	18.378	19.809	39.961	47.945	101,7	20,0
Deuda consolidada de las sociedades no financieras	948.051	1.004.876	989.536	1.010.727	-1,5	2,1
en % del PIB	75,6	73,2	66,0	63,5	-	-

Fuentes: INE y Banco de España.

Con respecto a 2024, las cuentas publicadas por el INE apuntan a una caída nominal del 2,4 % del EBE de las sociedades no financieras¹ (cuadro 2). La participación del EBE en el VAB generado por

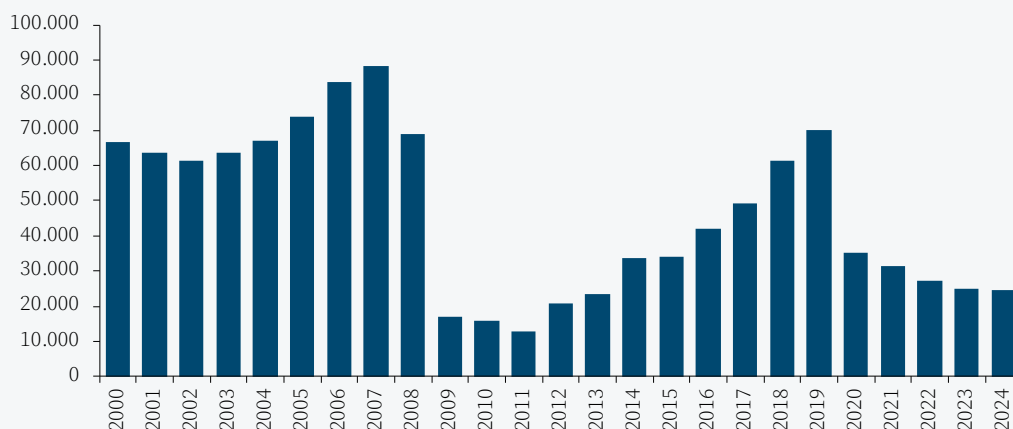
las empresas no financieras descendió hasta el 37 %. Esta ratio fue 2,7 puntos porcentuales inferior a la del año anterior y 4,5 puntos inferior a la de 2019.

1 El EBE total de la economía creció un 4,1 %, pero este crecimiento procedió del EBE del resto de sectores institucionales —administraciones públicas, hogares y sociedades financieras—, mientras que el de las sociedades no financieras sufrió un descenso.

Gráfico 3

Inversión neta de las sociedades no financieras

Millones de euros constantes de 2024



Fuente: Funcas a partir de datos del INE.

Dicha caída del EBE fue el resultado de un crecimiento de las remuneraciones salariales superior al crecimiento del VAB. Las empresas registraron un incremento de los ingresos financieros netos –por intereses y dividendos–, pero este fue insuficiente para compensar la caída del EBE, de modo que la renta empresarial antes del pago de impuestos declinó un 0,7 %.

|
Las sociedades no financieras incrementaron de forma significativa el reparto de dividendos, hasta 92.500 millones, superando así por primera vez el máximo prepandemia alcanzado en 2019
 |

Pese a ello, las sociedades no financieras incrementaron de forma significativa el reparto de dividendos, hasta 92.500 millones, superando

así por primera vez el máximo prepandemia alcanzado en 2019, aunque en términos reales aún se encuentra por debajo. Como resultado de todo lo anterior, la renta disponible bruta empresarial –básicamente, los beneficios no repartidos– sufrió un recorte del 6,1 %, situándose tan solo 3.500 millones de euros por encima del nivel de 2019. Dicha cuantía, unida a las transferencias de capital recibidas –sensiblemente superiores a las habituales en el periodo anterior a 2019, lo que se explica por los fondos europeos de recuperación– fue suficiente para financiar una formación bruta de capital que, aunque creció, lo hizo a un ritmo muy moderado, tanto en términos reales como nominales. La formación bruta de capital en activos fijos –es decir, sin incluir la acumulación de inventarios– creció algo más que la total, pero aun así siguió mostrando una notable debilidad. En términos reales, la FBCF de las sociedades

no financieras se situó en torno a un 10 % por debajo del nivel de 2019.

Si descontamos el consumo de capital fijo, los flujos de inversión neta desde 2021 han alcanzado los valores más bajos del siglo exceptuando el periodo de crisis financiera de 2009 a 2013 (gráfico 3). Salas (2024a y b) analiza este fenómeno, apuntando como causa al incremento del coste por uso del capital unido a la reducción de la rentabilidad del capital. También es analizado con detalle por Domenech y Sicilia (2024), que apuntan a otras posibles causas como el deterioro de la calidad institucional.

Finalmente, tras ejecutar dicha inversión, las sociedades no financieras obtuvieron un remanente financiero de 14.000 millones de euros, equivalente al 0,9 % del PIB. Dicho excedente fue destinado a la adquisición de activos financieros, aunque las empresas también incrementaron su endeudamiento, si bien de forma muy limitada. Así, la deuda empresarial consolidada con relación al PIB prosiguió la tendencia descendente que ha mantenido de forma prácticamente ininterrumpida desde 2010 (solo registró un ascenso en 2020), hasta el 63,5 %, sensiblemente por debajo de la media europea, al igual que sucede con la deuda de los hogares.

Conclusiones

En 2024 se ha mantenido el mismo patrón observado durante todo el periodo pospandemia –excepto en 2022– de debilidad de la renta de las empresas no financieras, en contraste con el crecimiento más intenso de las rentas de los hogares. Estas últimas han mantenido el empuje derivado del crecimiento del empleo y de los salarios, que ha permitido absorber con facilidad el incremento en los pagos por intereses derivado de la subida de los tipos (todo ello en términos agregados para el conjunto de hogares y conforme a las cifras de las cuentas nacionales).

Otro comportamiento que se ha mantenido en 2024 es la contención del consumo de los hogares, lo que unido al crecimiento de su renta ha supuesto la consolidación de la

tasa de ahorro en un nivel sensiblemente superior a lo habitual antes de 2019, en lo que ya podemos calificar de cambio estructural en la economía española.

El EBE y las rentas de las sociedades no financieras registraron, por su parte, un descenso en 2024. La renta empresarial después del pago de impuestos solo fue un 3,9 % superior, en términos nominales, a la obtenida en 2019, lo que supone un crecimiento muy inferior a la inflación del periodo.

Finalmente, la inversión empresarial, pese a su crecimiento, siguió exhibiendo una notable debilidad, y se mantuvo en un nivel muy inferior al de 2019 en términos reales, apenas suficiente para reponer el consumo de capital fijo y, por tanto, mantener el *stock* de capital productivo.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2025). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2025*. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/estabilidad-financiera-politica-macroprudencial/informe-estabilidad-financiera/informe-de-estabilidad-financiera-primavera-2025.html>
- DOMENECH, R., y SICILIA, J. (2024). *La inversión en España y en la UE*. BBVA Research. https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2024/02/Observatorio_La_inversion_en_Espana_y_en_Europa_WB.pdf
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, M. J. (2024). Las cuentas de los hogares y las empresas no financieras en 2023. *Cuadernos de Información Económica*, 300 (mayo-junio). 2024. <https://www.funcas.es/articulos/las-cuentas-de-los-hogares-y-de-las-empresas-no-financieras-en-2023/>
- GARCÍA ARENAS, J. y ALCOBÉ GARCIA, E. (2025). *El repunte del ahorro: magnitud, distribución e importancia de la demografía*. Caixabank Research, enero 2025. <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/actividad-y-crecimiento/repunte-del-ahorro-magnitud-distribucion-e-importancia>
- SALAS FUMÁS, V. (2024a). La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera. *Cuadernos de Información Económica*, 300 (mayo-junio 2024). <https://www.funcas.es/articulos/la-capitalizacion-de-la-empresa-espanola-desde-la-crisis-financiera/>
- SALAS FUMÁS, V. (2024b). *Fixed capital formation in the non-financial corporate sector of the spanish economy: crisis, recovery and prospects*. Investigación Económica, 1/2024. Funcas. Nota técnica 1/2024. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/04/Fixed-Capital-Formation_0424.pdf

05

Vicente Salas Fumás

Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza
e investigador asociado de Funcas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo																									
Activo no financiero	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Activo financiero	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Pasivo																									
Pasivo no financiero	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Pasivo financiero	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Total	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000

Activos y pasivos de las sociedades no financieras en España en el euro: intensificación de capital y variación del endeudamiento

Según el balance de las sociedades no financieras (SNF) en España –de elaboración propia con información de las Cuentas Financieras y la Contabilidad Nacional–, entre 2000 y 2024 el total de activo y de pasivo, a euros constantes, se multiplica por dos. Del total de activo, aproximadamente el 40 % es activo financiero ajeno a la explotación, y el 60 % activo de explotación, dedicado a producir bienes y servicios en España. Este último crece por encima del crecimiento estimado en el empleo de las SNF, de manera que el *stock* de capital de explotación por trabajador en 2019 excede el del año 2000 en un 40 %. La composición del pasivo cambia notablemente a lo largo del periodo, primero con aumento más que proporcional de la deuda en comparación con los fondos propios y, desde 2009 en adelante, con una reducción gradual de la ratio de deuda sobre el total de activo. El trabajo explica la intensificación de capital por el encarecimiento relativo del trabajo con respecto al coste por uso del capital; y explica la evolución del endeudamiento, especialmente el de origen bancario, con el crecimiento del activo, en positivo, y con los flujos libres de caja, en negativo. Precisamente, el cambio de flujos negativos (necesidad de financiación), antes de la crisis de 2008, a positivos (capacidad de financiación) después, para el agregado de las SNF, explica que desde 2015 en adelante las sociedades en España han financiado el crecimiento nominal del activo sin necesidad de aumentar la deuda en valores absolutos.

Introducción

Este artículo muestra la evolución del balance consolidado de las sociedades no financieras (SNF) en España en los veinticinco años de permanencia en la zona del euro, con especial atención a dos variables, el *stock* de capital fijo utilizado en la producción de bienes y servicios en España en combinación con los servicios de trabajo, y el peso relativo de la deuda en la financiación del activo total, que incluye el activo de explotación y el activo financiero ajeno a la explotación. En España no existe una estadística oficial que publique el balance –activos y pasivos–, del conjunto de la economía, ni tampoco existe un balance oficial separado para cada uno de sus sectores institucionales, sociedades no financieras, sociedades financieras, familias y administración pública. Por tanto, los balances que se presentan en el trabajo han sido elaborados por el autor, de acuerdo con los criterios de ordenación de cuentas, fuentes estadísticas y métodos de cálculo explicados con más detalle en Salas Fumás (2025).

Los datos del balance indican que entre 2000 y 2024 el activo total de las SNF en España se multiplica por tres en euros corrientes y por dos a euros constantes (deflactor formación bruta de capital fijo de la economía española), si bien el ritmo de crecimiento es desigual a lo largo del periodo, según el ciclo expansivo o contractivo de la economía.

El *stock* de capital de explotación evoluciona de forma similar al del activo total y sensiblemente por encima del crecimiento estimado del empleo de las SNF en el mismo periodo. Por esta razón, la ratio de activo de explotación por trabajador en el año 2019 (año pre-COVID) es un 40 % superior a la ratio en el año 2000. El trabajo atribuye la intensificación relativa de capital, en detrimento del trabajo, en la producción de

las SNF al encarecimiento relativo del *input* trabajo con respecto al coste por uso del capital.

En lo que se refiere al pasivo, la proporción de deuda, y, en consecuencia, la proporción complementaria de fondos propios, muestran una notable variabilidad a lo largo del periodo. Hasta la crisis financiera de 2008, la aportación de la deuda a la financiación del crecimiento del activo aumenta proporcionalmente más que la aportación de los fondos propios, lo cual da lugar a un incremento notable de la ratio de endeudamiento, del 40 % en el año 2000 al 65.3 % en 2008. Desde 2009 en adelante, la ratio de endeudamiento retrocede, y al final del periodo, 2024, está por debajo del año inicial (35 %). El crédito bancario, que en la entrada en el euro representa dos tercios del crédito total, veinticinco años después apenas representa el 45 % de la deuda total. El trabajo explica la evolución de la deuda, especialmente la bancaria, de las SNF en España con el crecimiento del activo (en positivo) y con la capacidad/necesidades de financiación (en negativo).

Resultados: *stock* de activos y pasivos

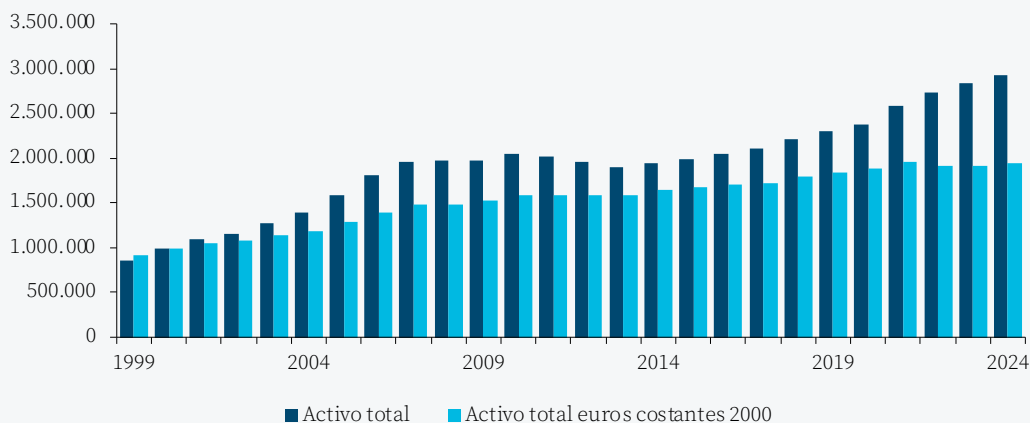
Activo y pasivo total

El gráfico 1 muestra la evolución de las cifras estimadas de total activo, igual a total pasivo, de las SNF en España para cada uno de los años (valores promedio de los respectivos valores trimestrales de cada año) entre 2019 y 2024, en millones de euros corrientes y en millones de euros constantes del año 2000. Los activos a precios constantes se calculan deflactando el *stock* medio de cada año a euros corrientes por el valor del deflactor implícito de la formación bruta de capital fijo, FBCF, para el conjunto de la economía española, con valor 1 en el año 2000.

Gráfico 1

Activo total de las SNF en España en euros corrientes y en euros constantes del año 2000 (deflactor de FBCF)

Millones de euros



Fuentes: Elaboración propia a partir de Eurostat, Cuentas Financieras y Contabilidad Nacional; Salas Fumás (2025).

|
En los veinticinco años del euro, 2000-2024, el activo consolidado total de las SNF en España a euros corrientes pasa de 1 billón a 3 billones de euros, aproximadamente; es decir, se multiplica prácticamente por tres
 |

En los veinticinco años del euro, 2000-2024, el activo consolidado total de las SNF en España a euros corrientes pasa de 1 billón a 3 billones de euros, aproximadamente; es decir, se multiplica prácticamente por tres. A euros constantes del año 2000, utilizando como índice de precios el deflactor de la formación bruta de capital fijo, el *stock* de activos consolidados se multiplica por dos, de uno a dos billones de euros. Esto significa que el índice de precios de los bienes de capital

fijo en 2024 es un 50 % mayor que en el año 2000 (una tasa de inflación acumulativa anual por debajo del 2 % anual).

El ritmo de acumulación del activo total ha sido desigual a lo largo del periodo. La mitad del crecimiento para todo el periodo se concentra entre los años 2000 y 2007, cuando el activo total a euros constantes pasa de 1 billón a 1,5 billones (50 % de incremento). Entre 2007 y 2013, el total de activo decrece ligeramente en euros corrientes, pero crece ligeramente a euros constantes debido a la deflación en los precios de los activos durante estos años. Desde 2014 hasta 2019, el activo total recupera la senda de crecimiento, pero a un ritmo más moderado, con un aumento acumulado del 25 %. Desde la COVID-19 hasta el final del periodo, el *stock* de activo total de las SNF en España crece de forma

significativa a euros corrientes (coincidiendo con el episodio inflacionario de 2021 y 2022), pero se estanca a euros corrientes. Es decir, en los últimos cinco años el *stock* de capital de las SNF en España permanece prácticamente estancado.

Composición de activo y pasivo

El activo total de las SNF se reparte entre activo financiero que se considera ajeno a la explotación, es decir, ajeno a la actividad de producir bienes y servicios en España, y activo de explotación que, con los servicios de trabajo, se utiliza para producir bienes y servicios en España. Según el gráfico 2, en el momento de creación del euro, el activo total de las SNF se compone de un 30 % de activos financieros y un 70 % de activos de explotación. En los años iniciales del periodo, los activos financieros crecen más deprisa que los activos de

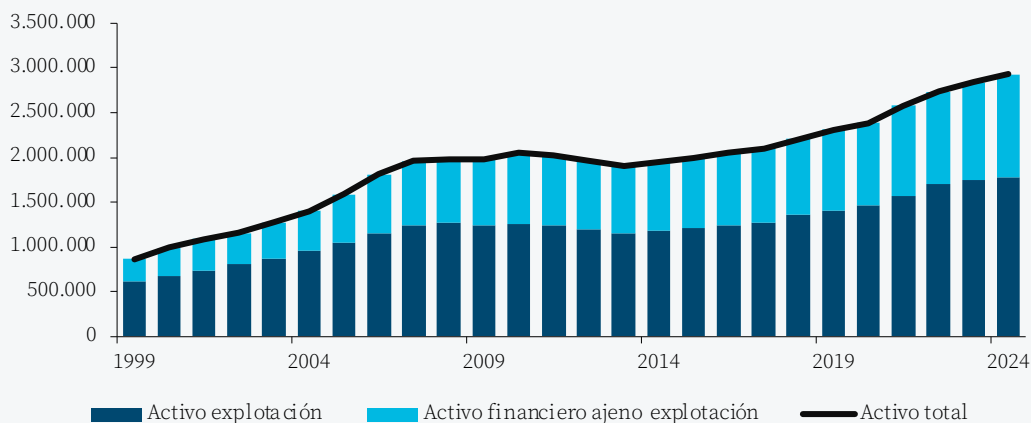
explotación y en el año 2010 las proporciones son 40 % y 60 %, aproximadamente, manteniéndose prácticamente invariables en años sucesivos.

