

309

noviembre-diciembre 2025
(nueva época)

**Cuadernos
de Información
Económica**

 **funcas**

El gran reto de la sostenibilidad fiscal

Sostenibilidad fiscal

Economía española:
condicionantes
y perspectivas

Coyuntura
presupuestaria

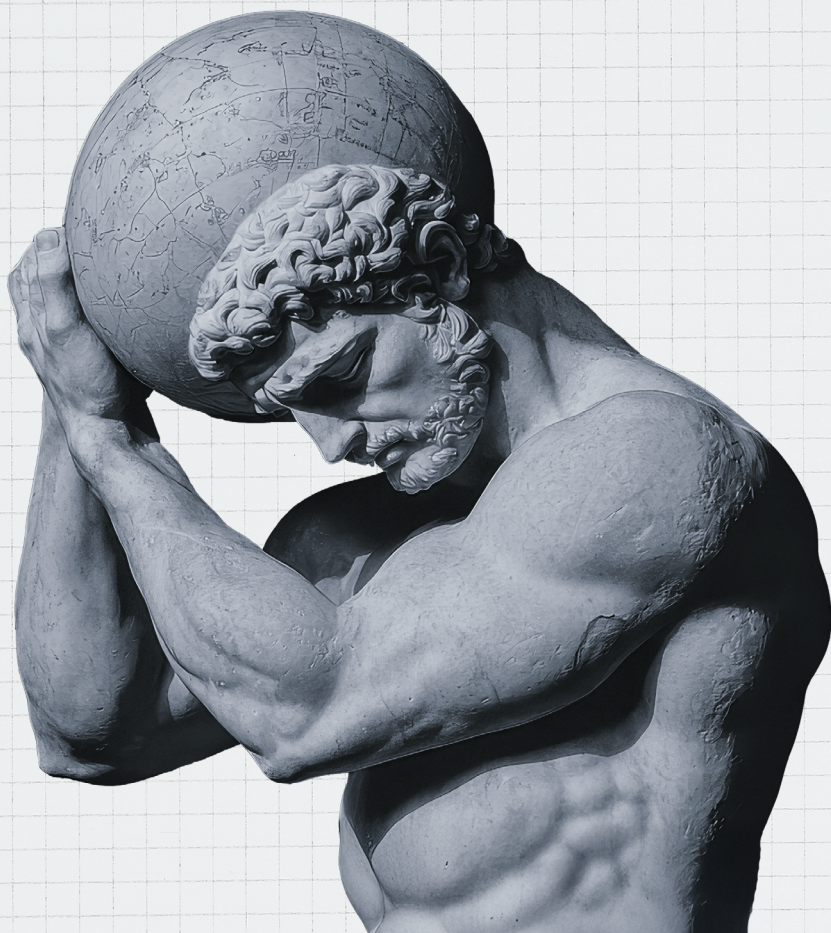
Ingresos públicos
y envejecimiento

Tipos de interés
y el BCE

Banca y mercados
de deuda

Sector seguros
en 2025

Conectividad:
adolescentes
y salud mental



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

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Edita:

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

Impresión:

Cecabank

Depósito Legal:

M-402 - 1987

ISSN edición impresa:

1132 - 9386

ISSN edición digital:

2254-3422

© Funcas

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

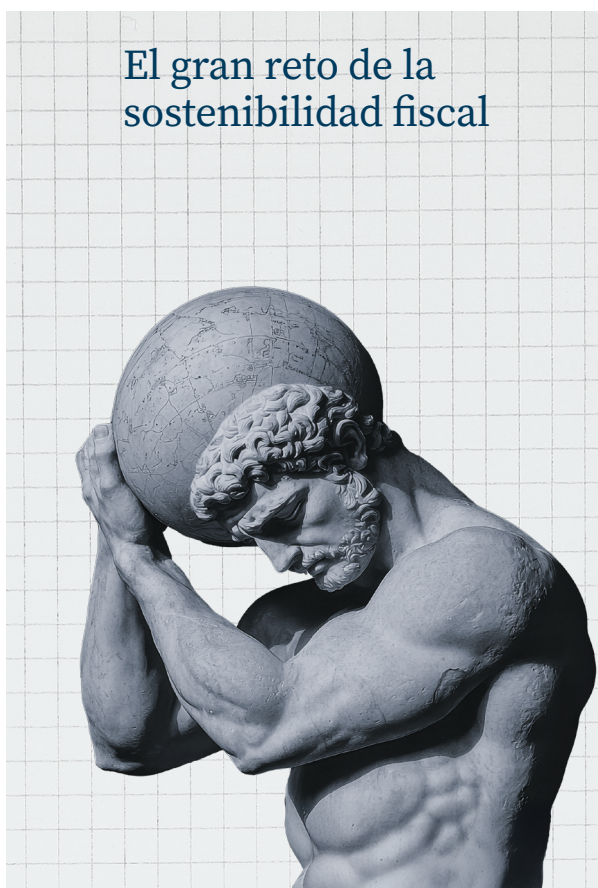
309

noviembre-diciembre 2025

(nueva época)

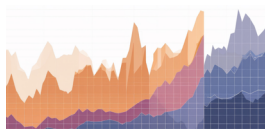
Cuadernos de Información Económica

El gran reto de la
sostenibilidad fiscal



Carta de la Redacción

ENDEUDAMIENTO Y SITUACIÓN ECONÓMICA



01

Pág. 8

Los factores macroeconómicos que impulsan la sostenibilidad fiscal

Antonio Fatás



02

Pág. 20

El ciclo expansivo de la economía española: condicionantes y perspectivas hasta 2027

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



03

Pág. 32

Coyuntura presupuestaria: una inercia favorable

Santiago Lago Peñas



04

Pág. 40

Dinámica de los ingresos públicos: viento en popa con incertidumbres por el envejecimiento

Desiderio Romero-Jordán

SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA



05

Pág. 30

Tipos de interés: perspectivas a medio plazo para la política del BCE

Área Financiera y Digitalización de Funcas



06

Pág. 60

Dinámica emisora de la banca española en los mercados de deuda

**Ángel Berges,
Lucía Ibáñez
y María Rodríguez**



07

Pág. 70

Paso firme del seguro español en 2025

Daniel Manzano

SOCIEDAD Y TECNOLOGÍA



08

Pág. 78

El acceso a la banda ancha y la creciente brecha de género en la salud mental de los adolescentes en España

Daniel Fernández Kranz

Carta de la Redacción

Hay conceptos que, como los viejos relojes, siguen marcando la hora, aunque nadie los mire. Hasta que llega el momento de la rendición de cuentas. La sostenibilidad fiscal es uno de ellos. Llevamos años escuchando que la deuda “es sostenible”, que el déficit “está bajo control”, que el gasto “se financia solo” gracias al crecimiento o a los tipos bajos. Pero el tiempo, que siempre cobra sus intereses, ha devuelto el tema al centro del debate. Europa recupera sus reglas fiscales, el envejecimiento amenaza las cuentas públicas y el ciclo expansivo que sostenía la recaudación empieza a mostrar sus límites. El espejo en el que se miran las economías avanzadas refleja un dilema común: cómo conciliar estabilidad presupuestaria, inversión productiva y cohesión social sin sacrificar la confianza de los mercados ni la de los ciudadanos.

El número 309 de *Cuadernos de Información Económica* aborda el gran reto de la sostenibilidad fiscal desde una perspectiva amplia: la del equilibrio entre crecimiento, disciplina y adaptación estructural. Los artículos reunidos en estas páginas muestran un diagnóstico preciso y complementario del estado de la economía española y europea en el umbral de un nuevo ciclo presupuestario, tras años de políticas extraordinarias y prórrogas que han permitido ganar tiempo, pero no siempre dirección.

Endeudamiento y situación económica

En el artículo que abre el número, ANTONIO FATÁS (INSEAD y CEPR) analiza *Los factores macroeconómicos que impulsan la sostenibilidad fiscal*. Su contribución sitúa el debate en su dimensión

estructural: más allá del déficit puntual, lo que importa es la capacidad de crecimiento potencial, el diferencial entre el tipo de interés y la tasa de expansión del PIB, y la credibilidad de las instituciones fiscales. Fatás recuerda que las economías que crecieron sobre bases sólidas —no sobre expansiones de crédito o estímulos transitorios— pudieron sostener deudas mayores con menor coste. Su análisis invita a repensar la sostenibilidad como un fenómeno más político que contable, donde las reglas fiscales solo funcionan si reflejan expectativas creíbles de largo plazo.

A continuación, RAYMOND TORRES, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ y FERNANDO GÓMEZ DÍAZ (Funcas) examinan *El ciclo expansivo de la economía española: condicionantes y perspectivas hasta 2027*. Los autores dibujan un panorama optimista pero prudente: la economía española continúa creciendo por encima de la media europea, sostenida por el empleo y la inversión, pero enfrenta un horizonte de desaceleración conforme se diluye el impulso de los fondos europeos y aumentan las tensiones geopolíticas. Su análisis subraya la importancia de mantener el dinamismo productivo en un contexto en el que los márgenes fiscales se estrechan y la política económica debe elegir entre sostener la demanda o reconstruir colchones presupuestarios.

SANTIAGO LAGO PEÑAS (Universidad de Santiago de Compostela y Funcas) aporta una radiografía precisa en *Coyuntura presupuestaria: una inercia favorable*. El autor constata una mejora sustancial del déficit público en 2025 gracias al vigor de la recaudación y a la contención relativa del gasto, pese a la ausencia de nuevos Presupuestos

Generales del Estado. Pero advierte del riesgo de complacencia: buena parte del ajuste es coyuntural y depende de una recaudación excepcional, no de una consolidación estructural. La prórroga presupuestaria se ha convertido, señala, en un freno menor al gasto, pero también en una renuncia a planificar el futuro fiscal del país.

Esa advertencia conecta con el análisis de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN (URJC y Funcas) en *Dinámica de los ingresos públicos: viento en popa con incertidumbres por el envejecimiento*. La recaudación encadena récords históricos —particularmente en IRPF, IVA e impuesto sobre sociedades— gracias a la expansión del empleo y de los beneficios empresariales, pero el autor subraya las sombras que proyecta el cambio demográfico. El envejecimiento reducirá las bases imponibles del trabajo y presionará el gasto en pensiones, comprometiendo la estabilidad futura si no se amplía la base fiscal. Romero-Jordán plantea un diagnóstico claro: el viento de cola de la recaudación no puede ocultar el temporal demográfico que se avecina.

Situación monetaria y financiera

El bloque siguiente examina los factores financieros que condicionan la sostenibilidad fiscal. Desde el ÁREA FINANCIERA Y DE DIGITALIZACIÓN DE FUNCAS, el artículo *Tipos de interés: perspectivas a medio plazo para la política del BCE* analiza la transición del Banco Central Europeo desde el ciclo de endurecimiento hasta la actual “pausa prudente”. Tras ocho recortes consecutivos, el BCE se enfrenta al dilema de sostener el crecimiento sin debilitar su credibilidad antiinflacionista. El texto explica cómo la normalización del balance y la retirada de liquidez obligan a los Estados a convivir con un coste de financiación más realista, donde el alivio monetario no sustituirá a la disciplina fiscal.

Ese entorno condiciona la *Dinámica emisora de la banca española en los mercados de deuda*, de ÁNGEL BERGES, LUCÍA IBÁÑEZ y MARÍA RODRÍGUEZ (AFI). Las entidades financieras han consolidado su presencia recurrente en los mercados mayoristas, adaptando sus emisiones a la retirada del BCE y a las exigencias regulatorias del MREL. Los autores muestran cómo la banca española ha gestionado con agilidad su refinanciación y diversificación de instrumentos, incluso en un contexto de menor liquidez y mayor escrutinio del mercado. Un ejercicio de madurez financiera que contribuye, indirectamente, a la estabilidad del sistema.

El cierre de este bloque lo firma DANIEL MANZANO (AFI) con *Paso firme del seguro español en 2025*. El sector asegurador, tras años condicionados por los bajos tipos y la inflación, vive una etapa de expansión sostenida. Las primas y rentabilidades alcanzan máximos históricos y el negocio de vida y no vida se consolida sobre una base de confianza y ahorro a largo plazo. El autor destaca cómo el seguro se ha convertido en un ancla de estabilidad en una economía volátil, favoreciendo el equilibrio entre consumo, ahorro y gestión prudente del riesgo.

Sociedad y tecnología

El número se cierra con un artículo de gran impacto social: *El acceso a la banda ancha y la creciente brecha de género en la salud mental de los adolescentes en España*, de DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ (IE University). A partir de un diseño cuasiexperimental, el autor demuestra que el despliegue de la fibra óptica tuvo efectos causales en el aumento de los diagnósticos de ansiedad y depresión entre los adolescentes, especialmente en las chicas. El estudio revela el reverso social del progreso tecnológico y plantea una cuestión crucial: cómo regular la conectividad para que el

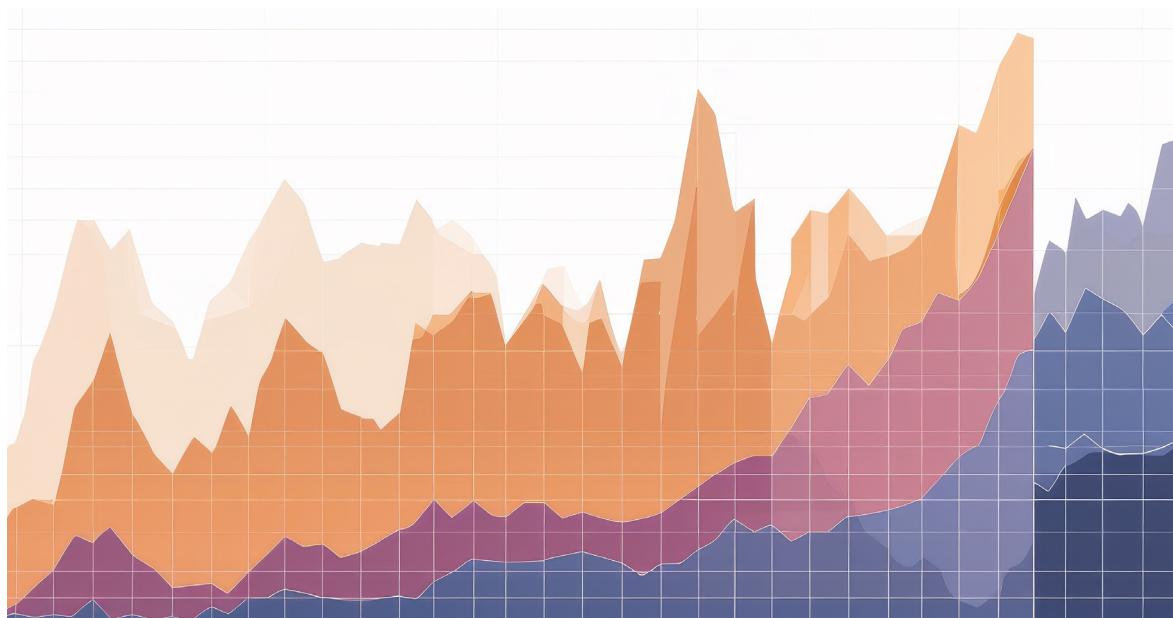
desarrollo digital no amplíe las brechas de bienestar. Una advertencia sobre los costes invisibles del crecimiento y la urgencia de políticas que integren la dimensión humana del progreso.

El hilo que une todas las contribuciones de este número es la tensión entre expansión y prudencia. La economía española llega a 2026 con una inercia favorable, pero con fundamentos que exigen disciplina fiscal antes de que cambie el

viento. La sostenibilidad fiscal no es solo una cuestión de cifras: es la base de la autonomía política, de la capacidad para proteger a los vulnerables y de la confianza que sostiene la moneda y las instituciones. En un mundo donde la velocidad tecnológica y la fragmentación política amenazan con desbordar los equilibrios tradicionales, mantener el rumbo fiscal será, más que nunca, un ejercicio de responsabilidad colectiva.

01

Antonio Fatás
INSEAD y CEPR



Los factores macroeconómicos que impulsan la sostenibilidad fiscal

Las ratios de deuda pública en las economías avanzadas siguen estando muy por encima de los niveles previos a la pandemia, pero España destaca como una excepción dentro de la zona del euro. Tras alcanzar un máximo del 120 % del PIB en 2020, la ratio de deuda de España descendió al 107,5 % en 2024, casi cinco puntos porcentuales por debajo de la media de la UE y casi diez puntos menos que en Francia o Italia. Esta mejora refleja un diferencial favorable entre los tipos de interés y el crecimiento, el buen comportamiento del mercado laboral y la sólida afluencia de inmigrantes, que ha ampliado la base impositiva. Los pagos por intereses se han reducido hasta apenas el 2 % del PIB, la mitad de su nivel de la década de 1990, lo que ha permitido reducir la deuda sin necesidad de un gran ajuste fiscal. Sin embargo, es poco probable que esta dinámica benigna persista. Las proyecciones demográficas indican que el gasto relacionado con el envejecimiento aumentará en más de cinco puntos porcentuales del PIB para 2070, mientras que el crecimiento potencial seguirá limitado por la baja productividad y el envejecimiento de la población activa. Por lo tanto, garantizar la sostenibilidad fiscal requerirá reformas estructurales para impulsar el crecimiento y preservar la credibilidad de las finanzas públicas españolas en un entorno macroeconómico menos favorable.

Introducción

En su última edición de *Perspectivas de la economía mundial*, el Fondo Monetario Internacional (FMI) advierte sobre el aumento de las presiones fiscales para las economías avanzadas. Muchos de estos gobiernos se encuentran con un espacio fiscal limitado en un entorno caracterizado por un crecimiento económico lento y unos tipos de interés elevados. Dadas las importantes necesidades de gasto futuro en cuestiones relacionadas con el envejecimiento de la población, la defensa o el cambio climático, es probable que garantizar la sostenibilidad de la deuda requiera modificaciones de los planes fiscales actuales. Este reto es pertinente para la mayoría de las economías europeas, algunas de las cuales están encontrando dificultades en sus procesos presupuestarios y experimentan cada vez más la presión del mercado sobre su deuda pública, como ilustra el ejemplo de Francia en 2025.

En este artículo examinamos la evolución reciente de la deuda pública en los principales países europeos, con especial énfasis en la economía española. Analizamos cómo la evolución macroeconómica influye en la trayectoria de las finanzas públicas y consideramos posibles escenarios para los próximos años y décadas.

Una deriva a largo plazo hacia un mayor endeudamiento

En las últimas décadas, muchas economías avanzadas, incluidas las europeas, han experimentado un aumento de la ratio deuda pública/PIB. Este fenómeno es generalizado y, aunque existen variaciones entre los distintos países,

la combinación de un crecimiento económico más lento, una presión creciente derivada de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población y dos crisis importantes es la responsable de la tendencia común que se observa en los países de renta alta.

|
Entre los cuatro países más grandes de la UE, España es el único en el que la ratio deuda pública/PIB en 2030 será inferior a la de 2019 en aproximadamente 4,6 puntos porcentuales del PIB
|

España experimentó una trayectoria similar, aunque en los últimos años la evolución de la deuda ha sido más favorable en comparación con algunos de los otros principales países de la Unión Europea (UE). Si tomamos 2019 como punto de partida para la comparación y utilizamos las proyecciones actuales del FMI para los próximos cinco años, entre los cuatro países más grandes de la UE, España es el único en el que la ratio deuda pública/PIB en 2030 será inferior a la de 2019 en aproximadamente 4,6 puntos porcentuales del PIB. Se prevé que la deuda de Italia aumente un 3,6 %, mientras que se espera que la deuda de Alemania y Francia aumente entre 15 y 30 puntos porcentuales con respecto a 2019. Si tomamos como punto de partida el final de 2020, la reducción de la deuda en España sería aún más sustancial, aproximadamente un 26 % del PIB¹.