La composición del pasivo total del balance incluye deuda, separando crédito bancario y otra deuda, y fondos propios (gráfico 3). En el año 2000, la estructura financiera es del 40 % de deuda y del 60 % de fondos propios. El crédito bancario representa dos tercios de la deuda total, algo más del 26 % del total del pasivo. El crecimiento acelerado del activo hasta la crisis financiera de 2008 se financia en mayor proporción con deuda que con fondos propios, lo que lleva a un crecimiento del saldo de deuda, sobre todo deuda bancaria, en el conjunto del pasivo superior al crecimiento del activo total, en el mismo periodo. En los años de crisis 2008 y 2009, la deuda representa casi dos tercios del pasivo total y un 72 % de la misma es deuda bancaria. En valores absolutos, el crédito

Gráfico 2

Composición del activo total de las SNF en activo de explotación y activo financiero ajeno a la explotación

En euros corrientes

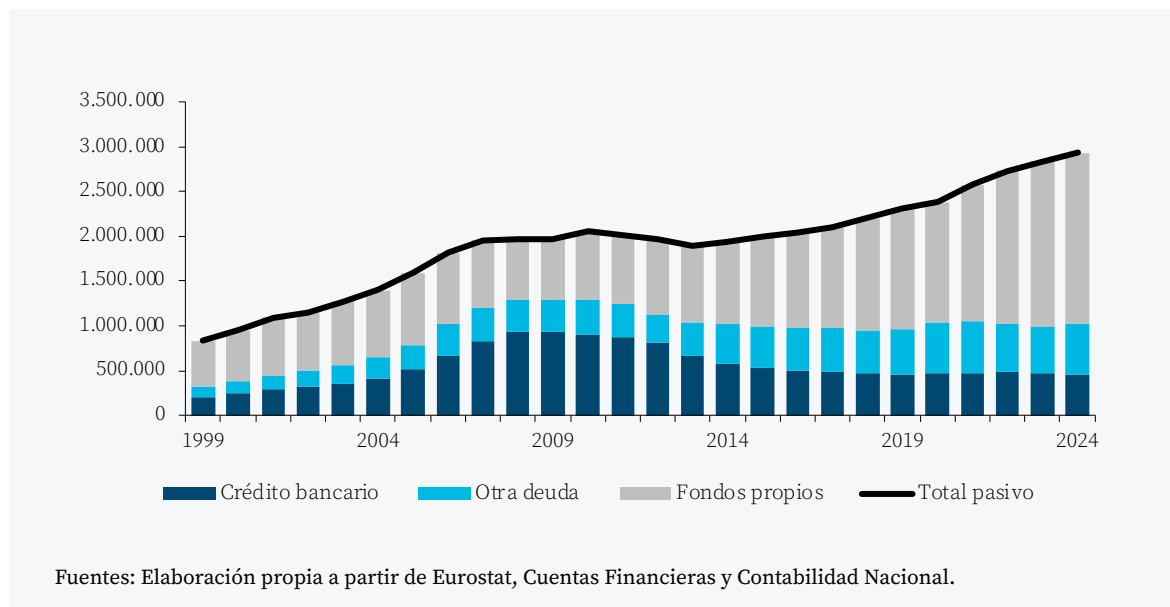


Fuentes: Elaboración propia a partir de Eurostat, Cuentas Financieras y Contabilidad Nacional.

Gráfico 3

Composición del pasivo total de las SNF en deuda, bancaria y no bancaria, y fondos propios

Millones de euros corrientes



bancario pasó de 250.000 millones de euros en el año 2000 a 940.000 millones en el año 2009, el 47 % del pasivo total.

Desde 2011 en adelante, la composición del pasivo de las SNF evoluciona con menos deuda y más fondos propios. La deuda en valor absoluto se mantiene estable alrededor de un billón de euros corrientes; como el pasivo total en euros corrientes aumenta, la ratio de deuda sobre el pasivo total mantiene un descenso regular desde el máximo de dos tercios en 2009 a algo más de un tercio (35 %) en 2024. En lo que se refiere al crédito bancario, la pérdida de peso relativo en la financiación del activo de las SNF en España es aún más pronunciada. En términos absolutos, el crédito bancario en 2024, 450.000 millones de euros, es la mitad del volumen de crédito en el máximo de 2009. En términos relativos al total del pasivo, en 2024, el crédito bancario

representa solamente el 16 % del total de pasivo de las SNF en España.

Explicación de la acumulación de activos de explotación

El *stock* de capital de explotación acumulado para el conjunto de las SNF en España se determina a partir de las necesidades de producción (demanda del mercado), y de la combinación de capital y trabajo elegida por las empresas para satisfacer esas necesidades productivas. Bajo el supuesto de que empresarios y administradores de las SNF en España deciden sobre las cantidades a producir y los recursos a emplear en la producción con el criterio de maximización del beneficio, y si los mercados de *output* e *inputs* capital y trabajo son competitivos (empresas-precio aceptantes), la demanda de trabajo y de capital por unidad

de *output*, en el óptimo de máximo beneficio, cumple las siguientes condiciones:

$$\frac{L}{Q} = \frac{E_{Q/L}}{w/p} \quad [1]$$

$$\frac{K}{Q} = \frac{E_{Q/K}}{cp_K/p} \quad [2]$$

donde, L representa las unidades de *input* trabajo (flujo); K las unidades de *input* capital (*stock*); Q las unidades de *output* producidas (flujo); *w* es el precio de mercado por unidad de trabajo, *cp_K* es el coste de uso por unidad de capital (componente de rentabilidad esperada, *c*, por euro invertido, y precio de compra por unidad de capital *p_K*); *p* es el precio de mercado por unidad de *output*; *E_{Q/L}* y *E_{Q/K}* son, respectivamente, la elasticidad del *output* a las unidades de trabajo y la elasticidad a las unidades de capital, utilizadas en la producción. Los precios se forman en los mercados y las elasticidades del *output* a los *inputs* trabajo y capital dependen de la tecnología de producción; por ejemplo, en la función de producción tipo Cobb-Douglas las elasticidades son constantes para cualquier volumen de producción.

La demanda relativa de capital productivo depende, por tanto, en positivo, de la tecnología de producción, representada por la elasticidad *E_{Q/K}*, y en negativo del coste real del *input*, *cp_K/p*. El resultado es similar para la demanda relativa de trabajo, ecuación [1]. Combinando las dos ecuaciones, se obtiene la demanda de *stock* de capital por unidad de trabajo en la solución de máximo beneficio,

$$\frac{K}{L} = \frac{E_{Q/K}}{E_{Q/L}} \frac{w}{cp_K} \quad [3]$$

La ratio de capital por unidad de trabajo deseado en la producción aumenta con la relación de elasticidades de capital y trabajo en la tecnología productiva (una medida de intensidad relativa de capital directamente relacionada con la tecnología de producción), y disminuye con el encarecimiento relativo del *input* capital con respecto al *input* trabajo (un componente de intensidad relativa de capital determinado por los precios de los *inputs*, en sentido inverso).

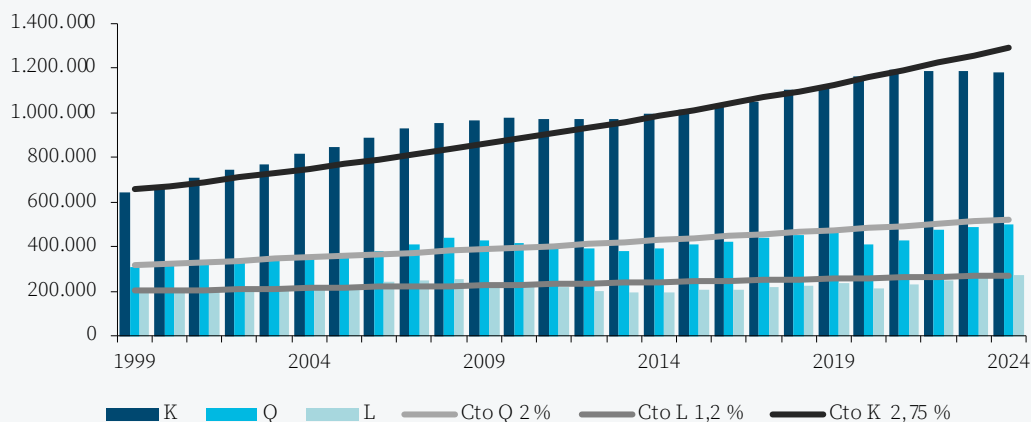
El gráfico 4 muestra la evolución del *stock* de capital de explotación, del *output* y de la cantidad de *input* trabajo, estimados para el agregado de las SNF en España en el periodo de estudio. La medida de *output* se obtiene deflactando el VAB de las SNF (Contabilidad Nacional) del año correspondiente por un índice de precios calculado por el autor (deflactor del PIB cuando se excluyen los *outputs* de las instituciones financieras y el de la administración pública). Las unidades de servicio de trabajo utilizadas en la producción se calculan deflactando la remuneración de los asalariados de las SNF (Contabilidad Nacional) por el deflactor construido a partir del indicador de coste laboral armonizado por trabajador que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE). El *stock* de capital de explotación es igual al activo de explotación del gráfico 2 a euros constantes.

El gráfico 4 muestra los niveles estimados de *inputs* y *output* para cada año y los valores tendencias de los mismos a tasas constantes de crecimiento acumulativo anual: el 2 % de crecimiento del *output*, el 1,2 % de crecimiento del *input* trabajo y el 2,75 % de crecimiento del *stock* de capital para producir bienes y servicios en España. Nótese que el *output* en el año prepandemia de 2019 coincide con el estimado según la tendencia de crecimiento acumulativo del 2 % anual, tendencia que se rompe con la COVID-19 y que en 2024 todavía no se ha recuperado según nuestras estimaciones. En lo que

Gráfico 4

Output (Q), trabajo (L), y capital (K), agregados para las SNF en España, 2000-2024 y sus valores tendenciales

Millones de euros constantes del año 2000



Fuente: Elaboración propia.

se refiere al *input* trabajo, después de muchos años por debajo del crecimiento tendencial del 1,2 % anual, el nivel tendencial, en la pospandemia se recupera de nuevo (años 2023 y 2024). Finalmente, el estancamiento en el *stock* de capital de explotación en los años de recuperación pospandemia, 2022-2024, ocasiona una brecha creciente con relación al *stock* tendencial.

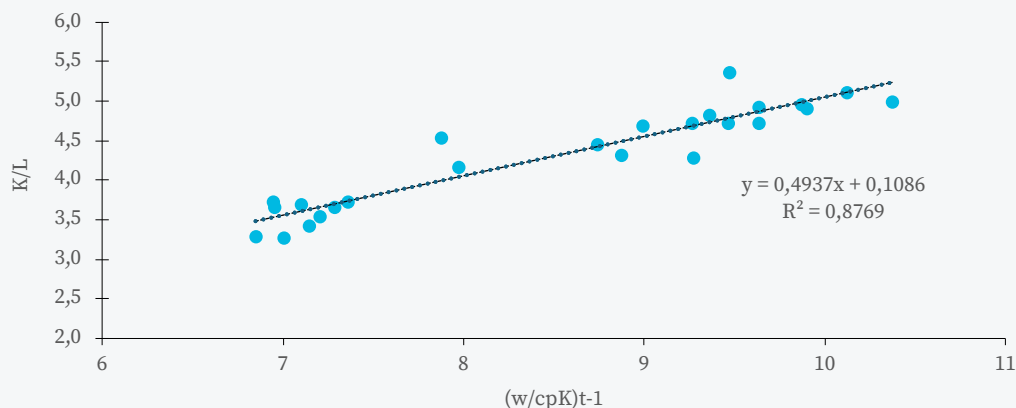
Tomando el crecimiento del *output* como dado, el crecimiento de las cantidades de *inputs* vendrá determinado por la evolución de la tecnología y de los precios relativos según las condiciones de maximización del beneficio, ecuaciones [1] y [2]. Con tecnología (elasticidad del *output* a variaciones en las cantidades de *input*) constante, la intensificación de capital en la mezcla de capital y trabajo en la producción que resulta del crecimiento tendencial respectivo de los dos *inputs* del 2,75 % y del 1,2 %, se explicaría por la evolución

de los precios relativos de los dos *inputs*, según la ecuación [3]. El gráfico 5 muestra la correlación entre los precios relativos de los *inputs* trabajo y capital y la ratio de *stock* de capital por unidad de *input* trabajo para el agregado de las SNF en España; la correlación positiva y significativa es consistente con la hipótesis de que la intensificación de capital en la producción ha estado determinada por la evolución de los precios relativos de los *inputs*, con un encarecimiento del trabajo con respecto al coste del capital.

La explicación del apalancamiento

La acumulación de capital de explotación es el resultado neto del flujo anual de inversión nueva, formación bruta de capital fijo, y el consumo del capital de explotación ya acumulado en el pasado. Por otra parte, las SNF generan flujos anuales de

Gráfico 5

Correlación entre precios relativos de trabajo y del capital e intensidad de capital en relación con el trabajo en la producción. SNF en España

Fuente: Elaboración propia.

fondos monetarios resultado de la actividad productiva, disponibles para financiar la inversión y otros posibles usos, por ejemplo, pagar dividendos o cancelar deuda. Los fondos generados por la actividad empresarial incluyen los beneficios netos más el consumo de capital o amortización del activo fijo (un coste, pero no una salida de fondos para las compañías). Las compañías pagan dividendos a los socios financiadores y la diferencia, fondos generados menos dividendos, se retiene en la sociedad mercantil en forma de reservas que se incorporan a los fondos propios. Cuando los fondos generados retenidos en un ejercicio económico superan la FBCF, las SNF contribuyen a la financiación del resto de la economía; cuando la FBCF supera a los fondos generados retenidos, las SNF necesitan recibir fondos del resto de la economía para cubrir sus necesidades financieras. El gráfico 6 muestra la evolución de recursos generados retenidos, la FBCF y la diferencia entre los dos, anual y acumulada, para el agregado de las SNF en España.

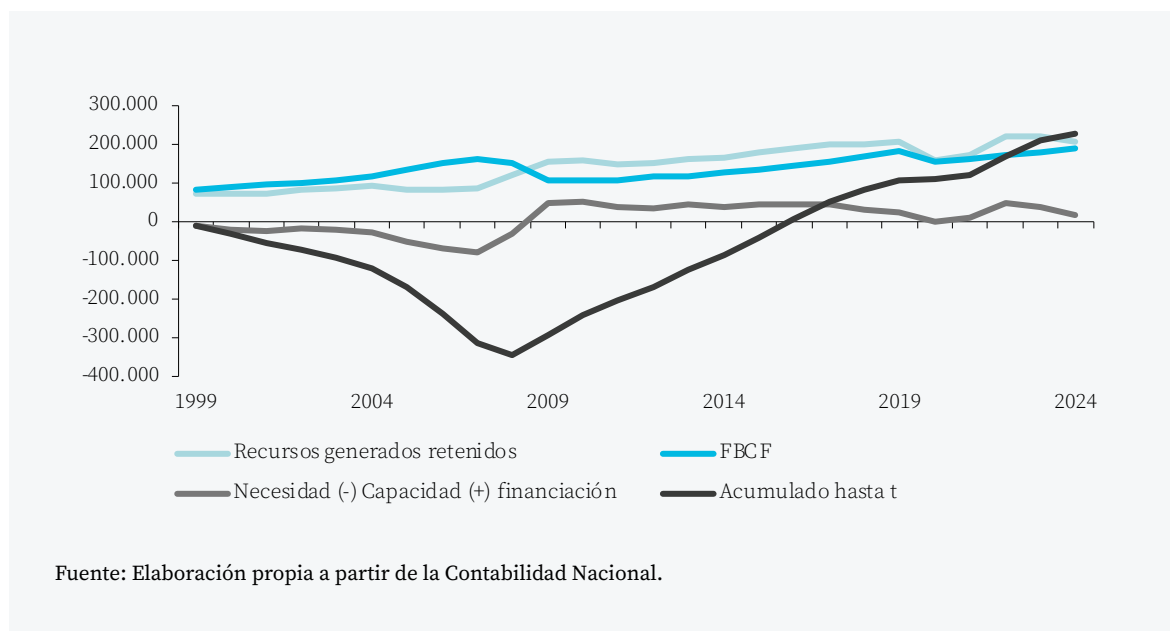
Hasta la crisis financiera de 2008, el flujo anual de FBCF del conjunto de las SNF en España, supera holgadamente a los recursos generados retenidos; esto significa que las compañías dependen de fondos procedentes del resto de sectores de la economía, incluido el sector exterior, para financiar parte del flujo inversor en capital productivo. La crisis cambió la situación en un solo año. En 2009, los recursos generados retenidos ya superan el flujo de FBCF, situación que se mantiene hasta 2024 con la excepción del año pandémico de 2020, con un saldo prácticamente nulo. El paso de un saldo negativo, necesidad de financiación externa, a positivo, capacidad de financiar al resto de la economía es el resultado de un descenso en el flujo de inversión (55.000 millones de euros menos en 2009 que en 2007) y de un aumento en los recursos generados retenidos (70.000 millones de euros más en 2009 que en 2007).