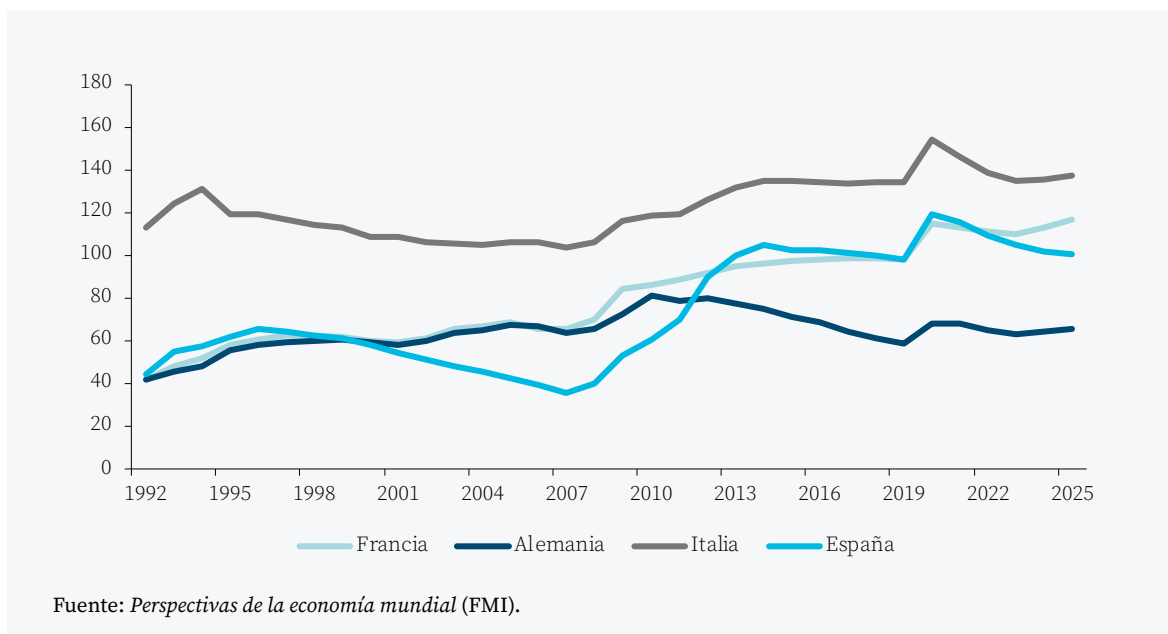
¿Cómo se explica la diferencia de comportamiento entre estas economías? ¿Podemos aprender algo sobre los años venideros o sobre las mejores prácticas?

¹ Alemania y Francia seguirán registrando aumentos del 7 % y el 13 %, mientras que Italia experimentará un descenso del 16 %.

Gráfico 1

Deuda pública

Porcentaje sobre el PIB



Un examen exhaustivo del contexto histórico ampliado revela una narrativa más matizada. El gráfico 1 ilustra la trayectoria de la deuda pública de los cuatro países más grandes de la Unión Europea entre 1992 y 2025. En todos los casos, la deuda ha experimentado una tendencia al alza, aunque con narrativas distintas para cada país. La deuda de Alemania aumentó marginalmente del 40 % al 60 % durante un período de 33 años, y una parte sustancial de este aumento se produjo durante la crisis financiera mundial o los años previos a la reunificación. Italia, afectada de manera similar por la crisis de 2008, muestra un patrón comparable, aunque con un nivel de deuda consistentemente más alto durante todo el período observado.

Por el contrario, Francia y España presentan una historia divergente, caracterizada por aumentos significativamente mayores, que alcanzan

aproximadamente el 60 % y se acercan al 100 %, respectivamente. Sin embargo, estos dos países muestran notables disparidades, especialmente en relación con la crisis financiera mundial. Mientras que la trayectoria de la deuda de Francia se mantiene relativamente estable a lo largo del período, la deuda española experimentó un descenso sustancial antes de 2007, seguido de un fuerte y rápido aumento en los años siguientes. Desde 2012, la evolución de estos dos países se ha alineado más, con la excepción del período pospandémico.

Los factores macroeconómicos que influyen en la deuda y su sostenibilidad

Los factores que impulsan la evolución de la ratio deuda/PIB (d_t) pueden expresarse mediante la ecuación estándar de la dinámica de la deuda,

que incluye como factores relevantes el tipo de interés (i_t), la tasa de crecimiento del PIB (g_t) y el saldo primario —que mide la diferencia entre los ingresos y los gastos del sector público, excluyendo el pago de intereses de la deuda— expresado como porcentaje del PIB (pb_t). Suponiendo tipos de interés y tasas de crecimiento del PIB bajos, podemos definir el aumento de la ratio deuda/PIB entre dos años cualesquiera como:

$$d_t - d_{t-1} = (i_t - g_t)d_{t-1} - pb_t \quad [1]$$

Esta expresión tiene una interpretación sencilla: el primer término representa el cambio automático de la deuda vinculado a la diferencia relativa de los dos factores macroeconómicos (tipos de interés y tasas de crecimiento). El segundo término representa la acumulación de deuda asociada al gasto corriente y los impuestos. A partir de esta expresión, podemos calcular fácilmente el saldo primario que garantiza que la deuda se mantenga estable como el producto de la diferencia entre los tipos de interés y las tasas de crecimiento del PIB y la ratio de deuda sobre el PIB.

|
Los periodos en los que los tipos de interés son bajos o las tasas de crecimiento del PIB son altas crearán una dinámica de disminución de la deuda, incluso en ausencia de cualquier esfuerzo de disciplina fiscal
 |

El patrón de aumento de la deuda que se observa en el gráfico 1 significa que la disciplina fiscal no fue suficiente para estabilizar la deuda pública como porcentaje del PIB. En algunos países, los saldos primarios se situaron en la mayoría de los casos por debajo del nivel necesario para estabilizar la deuda y muestran una deriva continua hacia un endeudamiento mayor. En otros, fueron los grandes déficits registrados durante

los periodos de crisis económica los que impulsaron el aumento de la deuda.

En este artículo queremos centrarnos en el papel que desempeñaron los factores macroeconómicos (i_t y g_t) a la hora de explicar la dinámica de la deuda, centrándonos en la economía española. Los periodos en los que los tipos de interés son bajos o las tasas de crecimiento del PIB son altas crean una dinámica de disminución de la deuda, incluso en ausencia de esfuerzos de disciplina fiscal. Estas dos variables desempeñan un papel importante a la hora de explicar la dinámica del gráfico 1. Y, lo que es más importante, son cruciales para comprender los posibles escenarios en los próximos años.

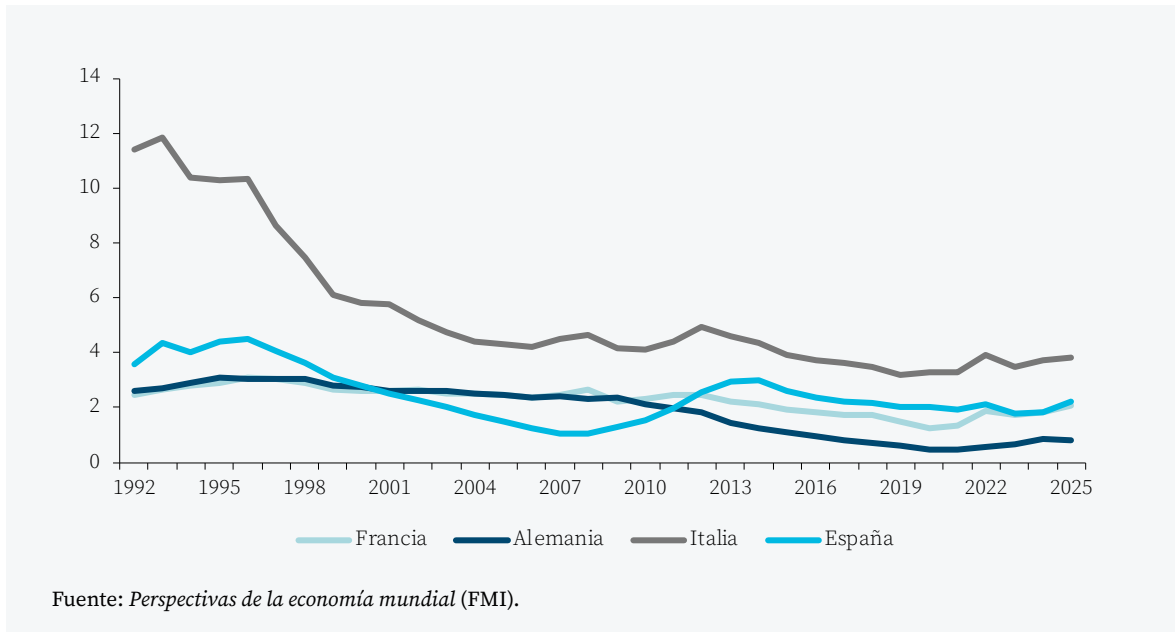
|
En el caso de España, los pagos de intereses disminuyeron de aproximadamente el 4 % a niveles cercanos o inferiores al 2 % durante una parte significativa de esos años
 |

En lo que respecta a los tipos de interés, la narrativa sigue siendo coherente en los cuatro países, aunque la crisis financiera mundial ejerció una presión adicional temporal sobre Italia y España. Se trata de décadas caracterizadas por un descenso global de los tipos de interés reales. Este fenómeno se vio agravado por la disminución de la inflación durante los años anteriores, especialmente en España e Italia, lo que provocó una reducción sustancial de los tipos de interés nominales. Una ilustración clara de la importancia de este descenso es la reducción de la carga de la deuda (medida como pagos de intereses como porcentaje del PIB, gráfico 2). Esta cifra muestra una tendencia a la baja incluso en presencia de niveles de deuda crecientes. Por ejemplo, en el caso de España, los pagos de intereses disminuyeron desde aproximadamente el 4 % a

Gráfico 2

Pagos de intereses

Porcentaje del PIB



niveles cercanos o inferiores al 2 % durante una parte significativa de estos años. Francia también ha experimentado una disminución de los pagos de intereses, a pesar del aumento de la deuda. Italia, sin embargo, destaca como una excepción, ya que su deuda se mantuvo relativamente estable y se benefició de una disminución muy importante de los tipos de interés.

Esta tendencia se ha detenido o se ha invertido en los últimos años, ya que los tipos de interés han aumentado y los niveles de deuda siguen siendo elevados. Por supuesto, los tipos de interés aún están lejos de los niveles de décadas anteriores y los pagos de intereses siguen siendo bajos en términos históricos.

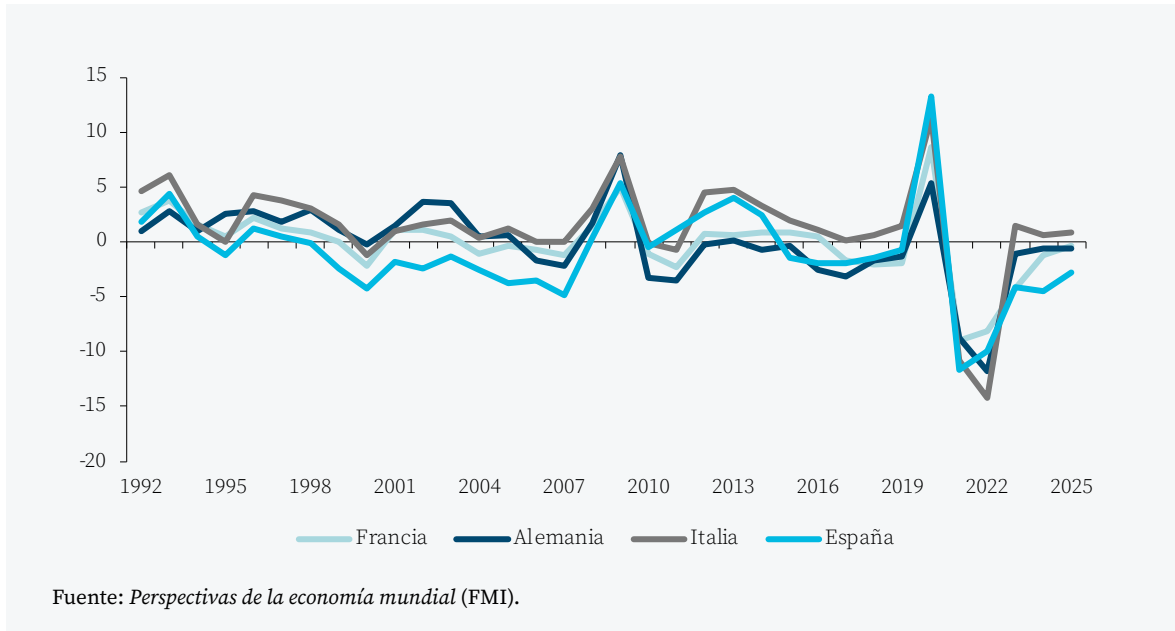
Pero lo que realmente importa para la dinámica de la deuda es la diferencia entre los tipos de interés nominales y las tasas de crecimiento del PIB. Por ejemplo, durante los primeros años de esta muestra, la disminución de la inflación contribuyó a reducir los tipos de interés nominales, pero también redujo las tasas de crecimiento del PIB nominal, lo que tuvo un efecto mínimo en los cálculos de sostenibilidad de la deuda. Para ver la interacción de estos dos factores, calculamos su diferencia en el gráfico 3².

El gráfico 3 presenta una narrativa convincente que ilustra el profundo impacto de las condiciones macroeconómicas en la evolución de la deuda. La década de 2000 se caracterizó por una

2 Los tipos de interés nominales se calculan como la relación entre los pagos de intereses de la deuda y el PIB, utilizando datos del informe *Perspectivas de la economía mundial* (FMI). Las tasas de crecimiento del PIB nominal se calculan como la suma del crecimiento del PIB real y la inflación del IPC (también del informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI).

Gráfico 3

Diferencia entre las tasas de interés y las tasas de crecimiento del PIB



diferencia relativamente baja o negativa entre estas dos variables, debido principalmente a las rápidas tasas de crecimiento y a un entorno de tipos de interés a la baja. Este fenómeno tiene especial relevancia para España. Si bien otros países también experimentaron descensos en esta diferencia, la magnitud de dichos descensos fue significativamente menor. Durante aproximadamente una década, España mantuvo un diferencial negativo sustancial entre las dos variables.

La crisis financiera mundial supuso un cambio significativo con respecto a esta tendencia. La desaceleración inicial de las tasas de crecimiento, junto con el posterior aumento de los tipos de interés derivado de la crisis de la deuda soberana, dio lugar a un episodio de notable disparidad entre los tipos de interés y las tasas de

crecimiento. En el caso de España, este cambio sustancial de negativo a positivo coincide con las correspondientes fluctuaciones de las ratios deuda/PIB, que habían estado disminuyendo hasta 2007 antes de experimentar un aumento más rápido después de 2008 en comparación con cualquier otro país³.

El ciclo de la COVID-19 presenta una narrativa sorprendentemente similar. El aumento inicial de las cifras atribuible al colapso del PIB en 2020 va seguido de un episodio de disparidad muy negativa entre los tipos de interés y las tasas de crecimiento, impulsado principalmente por una elevada inflación que no se vio compensada por los correspondientes aumentos de los tipos de interés nominales. Esta situación facilitó los esfuerzos de reducción de la deuda entre los países

³ Los efectos de una gran diferencia positiva entre los tipos de interés y las tasas de crecimiento van más allá de los efectos directos y mecánicos. Cuando el crecimiento es débil, los gobiernos registran déficits primarios que ejercen aún más presión sobre la sostenibilidad.

Europeos durante esos dos años. El período posterior, de 2023 a 2025, fue testigo de un retorno de esta diferencia hacia cero o territorio positivo para Italia, Francia y Alemania. En el caso de España, la diferencia sigue siendo negativa, reforzada por unas tasas de crecimiento real sustancialmente más altas en comparación con las otras tres economías⁴.

De la población al empleo y al PIB

Según nuestro análisis anterior, la evolución positiva del PIB durante determinados años fue fundamental para la reducción de la ratio deuda/PIB de la economía española, lo que la distingue como un caso atípico en comparación con los otros tres países de la UE. Dado que es probable que los tipos de interés se mantengan similares en todas las economías de la zona del euro en el futuro, las tasas de crecimiento del PIB serán el principal determinante de la presión sobre la deuda y los saldos primarios. Por consiguiente, estimar el crecimiento potencial del producto es fundamental para analizar la sostenibilidad de la deuda.

El crecimiento potencial del producto se ve influido por una combinación de crecimiento extensivo (empleo y capital) y aumentos de la productividad. En el caso de España, las variaciones del crecimiento del PIB real en las últimas décadas estuvieron muy correlacionadas con el crecimiento del empleo. Los años en los que el PIB español superó al de los demás países de la UE coincidieron con años de rápido crecimiento del empleo, mientras que la productividad se mantuvo más cercana a la de los demás países o por debajo de ella.

|
Los dos periodos en los que el crecimiento del PIB español superó al de otros países y, como resultado, la ratio deuda/PIB se comportó mejor, coincidieron con periodos de rápido crecimiento demográfico
|

El aumento del empleo se debió en gran medida al crecimiento de la población, impulsado por las importantes fluctuaciones de los flujos migratorios. Los dos periodos en los que el crecimiento del PIB español superó al de otros países y, como resultado, la ratio deuda/PIB se comportó mejor, coincidieron con periodos de rápido crecimiento demográfico. El período anterior a 2007 y los años más recientes son períodos en los que el crecimiento demográfico en España superó al de los demás países (gráfico 4). Por el contrario, el período durante el cual la deuda se disparó coincidió con los años de menor crecimiento demográfico.

Para ser claros, la causalidad funciona en ambos sentidos, ya que la migración configura las condiciones económicas y, a su vez, responde a ellas. Pero lo importante es reconocer la influencia del crecimiento demográfico en las tasas de crecimiento del PIB y, en consecuencia, en la dinámica de la ratio deuda/PIB en España durante las últimas décadas.

De cara al futuro

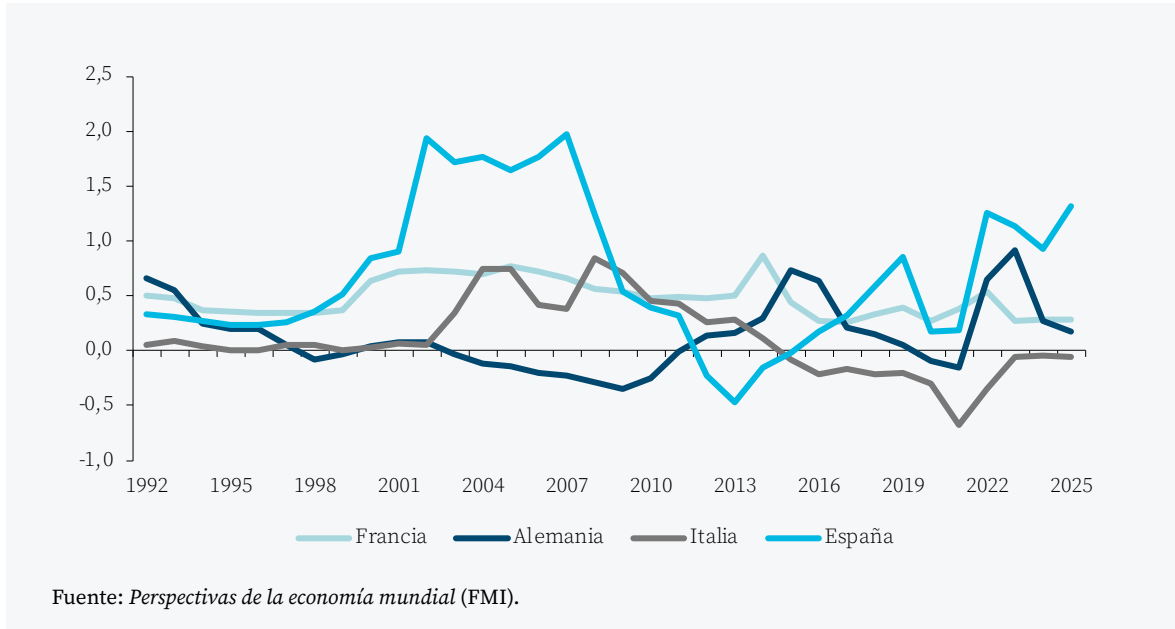
Comenzamos con un rápido ejercicio de sostenibilidad de la deuda para España durante los próximos cinco años. El Fondo Monetario Internacional prevé un tipo de interés medio de

⁴ Una vez más, es fundamental comprender que estas elevadas tasas de crecimiento no solo contribuyen a la sostenibilidad de forma mecánica a través de la ecuación de sostenibilidad de la deuda, sino también fomentando la disciplina en los saldos primarios.