En términos acumulados, entre 1999 y 2008, las necesidades totales de fondos para financiar la

Gráfico 6

Flujo de recursos generados retenidos (Beneficio neto+ Consumo de capital-Dividendos), uso de fondos en FBCF, y saldos de los flujos de generación-retención y uso. SNF en España

Millones de euros corrientes



inversión en capital de explotación superan a los recursos generados retenidos en casi 350.000 millones de euros. En ese mismo periodo, la deuda con coste de las SNF aumenta en prácticamente 1 billón de euros (gráfico 3), lo que significa que un 35 % del aumento de deuda se destina a cubrir el déficit de recursos generados retenidos para financiar la inversión bruta en capital productivo. Por otra parte, en 2024, el acumulado de fondos generados y retenidos por encima de las necesidades para financiar el flujo anual de FBCF alcanza los 228.000 millones de euros. Esto significa que entre 2009 y 2024 las SNF han generado capacidad de financiación por un total de más de 570.000 millones de euros, cifra notablemente superior a la disminución de la deuda total desde el máximo de 2010, 270.000 millones.

Como complemento al análisis gráfico, el cuadro 1 muestra los resultados de un sencillo ejercicio de regresión que explica la variación en valor absoluto de la deuda en el año t con respecto al año anterior, en función de la variación en el activo total en el mismo periodo (demanda de fondos por incremento del *stock* de activos a financiar), y en función de la capacidad o necesidad de financiación de las SNF, promedio del año t y del año anterior (como medida de la disponibilidad de fondos generados internamente después de haber cubierto la financiación de la inversión bruta en capital fijo de explotación). Se distingue entre variación en la deuda bancaria, en la deuda no bancaria y en la deuda total.

El modelo empírico que relaciona la variación de la deuda en el balance de las SNF en España

Cuadro 1**Resultado de la estimación del modelo empírico que explica las variaciones anuales absolutas de deuda en el balance de las SNF con la variación anual del activo total y con la capacidad financiera neta de las compañías, promedio en t y t-1**

	Variación deuda bancaria	Variación deuda no bancaria	Variación deuda total
Constante	1296,9 (9719,2)	9692,1 (11375,6)	10988,9 (11083,6)
Variación activo total	0,26*** (0,09)	0,11 (0,10)	0,37*** (0,10)
Capacidad o necesidad de financiación	-1,40*** (0,17)	-0,08 (0,20)	-1,48*** (0,19)
R2 corregido	0,85	0,02	0,85
Observaciones	25	25	25

Nota: *** indica coeficiente significativamente distinto de cero $p < 1\%$; entre paréntesis error estándar.

Entre 2009 y 2024, las SNF han generado capacidad de financiación por un total de más de 570.000 millones de euros, cifra notablemente superior a la disminución de la deuda total desde el máximo de 2010, 270.000 millones

en función de la demanda total de financiación y de la capacidad interna neta de financiación, muestra una buena capacidad explicativa para

la deuda bancaria y para la deuda total, pero no explica en absoluto la variación en la deuda no bancaria. En este sentido, en promedio para todo el periodo, por cada euro de incremento en el activo total las SNF incrementan 0,37 euros de deuda (la proporción de deuda total sobre el pasivo total promedio para todo el periodo es del 48 %), mientras que un euro de capacidad neta de financiación resta, en promedio, 1,48 de deuda del balance; en el caso de la deuda bancaria estas cifras son algo menores en valor absoluto, pero igualmente estadísticamente significativas.

Conclusión

La acumulación de capital productivo en la economía se relaciona con el crecimiento de

la capacidad de producción, la creación de empleo y el aumento en la productividad. Cuando el capital se amplía para incorporar la vivienda y los bienes de consumo

duradero de los hogares, la acumulación repercute también en la mejora del consumo y del bienestar de la población en general. La acumulación de capital para producir bienes y servicios se realiza principalmente por personas jurídicas –la mayoría sociedades mercantiles de capital, como la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada–, las mismas que contratan a los trabajadores también necesarios para la producción, y con acceso a una determinada tecnología productiva.

|
*Para un coste laboral medio por
 asalariado de 20.000 euros en el
 año 2000, el stock de capital por
 trabajador para el agregado de las
 SNF en España pasa de 67.000
 euros en el año 2000 a 93.000 euros
 constantes en 2019*
 |

Este trabajo describe y explica la evolución de partidas del balance de las SNF en España –seleccionadas de un estudio más amplio (Salas Fumás, 2025)–, en el cuarto de siglo transcurrido desde la creación del euro, en el marco del proceso de acumulación de activos financieros y activos de explotación de las compañías para producir bienes y servicios en España, e invertir en el exterior. La financiación de los activos acumulados se realiza a través de deuda y de fondos propios. La deuda tiene un coste y unos plazos de devolución contratados explícitamente con los acreedores; los fondos propios se retribuyen residualmente (beneficio) y no tienen plazo de devolución; a cambio, sus titulares

concentran los derechos residuales de decisión, hecho por el cual es razonable asumir que la acumulación de capital por las sociedades mercantiles responde a criterios de maximización del beneficio. El análisis pone el foco en la acumulación de capital fijo de explotación, y en la evolución del endeudamiento.

Los datos aportados en el estudio documentan una intensificación de capital con relación al trabajo en la producción de las SNF en España durante el periodo de estudio. Para un coste laboral medio por asalariado de 20.000 euros en el año 2000, el *stock* de capital por trabajador para el agregado de las SNF en España pasó de 67.000 euros en el año 2000 a 93.000 euros constantes en 2019. La intensificación de capital en un 40 % a lo largo del periodo, se explica por un encarecimiento relativo del coste del trabajo en relación con el coste por uso del capital en la misma proporción; el estudio no entra en el análisis de otros factores, además de los precios relativos, que puedan explicar la disminución de la ratio de capital por trabajador en los últimos años pospandemia. La sustitución de trabajo por capital tiene consecuencias sobre la evolución de la productividad aparente de los respectivos *inputs* productivos, positiva del 0,8 % de crecimiento acumulativo anual para el trabajo, y negativa del -0,75 % anual para el capital. Sin embargo, la evolución de las productividades aparentes no debe interpretarse como indicativa de eficiencia relativa en el uso de los respectivos recursos, sino como resultado de la racionalidad optimizadora del beneficio de las compañías, en respuesta a cambios en los precios relativos.

Por el lado del pasivo del balance, el trabajo destaca la variabilidad observada en la estructura financiera en el periodo de estudio, con una proporción de deuda que casi se multiplica por dos (hasta cerca del 66 %) desde antes del euro hasta 2008-2010, y disminuye en años posteriores hasta niveles mínimos en 2024, evolución que afecta especialmente a la deuda bancaria. Un sencillo ejercicio de correlaciones muestra que estos movimientos en la deuda bancaria de las SNF se explican, en positivo, por el crecimiento del activo (necesidades de financiación) y por los flujos libres de caja generados internamente por las compañías, en negativo. En este sentido, hasta 2008, los recursos internos generados

retenidos en las compañías (beneficio neto+ consumo de capital-dividendos) son sustancialmente inferiores a la FBCF, lo que explica la importante acumulación de deuda. En los años posteriores a la crisis, la situación cambia y los flujos libres de caja para el conjunto de las SNF pasan de negativos a positivos y permiten financiar el crecimiento nominal del activo sin necesidad de aumentar la deuda en valores absolutos (el *stock* de deuda total, bancaria, se mantiene estable en un billón, medio billón, de euros desde 2015). La holgura financiera de las compañías descarta a la falta de financiación como posible causa del estancamiento en el *stock* de capital en los últimos años del periodo de estudio.

Referencias

SALAS FUMÁS, V. (2025). *Activos y pasivos de las sociedades no financieras en España: 2000-2024*. Investigaciones de Funcas, 6. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2025/05/ACTIVOS-Y-PASIVOS-DE-LAS-SOCIEDADES-NO-FINANCIERAS-EN-ESPANA-2000-2024.pdf>

06

Juan Jesús García Curtit, Salvador Jiménez y Javier Pino
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Desaparición de la prima bancaria frente al crédito no financiero

Antes de la crisis de 2008, los bancos podían financiarse más barato que las empresas no financieras gracias a su perfil regulado y el respaldo implícito del Estado. Tras la crisis, esa ventaja desapareció: los inversores comenzaron a exigir una prima bancaria por el mayor riesgo percibido. Aunque la rentabilidad del sector ha mejorado desde 2022 –gracias al giro del BCE, la diversificación internacional y la reducción del riesgo soberano–, el diferencial frente al crédito no financiero persiste. No por debilidad, sino por la complejidad estructural del mercado bancario, más amplio, diverso y con oportunidades tácticas para el inversor.

La prima adicional del crédito financiero frente al crédito no financiero

Antes de la crisis, era habitual que el crédito financiero –entendido como la deuda emitida por las entidades financieras– ofreciese a los bonistas una rentabilidad, o TIR, inferior al crédito emitido por empresas no financieras. Esto se explicaba fundamentalmente por tratarse de un sector regulado, con un acceso privilegiado a la liquidez y en el que las quiebras en países desarrollados eran esporádicas, al existir un respaldo implícito de los gobiernos. Sin embargo, desde la crisis financiera, se produjo un cambio radical y de forma estructural, aunque en algunos episodios con un impacto especialmente acusado, los inversores han exigido una prima de riesgo bancaria –es decir, un diferencial de rentabilidad adicional frente al crédito no financiero– para compensar la percepción de que los

bancos son emisores más frágiles que las compañías no financieras. El gráfico 1 lo muestra a través de la evolución del iTraxx – un índice de derivados de crédito que agrupa los *credit default swaps* (CDS) de un conjunto de emisores europeos– herramienta clave para medir el riesgo de crédito percibido por el mercado en diferentes sectores. En particular, del iTraxx sénior que cubre CDS de deuda sénior de un conjunto de emisores europeos.

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 ya puso el foco en el regulador del sistema bancario. El temor no era solamente por las pérdidas de las carteras hipotecarias, sino también por el riesgo de contraparte en el mercado interbancario y la inexistencia de un marco de resolución ordenada. Los reguladores reaccionaron con el diseño preliminar de Basilea, que incrementó los requerimientos en términos de

Gráfico 1

iTraxx en el sector financiero y no financiero

a) iTraxx sénior financiero y no financiero (pb)



b) Diferencial iTraxx financiero vs no financieros (pb)



Fuente: Afi a partir de ICE.

métricas de capital de máxima calidad (*CET1*, *capital tier 1*), colchones de conservación y *buffers* anticíclicos. Entre 2009 y 2011 los bancos europeos emitieron volúmenes récord de deuda sénior y subordinada para reforzar capital, a costes sensiblemente superiores a los previos a la crisis. En cualquier caso, se produjo un fuerte aumento de la percepción de riesgo sistémico y los bancos dejaron de ser considerados como entidades demasiado seguras y/o grandes como para quebrar.

|
Cuando la prima de riesgo soberana italiana o española se disparaba, el valor de esos bonos se deterioraba, pudiendo erosionar el capital y generando lo que el Banco Central Europeo bautizó como “bucle soberano-bancario”
 |

No obstante, esa prima alcanzó su máximo en plena crisis de deuda soberana en 2012. Al mismo tiempo, los bancos acumulaban grandes carteras de bonos públicos –cerca del 8 % de sus activos totales en 2012, aunque en países como España, Italia, Portugal o Grecia se superaba el 10 %–. Por un lado, les permitía obtener un elevado devengo de TIR y colateral de alta calidad y, a su vez, era necesario para los tesoros de los países periféricos que los bancos cubriesen la abultada caída de tenencias de inversores extranjeros. Cuando la prima de riesgo soberana italiana o española se disparaba, el valor de esos bonos se deterioraba, pudiendo erosionar el capital y generando lo que el Banco Central Europeo (BCE) bautizó como “bucle soberano-bancario”. Las distintas intervenciones del BCE (a través del *SMP* –*Securities Markets Programme*– y luego de la *OMT* –*Outright Monetary Transactions*–) y las primeras *TLTRO* suavizaron las tensiones a partir de 2012, pero la prima bancaria se había convertido en una característica estructural del mercado.

Efectos de la política monetaria no convencional

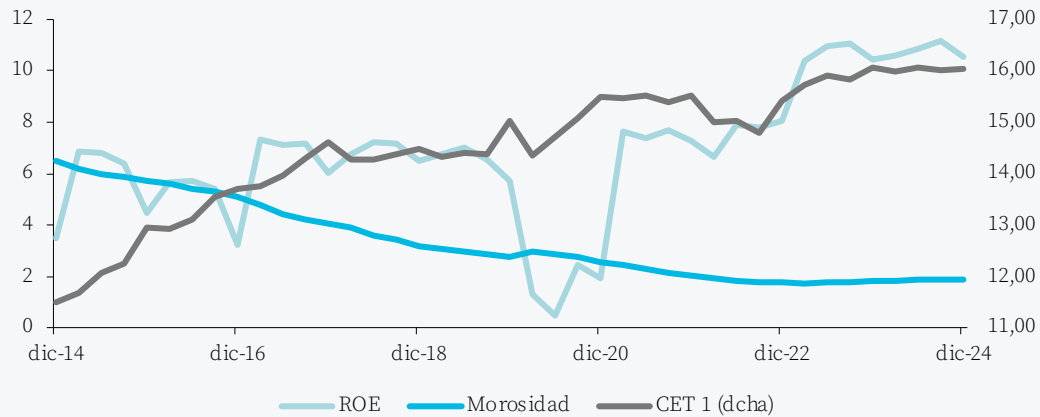
El BCE, con el objetivo de evitar la deflación y alentar el crecimiento económico, al inicio de 2015 desplegó el *APP* (programa de compra de activos), ya que llevar los tipos de interés incluso a terreno negativo no fue suficiente. Entre los distintos programas destacaba el *PSPP* (*public sector purchase programme*), que permitía la compra de deuda pública. Con el despliegue de este instrumento, ya no solo el tramo corto de la curva se situó en negativo, sino que se produjo un fuerte aplanamiento y el margen de intereses se estrechó considerablemente.

|
Todas estas medidas de política monetaria no convencional fueron fundamentales para crear un entorno económico-financiero propicio para que las entidades financieras pudieran emitir instrumentos que le permitieran recapitalizarse en un entorno de tipos reducidos
 |

Todas estas medidas de política monetaria no convencional fueron fundamentales para crear un entorno económico-financiero propicio para que, por un lado, las entidades financieras pudieran emitir instrumentos que le permitieran recapitalizarse en un entorno de tipos reducidos y, por otro lado, pudieran digerir los activos dañados y que la morosidad se fuese reduciendo de forma progresiva.

Sin embargo, ese entorno de tipos negativos con curvas planas hizo que el *ROE* (*return on equity*) de los bancos no fuese capaz de volver a niveles previos a la crisis financiera. Para el conjunto de la zona del euro, en el periodo 2015-2019 se situó en promedio en el 6,3 %, claramente por debajo del coste del capital.

Gráfico 2

ROE, morosidad y CET1 de la banca europea

Fuente: Afi a partir de EBA.

Esta escasez de rentabilidad explicaba que durante mucho tiempo el *price to book* de los bancos se situase por debajo de la unidad y, a pesar de su recapitalización que ayudó a reducir la prima bancaria, el mercado ponía en duda su modelo de negocio ante la reducida rentabilidad y mantuvo la prima bancaria en promedio por encima de los 20 pb. Además, la introducción de nuevos requerimientos, como el *MREL* (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) en Europa, amplió la jerarquía de pasivos ante la aparición de una nueva categoría, denominada el *senior non-preferred* que, como consecuencia de su cómputo como pasivo admisible en una resolución bancaria, debían ofrecer una compensación extra.

El episodio de la pandemia COVID-19 volvió a estresar al sector financiero de forma relevante. Además, desde la crisis financiera, ante cualquier evento que suponga un *shock* para los mercados financieros, los bancos son especialmente

castigados en las fases iniciales, lo que, por otro lado, permite que surjan oportunidades muy atractivas para los inversores en periodos de estrés. En marzo de 2020, el *spread* de crédito del Itraxx se disparó momentáneamente. Sin embargo, los paquetes de avales públicos y la suspensión temporal de los dividendos permitieron preservar el capital, junto con un impulso fiscal sin precedentes que permitió que el *shock* en el ciclo económico fuese muy inferior a lo inicialmente pronosticado.