Gráfico 4

Crecimiento demográfico

Porcentaje anual



la deuda española de aproximadamente el 2,5 % durante ese periodo (FMI, 2025). Actualmente, el saldo primario de España se sitúa en aproximadamente el -0,5 % del PIB, lo que se ajusta al saldo primario estructural estimado por la Comisión Europea (Comisión Europea, 2025). Para mantener la ratio deuda/PIB, y suponiendo una tasa de inflación del 2 %, el crecimiento real necesitaría un aumento del 1 %. Esta cifra es significativamente inferior a la observada en los últimos años. En consecuencia, las previsiones indican un nuevo descenso de la ratio deuda/PIB en los próximos cinco años. Esto sitúa a España en una posición más favorable en comparación con otros países, en particular Francia, que presenta un déficit sustancialmente mayor y una tasa de crecimiento más lenta.

No obstante, tal y como reconoce el análisis de sostenibilidad de la deuda realizado por la

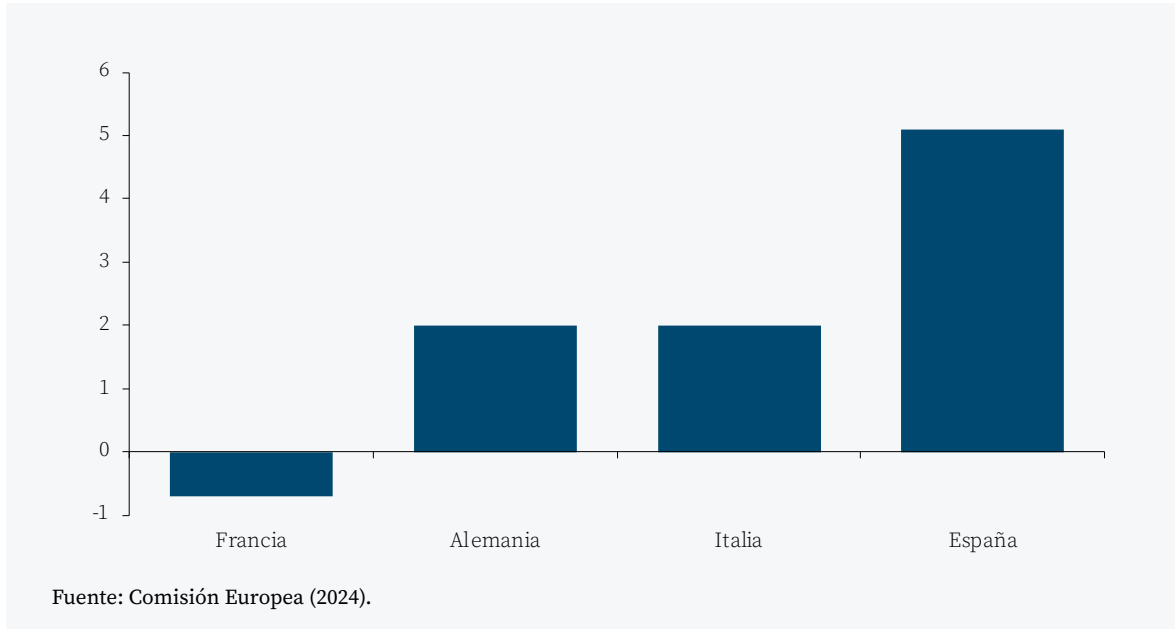
Comisión Europea, los años posteriores a 2030 pueden presentar retos más formidables. Dos factores clave ejercerán presión sobre las finanzas públicas. En primer lugar, se prevé una desaceleración del PIB potencial. Esto se atribuye a dos fenómenos. En primer lugar, el envejecimiento de la población, que probablemente provocará una disminución de la población en edad de trabajar como porcentaje de la población total. Además, se espera que la migración se estabilice en niveles significativamente inferiores a los observados en los últimos años.

Para comprender mejor cómo la migración ha superado las previsiones anteriores, podemos examinar los datos de hace cinco años. En 2020, las proyecciones del Instituto Nacional de Estadística y de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal para los cinco años siguientes, hasta 2025, indicaban un flujo migratorio anual de aproximadamente 200.000 personas.

Gráfico 5

Coste del envejecimiento en 2070 en relación con 2022

Porcentaje sobre el PIB



Sin embargo, el flujo real superó las expectativas hasta en tres veces, lo que supuso un importante impulso para el empleo y el PIB.

|
La Comisión Europea estima que el coste del envejecimiento será de aproximadamente 5 puntos porcentuales para 2070
 |

Actualmente, las previsiones de las mismas autoridades españolas y de la Comisión Europea apuntan a un retorno de los flujos migratorios a 200.000 personas al año. Estas previsiones, combinadas con el bajo rendimiento de la productividad en Europa (incluida España), dan lugar a

estimaciones de una producción potencial que se acercará al 1 % en la década de 2030.

El segundo reto surge de los costes asociados al envejecimiento. Esta cuestión afecta a todos los países de la UE, pero su magnitud varía entre ellos. En España, la Comisión Europea estima que el coste del envejecimiento será de aproximadamente 5 puntos porcentuales en 2070, en relación con el año de referencia 2022 (Comisión Europea, 2024). Esta cifra es considerable y significativamente superior a la de los otros tres países, lo que supone un reto para la sostenibilidad de los planes presupuestarios actuales. En comparación con los otros tres países europeos, España parece ser el país con la necesidad más acuciante de ajustes.

Conclusión

En las últimas décadas, los gobiernos de la mayoría de las economías avanzadas han experimentado un aumento significativo de sus niveles de deuda. Estos aumentos ponen de relieve los retos a los que se enfrentan los gobiernos para mantener unos saldos primarios que se ajusten a una ratio deuda/PIB estable. Mientras que en algunos países, como Francia, la trayectoria de la deuda se mantiene relativamente constante a lo largo del tiempo, en España la evolución de la ratio deuda/PIB se ve influida de manera significativa por factores macroeconómicos. Las fluctuaciones de los tipos de interés y las tasas de crecimiento del PIB están estrechamente correlacionadas con las variaciones del valor de este ratio. Cabe destacar que la deuda pública española ha disminuido en proporción al

PIB durante los periodos de fuerte crecimiento del PIB y tipos de interés relativamente bajos.

Aunque las previsiones para los próximos cinco años indican un nuevo descenso de la ratio deuda/PIB, suponiendo un crecimiento sostenido, es probable que la situación se vuelva mucho más difícil después de 2030. Se prevé que las tasas de crecimiento potencial disminuyan debido a una combinación de crecimiento limitado de la productividad, reducción de los flujos migratorios y envejecimiento de la población activa. Esto, junto con la considerable carga que supone para el presupuesto público el envejecimiento de la población, sitúa la trayectoria de la deuda pública española en una posición insostenible, lo que requiere un ajuste sustancial (Comisión Europea, 2025).

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA. (2024). *Informe sobre el envejecimiento, 2024*. Documento institucional 279, abril de 2024.
- COMISIÓN EUROPEA. (2025). *Monitor de sostenibilidad de la deuda, 2024*. Documento institucional 306, marzo de 2025.
- FMI. (2025). *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2025. Washington D. C.: Fondo Monetario Internacional.

02

Raymond Torres, María Jesús Fernández y Fernando Gómez Díaz
Funcas



El ciclo expansivo de la economía española: condicionantes y perspectivas hasta 2027

La economía española atraviesa un momento favorable, con tasas de crecimiento que más que duplican la media europea, sin que aparezcan importantes desajustes macroeconómicos. Sin embargo, el ciclo expansivo, tras haber resistido a todos los *shocks* advenidos estos últimos años, está perdiendo su motor externo, de modo que el crecimiento ya solo se sustenta en la demanda interna. Por otra parte, la incorporación de nueva fuerza laboral extranjera, factor que explica el 65 % del empleo creado en el último trienio, se ve constreñida por la escasez de vivienda. Otro condicionante del crecimiento y de la productividad es el déficit de inversión privada, que anota un retroceso en términos reales del 5 % con respecto al nivel prepandemia. Con todo, se prevé un avance del PIB del 2,9 % para este año, perdiendo vigor hasta el 1,9 % en 2026 y 1,7 % en 2027. Un resultado todavía notable, pero que pone de manifiesto la necesidad de abordar los déficits de inversión residencial y empresarial.

Introducción

La economía española sigue sorprendiendo con tasas de crecimiento que superan los pronósticos y lideran el *ranking* europeo. En lo que va de año, el PIB ha avanzado a un ritmo anual del 3 %, es decir, más del doble que la eurozona y también más de lo anticipado por Funcas en la ronda de previsiones de julio.

El objetivo de este artículo es examinar en qué condiciones el actual ciclo expansivo puede proseguir en los próximos años. Para ello, el artículo parte de un análisis de los factores que han impulsado la economía en el periodo más reciente, pese al deterioro del contexto internacional generado por la escalada proteccionista, entre otros factores (véase Torres *et al.*, 2025). A partir de este análisis, se presentarán las previsiones de Funcas para el periodo 2025-2027, antes de abordar los

desafíos a medio plazo y los principales riesgos, al alza y a la baja, inherentes a estas previsiones.

El crecimiento reciente del PIB y sus principales factores

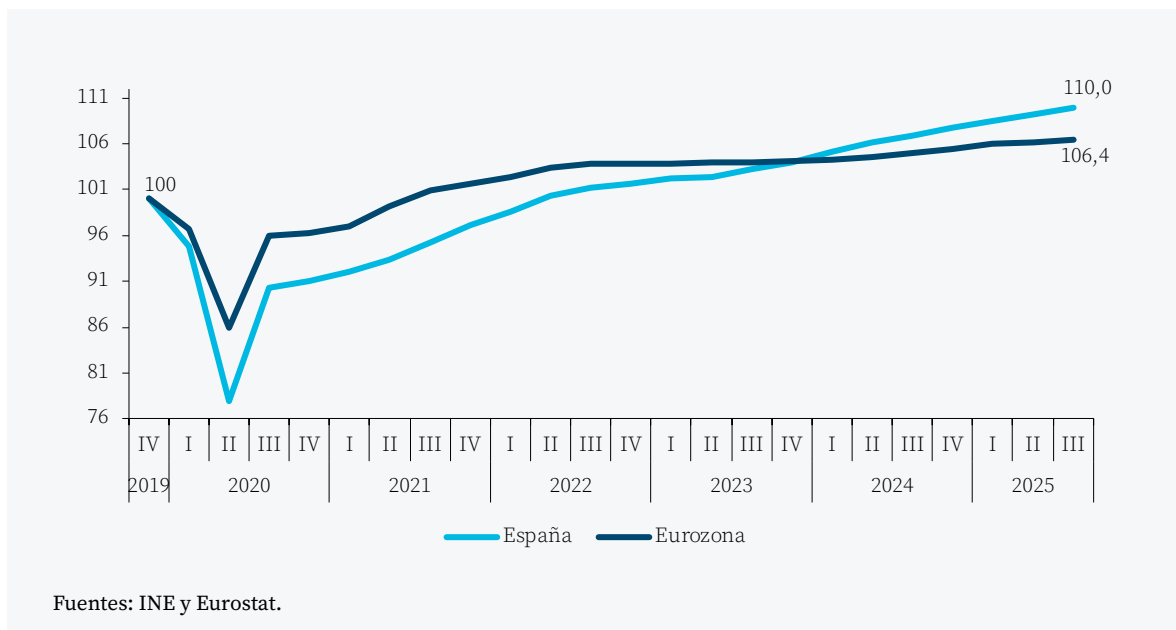
La economía española mantiene una senda claramente expansiva. Tras las revisiones del INE realizadas en fechas recientes —que han redundado en un ajuste al alza del crecimiento acumulado en el periodo posterior a la pandemia— y habida cuenta de las cifras registradas en lo que va de año, el PIB español se sitúa ya un 10 % por encima del valor prepandemia, frente al 6,4 % de la eurozona en su conjunto (gráfico 1).

Sin embargo, si bien el balance sigue siendo favorable, las tendencias más recientes apuntan también a un crecimiento cada vez menos

Gráfico 1

PIB

2019 IV=100

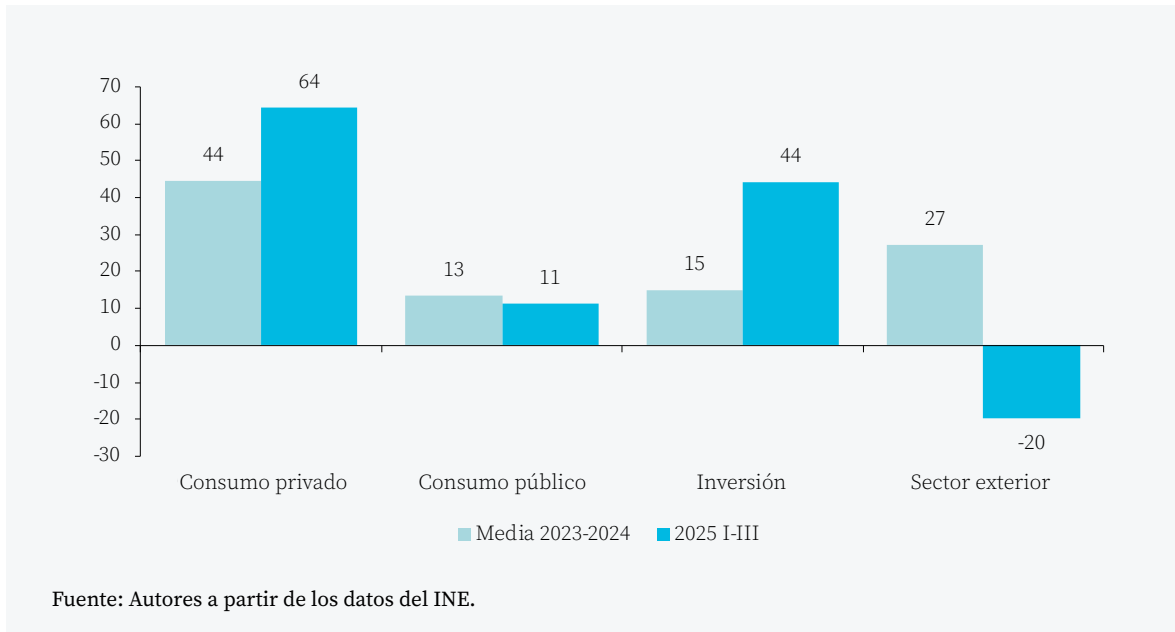


Fuentes: INE y Eurostat.

Gráfico 2

Aportaciones al PIB

Porcentaje del crecimiento interanual del PIB explicado por cada componente



equilibrado, como consecuencia de la pérdida de fuelle de su pilar externo. Así pues, el sector exterior, cuya aportación positiva explica más de la cuarta parte del crecimiento del PIB en el periodo 2023-2024, se ha convertido en un componente que drena actividad (gráfico 2). La inflexión se debe, por una parte, a la caída de las exportaciones de bienes y a la moderación de las entradas de turistas, y, por otra parte, a la entrada acelerada de productos importados, particularmente los que provienen de países no pertenecientes a la UE, entre los que destaca China¹.

Contrariamente al sector exterior, el motor interno de la expansión sigue funcionando a buen ritmo. Destaca el consumo de las familias, cuyo crecimiento explica nada menos que el 64 % del avance del PIB registrado en lo que va de este

año, 20 puntos más que en el bienio precedente. La inversión también ha elevado su aportación hasta el 44 %, casi tres veces más que en el anterior periodo, mientras que el consumo público ha mantenido la suya.

Contrariamente al sector exterior, el motor interno de la expansión sigue funcionando a buen ritmo. Destaca el consumo de las familias, cuyo crecimiento explica nada menos que el 64 % del avance del PIB registrado en lo que va de este año

Detrás del dinamismo de la demanda subyacen tres factores principales. En primer lugar, la inmigración alienta la actividad en sectores

1 Los intercambios entre la economía española y sus principales socios comerciales se abordan en Torres (2025).

intensivos en mano de obra como la construcción o la hostelería, al tiempo que contribuye al crecimiento del consumo privado. A fecha de 1 de julio de este año, el número de inmigrantes había aumentado en 602.000 con respecto a un año antes, un intenso ritmo de crecimiento similar al registrado en los tres años anteriores. Así, conforme a las cifras de la EPA, el 65 % de todo el empleo creado en el periodo 2022-2025 ha sido ocupado por trabajadores extranjeros o de doble nacionalidad (gráfico 3). En algunos sectores concretos, en los que existen más dificultades para cubrir las necesidades de mano de obra, la participación de los trabajadores extranjeros ha sido mayor. Así, en las ocupaciones de servicios de restauración, personales, protección y vendedores, y en el sector de la construcción, el porcentaje de los nuevos empleos ocupados por extranjeros y doble nacionales alcanza el 81 % en ambos casos.

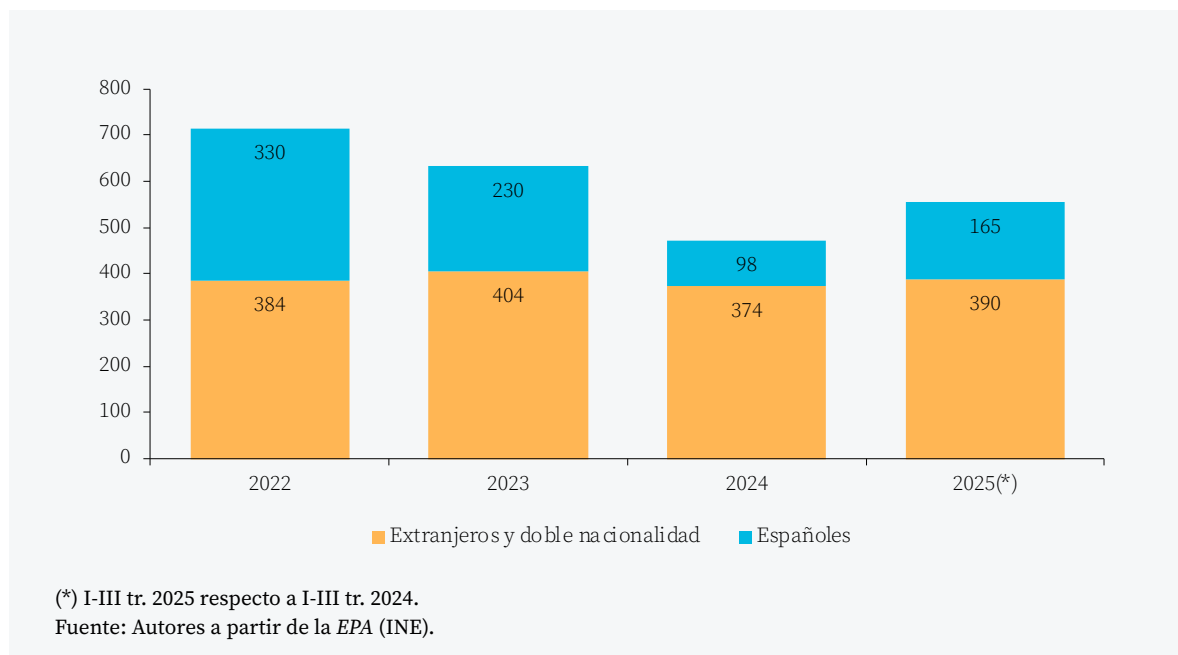
En segundo lugar, la inversión en vivienda está respondiendo a la fuerte demanda y en general a la situación de escasez que prevalece en el mercado inmobiliario. Los indicadores de coyuntura apuntan a una recuperación sostenida del sector, tal y como se refleja también en las cuentas nacionales, a tenor del incremento del 4,8 % de la inversión en construcción de vivienda (con datos para los tres primeros trimestres).

En tercer lugar, la necesidad de ejecutar los fondos europeos antes del final del programa *Next Generation* está redundando en una aceleración de la inversión (FBCF). Es un hecho que la revisión de las cifras de contabilidad nacional de los años 2022 a 2024 ha arrojado como resultado un significativo incremento de la FBCF con respecto a las cifras previamente publicadas. Este incremento se concentra en dos componentes que han podido beneficiarse de los fondos

Gráfico 3

Incremento en el número de ocupados según nacionalidad

En miles



Europeos: la construcción no residencial (que incluye la obra pública en infraestructuras, entre otros segmentos), y los productos de la propiedad intelectual, componente que incorpora muy probablemente las transferencias europeas en materia digital². La inversión en vivienda y en bienes de equipo sufrió, por el contrario, una ligera revisión a la baja.

|
En todo caso, persiste una preocupante debilidad de la inversión en el grueso del sector empresarial, que solo ciertas ayudas públicas dirigidas a la digitalización, de carácter temporal, han permitido contrarrestar de forma parcial
 |

En todo caso, persiste una preocupante debilidad de la inversión en el grueso del sector empresarial, que solo ciertas ayudas públicas dirigidas a la digitalización, de carácter temporal, han permitido contrarrestar de forma parcial. Prueba de ello, el reparto de la inversión entre el sector público y el privado: mientras en la FBCF real del sector público en el primer semestre de 2025 fue un 43 % superior a la registrada en 2019, en el caso de las sociedades no financieras fue un 5 % inferior, según estimaciones de Funcas.

Es decir, pese a la reactivación reciente, el comportamiento de la inversión privada en el periodo pospandemia es decepcionante, más aún en un contexto de cuantiosas ayudas procedentes de los fondos *Next Generation* y del dinamismo de la economía nacional. El de España es uno de los resultados más discretos de entre los países de la UE para los que existen datos —entre los cuales hay enormes divergencias, con una caída de la inversión empresarial real, por

ejemplo, del 11 % en Alemania, y un crecimiento del 41 % en Grecia—.

Aunque no existe información sobre la composición por tipo de activo de la inversión de cada sector institucional, las cifras mencionadas apuntan a que la reducción de la inversión empresarial con respecto al nivel prepandemia es el resultado de una caída de la materializada en bienes de equipo y, al mismo tiempo, un importante crecimiento en la materializada en productos de la propiedad intelectual. Esta evolución tan dispar podría ser interpretada como un giro de las empresas hacia procesos productivos más digitalizados, o el inicio de un cambio sectorial de la economía hacia actividades con mayor contenido tecnológico. Pero, como ya se ha mencionado, el fuerte crecimiento de la inversión en productos de la propiedad intelectual está muy relacionado con ciertas ayudas procedentes de los fondos europeos (kit digital, etc.), de modo que tendría, en gran medida, un carácter temporal.

Es cierto, sin embargo, que determinados sectores económicos punteros, cuya inversión se materializa fundamentalmente en tecnología, pueden estar experimentando un gran dinamismo. lo que, además, sería consistente con el extraordinario crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos de los últimos años.

Las previsiones son favorables en el corto plazo...

La previsión de crecimiento de la economía española se ha revisado al alza como consecuencia de los ajustes del INE, como ya comentado, así como del tirón de la demanda nacional, más intenso de lo anticipado en el pronóstico de julio.

² El primero de ellos creció en los últimos tres años un 16,4 %, en lugar del 4,6 % inicialmente estimado, mientras que el segundo, que engloba el gasto en *software*, bases de datos e I+D, aumentó un 28,6 %, en lugar de un 10,5 %.

El PIB avanzará un 2,9 % este año (cuadro 1), seis décimas más que en la anterior previsión, un ajuste que refleja principalmente el mayor impulso que arrastra la economía española, y, en menor medida, el acuerdo comercial entre la UE y EE. UU., que incorpora un nivel de aranceles inferior a lo anticipado. Por tanto, la economía española seguirá siendo una de las que más crece de la UE.

El crecimiento procederá exclusivamente de la demanda interna, cuya aportación al PIB será de 3,1 puntos. Dentro de la demanda interna, la inversión gana protagonismo, mientras que el consumo privado se mantiene sin cambios con respecto a la anterior previsión y el consumo público modera la suya. El ciclo expansivo de la inversión en construcción se irá afianzando, tanto en el segmento residencial como en el de “otras construcciones”, que incluye las infraestructuras y otros proyectos impulsados por las administraciones. El desembolso acelerado de los fondos europeos se reflejará en la inversión en bienes de equipo.

|
*Una desaceleración será perceptible
en 2026-2027, como consecuencia
principalmente de la moderación del
turismo, de la inversión pública, y del
consumo privado*
|

El sector exterior, por su parte, detraerá 0,2 puntos de crecimiento de PIB en 2025, un resultado menos negativo de lo anticipado: el nivel de los aranceles impuestos por EE. UU. a los productos europeos está siendo inferior a lo que incorporaron las anteriores previsiones.

Una desaceleración será perceptible en 2026-2027, como consecuencia principalmente de la moderación del turismo, de la inversión pública,

a medida que los fondos europeos se van agotando, y del consumo privado, ante un *shock* demográfico que podría ir perdiendo vigor. A este respecto, se parte de la hipótesis de una ralentización de la inmigración en los próximos años, que se explica por la dificultad a encontrar una vivienda. Así pues, la población activa extranjera aumentará en 875.000 personas durante el trienio 2025-2027, frente a 1.080.000 en el trienio precedente. A pesar de ello, el PIB avanzará todavía un 1,9 % en 2026, tres décimas más que en la anterior previsión, por el efecto tractor de este año. La demanda interna se mantendrá como el principal motor, con una aportación al PIB de 2,1 puntos, frente a una detracción del sector exterior de 0,2 puntos. El consumo privado moderará su vigor, en consonancia con el menor impulso de la población activa y ante las persistentes dificultades para encontrar una vivienda en los territorios más dinámicos. Asimismo, la inversión se resentirá del fin anunciado de los fondos europeos, una tendencia que se compensará en parte por el segmento de la construcción.

En 2027 se prevé un crecimiento del PIB del 1,7 %, un valor todavía superior a la media europea, pero ya cercano al potencial de la economía española. Este resultado procede del debilitamiento de algunos factores que han impulsado el ciclo expansivo, como el turismo, la expansión fiscal y el crecimiento poblacional. Permanece, sin embargo, la situación saneada del sector privado, tanto en términos de competitividad como de deuda, y la posición superavitaria de las cuentas externas.

La inflación se situará todavía en el entorno del 2,5 % este año, por la presión de los precios de los alimentos y de los servicios. La apreciación del euro, junto con el mantenimiento de los precios energéticos en niveles relativamente reducidos, frenarán la inflación importada en los próximos trimestres, de modo que en 2026 el IPC podría

converger hacia el objetivo del BCE y mantenerse en ese entorno en el ejercicio siguiente.

Se anticipa la creación de cerca de 550.000 empleos netos de aquí hasta finales de 2027, permitiendo el descenso de la tasa de paro hasta el 9,2 %, el mejor resultado desde 2007. Para profundizar en este avance, sería necesario abordar los retos pendientes en materia de mercado laboral, particularmente en lo que atañe a la transición de los jóvenes a la vida activa, la vuelta al empleo de los parados y la resolución de la crisis de vivienda.

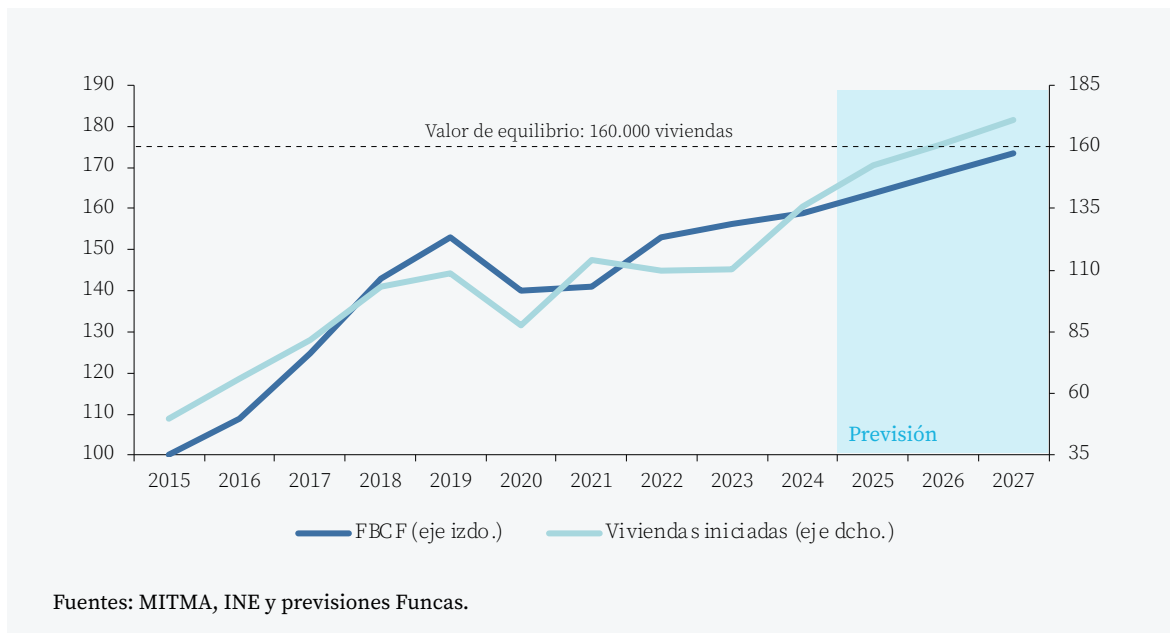
... pero se enfrentan a tres desafíos a medio plazo

Si bien se anticipa un crecimiento relativamente elevado en el corto plazo, el margen de maniobra

de la política económica ante posibles *shocks* seguirá siendo reducido como consecuencia de la persistencia de una deuda pública elevada. La corrección de los desajustes fiscales es, por tanto, un importante desafío. Si bien se anticipa un descenso del déficit de las cuentas públicas hasta el 2,8 % del PIB este año, el avance es fundamentalmente transitorio, ya que procede del plus de recaudación generado por el ciclo expansivo. De manera similar, la revisión de los desvíos será escasa en los años posteriores, por el contexto de desaceleración y a falta de medidas de ajuste³. Incluso si se produjeran prórrogas presupuestarias sucesivas, algo que en teoría tiende a contener el gasto, la experiencia pasada muestra que las grandes magnitudes fiscales evolucionan de manera inercial. Fruto de ello, se anticipa un leve descenso de la ratio de deuda sobre el PIB, hasta el 97,5 % a finales del periodo de previsión.

Gráfico 4

Inversión en vivienda (FBCF, en índice 2015=100) y viviendas iniciadas (miles)

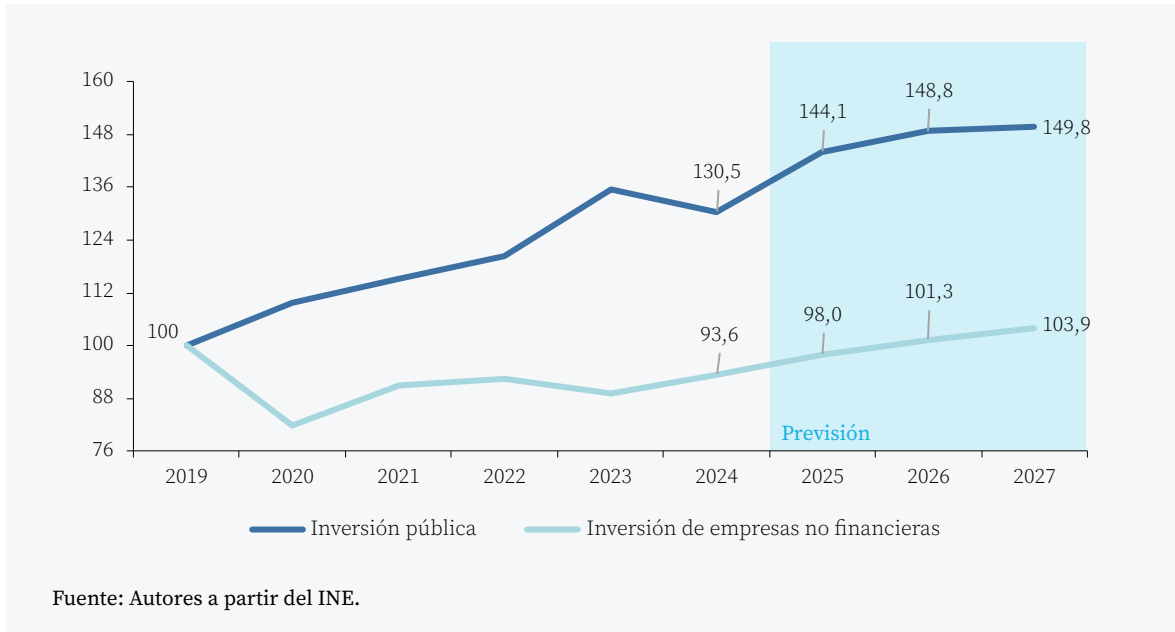


3 La persistencia del déficit público se analiza en detalle en Torres *et al.* (2024).

Gráfico 5

Inversión pública y empresarial, en precios constantes

2019=100



Además de la reducción del agujero presupuestario, uno de los principales retos que se desprenden de estas previsiones radica en la situación del mercado de la vivienda. La recuperación de la inversión en construcción de vivienda que se vislumbra apenas bastará para empezar a reducir el déficit habitacional a partir del próximo año (gráfico 4). El resultado es que, de no incrementarse la oferta a un ritmo mayor de lo previsto, la escasez de vivienda constreñirá la movilidad laboral y el crecimiento a medio plazo, además de afectar gravemente los equilibrios sociales⁴.

Finalmente, el débil comportamiento de la inversión empresarial es otra de las asignaturas pendientes, pudiendo constreñir la productividad y, por tanto, la capacidad de elevar las cotas de bienestar del país. Las actuales previsiones

son consistentes con un crecimiento limitado de la inversión de las sociedades no financieras que apenas bastará para recuperar el nivel pre-pandemia a partir del año que viene (gráfico 5).

Riesgos

Existe un importante riesgo de previsión al alza asociado a la evolución de la población activa y al comportamiento del consumo de los hogares. La entrada de extranjeros podría ser más intensa de lo supuesto en estas previsiones, aportando un estímulo adicional al consumo y a la actividad de los sectores con más demanda de empleo. Por otra parte, existe una cierta incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la actual tasa de ahorro: esta se sitúa en el entorno del 11,5 %, muy por encima de los valores considerados

4 Las políticas para abordar la crisis de vivienda se abordan en Carbó (2024).

como normales hace unos años. Este cambio podría revestir en parte un carácter estructural, por factores como la inmigración, o la necesidad de ahorrar más para adquirir una vivienda. Las previsiones incorporan un leve descenso de la tasa de ahorro en los próximos años, en consonancia con esta hipótesis. Sin embargo, el sobreahorro podría desaparecer más rápido de lo previsto, empujando el gasto en consumo al alza.

En cuanto a los riesgos a la baja, el principal reside en el impacto de la política económica de EE. UU. Por una parte, el “acuerdo” comercial sellado con la UE contiene numerosas zonas grises y su aplicación está sujeta a los vaivenes geopolíticos. Por otra parte, los aranceles seguirán permeando en la economía norteamericana, a medida que las tarifas se trasladan a

los precios, con efectos negativos en el consumo de los hogares, la inflación y las expectativas de un fuerte descenso de tipos de interés. La perspectiva de un deterioro de las cuentas públicas es otro factor que guiará la acción de la Reserva Federal.

Por otra parte, el elevado endeudamiento público, no solo en EE. UU. sino también a este lado del Atlántico, unido al compromiso de incremento del gasto en defensa y las dificultades políticas para afrontar ajustes del déficit, puede generar tensiones que deriven en turbulencias en los mercados financieros. Todo ello plantea riesgos económicos, comerciales y financieros, con reverberaciones a nivel global que pueden mermar aún más la contribución del sector exterior a la economía española.