Factores de mejora desde 2022

Desde 2022, como se observaba en el gráfico 1, utilizando aquellos instrumentos más líquidos como son los *CDS*, se observa un estrechamiento continuado de la prima. Los factores que ayudan a explicar esta mejora de los fundamentales son variados:

- El giro *hawkish* del BCE en julio de 2022 supuso un cambio de régimen. Entre septiembre 2019 y septiembre 2023 la facilidad de depósito pasó del -0,50 % al 4 %. Este movimiento permitió a los bancos, no solo elevar de forma considerable sus tipos de concesión de crédito, y los ingresos procedentes de todos los préstamos a tipo variable, sino también obtener una remuneración por su liquidez a un tipo de interés sustancialmente superior al coste que asumía por la liquidez minorista. Esto permitió elevar de forma considerable su margen de intereses y devolvió el ROE medio al entorno del 10 %.

|
Se observa una mayor desvinculación del riesgo soberano. La exposición de los bancos a bonos domésticos ha descendido hasta representar solo el 6 % de sus activos, según la EBA en junio de 2024, y la duración media de las carteras también ha disminuido
 |

- La emisión neta de deuda de los bancos ha sido más reducida en los últimos años, tanto por el adelantamiento de sus necesidades de financiación en el periodo de política monetaria ultra laxa, como por la propia generación orgánica de capital.
- En cuanto a la financiación, los bancos han fortalecido su liquidez estructural de la mano del crecimiento que ha tenido lugar en los depósitos. La ratio de cobertura de liquidez media se sitúa actualmente muy por encima del mínimo regulatorio, reduciendo así la necesidad de acudir con frecuencia al mercado mayorista.
- Además, ahora se observa una mayor desvinculación del riesgo soberano. La exposición

de los bancos a bonos domésticos ha descendido hasta representar solo el 6 % de sus activos, según la EBA en junio de 2024, y la duración media de las carteras también ha disminuido. Este menor sesgo doméstico y la reducción en sensibilidad medida contribuyen a mitigar el riesgo de bucle soberano-bancario que castigó fuertemente a los *spreads* bancarios en el pasado.

- Los grandes bancos cotizados obtienen ya más del 40 % de su margen bruto fuera de su país de origen, frente al 25 % en 2010 (estimaciones del BCE y resultados anuales). Esta expansión internacional –vía filiales, banca digital y negocios de banca de inversión pan-europeos– reduce la dependencia del ciclo doméstico y, en consecuencia, rebaja la correlación entre la calidad crediticia del banco y el *rating* soberano. La mayor distribución geográfica de riesgos también modera la volatilidad de beneficios y fortalece la capacidad de absorción de pérdidas.

Por último, el salto de los beneficios bancarios en 2023 suscitó inicialmente dudas sobre su sostenibilidad: muchos inversores temían que, cuando el BCE empezara a recortar tipos, la rentabilidad se desinflara. Sin embargo, tres factores están inclinando la balanza a favor de una senda de beneficios más estable:

- Primero, el volumen de crédito sigue creciendo en una zona de euro sin visos de consolidación fiscal; de hecho, Alemania ya ha anunciado un ambicioso programa de inversión en infraestructuras y defensa.
- Segundo, la mayor pendiente de las curvas de tipos –potenciada por la necesidad creciente de financiación pública a largo plazo– preserva los márgenes de

intermediación incluso con bajadas moderadas de los tipos oficiales.

- Y tercero, un número creciente de entidades diversifica sus fuentes de ingresos mediante negocios de seguros y gestión de activos.

En conjunto, estos elementos refuerzan la idea de que la desaparición de la prima bancaria obedece tanto al nuevo marco regulatorio como a una mejora estructural –no meramente cíclica– de la rentabilidad del sector.

El atractivo estructural del mercado de bonos bancarios

Más allá de la reciente compresión de primas, el mercado de bonos emitidos por entidades financieras destaca por su profundidad, diversidad y dinamismo. Aproximadamente el 26 % del universo de bonos sénior denominados en euros –tanto *investment grade* como *high yield*– corresponde a emisores del sector financiero, con más de 1.100 emisiones activas. Esta cifra contrasta con la del siguiente sector más representado, *utilities*, que apenas alcanza las 565 emisiones. Esta amplitud, unida a la frecuencia con la que entidades de todos los tamaños acuden al mercado primario, se traduce en una elevada liquidez, curvas de crédito completas y múltiples puntos de entrada tácticos. Son ventajas difíciles de replicar en sectores donde unos pocos emisores concentran la mayor parte del índice.

Sin embargo, al analizar el mercado de bonos desde una perspectiva sectorial –y no a través del mercado de *CDS*, que se limita a los grandes

bancos–, puede surgir la percepción de que el sector bancario sigue ofreciendo una prima adicional. Para ilustrar esta idea, se ha seleccionado una muestra de bonos con vencimientos entre 3 y 5 años y calificaciones crediticias entre BBB y A⁻¹. En este grupo, como muestra el gráfico 3, el diferencial medio frente al tipo *swap* del sector bancario se sitúa en 88 puntos básicos, una cifra comparable a la de sectores actualmente bajo presión, como automoción (93 pb) o *real estate* (90 pb), y claramente por encima del promedio del universo (71 pb) o del mínimo observado en telecomunicaciones (56 pb).

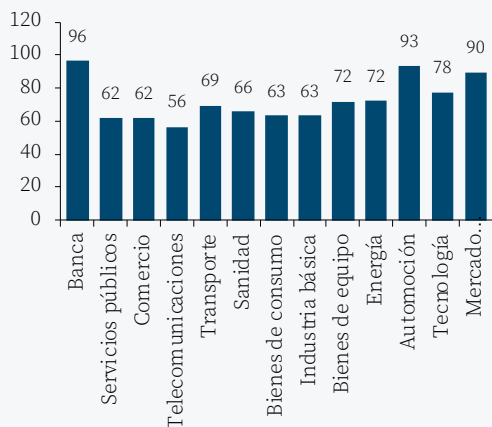
En el caso de automoción, los diferenciales reflejan la elevada competencia de los fabricantes chinos, la complejidad de mantener dos modelos de producción (combustión y eléctrico) y las tensiones arancelarias. En *real estate*, pesan las dificultades del segmento de *commercial real estate* (*CRE*) en algunos países, así como el impacto de unos tipos de interés más elevados sobre compañías con altos niveles de apalancamiento.

El sector bancario, sin embargo, no atraviesa una coyuntura comparable. La explicación de su diferencial más elevado reside en la propia estructura del mercado: una base de emisores mucho más amplia y heterogénea, con entidades de distintos tamaños, geografías, líneas de negocio y perfiles de riesgo. Esta diversidad contrasta con la concentración que caracteriza a otros sectores, donde predominan grandes corporaciones consolidadas o actores nacionales en entornos cuasi monopolísticos.

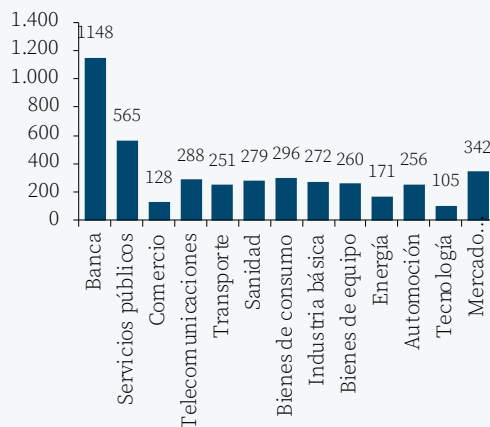
En definitiva, el diferencial observado en los bonos bancarios no debe interpretarse como un signo de debilidad, sino como una manifestación

1 Esta selección se debe a que en estas capas existe una población elevada en todos los sectores y, a su vez, eliminamos las referencias BBB- porque en este escalón proliferan *outliers* (empresas que hace relativamente poco eran *high yield* o tienen elevado riesgo de serlo pronto) que introducen ruido en la muestra.

Gráfico 3

Diferenciales medios de riesgo en emisiones de banca frente a otros sectoresa) *Asset Swap* promedio por sector en crédito EUR sénior para el plazo 3-5 años y *rating* desde BBB a A-

b) Número de compañías en crédito EUR SNR



Fuente: Afi a partir de ICE.

de la riqueza estructural del propio mercado financiero, que ofrece oportunidades únicas para el análisis y la inversión táctica.

Diferenciales de crédito bancario: entre la normalización y la cautela

Las condiciones que daban sentido a la prima bancaria han desaparecido: la recapitalización, el marco de resolución y la diversificación internacional han situado a los bancos europeos en pie de igualdad –e incluso de ventaja en liquidez– respecto a los grandes emisores corporativos. Con más del 95 % de los objetivos *MREL* ya cubiertos, el sector ofrece visibilidad sobre calendarios y cuantías de emisión, eliminando la amenaza de un “muro de vencimientos”. Por

ello no existen razones fundamentales para que el crédito financiero cotice de forma estructural con prima frente al crédito no financiero. La convergencia, sin embargo, no es irrevocable. Se sostendrá mientras: (i) los *ROE* se mantengan por encima del coste de capital; (ii) la calidad de activos siga contenida, en particular en *CRE* y pymes; (iii) el desapalancamiento soberano evite reactivar el bucle bancario-soberano, y (iv) la continua reducción de las tenencias soberanas en balance, limite la sensibilidad del banco al *rating* país. Podría revertir si un retorno a tipos bajos comprime los márgenes y reaviva la búsqueda de riesgo; si la transición energética incrementa el *cost-of-risk* en sectores intensivos en carbono, o si un *shock* geopolítico obliga a una emisión masiva de deuda pública que vuelva a tensionar los balances bancarios.

07

María Alvarado*

Universidad Rey Juan Carlos

Nieves Carrera

IE Business School – IE University

(*) Las autoras agradecen a Funcas la financiación para la realización de este trabajo y el desarrollo de esta línea de investigación.



Diez años de rotación obligatoria de firmas de auditoría en la UE: evolución legislativa en España e impacto en el IBEX 35

La crisis de 2008 evidenció fallos en la supervisión, incluida la auditoría externa. Para reforzar la independencia, la UE impulsó en 2014 una norma que obliga a las empresas cotizadas a rotar de auditor cada diez años. España la aplicó con flexibilidad creciente. Este estudio analiza el impacto en el IBEX 35 (2013–2023): la mayoría de los cambios de auditor fueron voluntarios y previos a la obligación, sin romper el oligopolio de Deloitte, EY, KPMG y PwC, que auditan al 100 % del índice. ¿Honorarios? Estables: 5,6 millones antes y 5,5 millones después. En proporción a los ingresos, sube levemente la media, pero baja la mediana. La rotación no ha encarecido el servicio. En 2022, España amplió los plazos hasta 20–24 años en ciertos casos. Solo una empresa del IBEX optó por auditoría conjunta. La rotación ha impulsado cambios, pero no ha alterado la concentración ni resuelto los retos de independencia.

Introducción

La auditoría de cuentas constituye un mecanismo esencial de control externo en los sistemas de gobernanza empresarial, al contribuir a la transparencia e integridad de la información financiera, y la rendición de cuentas tanto ante inversores como ante otros grupos de interés. Su eficacia se sustenta en la independencia y competencia profesional del auditor.

El mercado de auditoría presenta un elevado grado de concentración, dominado por las “Cuatro Grandes” (Deloitte, EY, KPMG y PwC). Esta estructura suscita preocupaciones en torno a la posible existencia de conflictos de interés y al impacto de relaciones prolongadas entre auditor y auditado sobre la calidad del trabajo realizado. Casos como el colapso de Enron (2001), la crisis financiera global (2008), o los escándalos de Wirecard (2020) y Evergrande (2022), han evidenciado fallos en la función auditora, subrayando la necesidad de reforzar su independencia, pilar fundamental de la profesión.

En este contexto, la Unión Europea (UE) impulsó una reforma normativa, mediante la Directiva 2014/56/UE y el Reglamento (UE) n.º 537/2014, orientada a reforzar la independencia del auditor y dinamizar el mercado de auditoría de entidades de interés público (EIP). Una de sus medidas clave fue la introducción de la rotación obligatoria de firma auditora (RFA), destinada a mitigar los riesgos derivados de relaciones prolongadas entre auditor y auditado (Comisión Europea, 2010; Reglamento UE, 2014).

El debate en torno a la RFA precede a su implantación en la UE y se ha mantenido vigente a lo largo del tiempo, reflejando la complejidad de sus implicaciones prácticas y teóricas (GAO, 2003; IFAC, 2020). Sus defensores consideran que refuerza la independencia del auditor y mejora

la calidad del servicio, reduciendo la amenaza de familiaridad y reforzando el escepticismo profesional. Sus detractores argumentan que el desconocimiento previo de la entidad por parte del nuevo auditor podría afectar negativamente a la calidad del trabajo y aumentar los costes asociados.

Este artículo examina los efectos de la introducción de la RFA en el segmento de auditoría de las empresas cotizadas en el IBEX 35 durante el periodo 2013-2023. A partir del análisis de los cambios de firma, la dinámica de concentración y la evolución de los honorarios en este segmento del mercado, se ofrecen evidencias sobre cómo esta medida ha alterado el comportamiento de las empresas y la estructura competitiva del sector.

Regulación de la Rotación Firma Auditora (RFA)

La regulación de la RFA en el ámbito europeo

La RFA se introdujo en la normativa UE a través del Reglamento (UE) n.º 537/2014, que establece que ni el auditor legal ni la sociedad de auditoría ni, en su caso, los miembros de las redes de estos dentro de la UE pueden auditar una EIP más de diez años y que, finalizado este periodo, deberán abstenerse de auditarla hasta que hayan transcurrido 4 años. No obstante, se establecen dos excepciones a este límite máximo de diez años. En la primera, la duración máxima del contrato puede extenderse de 10 a 20 años si se realiza una convocatoria pública de ofertas para la auditoría legal. En la segunda, la duración máxima del contrato puede extenderse de 10 a 24 años “si se ha contratado simultáneamente a más de una firma y la auditoría legal dé lugar a la presentación de un informe conjunto de auditoría” (Reglamento UE, 2014: art. 17).

A solicitud de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo (ECON), Willekens *et al.* (2019) realizaron un estudio sobre la evolución de la concentración, competición y costes en el mercado de auditoría en la UE. El análisis, que cubría los periodos pre y pos reforma, reveló una notable heterogeneidad en la aplicación de la RFA entre los Estados miembros. En los países en los que esta política se aplicó de manera más estricta, como Austria, Italia o España, se observó una reducción de la cuota de mercado de las “Cuatro Grandes”, especialmente en el sector financiero. Por el contrario, en aquellos con una implementación más flexible, como Alemania, Bélgica o Francia, no se evidenciaron cambios significativos.

La regulación de la RFA en el marco español

España cuenta con antecedentes en la legislación de la RFA. El Reglamento de la Ley 19/1988, de Auditoría de Cuentas, ya contemplaba la rotación obligatoria cada nueve años. Sin embargo, esta disposición fue suprimida en 1995 mediante la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, antes de que tuviera aplicación práctica. La RFA fue reintroducida mediante la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC), en cumplimiento del marco normativo comunitario. Esta ley estableció para las EIP un contrato inicial de mínimo tres años y vencimiento a los diez años. Transcurridos los diez años, se admitía que este se pudiera ampliar cuatro años más “siempre que se haya contratado de forma simultánea al mismo auditor o sociedad de auditoría junto a otro u otros auditores o sociedades de auditoría para actuar conjuntamente en este período adicional” (LAC, 2015: art. 40.1). Una vez finalizado el periodo máximo y las prórrogas aplicables, la firma de auditoría deberá respetar un periodo mínimo de cuatro años para poder volver a auditar la empresa o grupo (LAC, 2015: art. 40.1). La opción de ampliar

el contrato por asignación en convocatoria pública prevista en el Reglamento UE no se contempló.

Los criterios adoptados inicialmente por el regulador español reflejan una aplicación estricta de la normativa europea, en línea con las decisiones de países como Austria, Italia o Portugal. Esta postura contrasta con la de otros Estados miembros, como Bélgica, Francia o Finlandia, que optaron por una interpretación más laxa de la normativa, permitiendo plazos de contratación superiores a 20 años (Willekens *et al.*, 2019: 21 y 51).

La primera modificación de los criterios iniciales de la RFA en las EIP se produjo en 2021 con la aprobación del Reglamento que desarrolla la LAC de 2015 (Real Decreto 2, 2021). Este reglamento apuntó que, en caso de prórroga por auditoría conjunta, el nuevo auditor de cuentas, una vez terminados los cuatro años de prórroga, podrá ser contratado individualmente hasta completar el periodo máximo de diez años, pudiendo prorrogar este contrato cuatro años más si realiza la auditoría conjuntamente con otro auditor de cuentas (Real Decreto 2, 2021: art. 83).

La segunda modificación se realizó a través de la Ley 31/2022, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2023. Su disposición final vigésima segunda modificó el artículo 40 de la LAC, permitiendo ampliar la duración máxima del contrato de auditoría de diez años a otros 14 años adicionales (24 en total) si durante estos años la auditoría se realiza conjuntamente con uno o varios auditores de cuentas. Este cambio pudo deberse a la presión del sector, ya que, como señalaba la prensa, “con sólo cuatro años es muy complicado que las compañías auditadas perciban los efectos positivos” de la posibilidad de extender los contratos gracias a la auditoría conjunta (El Economista, 5/1/2017). Además, por primera vez en nuestra legislación, se admite extender la duración máxima del

contrato otros diez años si la adjudicación del contrato se realiza a través de una convocatoria pública de ofertas (ICAC, 2024).