Referencias

- CARBÓ VALVERDE, S. (Coord.). (2024). *Mercado inmobiliario y política de la vivienda en España*. Estudios de la Fundación, 104. Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/libro/mercado-inmobiliario-y-politica-de-la-vivienda-en-espana/>
- TORRES R. (2025). La economía española y el auge de los bloques comerciales. *Cuadernos de Información Económica*, N.º 308 (septiembre-octubre 2025). <https://www.funcas.es/articulos/la-economia-espanola-y-el-auge-de-los-bloques-comerciales/>
- TORRES, R., FERNÁNDEZ, M. J., y GÓMEZ DÍAZ, F. (2024). Perspectivas económicas y fiscales para España 2024-2025. *Cuadernos de Información Económica*, N.º 303 (noviembre-diciembre 2024). <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-economicas-y-fiscales-para-espana-2024-2025/>
- TORRES, R., FERNÁNDEZ, M. J., y GÓMEZ DÍAZ, F. (2025). La economía española ante la guerra comercial. *Cuadernos de Información Económica*, No. 306 (mayo-junio 2025). <https://www.funcas.es/articulos/la-economia-espanola-ante-la-guerra-comercial/>

Cuadro 1

Previsiones económicas para España 2025-2027

Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones Funcas				Δ de las previsiones [a]	
	Media 2008-13	Media 2014-19	Media 2020-23	2024	2025	2026	2027	2025	2026
PIB y agregados, precios constantes									
PIB	-1,3	2,6	0,9	3,5	2,9	1,9	1,7	0,6	0,3
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	0,1	3,1	3,1	2,0	1,8	0,0	0,0
Consumo final administraciones públicas	0,6	1,2	3,1	2,9	1,4	1,2	1,2	-0,8	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-7,5	5,0	0,8	3,6	5,2	3,4	2,6	2,7	1,2
Construcción	-10,5	5,2	0,2	4,0	4,1	4,4	3,0	1,2	1,7
Equipo y otros productos	-2,9	4,7	1,4	3,1	6,3	2,2	2,2	4,2	0,6
Exportación bienes y servicios	1,6	4,0	1,4	3,2	4,0	1,6	1,8	2,3	0,5
Importación bienes y servicios	-4,4	4,4	1,2	2,9	5,2	2,4	2,2	2,3	0,3
Demanda nacional (aportación en puntos porcentuales)	-3,1	2,6	1,0	3,3	3,1	2,1	1,8	0,5	0,2
Saldo exterior (aportación en puntos porcentuales)	1,8	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,1
PIB precios corrientes:									
- miles de mill. de euros	--	--	--	1.594,3	1.678,7	1.743,2	1.808,3	--	--
- % variación	-0,8	3,4	4,5	6,4	5,3	3,8	3,7	0,6	0,5
Inflación, empleo y paro									
Deflactor del PIB	0,5	0,8	3,6	2,9	2,3	1,9	2,0	0,0	0,2
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	3,5	3,2	2,5	2,0	2,0	0,2	0,2
Remuneración por asalariado e.t.c	1,8	1,2	4,0	4,6	3,2	3,0	2,6	0,3	0,9
Empleo (EPA)	-3,0	2,4	1,8	2,2	2,6	1,5	1,1	0,5	0,3
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	13,9	11,3	10,3	9,6	9,2	-0,2	-0,4
Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)									
Tasa de ahorro nacional	19,0	21,9	22,8	24,4	24,5	24,7	24,9	1,1	1,6
Tasa de inversión nacional	21,8	19,6	21,6	21,2	21,6	21,9	22,1	1,0	1,1
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,8	2,3	1,2	3,2	2,9	2,8	2,7	0,1	0,5
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	2,0	4,3	4,0	3,8	3,0	0,1	0,5
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de las AA. PP.	-9,0	-4,0	-6,1	-3,2	-2,8	-2,7	-2,6	0,1	0,1
Deuda pública según PDE	68,7	101,3	112,4	101,6	99,0	98,2	97,5	-1,0	-1,6
Otras variables									
PIB real per cápita	-1,8	2,4	0,2	2,4	1,8	1,1	1,2	0,2	0,0
PIB Eurozona	-0,3	1,9	1,1	0,8	1,0	1,1	2,1	0,3	0,1
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	9,3	7,2	13,1	12,7	12,1	11,7	11,2	0,1	0,2
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	127,7	100,5	83,5	68,9	68,7	69,0	69,5	2,6	4,3
Deuda bruta consolidada soc. no financieras (% PIB)	112,4	84,7	78,3	63,4	61,4	61,2	61,4	-0,5	0,7
EURIBOR 12 meses (% media anual)	1,90	0,01	1,04	3,27	2,07	1,90	2,00	0,04	0,10
Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual)	4,74	1,58	1,60	3,15	3,20	3,40	3,40	-0,01	0,30

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

Fuentes: 2008-2024: INE y BE; Previsiones 2025-2027: Funcas.

03

Santiago Lago Peñas

Catedrático de economía aplicada de la Universidade
de Santiago de Compostela e investigador sénior de Funcas



Coyuntura presupuestaria: una inercia favorable

La política presupuestaria española atraviesa una fase de inercia sin precedentes: por segundo año consecutivo no se aprueban nuevos Presupuestos Generales del Estado, prorrogándose los de 2023. Pese a ello, la coyuntura económica favorable ha impulsado la recaudación tributaria (+10 % interanual), permitiendo reducir el déficit hasta el 2,8% del PIB en 2025 y la deuda pública al 100 %. Para 2026, AIREF y Banco de España proyectan déficits entre el 2 % y el 2,3 %, sostenidos por ingresos dinámicos y un gasto aún presionado por defensa, envejecimiento y deuda. A partir de 2027, se requerirán ajustes estructurales de unas cuatro décimas del PIB anual para cumplir con las nuevas reglas fiscales europeas, apoyados en una reforma tributaria, evaluación del gasto y pedagogía fiscal.

Parálisis presupuestaria y dinamismo coyuntural

Por segundo año consecutivo, la Administración central se sitúa al margen del ciclo presupuestario ordinario. Las cuentas públicas siguen guiadas, esencialmente, por los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2023, aprobados en el Congreso de los Diputados el 24 de noviembre de 2022. Tras dos años de prórroga y sin proyectos presentados, las perspectivas para los PGE-2026 tampoco son favorables. Aunque la orden para iniciar su elaboración se publicó en septiembre¹, el proceso está muy retrasado. Aún no existen objetivos de estabilidad presupuestaria y deuda, ni tasa de referencia para la regla de gasto en el trienio 2026-2028. Y tampoco contamos con el preceptivo Plan presupuestario, por segundo año consecutivo.

Parece inevitable que el ejercicio 2026 comience de nuevo con una nueva extensión temporal de los PGE-2023. Además, la retirada del apoyo en el Congreso al Gobierno central de *Junts per Catalunya* anunciada a finales del mes de octubre aleja la posibilidad de que un proyecto de PGE-2026 pudiese ser finalmente aprobado.

La extrema fragmentación en el Congreso de los Diputados es la principal responsable de una situación inercial sin precedentes en los últimos cincuenta años. No obstante, es verdad que España no es Estados Unidos, y la falta de presupuestos no paraliza el funcionamiento de la administración ni el crecimiento del gasto, por el efecto de mecanismos como las actualizaciones automáticas y los decretos (Lago Peñas, 2025). En este contexto, hay que destacar la extraordinaria evolución de la recaudación tributaria, gracias a una coyuntura económica muy

favorable y que contribuye a reducir significativamente el déficit público.

El resto del artículo se organiza en tres apartados. El primero examina la dinámica de la ejecución presupuestaria en 2025 y las perspectivas de cierre. A continuación, se analizan las proyecciones para el ejercicio fiscal de 2026 para acabar, ya en el último apartado, con una referencia al marco presupuestario de medio plazo.

La ejecución presupuestaria en 2025

Con datos acumulados hasta el 31 de agosto, el déficit público de las administraciones públicas españolas, dejando al margen las corporaciones locales (CC. LL.) se ha reducido de forma significativa respecto al mismo período del año anterior. En términos de producto interior bruto (PIB), se ha producido una mejora de medio punto porcentual. Avance que se concentra en el nivel central de gobierno, porque los subcentrales han empeorado ligeramente: para las comunidades autónomas (CC. AA.) el superávit del año anterior ha caído cuatro centésimas de punto; y para las CC. LL., la AIREF (2025) prevé una reducción del superávit en 2005, desde las cuatro a las tres décimas del PIB.

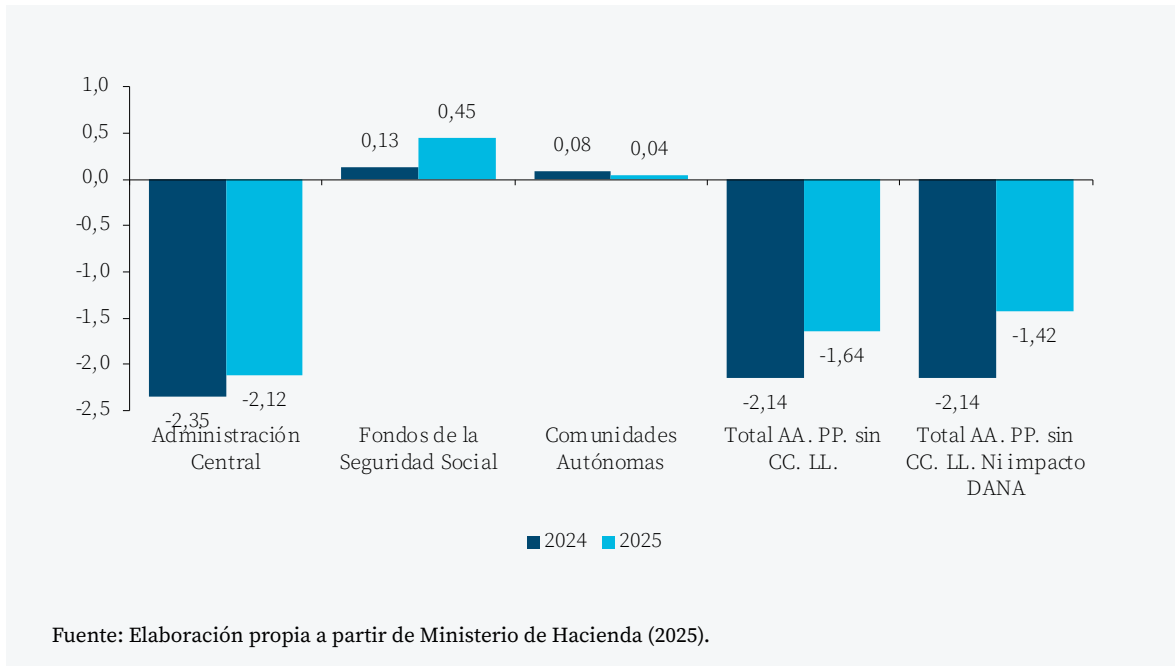
La recaudación tributaria es el motor principal de esta mejora, arrastrada por la fortaleza del mercado laboral y la actividad económica, así como por la reversión total de las rebajas tributarias en energía y alimentación en respuesta al choque inflacionario de 2021 y 2022 (García Arenas, 2025). Con datos hasta septiembre, se produce un crecimiento interanual del 10 %, muy por encima del crecimiento del índice de precios al consumo (3 %) y del PIB nominal

1 Orden HAC/974/2025, de 1 de septiembre, por la que se dictan las normas para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para 2026.

Gráfico 1

Ejecución presupuestaria entre enero y agosto en 2024 y 2025

En porcentaje del PIB



(5,7 %). Destaca especialmente el comportamiento del IRPF que aumentó un 17,6 %, y el impuesto sobre la renta de no residentes, con una subida del 31,4 %. El IVA ha recaudado un 9,1 % más que en 2024, y el impuesto sobre sociedades, un 6,3 %. Finalmente, las cotizaciones sociales avanzaron un 6,4 % en tasa interanual.

Por su parte, los empleos no financieros hasta agosto crecen también de forma sustancial (+5,3 %). En 2025 se superará la referencia (+3,7 %) que aparece en la senda de crecimiento del gasto primario neto incluida en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) 2025-2028. No obstante, esta evolución es menos expansiva que la del total de los recursos no financieros (+7,4 %). En otras palabras, la prórroga presupuestaria habría sido un freno menor a la expansión del gasto, pero la dinámica de la

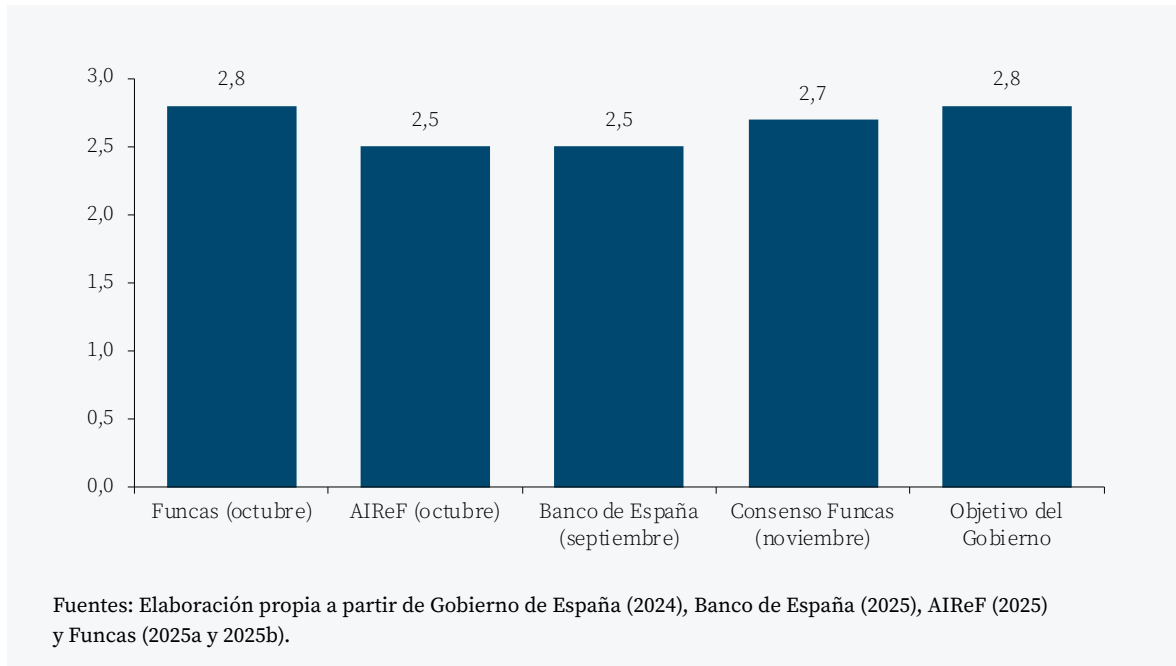
recaudación tributaria estaría permitiendo ajustar el déficit.

Las previsiones para lo que queda de año son resumidas en el gráfico 2. El Consenso de Funcas (2,7 %) y los cálculos de la propia Fundación (2,8 %) apuestan por el cumplimiento del objetivo del Gobierno: 2,8 % o 2,5 % sin el impacto de la Depresión Aislada en Niveles Altos (DANA) que afectó a España en octubre de 2024. Por su parte, la AIREF y el Banco de España consideran que el cierre sería incluso más favorable, con un déficit total del 2,5 %. Recordemos que el déficit observado en 2024 fue del 3,15 %, una cifra que se reducía al 2,8 % al eliminar el impacto de la DANA. Por último, la ratio de deuda pública caerá en 2025 más de un punto porcentual según el Banco de España y la AIREF, hasta situarse en 100,7 % para el primero y 100,3 % para la segunda.

Gráfico 2

Previsiones de cierre del déficit público en el ejercicio 2025

En porcentaje del PIB



Si el déficit total observado en el año 2025 va a caer entre 4 y 7 décimas respecto al ejercicio anterior, al menos tres cuartas partes se deberán a una coyuntura económica muy favorable que, muy improbablemente, podrá mantenerse hasta 2029

El diagnóstico es menos positivo cuando la atención se centra en la componente estructural del desequilibrio fiscal español. De acuerdo con los cálculos del Gobierno incluidos en el informe de progreso 2025 del PFEMP 2025-2028 publicado en abril (Gobierno de España, 2025), el déficit estructural previsto para 2025 coincide con el observado (2,8 %), con una reducción de una sola décima respecto al año anterior. Es decir,

si el déficit total observado en el año 2025 va a caer entre 4 y 7 décimas respecto al ejercicio anterior, al menos tres cuartas partes se deberán a una coyuntura económica muy favorable que, muy improbablemente, podrá mantenerse hasta 2029.

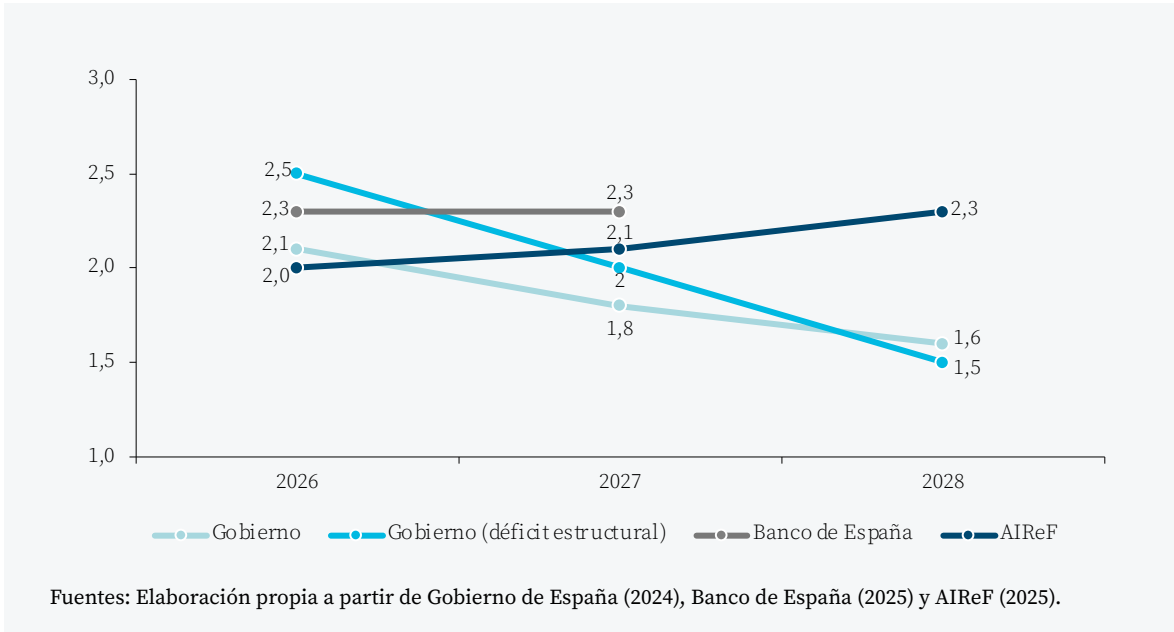
Perspectivas presupuestarias para 2026

A pesar de la incertidumbre sobre el devenir de los PGE-2026 y la escasez de documentos oficiales publicados en 2015 sobre estrategia presupuestaria, tanto la AIReF (2025) como el Banco de España (2025) coinciden en que la ratio de déficit público sobre el PIB volverá a reducirse en 2026 (gráfico 3). La primera institución proyecta una minoración del déficit total hasta el 2 % del PIB, mientras que el banco central estima un

Gráfico 3

Proyecciones del déficit público 2026-2028

Puntos porcentuales del PIB



déficit del 2,3 %. El objetivo del Gobierno incluido en el PFEMP 2025-2028 se sitúa en un punto intermedio (2,1 %)².

|
El gasto público seguirá sometido a presiones al alza por la necesidad de atender a compromisos en defensa nacional, por la subida del coste medio de la deuda y por el envejecimiento demográfico
 |

De nuevo, el principal factor tras la mejora sería el dinamismo de los ingresos públicos, impulsado por el comportamiento favorable del

mercado laboral y el crecimiento de la renta de los hogares y empresas, aunque a menor ritmo que en 2025: el Banco de España apuesta por un crecimiento del PIB real de un 1,8 %, la AIReF el 2,1 % y el Consenso de Funcas apunta a una cifra intermedia (2,0 %)

El gasto público seguirá sometido a presiones al alza por la necesidad de atender a compromisos en defensa nacional, por la subida del coste medio de la deuda y por el envejecimiento demográfico. En un escenario de políticas constantes y sin PGE-2026, el Banco de España estima que el gasto neto computable a efectos de las nuevas reglas fiscales crecería en 2026 en torno al 4 %; y la AIReF simula un crecimiento del 4,6 %.

2 Aunque la proyección del Gobierno se hizo antes de la DANA de octubre de 2024, su impacto fiscal en el ejercicio 2026 será ya marginal. En su conjunto, el impacto en el trienio 2024-2026 habrá sido de seis décimas del PIB: algo más de tres décimas en el primer año, dos en el segundo y cerca de una en el tercero.

En ambos casos, la cifra se sitúa por encima del 3,5 % de referencia incluida en el PFEMP 2025-2028, para el ejercicio 2026. No obstante, la holgura que se produjo en el ejercicio 2024 permitirá que el año que viene España se sitúe todavía dentro del margen de la cuenta de control acumulada introducida en la reforma de las reglas fiscales europeas³.

Finalmente, la ratio deuda/PIB se situará en torno al 99,1 % en 2026, bajando desde el 100,3 % de 2025 según la AIREF, gracias al impulso del crecimiento del PIB nominal y la obtención de un leve superávit primario. En cambio, para el Banco de España la deuda en 2026 no traspasará todavía la frontera del 100 %, situándose cuatro décimas por encima.