En conclusión, actualmente existe RFA para las EIP españolas, con un contrato inicial de mínimo tres años y vencimiento a los diez, con extensiones posibles de otros 14 años en caso de coauditoría o diez años si la adjudicación del contrato se realiza a través de una convocatoria pública (LAC, 2015: art. 40). Respecto a la aplicación de estas medidas, lo establecido en el Reglamento UE y la LAC de 2015 se traduce en las fechas máximas para cambio de auditor que aparecen en el cuadro 1, asumiendo que no existen extensiones del contrato derivadas de coauditoría o convocatoria pública de ofertas.

Rotación de Firma Auditora en el IBEX 35

Esta sección analiza las auditorías de las empresas del IBEX 35 entre 2013 y 2023, con especial atención a la cuota de mercado, y la concentración sectorial de las firmas auditoras, los cambios de auditor vinculados a la RFA y su posible relación con las variaciones en los honorarios de auditoría. El estudio se basa en una muestra de 53 empresas que, en algún momento, formaron parte del IBEX 35 durante los once años analizados. En total, estas compañías emitieron 545 informes de auditoría, de los cuales 401 corresponden a ejercicios en los que integraban el índice. Los datos fueron obtenidos de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Cuadro 1

Rotación Obligatoria de Firma Auditora según Fechas de Contrato

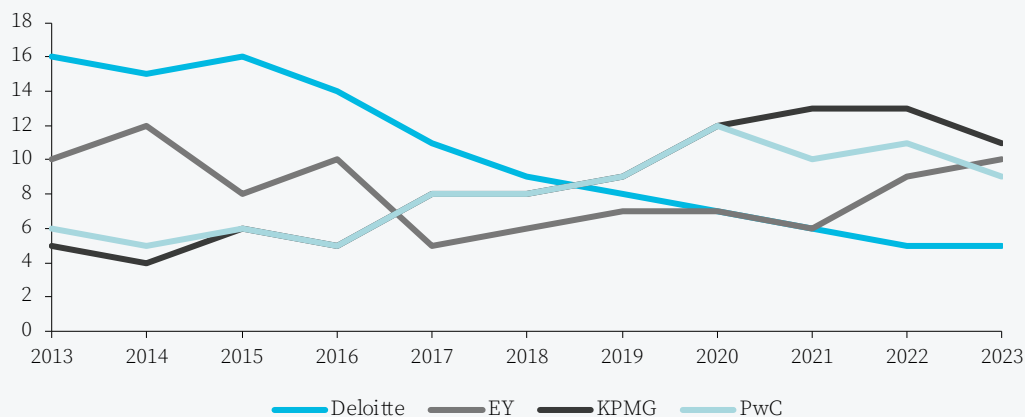
Fecha Contratos de Auditoría	Fecha Rotación Obligatoria*
Auditorías de ejercicios iniciados el 17/06/1996 o con anterioridad (20 años o más desde la entrada en vigor del Reglamento UE, 17/06/2016).	17/6/2020
Auditorías de ejercicios iniciados con posterioridad al 17/06/1996 y antes del 17/06/2005 (11 años, o más, pero menos de 20 desde la entrada en vigor del Reglamento UE, 17 de junio de 2016).	17/6/2023
Auditorías de ejercicios iniciados con posterioridad al 17/06/2005 y vigentes en la fecha de entrada en vigor del Reglamento UE, 17/06/2016.	17/6/2026
Auditorías de ejercicios posteriores a la fecha de entrada en vigor del Reglamento UE, 17/06/2016.	10 años después de la firma del contrato

* Suponiendo que no hay extensiones por coauditoría o por convocatoria pública de ofertas.

Fuentes: Reglamento UE (2014: art. 41), ICAC (2018) y elaboración propia.

Gráfico 1**Evolución de la cartera de clientes de las firmas auditoras – IBEX 35 (2013-2023)**

Número



Fuente: Elaboración propia.

¿Quién audita a las empresas del IBEX-35?

El gráfico 1 muestra la evolución de la cartera de clientes del IBEX 35 de las firmas auditoras durante el período 2013-2023. Deloitte fue la firma que más informes de auditoría de empresas del IBEX 35 firmó entre 2013-2023 (28 %), seguida de PwC (25 %), KPMG (24 %) y EY (22 %)¹. Las cuotas de mercado de cada firma sugieren que no hay una empresa “líder” en este segmento, a diferencia de lo que sucedía antes de la crisis de Arthur Andersen (AA) en el 2002².

Deloitte perdió cuota de mercado a lo largo del tiempo, reduciendo el número de auditorías del IBEX 35 de 16 (43,24 % del total) en 2013 a 5 (14,29 %) en 2023. Tanto KPMG como PwC han ganado clientes, pasando de auditar 5 (13,51 %) y 6 (16,22 %) empresas en 2013, respectivamente, a 14 (31,43 %) y 11 (25,71 %) en 2023. EY mantuvo una cuota de mercado superior al 20 % entre 2013 y 2016, con alrededor de diez auditorías anuales. Sin embargo, su número de clientes disminuyó entre 2017 y 2021, con una ligera recuperación en 2022, aunque sin alcanzar el máximo de 2014.

1 Técnicas Reunidas tuvo auditoría conjunta Deloitte/PwC durante seis años, siendo la compañía parte del IBEX 35 en tres de ellos (2017, 2018, 2019). El gráfico 1 muestra las firmas auditoras de 398 auditorías de empresas del IBEX 35, excluyendo las tres coauditorías de Técnicas Reunidas en 2017, 2018 y 2019.

2 De las 297 auditorías realizadas entre 1991 y 2001 por las 27 empresas de nuestra muestra, el 50 % (148) fue firmado por AA, seguida por PwC (28 %) y KPMG (14 %), con una presencia residual de EY y Coopers & Lybrand. Tras la crisis global de AA a raíz del escándalo de Enron en EE. UU. en 2002, el equipo de auditoría de AA España se integró en Deloitte, que absorbió a la mayoría de los socios, empleados y clientes. En nuestra muestra, de los 18 clientes de AA en 2001, 15 pasaron a Deloitte, 2 a KPMG y 1 a PwC.

El análisis sectorial por firma revela que Deloitte prestó servicios en 12 de los 18 sectores presentes en la muestra, con una mayor concentración en construcción (23,21 % de su cartera en el período 2013-2023), seguida de nuevas tecnologías (15,18 %) y banca (13,39 %). EY tuvo presencia en 13 sectores (72,22 %), destacando su participación en energía eléctrica (17,78 %), agua y gas (12,22 %), otras industrias manufactureras (11,11 %), transporte (11,11 %) y banca (10 %). KPMG operó en 11 sectores (61,11 %), concentrando su actividad en energía eléctrica (24 %), industria química (16,67 %), banca (10,42 %) y transporte (10,42 %). PwC, con presencia en 14 sectores (77,78 %), se especializó en banca (36 %) y metálicas básicas (12 %).

|
Los resultados confirman que el mercado de auditoría del IBEX 35 durante este período se ha comportado como un oligopolio estricto, lo cual es consistente con lo observado en otros mercados y estudios previos
 |

Desde una perspectiva sectorial, se observan cambios relevantes en la participación de todas las ramas de actividad, salvo en papel y artes gráficas. Estos cambios se ven influenciados, en parte, por las fluctuaciones en el número de empresas representadas en el IBEX 35 a lo largo del período (por ejemplo, en los sectores de construcción o energía eléctrica), lo que afectó a las cuotas de mercado de las firmas auditoras. Deloitte lideró inicialmente en construcción y nuevas tecnologías (2013-2016), pero perdió presencia en banca, así como en energía y agua en años posteriores. Su salida del sector de la construcción fue especialmente significativa, sin clientes entre 2020 y 2022. PwC y KPMG consolidaron su presencia en banca e industria química, mientras que KPMG y EY mostraron un

crecimiento sostenido en energía eléctrica. En sectores como seguros y papel y artes gráficas, KPMG y PwC mantuvieron exclusividad durante varios años.

En conjunto, los resultados confirman que el mercado de auditoría del IBEX 35 durante este período se ha comportado como un oligopolio estricto, lo cual es consistente con lo observado en otros mercados y estudios previos (Condor López *et al.*, 2018; Rodríguez Castro *et al.*, 2017). Aunque las “Cuatro Grandes” muestran diferencias en su alcance sectorial dentro del IBEX 35, lo que sugiere cierta especialización y una estrategia orientada hacia sectores con alto impacto económico y regulaciones específicas, los datos no permiten concluir la existencia de estrategias de concentración en sectores específicos.

¿Han rotado los auditores del IBEX 35 en el período 2013-2023?

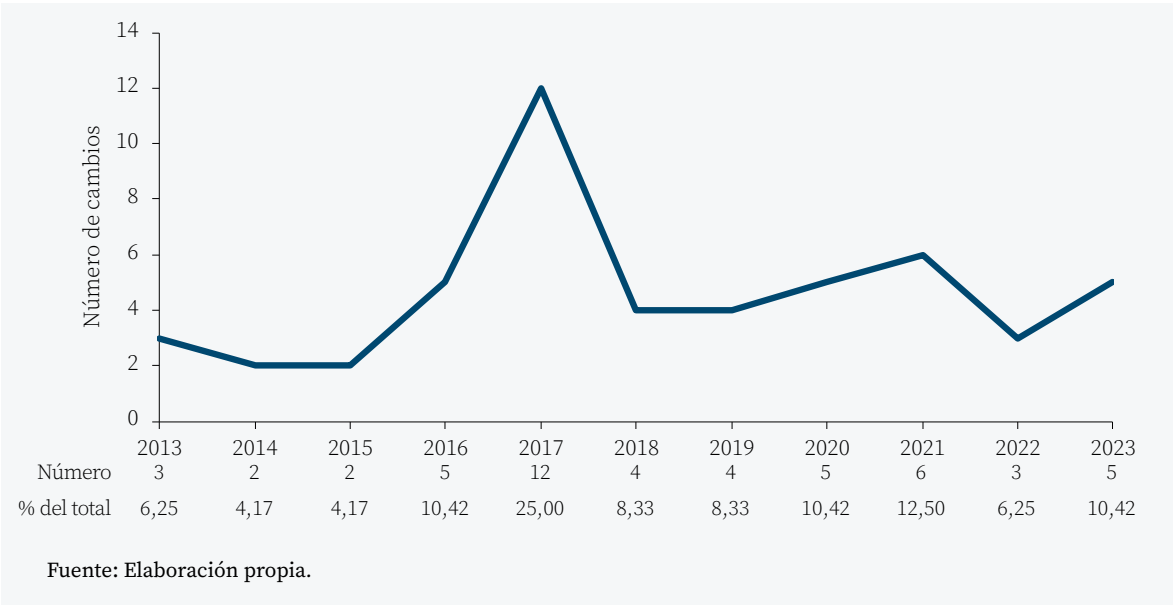
Para responder a esta pregunta analizamos el grado de cumplimiento de la política de RFA en las 545 auditorías presentadas por las 53 empresas de la muestra entre 2013 y 2023, con independencia de su inclusión en el IBEX 35. En total, se registraron 48 cambios de auditor, 34 de ellos durante años en que la empresa formaba parte del índice. El gráfico 2 muestra el número de cambios a lo largo del tiempo.

Tal y como se desprende del cuadro 1, las primeras rotaciones obligatorias debían haberse realizado en el primer ejercicio iniciado con posterioridad al 17 de junio de 2020 (ICAC, 2018). No obstante, como podemos observar en el gráfico 2, un tercio de las rotaciones se concentró en los años 2016 y 2017 (10,42 % y 25 %, respectivamente), pudiendo reflejar un deseo de anticiparse a la entrada en vigor del Reglamento UE y la LAC. De hecho, la prensa se

Gráfico 2

Cambios de firma auditora – IBEX 35 (2013-2023)

Número



refirió en su momento a “una oleada de cambios de auditor de cuentas del Ibex” (El Economista, 26/01/2017).

Tras el ejercicio 2017, las rotaciones se concentraron principalmente en 2021 (6 cambios), año que el Reglamento UE marca como ejercicio de rotación obligatoria, y en el 2023 (5 cambios). La mayoría de estos 11 cambios fueron voluntarios; solo se han identificado dos rotaciones de carácter obligatorio, correspondientes a FCC y OHL. De hecho, estas rotaciones han sido las únicas rotaciones obligatorias en el periodo 2013-2023.

En total, se produjeron cambios de auditor en 43 de las 53 empresas analizadas (81,13 %), mientras que en las 10 restantes (18,87 %) no se registraron cambios de auditor³.

|
El análisis de la duración de los contratos y la fecha de cambio de firma auditora indica que en el período 2013-2023 la mayoría de los contratos tuvieron una duración entre los 6 y 15 años, con una media de 11,79 años
|

3 El Banco Popular, Bolsas y Mercados Españoles, Jazztel y Másmovil Ibercom fueron integradas, respectivamente, en el Banco Santander (2017), SIX (2020), Orange (2016) y KKR, Cinven y Providence Equity (2020). El caso de Grifols resulta llamativo, ya que, según se menciona en el informe de auditoría de 2023 de KPMG, la firma señala que “hemos venido realizando el trabajo de auditoría de cuentas de forma ininterrumpida desde el ejercicio finalizado el 31 de julio de 1990” (Informe Auditoría Grifols, 2023: 8), inicialmente bajo la denominación de KPMG Peat Marwick, S.A. y CIA AUDITORES, SRC, y posteriormente como KPMG. Sin embargo, como se muestra en el cuadro 1, la normativa de RFA establece que, en el caso de contratos firmados antes del 17 de junio de 1996, la fecha límite para la rotación del auditor es el ejercicio que se inicie con posterioridad al 17 de junio del 2020. Los cinco casos restantes (11,63 %), corresponden a empresas que no tienen obligación de rotar el auditor antes del ejercicio 2025.

El análisis de la duración de los contratos⁴ y la fecha de cambio de firma auditora indica que en el período 2013-2023 la mayoría de los contratos tuvieron una duración entre los 6 y 15 años, con una media de 11,79 años y una mediana de 10,50 años (mínimo 3 y máximo de 29 años). Estos resultados sugieren que muchas empresas optaron por cambiar voluntariamente de auditor en un plazo ligeramente superior al límite de 10 años establecido por la RFA⁵. La diferencia entre la media y la mediana se debe a la existencia de relaciones de larga duración, como la del Banco Sabadell con PwC, que se mantuvo durante 29 años.

En cuanto a la concentración del mercado, en línea con lo señalado en el apartado anterior, la evidencia confirma la estabilidad del oligopolio, sin variaciones relevantes. Deloitte fue la firma que más clientes perdió, aunque también incorporó nuevos contratos. EY, KPMG y PwC intercambiaron clientes de forma más equilibrada. Por ejemplo, Mapfre y Endesa pasaron de EY a KPMG en 2015 y 2020, respectivamente, mientras que KPMG perdió BBVA en favor de EY en 2022. Los sectores con mayor rotación fueron banca, energía y construcción. EY se reforzó en energía y banca, KPMG ganó presencia en banca e industria química, y PwC mantuvo una posición sólida en banca e infraestructura, pese a algunas pérdidas. Solo una firma no perteneciente a las “Cuatro Grandes”, Mazars, figura en la muestra, aunque perdió a su único cliente en favor de EY en 2015⁶. Por último, cabe destacar que dos empresas, Técnicas Reunidas y Logista, recurrieron a la auditoría conjunta, aunque solo en el caso de Técnicas Reunidas, la aplicación de este modelo

coincidió con su pertenencia al IBEX 35 (tres de los seis años de auditoría conjunta).

¿Ha habido más rotaciones en el IBEX 35 desde la implementación de la RFA?

El gráfico 3 muestra la evolución anual de los cambios de auditor entre 1991 y 2023 para las 53 empresas de la muestra (1.259 informes de auditoría). Exceptuando el impacto de AA en 2002, se observa una tendencia creciente en la última década, con el pico importante en 2017, como se mencionó anteriormente.

|
La entrada en vigor de la RFA ha estado asociada a un aumento en la frecuencia de cambios de firma auditora, incluso cuando no existía una obligación formal de rotación, reflejando una posible reacción anticipada o preventiva por parte de las empresas cotizadas
|

Para evaluar el impacto de la regulación, se dividió la muestra en dos períodos: antes y después de la entrada en vigor de la política de RFA establecida por el Reglamento UE, 16 de junio de 2016. El primer grupo abarca las auditorías de 1991 a 2016 (919 observaciones), y el segundo, de 2017 a 2023 (340 observaciones). La media de cambios de auditor pasó de 6,64 % en el primer período al 11,47 % en el segundo, lo que representa un incremento de 4,83 puntos porcentuales. Esta diferencia de medias de 4,83 puntos porcentuales es estadísticamente significativa ($t = -2,8223$;

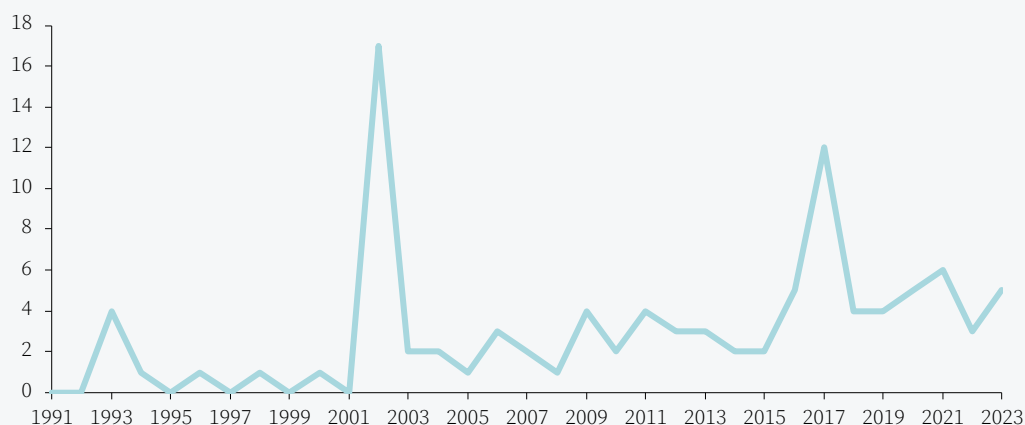
4 Los años de contrato se han calculado a partir de la información en los informes anuales presentados a la CNMV desde 1990, sin incluir periodos anteriores.

5 Los contratos iniciados antes del Reglamento UE siguen los criterios de RFA descritos en el cuadro 1.

6 Mazars figura en la muestra de 545 observaciones, pero no en la de 401 analizada anteriormente, ya que los años en que auditó a Solaria ésta no formaba parte del IBEX 35.

Gráfico 3**Cambios de firma auditora – IBEX 35 (1991-2023)**

Número



Fuente: Elaboración propia.

$p = 0,005$), lo que indica un incremento relevante en la rotación tras la aplicación de la RFA. Los resultados se confirman mediante la prueba de Mann-Whitney U ($p < 0,05$), que también permite rechazar la hipótesis de igualdad entre ambos períodos. Estos resultados sugieren que

la entrada en vigor de la RFA ha estado asociada a un aumento en la frecuencia de cambios de firma auditora, incluso cuando no existía una obligación formal de rotación, reflejando una posible reacción anticipada o preventiva por parte de las empresas cotizadas.

Conclusiones

El análisis de las auditorías de las empresas españolas cotizadas en el IBEX 35 entre 2013 y 2023 muestra que la normativa sobre rotación obligatoria de firmas de auditoría (RFA) ha impulsado un incremento significativo en los cambios de estas, aunque la mayoría fueron voluntarios. Este comportamiento sugiere que muchas empresas

optaron por anticiparse al cumplimiento formal de la normativa, posiblemente como estrategia de gestión de los riesgos asociados a una rotación obligatoria o como señal de compromiso con la transparencia y calidad de la auditoría, tomando decisiones respecto a su auditor principal antes de que la normativa exija su relevo. En promedio, los cambios voluntarios de contratos iniciados antes de la introducción de la RFA

se produjeron ligeramente por encima del límite de los diez años fijados por la RFA.

A pesar del mayor número de rotaciones, no se observa una alteración en la estructura del mercado. Las “Cuatro Grandes” mantienen su dominio, lo que confirma la existencia de un oligopolio estable en los servicios de auditoría del IBEX 35. No obstante, sí se observan ajustes en el peso relativo de cada firma auditora y de la distribución sectorial.

Los cambios de auditor no se han traducido en incrementos significativos de los honorarios de auditoría pagados al auditor principal, ni en términos absolutos ni relativos al tamaño de la empresa. Tampoco se aprecia

una adopción relevante del modelo de auditoría conjunta entre las grandes cotizadas.

En conclusión, la implementación de la RFA en el segmento del mercado de auditoría del IBEX 35 no ha modificado la concentración del mercado, pero sí ha fomentado el cambio voluntario de auditor dentro de las mismas firmas dominantes, sin afectar significativamente a los costes de auditoría. Aunque este estudio no evalúa directamente el impacto de la RFA sobre la independencia o la calidad del servicio, los resultados permiten identificar algunos efectos observables de la reforma, aportando elementos relevantes al debate sobre su efectividad y alcance real.

Referencias

- ACCOUNTANCY EUROPE. (2022). *Mandatory Rotation of Auditors. Streamlining European Countries' Audit Rules*. https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/2022/12/Audit-Rotation-2022_Accountancy_EU.pdf
- BASIOUDIS, I. G., CUELLAR FERNÁNDEZ, B., y GARCÍA LACALLE, J. (2024). Implementing mandatory audit firm rotation: Effects on audit and non-audit fees. *Spanish Accounting Review*, 27(1), 174-192. <https://doi.org/10.6018/rcsar.491481>
- CONDOR LÓPEZ, V., ANSÓN LAPEÑA, J., y COSTA TODA, A. (2018). *Los Efectos de la Rotación tras la Entrada en vigor del Reglamento Europeo y la Ley de Auditoría de Cuentas*. Informe Dictamen Técnico. ICAC.
- DIRECTIVA UE. (2014). *Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la Auditoría Legal de las Cuentas Anuales y de las Cuentas Consolidadas*.
- EL ECONOMISTA. (5 de enero de 2017). Técnicas Reunidas elige a Deloitte como auditor a partir de 2017. <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8065287/01/17/Tecnicas-Reunidas-elige-a-Deloitte-como-auditor-a-partir-de-2017.html>
- EL ECONOMISTA. (26 de enero de 2017). KPMG gana la auditoría de cuentas de Acciona para los próximos ejercicios. <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8111839/01/17/KPMG-gana-la-auditoria-de-cuentas-de-Acciona-para-los-proximos-tres-ejercicios.html>
- GENERAL ACCOUNTING OFFICE (GAO). (2003). *Required Study on the Potential Effects of Mandatory Audit Firm Rotation*. Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services. Washington, DC.
- INFORME AUDITORÍA GRIFOLS. (2023). *Informe de Auditoría de Grifols, S.A. y sociedades dependientes*. <https://www.grifols.com/documents/3625622/6152178/CCAACC-Grifols-SA-31-12-2023-WEB.pdf/4902d76a-1b61-21c9-7138-36671901b581?t=1709882067511>
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS. (2018). Consulta No. 1. BOICAC 115. <https://www.icac.gob.es/node/185>
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS. (2024). *Criterio de Interpretación sobre Determinados Aspectos de la Duración Máxima del Encargo de Auditoría en Entidades de Interés Público*.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS. (2020). *Joint Audit: The Bottom Line – The Evidence is Unclear*. <https://www.ifac.org/publications/joint-audit-bottom-line-no-clear-evidence>
- LEY DE AUDITORÍA. (2015). *Ley 22/2015, de 20 de julio de Auditoría de Cuentas*. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8147>
- REGLAMENTO UE. (2014). *Reglamento UE 537/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre los Requisitos Específicos para la Auditoría Legal de las Entidades de Interés Público*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/537/oj>
- RODRÍGUEZ CASTRO, P., RUIZ BARBADILLO, E., y BIEDMA LÓPEZ, E. (2017). Market power and audit market collusion: the Spanish case. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 30(3), 344-361, <https://doi.org/10.1108/ARLA-11-2015-0307>
- WILLEKENS, M., DEKEYSER, S., y SIMAC, I. (2019). *EU Statutory Audit Reform. Impact on Costs, Concentration and Competition*. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2019\)631057](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2019)631057)

08

Aitana Bryant, Ángel Berges y Juana María Periago
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Crédito revolving en España y Europa: inclusión financiera, riesgos, y transparencia

El crédito revolving es una modalidad de crédito al consumo con unas especiales características –el prestatario puede disponer hasta el límite del crédito concedido sin tener que abonar la totalidad de lo dispuesto a fin de mes o en un plazo determinado, y reembolsar el crédito dispuesto de forma aplazada sin una duración determinada mediante el pago de cuotas periódicas cuyo importe habitualmente puede elegir y modificar durante la vigencia del contrato– que, si bien favorecen la inclusión financiera, también incorporan el riesgo de sobreendeudamiento en caso de ser mal utilizado o sin haber recibido una información suficiente. Sobre dichas bases, el artículo pretende un triple objetivo. En primer lugar, explicar las características del producto y sus diferencias frente a otras modalidades más extendidas de crédito al consumo, y las ventajas e inconvenientes que de las mismas se derivan, en términos de inclusión financiera y riesgos. En segundo lugar, contextualizar el peso de dicho producto sobre la financiación total al consumo en España y la eurozona. Y, en tercer lugar, un análisis comparativo de la regulación en los principales países europeos.

El crédito revolving, una realidad en España y Europa

En los últimos años, el crédito revolving ha sido objeto de una cierta litigiosidad, en especial con la necesidad de asegurar la transparencia de información. Ejemplo de ello son dos recientes sentencias del Tribunal Supremo (TS)¹. En ambas resoluciones, el TS establece que la cláusula de interés remuneratorio en los contratos de tarjeta revolving no supera el control de transparencia cuando no se facilita al consumidor una información clara, comprensible y suficiente antes de la contratación, sobre el funcionamiento del crédito, sus riesgos y las consecuencias económicas del sistema de amortización.

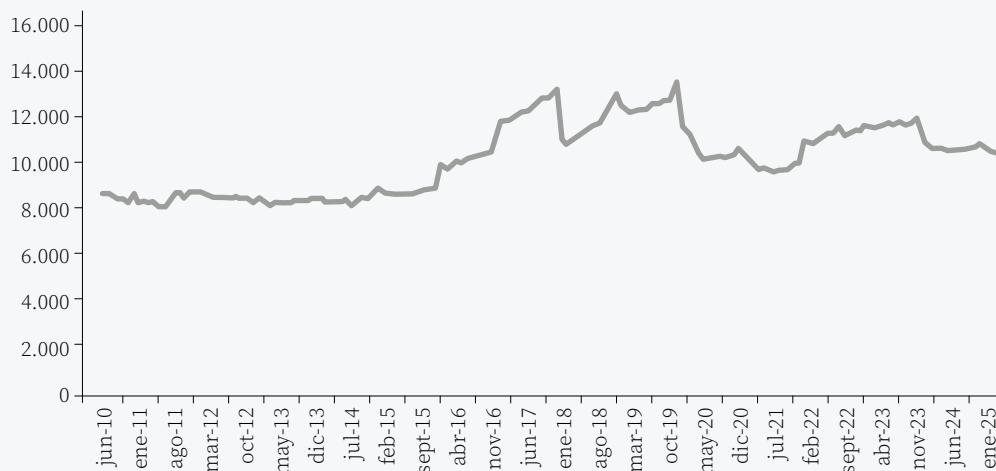
Dichas sentencias en absoluto cuestionan la validez de este producto financiero, y confirman que sus tipos de interés deben compararse con los de este tipo de productos, diferente del resto de financiación al consumo. Por otra parte, las características de este tipo de productos comercializados en España son similares a los productos de esta misma clase que se ofrecen en los países de nuestro entorno. El saldo vivo de crédito revolving en España se halla actualmente en unos 10.000 millones de euros, habiendo registrado un crecimiento muy moderado desde los 8.000 que contabilizaba en 2010, primera fecha para la que disponemos de dicha información.

En todo caso, y pese a ese escaso crecimiento en su saldo vivo, su peso sobre el crédito total

Gráfico 1

Crédito revolving en España: evolución del saldo vivo

Millones de euros



Fuente: Afi, basándose en datos del Banco de España.

¹ Sentencia del Tribunal Supremo, de 30 de enero de 2025, núm. 154/2025 (Roj: STS 242/2025–ECLI:ES:TS:2025:242) y Sentencia del Tribunal Supremo, de 30 de enero de 2025, núm. 155/2025 (Roj: STS 241/2025–ECLI:ES:TS:2025:241).

a hogares casi se ha duplicado, desde el 1 % que representaba en 2010, a cerca del 2 % en la actualidad. Ello se debe al importante descenso que, desde la crisis financiera, se ha producido en el crédito vivo a hogares, como consecuencia del desapalancamiento que la crisis financiera impulsó.

A nivel agregado europeo, el saldo vivo del crédito revolving se halla en torno a 180.000 millones de euros, lo que representa un 3 % del crédito total a hogares, desde algo más del 4 % que representaba en 2010.

Podemos concluir, por tanto, que, desde tendencias divergentes (descendente en la Unión Europea, ascendente en España), el peso del crédito revolving en España está convergiendo hacia niveles similares a los europeos, en torno al 2 % del total de crédito a hogares. Se trata de un peso reducido, lo que sin duda aleja riesgos de inestabilidad financiera, pero de gran importancia

para ciertos segmentos de hogares para quienes puede resultar en la única alternativa disponible, facilitando su inclusión financiera.

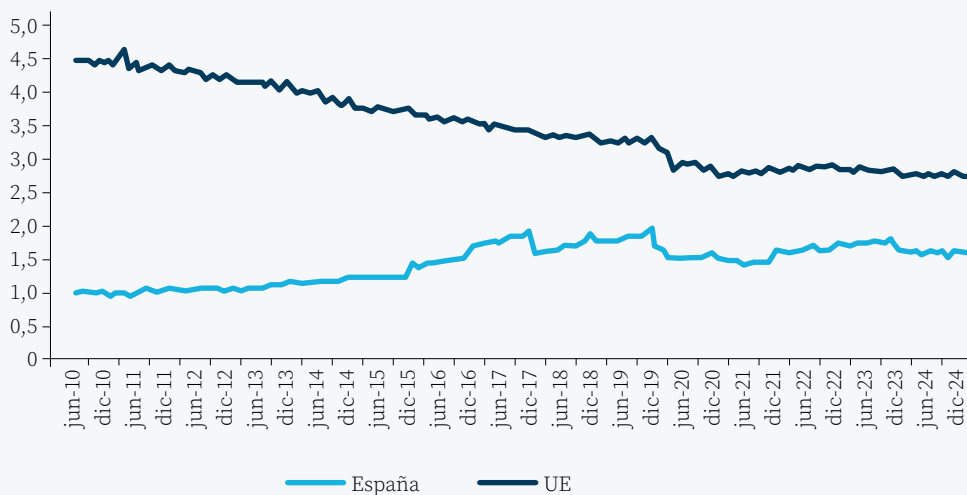
Su peso sobre el crédito total a hogares casi se ha duplicado, desde el 1 % que representaba en 2010, a cerca del 2 % en la actualidad. Ello se debe al importante descenso que, desde la crisis financiera, se ha producido en el crédito vivo a hogares, como consecuencia del desapalancamiento que la crisis financiera impulsó

Es por ello por lo que no se trata de extraer lecturas adversas para el producto de forma generalizada, sino de incorporar la máxima transparencia y rigor en el análisis del mismo, y si es posible importar buenas prácticas de la comparativa regulatoria en otros países

Gráfico 2

Crédito revolving en España y Europa: peso sobre el crédito a hogares

En porcentaje



Fuentes: Afi, basándose en datos del Banco Central Europeo y Banco de España.

Europeos. Ese es el objeto de las dos secciones siguientes del artículo.

Crédito revolving frente al crédito convencional: inclusión financiera y riesgos

El crédito revolving es aquel “crédito al consumo con interés de duración indefinida, o de duración definida prorrogable de forma automática, concedido a personas físicas en el que el crédito dispuesto no se satisface en su totalidad al final del período de liquidación pactado”, atendiendo a la definición que ofrece el artículo 33 bis de la Orden EHA/2899/2011 de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

El cuadro 1 muestra las principales diferencias entre los créditos al consumo convencionales y los créditos revolving:

De dicho cuadro cabe destacar que: i) son productos flexibles, pues permiten disponer de la financiación hasta un límite y devolverla en cuotas periódicas, que pueden ajustarse dentro de ciertos márgenes; ii) son renovables automáticamente, ya que, a medida que se amortiza capital, ese importe vuelve a estar disponible, funcionando como una línea de crédito permanente, iii) los intereses se aplican únicamente sobre el saldo efectivamente dispuesto.

Con dichas características, el revolving puede ofrecer una solución de financiación para personas con ingresos irregulares, trabajos temporales o sin acceso a productos tradicionales debido a su perfil de riesgo o a la falta de garantías. Para estos consumidores, contar con una línea de crédito flexible puede ser preferible a quedar completamente excluidos del sistema financiero formal, o verse obligados a recurrir a otras fuentes de financiación opacas o desreguladas.

Cuadro 1

Crédito convencional frente a crédito revolving

Características	Crédito al consumo convencional	Crédito revolving
Cuota mensual	Fija (normalmente)	Variable (según importe elegido o disposición)
Plazo de amortización	Determinado desde el inicio	Indefinido o variable
Forma de disposición	Única (al inicio del contrato)	Múltiple y continua
Cuadro de amortización predefinido	Sí	No ¹
Reutilización de las cantidades amortizadas	No	Sí (crédito se renueva automáticamente)
Importe total del crédito	Cerrado (no varía)	Puede cambiar (según uso y amortización)

¹ Sin embargo, es importante mencionar que se remite al cliente de manera mensual información sobre el capital dispuesto, disponible, el principal amortizado y el pendiente de amortizar.

La eliminación o restricción excesiva de estos productos podría generar efectos no deseados, como la exclusión de determinados segmentos de la población o la canalización de la demanda hacia circuitos informales. Por ello, el reto que afrontan estos instrumentos es garantizar que se utilicen de forma adecuada, con información accesible, condiciones proporcionales y un uso responsable de todas las partes implicadas.

|
*El revolving puede ofrecer una solución
 de financiación para personas con ingresos
 irregulares, trabajos temporales o sin acceso
 a productos tradicionales debido
 a su perfil de riesgo o a la falta de garantías*
 |

Y eso es necesario porque este producto no está exento de riesgos. En caso de que el cliente decida que las cuotas a pagar sean bajas o se produzcan impagos, los intereses se acumulan al capital pendiente. Por lo tanto, el cliente estaría optando por cuotas mínimas donde gran parte del pago se destina a intereses, lo que puede extender la deuda durante años y generar un elevado coste total. En consecuencia, es imprescindible realizar un uso responsable de esta tipología de productos haciendo uso de la información periódica que la entidad proporciona en virtud de la normativa de transparencia vigente.