Oteando el horizonte: perspectivas para 2027 y 2028

A partir de 2027, la AIREF proyecta que tanto el límite anual al gasto computable como el límite acumulado serán sobrepasados, lo que obligará a realizar ajustes adicionales para cumplir la senda comprometida con la Unión Europea (cuadro 1). En concreto, haría falta un ajuste estructural adicional de al menos cuatro décimas del PIB al año entre 2026 y 2028. Además, la adaptación de la normativa nacional a las nuevas

reglas europeas es imprescindible para evitar descoordinaciones y paradojas⁴.

Sin ajustes adicionales, el descenso de la deuda de las AA. PP. continuará en 2027 y 2028, aunque a un ritmo muy lento. La AIREF proyecta que la ratio sobre el PIB se reduzca al 97,8 % en 2027 y al 96,8 % en 2028, y el Banco de España, en su última revisión de proyecciones, apunta al 100 % en 2027.

Más allá del estricto cumplimiento de las reglas fiscales, conviene destacar los beneficios adicionales de mantener unas cuentas públicas equilibradas y sólidas, lo que debería impulsar una mayor ambición en las metas fiscales nacionales. Por ejemplo, si se aspirase a situar tanto el déficit estructural como el observado por debajo del -1,5 % del PIB en tres años, se requeriría un ajuste anual de cerca de cinco décimas entre 2026 y 2028, equivalente a unos 8.000 millones de euros.

Gestionar proactivamente el proceso de consolidación fiscal presenta notables desafíos de economía política, acentuados por el esfuerzo sostenido que exige a lo largo del tiempo y por la aparición de nuevas demandas en el ámbito de la defensa nacional y la vivienda, por la necesidad de financiar inversiones en transición energética o digitalización que en 2027 perderán la opción e acogerse a los Fondos NGEU, o por

3 La nueva regla de gasto establece que el crecimiento del gasto primario neto de medidas de ingresos debe alinearse con los compromisos del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP), excluyendo factores como pagos por intereses y gasto cíclico en desempleo. Este crecimiento está sujeto a límites concretos: la “cuenta de control anual”, que fija una desviación máxima admisible de 0,3 % del PIB respecto al objetivo pactado para cada ejercicio, y la “cuenta de control acumulada”, que amplía ese margen al 0,6 % del PIB sobre el total del periodo de ajuste. En la práctica, el gasto computable anual se compara con el objetivo, permitiendo cierta flexibilidad ante choques inesperados, mientras que el saldo acumulado restringe desviaciones persistentes a lo largo de varios años. Si en un año concreto se supera el límite anual, puede compensarse si el saldo acumulado permanece dentro del margen global

4 En particular, la regla nacional se aplica individualmente a cada nivel de administración (excepto Seguridad Social), con tasas de referencia y metodología diferentes respecto a la europea, que formula el compromiso para el conjunto de las administraciones públicas y tiene en cuenta elementos no recurrentes y medidas temporales de ingresos. Este desajuste implica que, aunque en algunos ejercicios como 2025 el cumplimiento de la norma nacional garantiza el cumplimiento europeo, a partir de 2026 y especialmente en 2027, el ajuste necesario para cumplir con los compromisos europeos sería mayor que el exigido por la legislación nacional.

Cuadro 1**Cuenta de control anual y acumulada para el período 2024-2028**

Puntos porcentuales del PIB

Cuenta de control	2024	2025	2026	2027	2028
Anual	0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Acumulada	0,4	0	-0,4	-0,8	-1,2

Nota: el color gris indica cumplimiento, y el azul incumplimiento.

Fuente: AIReF (2025).

la presión creciente que supone la preparación y respuesta ante eventos extremos.

La elección de medidas concretas de ajuste sobre el gasto y de ingresos debe apoyarse en tres pilares esenciales. En primer lugar, incorporar plenamente una cultura de evaluación rigurosa del gasto público que oriente las decisiones para ahorrar allí donde es más fácil y menos costoso socialmente. El segundo pilar consiste en abordar una reforma profunda del sistema tributario

español, asegurando una recaudación más eficiente y equitativa, independientemente del nivel de presión fiscal deseado por el gobierno de turno. El tercero es de tipo pedagógico: convencer a la ciudadanía sobre la relevancia de contar con unas finanzas públicas saneadas y estables, para contar con margen ante situaciones que exijan una respuesta fiscal, para reducir la carga de la deuda y para estar más protegido ante crisis de deuda soberana como la vivida la década pasada.

Referencias

- AIREF. (2025). *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas 2026*. 29-10-2025. www.airef.es
- BANCO DE ESPAÑA. (2025). *Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Septiembre de 2025*. 16-9-2025. www.bde.es
- FUNCAS. (2025a). *Previsiones 2025-2027 de la economía española*. 22-10-2025. www.funcas.es
- FUNCAS. (2025b). *Panel de previsiones de la economía española*. Noviembre de 2025. www.funcas.es
- GARCÍA-ARENAS, J. (2025). Nota breve. Ejecución presupuestaria. 15-9-2025. www.caixabankresearch.com
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2024). *Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) 2025-2028*. Reino de España. 15-10-2024. www.hacienda.gob.es
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2025). *Informe de progreso anual. 2025*. Reino de España. 30-4-2025. www.hacienda.gob.es
- LAGO PEÑAS, S. (2025). *Una prórroga que se dilata: sobre los efectos económicos de la inercia presupuestaria*. Instituto de Estudios Económicos. <https://www.ieemadrid.es>
- MINISTERIO DE HACIENDA. (2025). *Ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas. Septiembre*. 31-10-2025. www.hacienda.gob.es

04

Desiderio Romero-Jordán
Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



Dinámica de los ingresos públicos: viento en popa con incertidumbres por el envejecimiento

La recaudación pospandemia está encadenando récords —especialmente en IRPF, IVA e impuesto sobre sociedades— que continúan en 2025. Con el fuerte viento de cola de elevadas tasas de ocupación, aumento de beneficios empresariales y del efecto de la progresividad en frío. El envejecimiento ejerce una presión negativa sobre el IRPF que irá creciendo en intensidad en los próximos años. La inmigración puede aliviar parcialmente este problema, pero no constituye una solución. Se necesitará, al menos, un trabajador inmigrante por cada alta de jubilación para mantener la recaudación del impuesto.

Balance de 2024

Los ingresos públicos mantuvieron un fuerte crecimiento en 2024. Y continúan haciéndolo en 2025. En ambos ejercicios no se han implementado medidas para corregir el efecto *bola de nieve* de la progresividad en frío en el IRPF (Romero-Jordán, 2025). Se han incorporado cambios tributarios que están ayudando a impulsar la recaudación desde el tradicional enfoque de parcheo fiscal. Pero lejos de las insistentes recomendaciones de la OCDE o de la Comisión Europea para moderar la fiscalidad del factor trabajo y aumentar los impuestos indirectos y, de manera especial, los ambientales. En este contexto, la recaudación conjunta de impuestos y cotizaciones sociales se elevó en 2024 hasta 591,7 miles de millones de euros, con un incremento del 7,3 % (IGAE, 2025a). Sin duda, un crecimiento muy robusto, aunque enmarcado en una dinámica recaudatoria que ha ido, de manera natural, perdiendo fuelle (11,8 % en 2021; 9,1 % en 2022 y 8,0 % en 2023). Los dos pilares del crecimiento de 2024 han sido las cotizaciones sociales y el IRPF, que en términos absolutos aumentaron la recaudación en 13,3 y 11,5 miles de millones de euros. A más distancia se encuentran el IVA e impuestos especiales, aunque en conjunto elevaron ingresos en una cifra próxima a los 12,6 miles de millones de euros.

En perspectiva temporal, el conjunto de ingresos no financieros muestra un avance muy intenso desde 2019, con un incremento acumulado de 153,3 miles de millones de euros, equivalente a 9,6 puntos del PIB de 2024. De manera particular, el aumento de impuestos entre 2019 y 2024 ha sido de 103,6 miles de millones de euros. El IRPF ha sido el gran motor de esta tendencia alcista con 46,8 miles de millones, equivalente a 2,9 puntos del PIB de 2024. Este fuerte impulso se explica por la combinación de un mayor número

de ocupados, aumento de salarios nominales y el fuerte efecto de la progresividad en frío.

|
*Un importante hito recaudatorio
lo encontramos en el IVA, que ha superado
la barrera de los 100.000 millones
de euros*
|

Un importante hito recaudatorio lo encontramos en el IVA, que ha superado la barrera de los 100.000 millones de euros con un aumento en el último quinquenio de 20,8 miles de millones de euros. No obstante, el fuerte impacto que han tenido los precios sobre la recaudación ha quedado compensado por el coste de las medidas de escudo social. Los impuestos especiales han aumentado 6,5 miles de millones de euros reflejando bases más estables y patrones de consumo menos dinámicos que los del gasto total gravado por IVA. Por último, el impuesto sobre sociedades recaudó en 2024 una cifra récord de 45,6 miles de millones con un aumento de 19,9 miles de millones, en línea con unos beneficios empresariales más elevados y con una mayor traslación de bases positivas a cuota efectiva propias de un contexto de expansión económica. Las cotizaciones sociales alcanzaron en 2024 una recaudación de 210,3 miles de millones de euros. Las que corresponden al empleador (158,5 miles de millones) concentran la mayor parte del incremento de las cotizaciones, consecuencia de que la masa salarial bruta y las bases de cotización se han ampliado con fuerza por la combinación de crecimiento de empleo y salarios.

Esta senda alcista, donde la recaudación de cada año pulveriza la del año anterior, permitirá alcanzar un déficit del -2,5 % en 2025 y del -2,0 % en 2026 (AIReF, 2025). Lejos de los altos niveles que la economía española viene arrastrando desde la crisis financiera. No obstante, conviene

Cuadro 1**Principales cifras de los ingresos no financieros en 2024**

	Recaudación en 2024	Δ de recaudación 2019-2024	
	Miles de millones de euros	Miles de millones de euros	% sobre el PIB de 2024
IRPF	145.873	46.840	2,9
IS	45.665	19.951	1,3
IVA	100.170	20.869	1,3
IE	46.949	6.550	0,4
Total impuestos	381.342	103.657	6,5
CSS empleador	158.590	39.174	2,5
CSS empleado	51.747	10.507	0,7
CSS total	210.337	49.681	3,1
Total Impuestos + CSS	591.679	153.338	9,6

Fuente: IGAE (2025).

recordar que una buena parte del incremento de los ingresos se explica por las elevadas elasticidades renta del IRPF o el IS respecto al ciclo, claramente superiores a la unidad (AIREF, 2024).

Evolución en 2025

Los ingresos no financieros aumentaron hasta julio un 7,3 % respecto al mismo período de 2024 (331,5 miles de millones) (IGAE, 2025a)¹. En términos absolutos, el acumulado está próximo a los 25,0 miles de millones de euros. El primer puesto corresponde a los impuestos sobre la renta con un incremento del 10,7 % (9,9 miles de millones), seguido de impuestos sobre el consumo (7,0 miles de millones) y de las cotizaciones a la seguridad social (6,8 miles de millones).

El aumento de recaudación de estos siete primeros meses equivale al 59,5 % de la variación de todo 2024, que en números redondos fue de alrededor de 40,0 miles de millones de euros.

Esta tendencia continuará en 2025 y se alcanzará, previsiblemente, otro récord. No obstante, como se apunta en AEAT (2025)², una parte importante de este aumento se debe a cambios normativos en una cifra próxima a 5,7 miles de millones de euros. Esta cuantía incluye el efecto de la normalización de los tipos de gravamen, tanto del IVA como de los impuestos ligados a la energía. La mal llamada reforma fiscal de 2024 ha aportado hasta la fecha alrededor de 4,3 miles de millones de euros destacando los ingresos del impuesto a la banca (1,3 miles de millones) y los

1 Siguiendo el criterio de devengo.

2 Siguiendo el criterio de caja.

derivados de la recuperación de la compensación de pérdidas en el impuesto sobre sociedades (1,0 miles de millones). Lo avanzado de las fechas y el actual contexto político parecen llevarnos a una nueva prórroga del presupuesto de 2023. Esta situación hace aún mucho más difícil la aprobación de cualquier medida tributaria en 2026, como ya se vio con la aprobación del paquete fiscal de finales de 2024. En ese escenario, AIReF (2025) prevé para 2026 un aumento inercial de 0,3 puntos del PIB de los ingresos tributarios y de 0,1 en las cotizaciones.

Envejecimiento y recaudación de IRPF: zonas grises

La dinámica recaudatoria pospandemia se está sustentando en la buena marcha del empleo, rentas salariales y beneficios empresariales que han permitido extender el tamaño de las bases imponibles (AIReF, 2024). Entre 2021 y 2024, la renta bruta de los hogares ha crecido a un promedio anual del 7,7 %, la base consolidada del impuesto sobre sociedades a un 21,0 % y el gasto final sujeto a IVA al 11,9 % (AEAT, 2025). Una parte sustancial de esa tendencia es coyuntural debido al tono fuertemente expansivo de la economía española. No obstante, se prevé una ralentización del crecimiento tanto por razones internas, fin de los fondos *Next Generation*, como internacionales, aumento del proteccionismo e incremento de las tensiones geopolíticas, que afectará al impulso cíclico de los ingresos. El Banco de España, el BBVA o Funcas prevén una senda decreciente del crecimiento desde niveles próximos al 3 % en 2025 a cifras inferiores al 2,0 % en 2027. Esta tendencia a la baja, motivada en parte por el envejecimiento, continuará en la

próxima década situándose el crecimiento del PIB en niveles próximos al 1,5 % (AIReF, 2025).

El envejecimiento ya está incidiendo sobre la recaudación de IRPF, aunque su efecto neto no es directamente observable. Lo que sí sabemos es que está alterando la composición de las rentas que componen la base imponible del impuesto. En 2000, el agregado de rentas salariales sujetas a tributación era 3,7 veces superior al de la totalidad de las rentas de pensiones. Esta relación ha ido reduciéndose, situándose en 2024 en el 2,7 % (AEAT, 2025). Para analizar el impacto de la jubilación sobre el IRPF, ponemos en relación los ingresos que proceden de salarios (*RecS*) frente a los de pensiones de jubilación (*RecP*)³:

$$\delta = \frac{RecS_t}{RecP_t} = \frac{W_t \cdot \bar{w}_t \cdot ts_t}{P_t \cdot \bar{p}_t \cdot tp_t} \quad [1]$$

donde *W* y *P* son el número de ocupados y de pensionistas que reciben una pensión contributiva por jubilación⁴. Por su parte, \bar{w} y \bar{p} , son el salario y la pensión media. Por tanto, el producto $W_t \cdot \bar{w}_t$ puede equipararse a la base imponible de salarios, en tanto que $P_t \cdot \bar{p}_t$ con la base de las pensiones de jubilación. Finalmente, *ts* y *tp* son los tipos efectivos que soportan ambas fuentes de renta en el impuesto. Parametrizamos tales variables con la información más próxima disponible en el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el Instituto Nacional de la Seguridad Social (INSS) y Migraciones y en la Agencia Tributaria (AEAT). *Ceteris paribus*, las conclusiones que se obtienen a partir de [1] son las siguientes:

Primero, la relación entre el número de ocupados y de pensionistas está cayendo desde 2008, cuando se alcanzaron 4,0 ocupados por jubilado (gráfico 1)⁵ (INE, 2025; MISSM, 2025a). En 2014,

3 Manteniendo constantes otras variables como la productividad.

4 En 2024 supusieron el 74,6 % del gasto liquidado en pensiones (MISSM, 2025b).

5 La tendencia es similar si en la comparación se emplean afiliados a la Seguridad Social.

tras la crisis financiera, la ratio \bar{w} / \bar{p} alcanzó un mínimo del 3,2. Desde esa fecha, la inmigración ha moderado el deterioro de la ratio, situándose en 2023 en el 3,3. Así, el número total de ocupados aumentó entre 2014 y 2024 en 4,3 millones, de los cuales 2,1 millones eran inmigrantes (INE, 2025a).

Segundo, en términos medios, los salarios son más elevados que las pensiones de jubilación. En 2008, la ratio w/p se situaba en 1,9 (INE, 2025b; MISSM, 2025a, 2025b). Como se observa en el gráfico 2, esta relación se ha ido reduciendo progresivamente hasta situarse en el 1,4 desde el año 2000. Un factor clave de esta trayectoria descendente son los baby boomers cuyas pensiones de entrada sobrepasan a la media de las pensiones de jubilación existentes. A efectos ilustrativos, la pensión media de las nuevas altas se situó

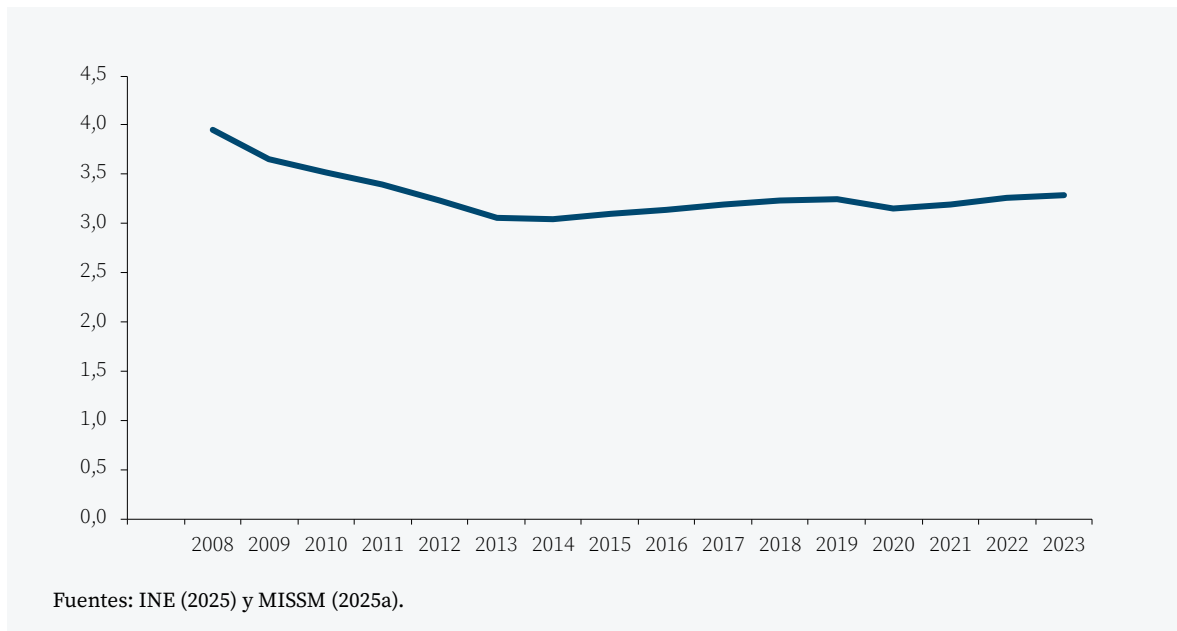
por encima de los 1.600 euros en 2025, la pensión media de jubilación en 2024 fue de 1.450 euros (INSS, 2025; MISSM, 2025b).

|
La recaudación del IRPF se enfrenta a potenciales riesgos estructurales derivados del envejecimiento. La inmigración es un recurso limitado para ayudar a mantener la recaudación y el sostenimiento del Estado del bienestar
 |

Tercero, como muestra el gráfico 3, el tipo de retención de IRPF para los salarios es superior al de las pensiones (AEAT, 2025). Tales tipos de retención pueden ser utilizados como *proxy* de las diferencias en el nivel de tributación⁶. No obstante, esas diferencias de escala se han reducido

Gráfico 1

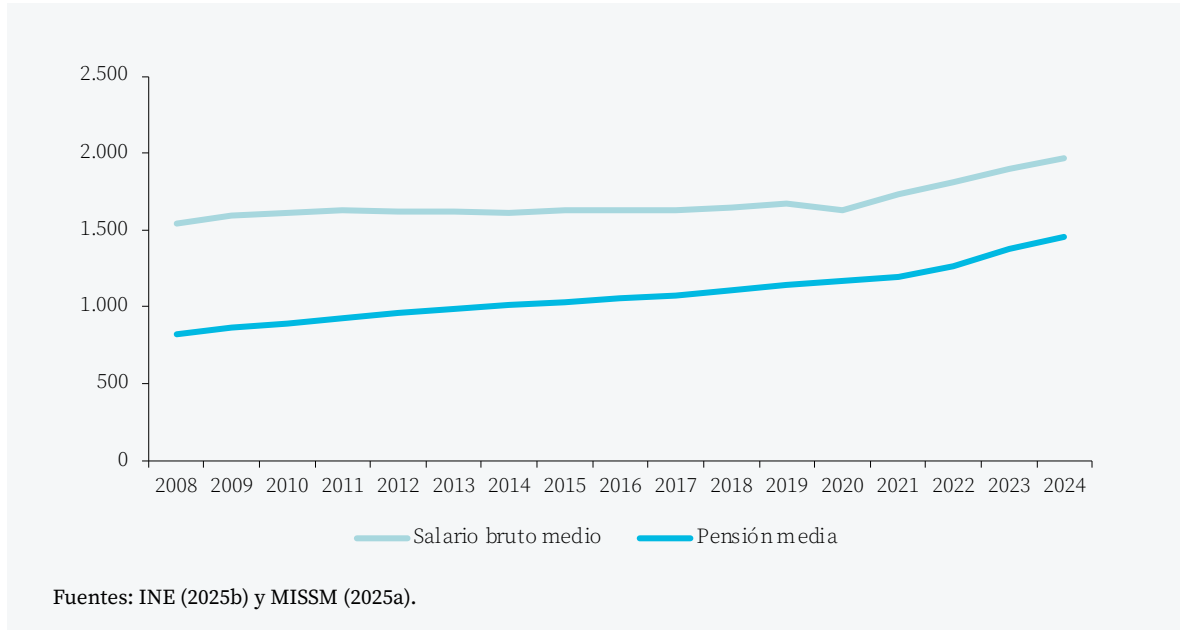
Relación ocupados/pensionistas



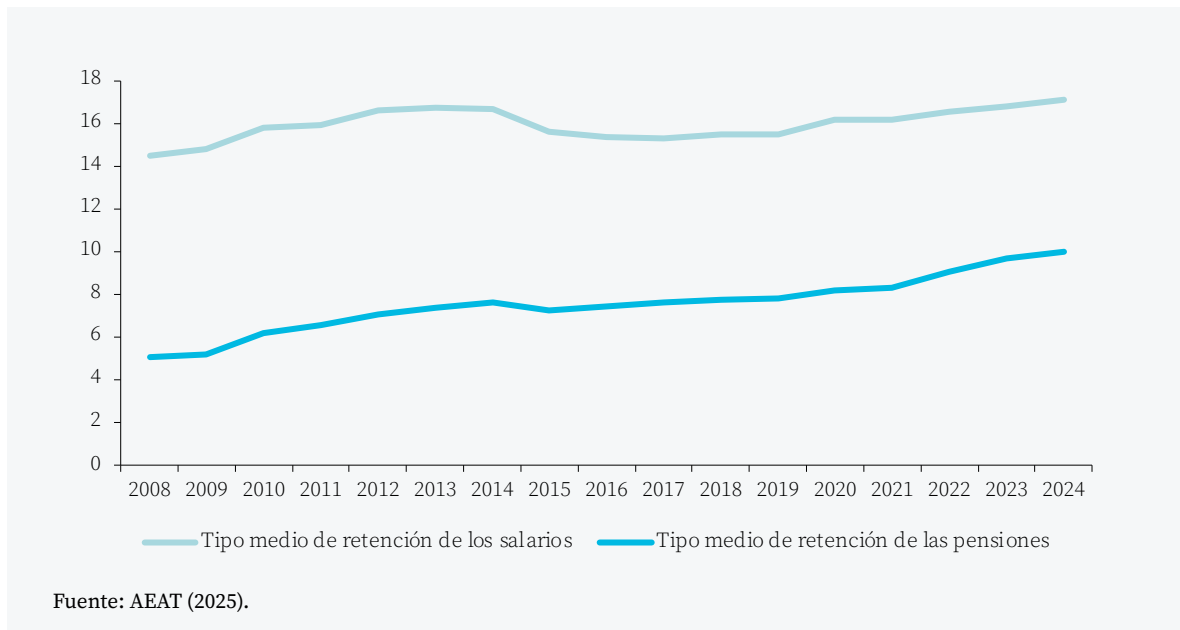
⁶ El tipo de retención de pensiones recogido en el gráfico incluye a la totalidad de pensiones. Sin embargo, la pensión media total es inferior a la de jubilación: en 2024, 1.282 frente a 1.450 euros.

Gráfico 2**Salario bruto vs pensión media**

Euros

**Gráfico 3****Tipo medio de retención en IRPF**

Porcentaje



con la progresiva incorporación de los *baby boomers* al sistema de pensiones.

En suma, la recaudación del IRPF se enfrenta a potenciales riesgos estructurales derivados del envejecimiento. La inmigración es un recurso limitado para ayudar a mantener la recaudación y el sostenimiento del Estado del bienestar⁷:

- La población inmigrante está ocupada en mayor proporción en sectores con menores salarios como servicios o agricultura⁸ (INE, 2025c). Menos del 11 % de los ocupados extranjeros trabaja en la industria, sector con los salarios medios más elevados.
- La ganancia media anual por trabajador de nacionalidad española fue de 28.662 euros anuales en 2023. En el caso de los inmigrantes procedentes de África y América, la ganancia promedio fue de 18.838 euros anuales (INE, 2025b). Según AIReF (2024), la tasa de generosidad de nuestro sistema de pensiones es del 66 % —cociente entre pensión media de jubilación y último salario percibido—. Por tanto, la pensión media de los nuevos jubilados (18.916 euros brutos) está muy próxima al salario medio bruto de un inmigrante. Según estos cálculos, se necesitaría alrededor de un trabajador inmigrante por cada nueva pensión de jubilación para mantener la recaudación

de IRPF inalterada, asumiendo constantes otras fuentes de renta. Esto parece factible si atendemos a los flujos netos de inmigrantes que proyecta AIReF (2025), alrededor de 300.000 personas hasta 2050.

Según estos cálculos, se necesitaría alrededor de un trabajador inmigrante por cada nueva pensión de jubilación para mantener la recaudación de IRPF inalterada, asumiendo constantes otras fuentes de renta.

- En las dos próximas décadas, una parte importante de la población trabajadora inmigrante pasará a formar parte de la población pensionada. En España residen actualmente 8,83 millones de personas nacidas en el extranjero (INE, 2025d)⁹. De ellas, 1,03 millones llegaron a España antes de 2001 y 2,64 millones lo hicieron en la década 2001 a 2010. La edad media de los inmigrantes que llegan a España está próxima a los 32 años (INE, 2025e). Por tanto, es previsible, que una parte relevante de esos 3,54 millones de inmigrantes que llegaron antes de 2010 hayan generado derechos para recibir una pensión de jubilación contributiva en las próximas dos décadas. La incertidumbre, y enorme importancia, de estos efectos para el sostenimiento de nuestro Estado del bienestar exige más trabajo analítico de carácter micro.

7 Las diferencias en el número medio de hijos son muy pequeñas -1,09 en el caso de madres españolas frente a 1,25 en extranjeras (INE, 2025d).

8 En 2024, el salario medio anual en la industria fue de 31.708 euros, seguido de servicios (27.010 euros) y construcción (25.561 euros) (INE, 2025b).

9 Con independencia de que un porcentaje relevante haya conseguido la nacionalidad española.

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
- AIREF. (2024). Documento técnico sobre la variabilidad de los ingresos tributarios desde 2019. Documento técnico 1/24.
- AIREF. (2025). Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2026. Informe 71/25.
- BANCO DE ESPAÑA. (2024). *Informe Anual 2023, Capítulo 2: Demografía y mercado de trabajo*. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/informes-memorias-anales/informe-anual/informe-anual-2023.html>
- IGAE. (2025). Impuestos y cotizaciones de las Administraciones Públicas. <https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadNacional/Publicaciones/Paginas/Publicaciones.aspx>
- INE. (2025a). *Encuesta de Población Activa (EPA)*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176918&menu=ultiDatos&idp=1254735976595
- INE. (2025b). *Encuesta anual de coste laboral*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736060920&menu=resultados&idp=1254735976596
- INE. (2025c). *Encuesta de estructura salarial*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177025&menu=resultados&idp=1254735976596#_tabs-1254736061996
- INE. (2025d). *Censo anual de población*. https://www.ine.es/dyngs/Prensa/CensoVariables2024.htm?utm_source=chatgpt.com
- INE. (2025e). *Proyección de población de España 2024-2074*. <https://www.ine.es/dynt3/inebase/index.htm?padre=6676&capsel=6683>
- INSS. (2025). Altas y bajas de pensiones contributivas en el mes de agosto de 2025.
- MISSM. (2025a). *eSTADISS: Estadísticas de pensiones*. <https://www.seg-social.es/wps/portal/wss/internet/EstadisticasPresupuestosEstudios/Estadisticas/EST23>
- MISSM. (2025b). *Liquidación del presupuesto de la Seguridad Social*. <https://www.seg-social.es/wps/portal/wss/internet/InformacionEconomicoFinanciera/InformacionPresupuestariaFinanciera/393/396/c1ad6867-0fc0-404c-aeb0-63396c194e38>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025). Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024. *Cuadernos de Información Económica*, 305, 47-52. <https://www.funcas.es/articulos/estimacion-de-la-progresividad-en-frio-del-irpf-por-niveles-de-renta-en-el-periodo-2021-2024/>

05

Área Financiera y Digitalización de Funcas



Tipos de interés: perspectivas a medio plazo para la política del BCE

Tras ocho recortes consecutivos de tipos, el Banco Central Europeo (BCE) mantiene una pausa prudente. La inflación converge al 2 %, pero el estímulo adicional que supondría seguir bajando los tipos sería marginal y, probablemente, contraproducente: reactivaría los incentivos al endeudamiento público, distorsionaría las señales del mercado y debilitaría la credibilidad antiinflacionista. Al contrario, un repunte de los precios de los servicios y de los salarios sugiere que el próximo movimiento, a medio plazo, podría no ser a la baja, sino incluso al alza. El reto ahora es acompañar los tipos de interés con la reducción del balance y la retirada gradual de liquidez sin desestabilizar la recuperación.

De la restricción a la pausa: ocho recortes y un compás de espera

La política monetaria del Banco Central Europeo ha transitado, en poco más de tres años, del endurecimiento más intenso de su historia reciente a una secuencia prolongada y calculada de recortes. Tras elevar el tipo de depósito hasta el 3,75 % en 2023 para contener un brote inflacionario que amenazaba con desanclar expectativas, el Consejo de Gobierno emprendió a partir de 2024 un proceso de normalización que redujo los tipos en ocho ocasiones consecutivas de 25 puntos básicos, hasta situarlos en el 2 % en junio de 2025. Con ello, el BCE dio por concluida una etapa de política extraordinariamente restrictiva y abrió una fase de calibración fina, consciente de que la transmisión de sus decisiones se había vuelto más compleja y no lineal.

El giro estuvo motivado por una desinflación sostenida que devolvía la tasa general al entorno del 2 %, pero también por la constatación de que el impulso restrictivo acumulado empezaba a lastrar de manera visible la actividad. El crédito bancario al sector privado se había contraído durante cinco trimestres consecutivos, y las encuestas de préstamos señalaban un endurecimiento significativo de los criterios de concesión. A su vez, la inversión empresarial se frenaba y el consumo privado mostraba una recuperación débil, sostenida más por la mejora del poder adquisitivo que por el abaratamiento del crédito.

A medida que los efectos retardados de la subida de tipos de 2022–2023 se materializaban, el BCE fue modulando su diagnóstico: de un exceso de demanda pasó a un riesgo de estancamiento. La elasticidad de la inflación al tipo de interés se redujo, y los modelos internos comenzaron a reflejar una mayor sensibilidad de la actividad que de los precios. Esa asimetría justificó los recortes de 2024 y 2025. Pero los datos más recientes

sugieren que el margen de maniobra se ha estrechado. El crédito bancario ha dejado de caer, el consumo repunta lentamente y los salarios nominales continúan creciendo por encima de la productividad. La inflación de servicios —más dependiente de la renta laboral— se mantiene por encima del objetivo y revela una rigidez que limita el alcance de nuevos estímulos.

|
Continuar reduciendo los tipos sería de escasa utilidad económica. El coste del dinero ha dejado de ser el principal freno de la actividad
|

En este contexto, continuar reduciendo los tipos sería de escasa utilidad económica. El coste del dinero ha dejado de ser el principal freno de la actividad, y la política monetaria adicional tendería a concentrar sus efectos en el ámbito financiero. Una relajación mayor podría debilitar los incentivos a la consolidación fiscal, aliviando artificialmente el servicio de la deuda pública justo cuando las reglas fiscales europeas vuelven a entrar en vigor. Al mismo tiempo, prolongar un entorno de financiación a coste reducido podría reactivar la búsqueda de rentabilidad con excesivo riesgo y reproducir las distorsiones de valoración observadas durante la etapa de expansión cuantitativa.

El BCE es consciente de ese dilema. Por ello, la pausa actual no responde a una indecisión, sino a una evaluación prudente de los riesgos simétricos: el de actuar demasiado poco frente a un posible repunte inflacionario, y el de actuar demasiado frente a una economía que apenas se sostiene sobre la demanda interna. En términos de equilibrio macrofinanciero, el 2 % del tipo de depósito parece hoy un punto de apoyo razonable: suficientemente bajo para evitar un enfriamiento adicional, pero no tan bajo como para

Cuadro 1

Evolución de los tipos de interés del BCE (2023-2025)

Fecha de decisión	Tipo de depósito (%)	MRO (%)	Tipo marginal (%)	Movimiento	Contexto macro y mensaje
Sep. 2023	3,75	4,00	4,25	Última subida	Inflación al 5,4 %; fin del ciclo restrictivo
Jun. 2024	3,50	3,75	4,00	1.º recorte	Desinflación firme; crédito en desaceleración
Jul. 2024	3,25	3,50	3,75	2.º recorte	El BCE inicia ciclo de normalización
Sep. 2024	3,00	3,25	3,50	3.º recorte	Reducción de las expectativas inflacionarias
Oct. 2024	2,75	3,00	3,25	4.º recorte	Crecimiento débil; consenso a favor de alivio
Dic. 2024	2,50	2,75	3,00	5.º recorte	Inflación al 2,6 %; tono cauteloso
Mar. 2025	2,25	2,50	2,75	6.º recorte	Inflación al 2,3 %; crédito estancado
Abr. 2025	2,25	2,50	2,75	7.º recorte (técnico)	Confirmación del sesgo expansivo
Jun. 2025	2,00	2,15	2,40	8.º recorte	Inflación al 2,1 %; BCE anuncia pausa
Sep. 2025	2,00	2,15	2,40	Sin cambios	Pausa 1 – “en un buen lugar”
Oct. 2025	2,00	2,15	2,40	Sin cambios	Pausa 2 – evaluación de rezagos

Fuente: BCE, decisiones de política monetaria (2023–2025).

deshacer la credibilidad ganada en los últimos dos años.

El nuevo centro de gravedad: la política del balance

La estabilidad de los tipos no equivale a inacción. Desde 2023, el Banco Central Europeo ha desplazado el eje de su estrategia desde el precio del dinero hacia la gestión del balance, convirtiendo la reducción de la liquidez extraordinaria en su principal instrumento de normalización. El enfoque ha sido deliberadamente gradual: dejar vencer los bonos adquiridos bajo el *Asset Purchase Programme* (APP) y el *Pandemic Emergency*

Purchase Programme (PEPP) sin reinvertir el principal, lo que permite absorber liquidez sin alterar bruscamente las condiciones de financiación.

El proceso ha supuesto un cambio de régimen operativo. Durante casi una década, la política monetaria europea descansó sobre la expansión del balance y la abundancia de reservas. Ahora, el BCE busca reintroducir escasez relativa en el sistema para restaurar el papel del tipo de depósito como referencia efectiva del mercado. Desde los máximos de 2022, el volumen total de activos adquiridos ha pasado de algo más de 3,2 billones de euros a 2,69 billones en septiembre de 2025, con un ritmo de reducción que ronda los 30.000 millones mensuales.

|
*La retirada progresiva del BCE como
 comprador neto devuelve protagonismo
 a los inversores privados y revaloriza las
 primas de riesgo soberano*
 |

Este ajuste cuantitativo tiene implicaciones tanto financieras como fiscales. En el plano financiero, la retirada progresiva del BCE como comprador neto devuelve protagonismo a los inversores privados y revaloriza las primas de riesgo soberano, favoreciendo una asignación más eficiente del capital. En el plano fiscal, implica que los Estados deberán volver a financiarse plenamente en los mercados, sin el colchón implícito que ofrecían las reinversiones del banco central. Al mismo tiempo, la menor liquidez del sistema obliga a los bancos a gestionar más activamente su posición en reservas y colateral, lo que revitaliza el mercado interbancario tras años de letargo.

El BCE aplica una reducción pasiva: no reinvierte los vencimientos, pero evita las ventas activas que puedan tensionar los mercados. Esta estrategia minimiza dislocaciones, aunque prolonga

la presencia del banco central en la deuda soberana. A medio plazo, el desmontaje del APP será la pieza central del retorno a un régimen de liquidez más escasa y tipos de mercado con mayor contenido informativo.

Por qué bajar más los tipos sería ineficaz... y potencialmente dañino

El actual nivel del 2 % en la facilidad de depósito no puede considerarse estrictamente neutral, pero sí representa un equilibrio transitorio entre el control de precios, la estabilidad financiera y la sostenibilidad de la deuda soberana. Es un punto de apoyo que permite mantener las expectativas de inflación ancladas sin asfixiar el crecimiento ni generar tensiones innecesarias en los mercados de deuda. Tras un ciclo de ocho recortes consecutivos, el BCE ha alcanzado un nivel de tipos en el que los efectos marginales de nuevas reducciones serían cada vez más débiles y, potencialmente, contraproducentes.

La razón es doble. Por un lado, la transmisión al crédito privado ha perdido sensibilidad: la demanda de financiación de las empresas depende

Cuadro 2

Composición del APP (septiembre 2025)

Subprograma	Tipo de activos	Stock (miles de millones de euros)	Participación (%)
PSPP (deuda pública y supranacional)	Bonos soberanos y organismos UE	2.205	81,9
CSPP (corporativo)	Bonos grado inversión	274	10,2
CBPP3 (bonos cubiertos)	Emisiones bancarias garantizadas	191	7,1
ABSPP (titulizados)	Activos respaldados por préstamos	22	0,8
Total		2.692	100

Fuente: BCE (30/09/2025).

hoy menos del coste financiero marginal y más de las perspectivas de rentabilidad y del grado de confianza en la recuperación. Los hogares, por su parte, ya han ajustado sus decisiones de gasto e hipoteca a los niveles actuales de tipos. Por tanto, un nuevo recorte difícilmente se traduciría en más inversión o consumo, pero sí en una reasignación de riesgos dentro del sistema financiero.

|
*Con rentabilidades soberanas
históricamente bajas, un descenso
adicional en el coste de financiación
aliviaría la carga de la deuda justo cuando
la política fiscal debería orientarse a la
consolidación*
|

Por otro lado, el sector público se convertiría en el principal beneficiario de un eventual nuevo estímulo. Con rentabilidades soberanas históricamente bajas, un descenso adicional en el coste de financiación aliviaría la carga de la deuda justo cuando la política fiscal debería orientarse a la consolidación. Bajar los tipos en ese entorno equivaldría a subvencionar el endeudamiento público, retrasando los ajustes presupuestarios y erosionando la separación entre política monetaria y fiscal. Esa externalidad es particularmente delicada en una unión monetaria con 20 tesoros nacionales y una única autoridad monetaria.