En cuanto al perfil habitual de cliente de crédito revolving, es importante señalar que suele estar compuesto por personas que recurren a este producto como una solución rápida y flexible para afrontar tensiones de liquidez, generalmente con un acceso limitado a otras vías de financiación.

En este sentido, la educación financiera es clave, pues el consumidor debe entender las implicaciones de aplazar pagos o abonar solo cuotas

mínimas, aplicando la información que, con diligencia y proactividad, ofrecen las entidades.

Protección al consumidor: situación en España y Europa

A fin de proteger al consumidor en este ámbito, la normativa nacional principal es la Ley 16/2011 de contratos de crédito al consumo. Por su parte, se distinguen la Orden EHA/2899/2011 de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios y la Orden ETD/699/2020 de regulación del crédito revolving. Estas se orientan a ofrecer pautas sobre qué información tiene que transmitirse a los consumidores, así como proporcionan fichas estandarizadas que sirven como modelo a los prestamistas, en las que se muestran de forma sencilla los principales elementos del préstamo contratado en cada caso.

Además, el Banco de España, en su facultad de dictar normas de conducta y medidas de transparencia en la prestación de servicios financieros bancarios, ha desarrollado la Guía de gobernanza y transparencia del crédito revolving, en aplicación desde el 31 de diciembre de 2024. La Guía establece directrices supervisoras que facilitan a las entidades el cumplimiento e implementación de las normas aplicables a la gobernanza y transparencia del crédito revolving, al tiempo que contribuye a las mejores prácticas y procedimientos en este tipo de créditos.

En lo relativo a la tipología de deudores vinculada a los créditos revolving es necesario tener en cuenta el perfil de riesgo que los identifica. El cliente tipo de esta financiación suele ser población con tensiones de liquidez, historial crediticio limitado o previamente deteriorado, o con un mayor nivel de endeudamiento previo. En muchos casos, se trata de clientes que no pueden acceder con facilidad a otras formas de

financiación tradicionales, como los préstamos personales convencionales. Como consecuencia, el coste del riesgo asociado a estos clientes es, en general, más elevado. Para evaluarlo, las entidades realizan, tal y como se establece en la normativa, los estudios correspondientes de capacidad de pago del deudor, con el fin de asegurar que el cliente es capaz de repagar la deuda contraída. Por tanto, la mayor exposición al riesgo de impago justifica, desde la perspectiva de las entidades financieras, la aplicación de tipos de interés más altos que los que se ofrecen en productos de crédito al consumo convencionales.

A finales de 2023 se publicó la Directiva (UE) 2023/2225, en actual período de transposición, que reabre el debate sobre la posibilidad² de los Estados miembros de introducir medidas para limitar los tipos deudores, las tasas anuales equivalentes o los costes totales del crédito para el consumidor.

Francia, Italia, Portugal o Bélgica son Estados que ya optaron por límites definidos, que ofrecen mayor seguridad jurídica y previsibilidad, aunque su regulación varía significativamente de un país a otro, especialmente en lo que respecta a los límites máximos permitidos para los tipos de interés y a los mecanismos de protección del consumidor.

En Francia se establece que un préstamo es usurario si la TAE supera en más de un tercio a la TAE media de productos comparables durante el trimestre anterior. Esta media, así como el porcentaje a partir del cual se considera un tipo de interés abusivo, es calculada y publicada trimestralmente por el Banco de Francia.

Italia fija el límite de usura (*tassi soglia*) como el tipo efectivo global medio (TEGM) publicado

trimestralmente por el Banco de Italia, multiplicado por 1,25, más un margen adicional de 4 puntos porcentuales, con un tope máximo de 8 puntos porcentuales por encima del tipo medio.

En Portugal, el sistema establece un doble umbral, pues se considera usurario cualquier contrato cuya TAE supere en 1,25 veces a la media del trimestre anterior para su misma categoría, o que exceda en 1,5 veces a la TAE media global de todos los contratos de crédito al consumo. El Banco de Portugal es el encargado de publicar las TAE máximas cada trimestre.

Finalmente, Bélgica adopta un enfoque diferente, vinculado a índices de referencia del mercado monetario, como el euríbor a tres meses o los bonos a dos y tres años, según la categoría e importe del crédito. A cada índice se le suma un margen fijo, y los límites se ajustan automáticamente cuando el índice varía al menos 75 puntos básicos. En este caso, es el Servicio Público Federal de Economía belga el que se encarga de publicar los datos.

|
*Como herramienta
 adicional de transparencia
 y protección al consumidor,
 algunas jurisdicciones europeas
 han establecido límites normativos
 a los tipos de interés*
 |

En estos cuatro países el sistema se basa en la clasificación de los créditos en categorías homogéneas según su importe y/o naturaleza, en unos casos con mayor y en otros con menor granularidad, lo que permite una comparación precisa y evita distorsiones.

² La Directiva 2008/48/CE ya establecía esta posibilidad, aunque en varios Estados miembros la normativa de limitación de tipos de interés es anterior.

Sin embargo, en España no existe ninguna normativa que incluya estos elementos.

Del análisis comparativo en los países analizados, parecen desprenderse algunos elementos comunes que podrían servir de referencia para potenciales futuras reformas en España:

- La existencia de categorías normativas actualizadas que permiten comparar productos similares;
- El uso de una tasa de referencia objetiva y pública;
- La fijación de umbrales máximos predecibles y revisados periódicamente;

- La publicación oficial de estos límites para facilitar su conocimiento y cumplimiento.

Ante la falta de regulación española actualizada en este aspecto, han sido los tribunales los que se han pronunciado sobre distintas cuestiones, entre las que se destaca la ratificación³ del umbral de los 6 puntos porcentuales sobre la TAE media de la categoría concreta para valorar el carácter usurario del crédito revolving.

Con todo, el análisis realizado en estos países europeos relevantes permite concluir que es posible equilibrar la protección al consumidor, el acceso al crédito y la seguridad jurídica mediante una regulación comprensible y estructurada.

Conclusiones

El crédito revolving es un instrumento financiero que, con información suficiente y bien utilizado, puede facilitar el acceso al crédito a personas con ingresos irregulares o sin garantías suficientes, actuando, así como un mecanismo de inclusión financiera y de esta forma no solicitar el crédito al sector no regulado. Su flexibilidad, al permitir disponer de fondos de forma continua y devolverlos mediante cuotas ajustables, lo convierte en una opción atractiva frente a los créditos al consumo convencionales para estos segmentos de la población. Sin embargo, esta misma estructura puede implicar el riesgo de mantener una deuda a largo plazo en caso de que el cliente no

haga un uso responsable del producto y de la información que se le facilita conforme a la normativa vigente.

Por ello, el principal desafío como sociedad es garantizar que el consumidor reciba educación financiera para comprender las condiciones de contratación, el funcionamiento de los créditos y sus implicaciones económicas, permitiéndole de esta forma tomar decisiones informadas y responsables.

La transposición de la Directiva (UE) 2023/2225 presenta una oportunidad para modernizar la regulación nacional e incorporar buenas prácticas ya consolidadas en otras jurisdicciones, como la clasificación

3 Sentencia del Tribunal Supremo, de 15 de febrero de 2023, núm. 258/2023 (Roj: STS 442/2023–ECLI:ES:TS:2023:442).

de productos en categorías homogéneas, el uso de tasas de referencia públicas y la divulgación periódica de límites legales. Asimismo, esta reforma podría ir acompañada de un refuerzo en la educación financiera de los consumidores y mantener los elevados estándares de información por parte de las entidades.

En definitiva, el crédito revolving bien regulado tiene un lugar legítimo en un sistema financiero equilibrado, y el objetivo debe ser lograr un marco normativo que combine acceso al crédito, protección efectiva del consumidor y seguridad jurídica para todas las partes.

Referencias

BANCO DE ESPAÑA. (2024) . Guía de gobernanza y transparencia del crédito revolving para entidades sujetas a la supervisión del Banco de España.

Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo, y su trasposición en la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo.

Directiva (UE) 2023/2225 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de octubre de 2023, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 2008/48/CE.

Ley de 23 de julio de 1908 sobre Nulidad de los Contratos de Préstamos Usurarios.

Normativa europea: Code de la consommation (2016) (FR), Code monétaire et financier (2016) (FR), Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de junho (PT), Legge 7 marzo 1996, n.º. 108 (IT), Legge 12 luglio 2011, n.º. 106 (IT), Arrêté royal relatif aux coûts, aux taux, à la durée et aux modalités de remboursement des contrats de crédit soumis à l'application du livre VII du Code de droit économique et à la fixation des indices de référence pour les taux d'intérêt variables en matière de crédits hypothécaires et de crédits à la consommation y assimilés (2016) (BE) y Code de droit économique (BE) Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolvente y por la que se modifica la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, sobre la Central de Información de Riesgos, la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

09

Área Financiera y Digitalización de Funcas



Mejorando la educación financiera de los adolescentes: vías cognitivas, estructurales y situacionales

La educación financiera –entendida como el conjunto de conocimientos y habilidades para entender y gestionar las finanzas personales– se ha vuelto imprescindible en las sociedades modernas. Sin embargo, una proporción significativa de jóvenes carece de nociones financieras básicas, lo que se ha vinculado con errores en la toma de decisiones económicas y menor acumulación de riqueza en la vida adulta. En respuesta a este desafío, muchos países han incorporado la educación financiera en los planes de estudio escolares. El programa internacional PISA de la OCDE, que evalúa a estudiantes de 15 años, incluye un módulo de cultura financiera para medir estos conocimientos a nivel global. Los resultados de PISA revelan grandes brechas entre estudiantes, asociadas a factores socioeconómicos y académicos previamente identificados (nivel socioeconómico familiar, educación de los padres, género, estatus migratorio, calidad de la escuela y exposición a instrucción financiera). No obstante, hasta ahora estos factores se han analizado de forma aislada. Este artículo propone un marco integrado para mapear la “desventaja” en educación financiera adolescente, distinguiendo tres vías complementarias: la desventaja cognitiva, la estructural y la situacional.

Educación financiera adolescente: importancia y brechas existentes

La transición a la vida adulta expone a los jóvenes a decisiones financieras complejas –desde gestionar ahorros y deudas estudiantiles hasta elegir productos bancarios–, por lo que la falta de conocimientos financieros puede tener consecuencias adversas. Investigaciones previas han comprobado que los adultos con baja educación financiera tienden más a incurrir en errores costosos (por ejemplo, endeudarse en exceso o no planificar su jubilación) y acumulan menos riqueza a lo largo de su vida. Reconociendo esta problemática, numerosos países han implementado cursos de educación financiera en la enseñanza secundaria, con el objetivo de preparar mejor a los adolescentes para el mundo económico real.

A pesar de estos esfuerzos, persisten brechas significativas en el nivel de educación financiera de los jóvenes. Las evaluaciones de PISA muestran que, mientras algunos estudiantes demuestran solidez en conceptos como presupuesto, interés o inflación, una proporción considerable no alcanza siquiera el nivel básico de competencia financiera. Estas diferencias en el desempeño suelen estar estrechamente ligadas a las circunstancias del alumno: su rendimiento académico general, su contexto familiar y socioeconómico, y las experiencias educativas específicas a las que ha estado expuesto. Históricamente, cada uno de estos factores se ha estudiado por separado. Por ejemplo, la OCDE ha destacado consistentemente la influencia del estatus socioeconómico y la educación de los padres en las competencias financieras de los estudiantes, al igual que la importancia de las habilidades matemáticas como correlato directo de la

educación financiera. No obstante, entender el problema de forma integral requiere considerar cómo estos distintos ejes de desventaja se entrelazan y refuerzan entre sí.

El estudio *Mapping Disadvantage in Adolescent Financial Literacy* (versión extendida de este resumen publicado por Funcas¹) aborda esta necesidad mediante un mapeo tipológico de los factores de desventaja. En lugar de limitarse a incluir variables de control de manera aislada, construye un marco conceptual unificado que agrupa las fuentes de desigualdad en tres categorías principales. A continuación, describimos cada tipo de desventaja y cómo contribuye a las brechas observadas en educación financiera entre adolescentes.

Tipología de las desventajas que afectan la educación financiera

- *Desventaja cognitiva.* Se refiere a déficits en las habilidades académicas fundamentales, particularmente en matemáticas y comprensión lectora. En la práctica, esto abarca a los estudiantes con bajo rendimiento general en asignaturas básicas, lo que suele traducirse en dificultades para realizar cálculos aritméticos, entender porcentajes o interpretar textos, habilidades todas esenciales para comprender conceptos financieros. La lógica es directa: si un adolescente tiene problemas con las fracciones o con la lectura comprensiva, es probable que también batalle para entender el interés compuesto de un préstamo, leer un extracto bancario o comparar opciones de inversión. La desventaja cognitiva encapsula así la falta de las herramientas

1 https://www.funcas.es/documentos_trabajo/mapping-disadvantage-in-adolescent-financial-literacy-cognitive-structural-and-situational-pathways/

intelectuales básicas necesarias para procesar información financiera.

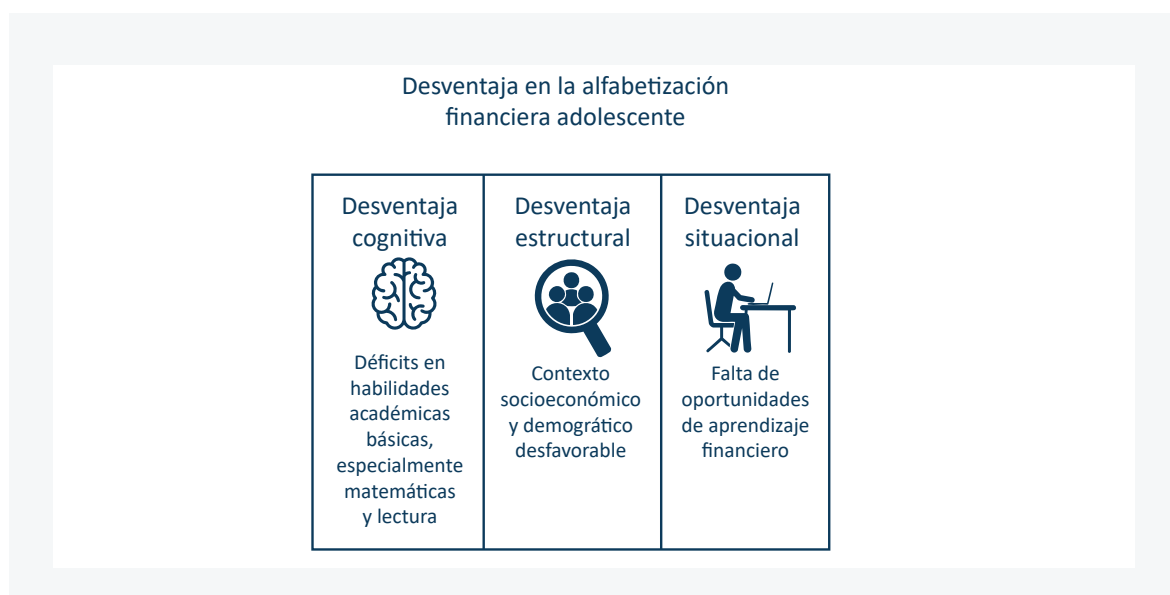
- **Desventaja estructural.** En esta categoría se engloban las condiciones socioeconómicas y demográficas adversas que pueden limitar el aprendizaje financiero. Típicamente, abarca a estudiantes provenientes de hogares de bajos ingresos, con nivel educativo parental limitado o de contexto migrante/minoritario. Estos factores estructurales suelen implicar menos recursos materiales (por ejemplo, no tener acceso a una computadora o a Internet en casa), menor apoyo o estímulo educativo por parte del entorno (padres con largas jornadas de trabajo o menor familiaridad con el sistema financiero), e incluso expectativas académicas más bajas en la comunidad. Todo ello crea un terreno menos fértil para el desarrollo de la educación financiera. En otras palabras, la desventaja estructural refleja disparidades

de origen: son obstáculos ligados al entorno sociofamiliar del alumno, más allá de sus aptitudes personales.

- **Desventaja situacional:** Hace referencia a la falta de oportunidades o experiencias formativas en temas financieros en el entorno cotidiano del joven. No se trata aquí ni de capacidad cognitiva ni de contexto socioeconómico, sino de exposición (o su ausencia) a la educación financiera en la vida diaria. Por ejemplo, entran en esta categoría aquellos estudiantes cuyos padres no suelen hablar de dinero o finanzas en casa, que no manejan un presupuesto personal (aunque sea administrar una mesada semanal) o que asisten a escuelas donde no se imparte ninguna asignatura o taller sobre finanzas. Un adolescente con desventaja situacional puede tener habilidades académicas sólidas y provenir de una familia acomodada, pero si nunca ha tenido

Gráfico 1

Dimensiones de las desventajas en educación financiera de los adolescentes



la oportunidad de familiarizarse con conceptos como el ahorro, el crédito o el valor del dinero, enfrentará un vacío importante en su formación financiera. La clave de esta desventaja es que implica una falta de aprendizaje práctico o contextual: el estudiante no ha “vivido” situaciones que le enseñen, aunque sea de manera básica, a manejar el dinero. La buena noticia es que, a diferencia de las otras categorías, esta carencia es más fácilmente subsanable mediante intervenciones educativas específicas (como cursos, juegos financieros, programas de educación en el hogar, etc.), dado que no proviene de limitaciones intrínsecas del alumno ni de desventajas socioeconómicas de largo plazo. En términos sencillos, es una brecha de experiencia, no de capacidad, y por tanto, se puede cerrar proporcionando esa experiencia que falta.

Estas tres dimensiones –cognitiva, estructural y situacional–, que se resumen en el gráfico 1, no son excluyentes, sino que ofrecen una manera de organizar y entender las distintas causas de la baja educación financiera. Un mismo estudiante puede enfrentar una, dos o las tres desventajas simultáneamente. Por ejemplo, imaginemos una alumna migrante de 15 años que asiste a una escuela en una zona vulnerable: si además tiene un rezago en matemáticas y nunca ha recibido educación financiera, estaría atravesando por las tres formas de desventaja a la vez. En cambio, otro estudiante podría tener un alto rendimiento académico y provenir de una familia acomodada (sin desventajas cognitiva ni estructural), pero si su colegio no ofrece contenidos de finanzas ni en su casa hablan del tema, entonces solo presentaría desventaja situacional. El valor de esta tipología es que permite diagnosticar con mayor precisión quiénes están en desventaja y de qué tipo, lo cual resulta muy útil para diseñar soluciones a la medida de cada necesidad.

¿Cuánto influyen estas desventajas en el desempeño en educación financiera?

Una pregunta clave es determinar en qué medida cada tipo de desventaja afecta los resultados de educación financiera. El estudio cuantifica estos impactos utilizando datos de PISA: al aislar cada factor, se puede estimar cuántos puntos del puntaje de educación financiera se “pierden” en promedio cuando un estudiante está en desventaja, comparado con sus pares sin esa desventaja. Los hallazgos indican que todas las vías de desventaja conllevan penalizaciones significativas en el rendimiento financiero, aunque con magnitudes distintas.

|
En promedio, la penalización asociada a la desventaja cognitiva ronda los –58 puntos PISA en la escala de educación financiera, en comparación con un estudiante de nivel académico medio
|

- Impacto de la desventaja cognitiva. Es el factor individual más influyente. Un alumno con habilidades matemáticas y de lectura muy por debajo del promedio tiende a obtener resultados marcadamente inferiores en la prueba financiera. En promedio, la penalización asociada a la desventaja cognitiva ronda los –58 puntos PISA en la escala de educación financiera, en comparación con un estudiante de nivel académico medio. Esta caída equivale a más de medio nivel de competencia PISA, lo que refleja cuánto pesa el no contar con las destrezas básicas para procesar información numérica y textual en contextos financieros.
- Impacto de la desventaja estructural. También es considerable, aunque algo menor que el cognitivo. Pertenecer a un entorno socio-

económico desfavorecido se asocia, en promedio, con unos 41 puntos menos en el puntaje de educación financiera, frente a estudiantes de posición más ventajosa. Este efecto sugiere que las carencias acumuladas (menos recursos educativos en el hogar, menor apoyo parental, posibles entornos escolares de menor calidad, etc.) pasan factura en el conocimiento financiero que los jóvenes logran adquirir. Cabe destacar que gran parte de la desventaja estructural puede manifestarse indirectamente a través de la desventaja cognitiva (por ejemplo, un estudiante de nivel socioeconómico bajo puede tener peor rendimiento en matemáticas debido a esas carencias). Aun así, incluso a igual nivel de habilidad académica, el contexto socioeconómico sigue marcando una diferencia apreciable en los resultados de educación financiera. Esto indica que existen factores de entorno (como actitudes hacia el dinero, estrés financiero en el hogar, menor acceso a servicios bancarios, etc.) que dificultan el aprendizaje financiero de los jóvenes de bajos recursos más allá de su rendimiento escolar.

|

Un adolescente que nunca ha aprendido sobre conceptos económicos básicos tiende a quedar rezagado respecto a quien sí tuvo la oportunidad de familiarizarse con ellos en clases o conversaciones cotidianas

|

- Impacto de la desventaja situacional: Aunque esta forma de desventaja podría parecer menos “grave” que las anteriores, su efecto no es despreciable. La falta de exposición a la educación financiera, ya sea en la escuela o en el entorno familiar, se vincula con aproximadamente 24 puntos menos en

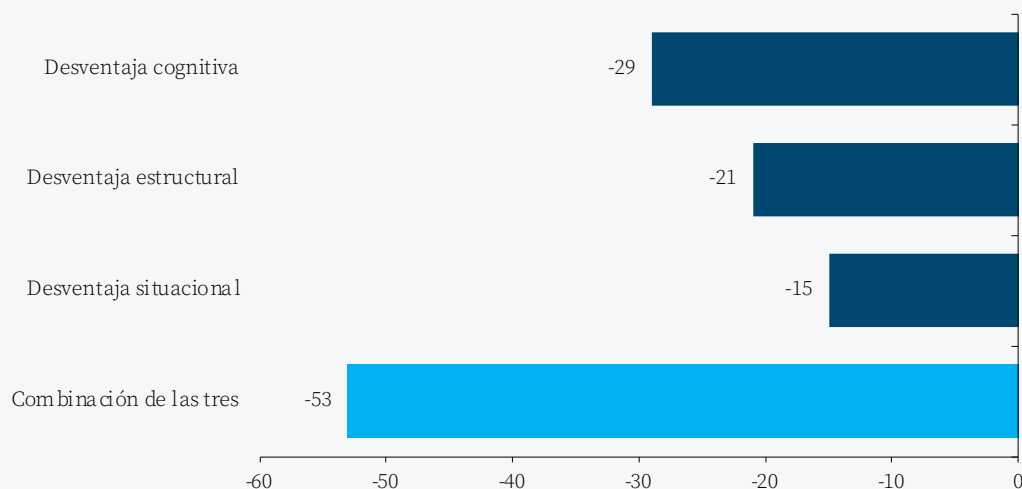
el desempeño financiero en PISA, en promedio, frente a aquellos que sí tuvieron alguna formación o experiencia práctica. Dicho de otro modo, un adolescente que nunca ha aprendido sobre conceptos económicos básicos tiende a quedar rezagado respecto a quien sí tuvo la oportunidad de familiarizarse con ellos en clases o conversaciones cotidianas. Si bien ~24 puntos parecen una brecha más reducida en comparación con las desventajas cognitiva y estructural, sigue representando una diferencia significativa equivalente a varios meses de aprendizaje. Además, es importante recordar que la desventaja situacional suele coexistir con las otras: por ejemplo, los estudiantes de familias de bajos ingresos (desventaja estructural) son a menudo quienes no reciben educación financiera en su escuela (agravando la desventaja situacional), lo que en conjunto amplifica el impacto negativo.

Como ilustra el gráfico 2, cada tipo de desventaja actúa como un lastre en el rendimiento financiero. La brecha ligada a una sola dimensión puede rondar entre 20 y 60 puntos PISA, pero cuando un alumno sufre varias desventajas a la vez, la caída acumulada en su puntaje puede acercarse a los 100 puntos. En la escala de PISA (donde la media suele ubicarse alrededor de 500 puntos), una diferencia de 100 puntos equivale aproximadamente a casi dos desviaciones estándar del desempeño, o visto de otro modo, la distancia entre un estudiante sobresaliente y otro muy rezagado. Este dato pone de manifiesto la vulnerabilidad extrema de quienes están en una situación múltiple de desventaja: son jóvenes que, sin intervención, corren serio riesgo de quedar excluidos de la cultura financiera básica necesaria para su vida adulta.

Un hallazgo especialmente alentador del estudio es la evidencia de que la educación financiera

Gráfico 2

Reducción promedio del puntaje de educación financiera asociado a cada tipo de desventaja



Nota: Los valores indican cuántos puntos menos, en promedio, obtienen los estudiantes en situación de desventaja frente a sus pares sin dicha desventaja (manteniendo los demás factores constantes). “Cognitiva”, “Estructural” y “Situacional” corresponden a desventaja única en esa dimensión, mientras que “Todas combinadas” refleja la penalización cuando confluyen las tres en un mismo estudiante.

Fuente: Elaboración propia con base en el estudio original.

escolar puede contrarrestar parte de estas brechas. Aquellos estudiantes que han cursado al menos una materia o taller de finanzas en la escuela obtienen resultados notablemente mejores que estudiantes similares que no tuvieron esa asignatura. En términos estimados, la ventaja asociada a recibir instrucción financiera formal es del orden de +30 puntos PISA en educación financiera. Este efecto positivo compensa con creces la desventaja situacional promedio de -24 puntos mencionada antes. En otras palabras, ofrecer educación financiera en el aula puede nivelar el terreno para quienes de otro modo no tendrían ningún acercamiento al mundo financiero. Vale aclarar que esta cifra proviene de comparaciones estadísticas controladas por otros factores (no es un experimento



aleatorio); aun así, sugiere fuertemente que la escuela logra marcar una diferencia real en el conocimiento financiero de los alumnos.

Cuando un alumno sufre varias desventajas a la vez, la caída acumulada en su puntaje puede acercarse a los 100 puntos. En la escala de PISA (donde la media suele ubicarse alrededor de 500 puntos), una diferencia de 100 puntos equivale aproximadamente a casi dos desviaciones estándar del desempeño

Es importante destacar que no todas las brechas son igual de fáciles de cerrar (véase gráfico 3). La

Gráfico 3

Importancia relativa de las brechas en educación financiera de los adolescentes

Modificabilidad del impacto	
Tipo de desventaja	Severidad del impacto
Desventaja cognitiva	 Moderado
Desventaja estructural	 Intenso
Desventaja situacional	 Significativo

desventaja cognitiva, por ejemplo, está ligada a carencias en competencias que se desarrollan a lo largo de muchos años (desde la educación primaria) y, por tanto, no tiene una solución inmediata más allá de continuar mejorando la calidad educativa general. De forma similar, la desventaja estructural refleja desigualdades sociales de raíz, cuya reducción requiere políticas amplias y de largo aliento. En cambio, la desventaja situacional sí puede abordarse de manera más directa y rápida mediante políticas educativas específicas –principalmente incorporando la educación financiera en las escuelas de forma equitativa. Esta diferencia en “modificabilidad” fue reconocida explícitamente en el estudio, que catalogó la desventaja cognitiva como de baja capacidad de modificación en el corto plazo, la estructural de modificabilidad moderada y la situacional de alta modificabilidad, dada la posibilidad de introducir intervenciones educativas concretas.

En síntesis, las brechas de educación financiera obedecen a múltiples causas interrelacionadas.

El enfoque tipológico nos permite comprender que no existe una única vía para reducirlas: se requiere actuar sobre el conjunto de factores que ponen a ciertos alumnos en desventaja frente a otros. A continuación, se presentan las principales recomendaciones que se derivan de estos hallazgos, orientadas a informar políticas públicas en el ámbito educativo y social.

Implicaciones para la política educativa y económica

Los resultados del estudio tienen relevancia tanto para la política educativa (qué y cómo se enseña en las escuelas) como para la política económico-social en sentido amplio (cómo reducir las brechas de origen que influyen en el aprendizaje). A partir del mapeo de desventajas, se desprenden lecciones clave:

- La educación financiera en las escuelas es fundamental y debe expandirse. Dado el

claro efecto beneficioso de la instrucción financiera formal, una recomendación central es integrar la educación financiera en el currículo obligatorio de secundaria (e incluso desde niveles básicos, adaptada a cada edad). Esto garantizaría que todos los jóvenes adquieran al menos nociones básicas, independientemente de su entorno familiar. La evidencia sugiere que cuando la escuela ofrece estos conocimientos, se logra mitigar la carencia formativa de quienes no los obtienen en casa, reduciendo significativamente la desventaja situacional. Para maximizar el impacto, estos programas educativos deben ser prácticos y atractivos, conectando la teoría financiera con situaciones de la vida real que los adolescentes puedan entender (manejo de un presupuesto mensual, uso responsable de tarjetas, evaluación de ofertas de telefonía, etc.). Asimismo, resulta valioso involucrar a la comunidad y a las familias: por ejemplo, a través de tareas o proyectos que inviten a los estudiantes a conversar sobre finanzas con sus padres, fomentando así también el aprendizaje en el hogar.

- No descuidar las habilidades básicas: invertir en lo cognitivo es invertir en educación financiera. Los responsables educativos deben reconocer que mejorar la enseñanza de matemáticas y lectura no es solo un fin académico en sí mismo, sino que tiene un efecto colateral positivo sobre la preparación financiera de los estudiantes. Una sólida base numérica y lectora empodera a los jóvenes para entender información financiera cada vez más compleja. Por ello, políticas como reforzar el nivel de enseñanza en matemáticas (por ejemplo, entrenamiento docente, actualización de métodos didácticos, clases de apoyo para alumnos con dificultades) y promover la comprensión lectora (por ejemplo, mediante lecturas

aplicadas a contextos cotidianos, incluyendo textos económicos sencillos) deben ser parte integral de la estrategia. Este punto también sugiere que la educación financiera no debería verse como un contenido aislado, sino que puede integrarse transversalmente aprovechando las clases de matemáticas (ejercicios con porcentajes de intereses, estadísticas de gastos) y de lengua (comprensión de artículos económicos básicos, vocabulario financiero) para reforzar ambos tipos de alfabetización a la vez.

- Enfoque integral y coordinación intersectorial. Las líneas de acción anteriores no deben verse en aislamiento, sino como piezas complementarias de una misma estrategia. El estudio enfatiza que enfrentar la brecha de educación financiera juvenil demanda un enfoque multisectorial. Las escuelas por sí solas pueden lograr mucho –de hecho, son actores clave para igualar experiencias–, pero también necesitan el apoyo de políticas económicas y sociales más amplias. Idealmente, ministerios de educación, bancos centrales, organismos de protección al consumidor y otras entidades deberían colaborar en programas nacionales de educación financiera que incorporen mejoras curriculares, formación docente, materiales pedagógicos de calidad, campañas de concienciación para padres y jóvenes, y evaluación continua de los resultados. Al mismo tiempo, las iniciativas de inclusión financiera (como cuentas de ahorro para niños, programas de becas condicionadas, etc.) pueden complementarse con educación para asegurarse de que los jóvenes sepan aprovecharlas. En definitiva, se trata de crear un ecosistema educativo y social en el que cada adolescente, sin importar su contexto, pueda adquirir los conocimientos y hábitos financieros necesarios para desenvolverse con éxito.

Conclusiones

La educación financiera en la adolescencia es mucho más que un puntaje en un examen: es un pilar para la autonomía económica futura y, según argumentan muchos expertos, una forma de ciudadanía en el siglo XXI. El análisis de las vías cognitiva, estructural y situacional de la desventaja nos enseña que las disparidades en esa alfabetización no tienen una sola causa y, por tanto, no existe una solución sencilla. Por el contrario, exige un compromiso sostenido desde múltiples frentes: el sistema educativo, las políticas sociales y la participación familiar.

Una lección central del estudio es que las escuelas pueden y deben ser agentes de cambio para reducir brechas. No solo impartiendo conocimientos financieros, sino supliendo las experiencias que algunos alumnos no obtienen en casa –por ejemplo, mediante proyectos prácticos o simulaciones que acerquen a los jóvenes al mundo real del dinero de forma guiada y segura. De esta manera, la escuela se convierte en una institución capaz de “puentear” las diferencias contextuales y proporcionar a todos los estudiantes un punto de partida más equitativo.

Al mismo tiempo, debemos reconocer que el desempeño financiero de los adolescentes refleja en buena medida las inequidades más amplias de nuestra sociedad. Por

ello, mejorar la educación financiera es también una cuestión de justicia educativa y de inversión social a largo plazo. Unos jóvenes financieramente competentes tomarán mejores decisiones económicas, evitarán trampas de sobreendeudamiento, aprovecharán oportunidades de inversión o emprendimiento, y contribuirán a una economía más saludable. Pero para que esos beneficios alcancen a todos, hay que empezar por cerrar la brecha de aprendizaje que separa a distintos grupos de estudiantes desde temprano.

En conclusión, el mapeo de las desventajas realizado por el estudio proporciona una valiosa hoja de ruta para la acción: nos ayuda a diagnosticar cuáles son las raíces de la desigualdad en educación financiera y orienta el diseño de intervenciones acorde a cada necesidad. Siguiendo este mapa, los formuladores de políticas y educadores pueden implementar estrategias focalizadas y efectivas –desde fortalecer las competencias básicas en la escuela primaria hasta garantizar que la educación financiera llegue a todos los rincones, pasando por apoyar más a quienes afrontan contextos difíciles–. Solo abordando conjuntamente las vías cognitiva, estructural y situacional, lograremos que la próxima generación de ciudadanos esté mejor preparada para los retos financieros del mañana, reduciendo las brechas actuales y avanzando hacia una mayor equidad económica y social.

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 306. Teoría y práctica de una guerra arancelaria

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 3 (2025). Policy risks and fiscal pressures: Economic fragilities in a year of global transition

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 28. Junio (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/Publicaciones> | publica@funcas.es

cecabank



www.cecabank.es



Funcas

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

publica@funcas.es

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

ISSN: 2254-3422



97722543427