Además, un entorno de tipos más bajos reabriría las distorsiones financieras que el BCE ha intentado corregir durante los últimos dos años. La búsqueda de rentabilidad en activos de mayor riesgo, la sobrevaloración de ciertos segmentos de deuda corporativa y la compresión artificial de los márgenes bancarios volverían a manifestarse. La experiencia del periodo 2016–2019 muestra que prolongar demasiado la política

ultraexpansiva acaba reduciendo la eficiencia del canal bancario y generando dependencias estructurales difíciles de revertir.

El BCE es consciente de ese equilibrio delicado. La pausa actual refleja una evaluación prudente de los riesgos de moverse en cualquiera de los dos sentidos. Por un lado, seguir relajando los tipos podría generar riesgos de estabilidad más amplios que los beneficios macroeconómicos marginales. Por otro, mantener los tipos estables mientras los salarios y los servicios conservan cierta rigidez podría ser insuficiente para garantizar la convergencia definitiva hacia el objetivo del 2 %.

En ese contexto, un ajuste moderado al alza —si la inflación subyacente persiste o los costes laborales siguen acelerándose— no debe descartarse. Una subida simbólica reforzaría la credibilidad antiinflacionista del BCE sin deteriorar de forma significativa las condiciones de financiación ni amenazar la recuperación. En el fondo, la pausa no implica un sesgo bajista, sino la apertura de un margen de espera para decidir en qué dirección se encuentra el verdadero equilibrio de medio plazo. La normalización monetaria, más que una trayectoria lineal, se convierte así en un proceso de calibración continua, donde la prudencia es la forma más sofisticada de acción.

El 2 % como rango operativo y ancla de credibilidad

El 2 % se ha consolidado como el punto de referencia operativo de la nueva etapa de la política monetaria europea. A este nivel, los márgenes bancarios se han estabilizado y la transmisión de la política monetaria vuelve a apoyarse en canales convencionales, sin necesidad de medidas extraordinarias. El crédito al sector privado

ha dejado de caer, pero no se ha reactivado de forma significativa, lo que sugiere que la política monetaria mantiene todavía un sesgo restrictivo leve pero eficaz.

Desde el punto de vista fiscal y financiero, el 2 % representa un punto de equilibrio frágil. Tipos más bajos volverían a incentivar el endeudamiento público y debilitarían la disciplina presupuestaria justo cuando la política fiscal debe asumir un papel más restrictivo. Tipos más altos, en cambio, tensionarían las finanzas nacionales —sobre todo en la periferia— y podrían fragmentar la transmisión monetaria.

En conjunto, el nivel actual permite preservar la coherencia entre la estabilidad de precios, la sostenibilidad fiscal y la estabilidad financiera. No se trata de un tipo neutral, sino de un rango de compromiso, en el que el BCE puede mantener la convergencia de la inflación hacia el objetivo sin reabrir desequilibrios financieros ni fiscales. El desafío será determinar cuánto tiempo puede sostenerse este equilibrio sin que las inercias salariales o la rigidez del gasto público obliguen a un nuevo ajuste al alza.

Riesgos y asimetrías

La inflación subyacente muestra una resistencia mayor de la prevista, especialmente en el componente de servicios. Mientras los bienes industriales y la energía han moderado su avance gracias a la normalización de las cadenas de suministro y al ajuste de los precios mayoristas, el crecimiento de los salarios nominales —superior al 3 % interanual en la zona del euro— mantiene vivas las presiones internas sobre los precios. Este diferencial entre salarios y productividad sugiere que el proceso de desinflación podría haber alcanzado su fase final: la inflación ya no cae por efecto de los *shocks* de oferta, sino que

depende de la moderación de la demanda y de la capacidad de las empresas para absorber costes sin trasladarlos a precios.

En paralelo, las rentabilidades de la deuda a largo plazo han repuntado ligeramente desde el verano. El bono alemán a diez años se mantiene en torno al 2,6 %, frente al 2,3 % de principios de año, mientras el bono italiano ronda el 4 %, ampliando de nuevo el diferencial nortésur. Este movimiento refleja menos una pérdida de confianza en el BCE que una normalización del mercado de deuda tras la reducción del APP y la desaparición progresiva de su efecto ancla. La curva de tipos se ha empujado moderadamente, señal de que los inversores descuentan un equilibrio prolongado de tipos en el entorno actual, pero con un riesgo latente de repunte inflacionario si los salarios o el precio de la energía se enquistan.

El contexto global añade complejidad. Las tensiones geopolíticas persistentes introducen un sesgo alcista sobre los precios industriales y sobre la logística internacional. Aunque la inflación general se ha moderado hasta el 2 %, los factores estructurales que alimentaron su repunte en 2022 no han desaparecido del todo. En ese sentido, el BCE afronta un equilibrio inestable: una política demasiado laxa podría reactivar los focos de inflación importada, mientras que una excesivamente restrictiva podría agravar el deterioro del crédito y la inversión.

Por otro lado, el proceso de drenaje de liquidez está modificando las condiciones de funcionamiento del mercado monetario. Tras más de una década de abundancia de reservas, el Eurosistema se aproxima a un régimen de reservas escasas, donde la competencia por el colateral y las reservas remuneradas puede provocar episodios puntuales de volatilidad en los tipos interbancarios. El BCE trabaja ya en un rediseño

técnico del marco operativo, ajustando el corredor de tipos y recalibrando las operaciones a plazo para evitar dislocaciones. En la práctica, la gestión de la liquidez se ha convertido en el nuevo instrumento de ajuste fino: un cambio estructural respecto al paradigma anterior basado en tipos y compras de activos.

Finalmente, las divergencias nacionales continúan condicionando la transmisión de la política monetaria. Las economías del norte —Alemania, Países Bajos, Austria—, con mayor peso de préstamos a tipo fijo y menor endeudamiento público, absorben mejor los cambios en los tipos oficiales. En contraste, las economías del sur —España, Italia, Portugal, Grecia—, donde predominan los créditos a tipo variable y el peso de la deuda pública es elevado, muestran una sensibilidad mucho mayor a cada ajuste. Esta heterogeneidad limita el margen de maniobra del BCE y obliga a una calibración extremadamente prudente. El banco central debe actuar con un equilibrio casi quirúrgico: suficientemente firme para preservar la credibilidad, pero lo bastante flexible para no fracturar la cohesión financiera de la zona del euro.

Perspectivas a medio plazo (2026–2028)

El escenario base contempla que los tipos oficiales del BCE se mantendrán estables durante buena parte de 2026, en torno al nivel actual de la tasa de depósito del 2 %, acompañado de una reducción gradual del volumen del programa de compras de activos (APP). Esta proyección responde a la convergencia de la inflación general hacia el 2 %, al crecimiento moderado de la zona del euro y al hecho de que la política monetaria ya ha realizado un ciclo significativo de recortes. En ese contexto, el BCE parece haber alcanzado un “punto de apoyo” operativo en el que una nueva bajada de tipos ofrecería una mejora

marginal limitada, y por ello priorizaría consolidar la normalización del balance.

Sin embargo, el análisis de los riesgos sugiere que el próximo movimiento a medio plazo podría no ser a la baja. Si la inflación —y especialmente su componente subyacente— se estabiliza algo por encima del 2 % durante 2026, y si los salarios y los precios de los servicios mantienen una dinámica acelerada, el BCE podría considerar una subida moderada de tipos. Esta acción estaría orientada no tanto a castigar el crecimiento, sino a reforzar la credibilidad antiinflacionista: demostrar que la pausa no implica complacencia, sino vigilancia. Además, al subir, el coste financiero del endeudamiento público volvería a reflejar una prima de riesgo más realista, lo que ajustaría el incentivo fiscal hacia la consolidación y reduciría la dependencia de la política monetaria para sostener la financiación estatal.

En el extremo opuesto, si el escenario externo se deteriora —por ejemplo, un enfriamiento global, una caída más pronunciada del precio del petróleo o una fuerte desaceleración del comercio internacional—, la inflación podría situarse por debajo del objetivo del BCE. En ese caso, se abriría la puerta a un ajuste técnico a la baja de los tipos, aunque la institución parece hoy más inclinada a modular la velocidad de la reducción del balance que a recurrir a nuevos recortes de tasas. Esta preferencia responde al reconocimiento de que la transmisión monetaria es menos eficaz que en el pasado, y a que la política cuantitativa (balance) podría ofrecer mayor flexibilidad para relajar condiciones sin enviar señales de cambio de ciclo tan visibles como una caída de tipos.

El desafío principal para el BCE será entonces mantener un equilibrio entre tres objetivos simultáneos: la retirada ordenada del soporte cuantitativo (liquidez y cartera de activos), la

preservación de unas condiciones de financiación homogéneas en toda la zona del euro, y la salvaguarda de la credibilidad de la política monetaria. En este sentido, la institución busca reconstruir un marco de política en el que el tipo de depósito vuelva a ser el instrumento principal de transmisión, y el balance —amplio durante la

última década— recupere su papel de amortiguador secundario. Ese cambio de énfasis implica que el BCE está menos dispuesto a mover tipos como primera respuesta, y más preparado para utilizar mecanismos de liquidez y vencimientos de activos como palanca de ajuste.

Conclusión

El ciclo de ocho recortes ha cumplido su propósito esencial: contener la inflación sin quebrar la confianza en la moneda ni en la capacidad del BCE para gestionarla. Pero el margen para continuar bajando tipos se ha agotado. A partir de ahora, la estabilidad —o incluso un leve endurecimiento— se perfila como la vía más eficaz para consolidar la credibilidad del banco central y permitir que los mercados de deuda recuperen su función disciplinaria, perdida durante años de intervencionismo monetario.

El próximo capítulo de la política del BCE no se escribirá en los tipos de interés, sino en la gestión del balance. Su éxito dependerá de la habilidad para reducir la huella del banco central en los mercados sin erosionar el control sobre la inflación ni poner en riesgo la cohesión financiera de la eurozona. Si lo logra, el euro habrá dejado atrás la era de la excepcionalidad monetaria y recuperará un marco de normalidad en el que la estabilidad de precios, la prudencia fiscal y la autonomía del mercado vuelvan a sostenerse mutuamente.

06

Ángel Berges, Lucía Ibáñez y María Rodríguez
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Dinámica emisora de la banca española en los mercados de deuda

La emisión de valores de renta fija en los mercados mayoristas se ha consolidado como una práctica habitual en la gestión financiera de las entidades bancarias, especialmente en los últimos años. Este dinamismo responde, fundamentalmente, a dos factores: por un lado, la retirada gradual del BCE como proveedor de liquidez a medio y largo plazo y el vencimiento de las distintas rondas de TLTRO lanzadas durante la pandemia; y por otro, la necesidad de cumplir con los requerimientos de MREL desde comienzos de 2024. En esa presencia recurrente como emisor, la banca española ha desarrollado una gestión muy ágil y proactiva, adecuando la distribución de instrumentos, emisores y vencimientos a las circunstancias del mercado en cada momento. El último quinquenio constituye un excelente laboratorio para analizar dicha proactividad al haber vislumbrado un ciclo completo de tipos de interés y de condiciones de emisión en los mercados mayoristas de deuda.

Presencia recurrente de la banca como emisor en los mercados de deuda

La emisión de valores de deuda en los mercados mayoristas viene siendo una práctica habitual y recurrente por parte de la banca española desde hace más de una década. Este proceso coincidió con la puesta en marcha del mecanismo único de supervisión, lo que supuso una recuperación de la credibilidad en los mercados mayoristas tras la severa crisis financiera que había provocado su cierre.

Esa presencia sistemática de la banca como emisor en los mercados de deuda ha favorecido el desarrollo de una gestión muy ágil y proactiva, adecuándose no solo a las necesidades derivadas de los calendarios regulatorios (en particular, la entrada en vigor gradual del *Minimum Requirement of Own Funds and Eligible Liabilities* o MREL, por sus siglas en inglés), sino también a las condiciones cambiantes del mercado. Todo ello se ha traducido en una adaptación continua de la combinación de instrumentos y vencimientos más apropiada, así como la incorporación de un mayor número de emisores, con una creciente participación de entidades de menor tamaño, en contraste con el predominio de las grandes entidades que tenía lugar en los primeros años de la Unión Bancaria.

Para evidenciar esa gestión proactiva y la capacidad de adaptación al mercado de la banca española, se toma como referencia el periodo 2020-2025, durante el cual se han sucedido tres fases diferenciadas que configuran un ciclo completo, tanto de los tipos de interés de referencia, como de las condiciones diferenciales aplicadas a la banca por los mercados.

El gráfico 1a ilustra cómo la emisión de instrumentos de deuda por la banca española ha sido muy intensa en el periodo analizado, oscilando entre 64.000 y 82.000 millones, con el máximo volumen de emisión registrado en 2023¹. Ese volumen de emisiones brutas contrasta, en todo caso, con las emisiones netas, que son mucho más reducidas, en torno a 13.000-23.000 millones anuales, o incluso muestran un saldo negativo en el último periodo de doce meses (véase gráfico 1b). La marcada diferencia entre ambas magnitudes refleja el importante peso de los vencimientos y la activa política de refinanciación seguida por las entidades.

Esa gestión de la refinanciación es especialmente relevante en el caso de los denominados CoCo, o instrumentos de capital adicional (AT1). Dichos instrumentos no tienen vencimiento explícito, sino ventanas de amortización (*call*) por parte del emisor. El ejercicio de dicha amortización es considerado por los mercados como una señal muy positiva, en tanto en cuanto transmite la buena salud de la entidad emisora.

|
El elevado volumen de emisiones brutas en comparación con la emisión neta (aproximadamente una proporción de tres a uno) evidencia una actitud altamente proactiva por parte de las entidades
 |

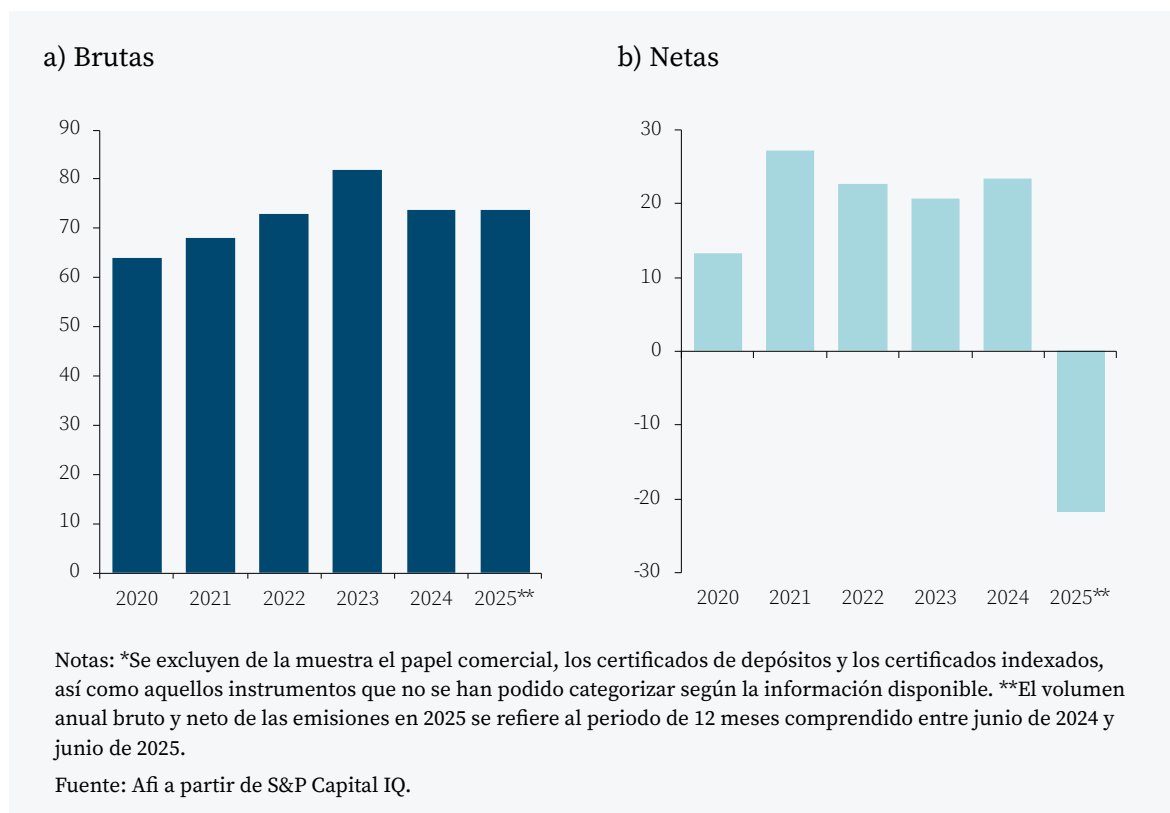
En todo caso, ya sea por el ejercicio de las *call* en los CoCo o por la renovación de otros instrumentos de deuda, bien por vencimiento natural o anticipado, el elevado volumen de emisiones brutas en comparación con la emisión neta (aproximadamente una proporción de tres a uno) evidencia una actitud altamente proactiva por parte de las

¹ Conviene precisar que las cifras correspondientes a 2025 se refieren al periodo de doce meses comprendido entre junio de 2024 y junio de 2025, con el fin de mantener un horizonte homogéneo de comparación.

Gráfico 1

Volumen anual de emisiones de la banca española*

Miles de millones de euros



entidades. Esta dinámica refleja una recurrencia en las apelaciones al mercado, lo que contribuye a mantener una línea permanente de oferta y liquidez, y, sobre todo, de exponerse de forma permanente al escrutinio del mercado.

Dinámica emisora: distribución por instrumentos, emisores y vencimientos

Esa presencia recurrente de la banca española como emisora en los mercados, en todo caso, presenta notables variaciones en cuanto al tipo de instrumentos emitidos, el plazo de emisión

de estos, así como al perfil de las entidades que acuden al mercado.

En términos de instrumentos, se ha pasado de una clara predominancia de las emisiones garantizadas, que representaban alrededor del 75 % en los primeros años de la Unión Bancaria y el 50 % en el periodo 2020-2022, a una mayor concentración en instrumentos no garantizados. En 2024, las emisiones garantizadas apenas suponían ya el 25 % del total (véase gráfico 2). Esta transición ha estado motivada por la necesidad de las entidades de emitir instrumentos elegibles para MREL), requisito de obligado cumplimiento²

2 A excepción de limitados casos en base al artículo 12, párrafos 1 y 7 del Reglamento (UE) n.º 806/2014.

para las entidades de crédito europeas a partir del 1 de enero de 2024.

Atendiendo a otros tipos de instrumento, se observa una reducción significativa en la proporción de instrumentos híbridos o de mayor subordinación (AT1 y *Tier 2*) durante 2022, coincidiendo con el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés. Este entorno encareció el coste de emisión de estos instrumentos, para los que los inversores exigen un mayor cupón en compensación del mayor riesgo asumido, derivado de su menor grado de protección y de su función

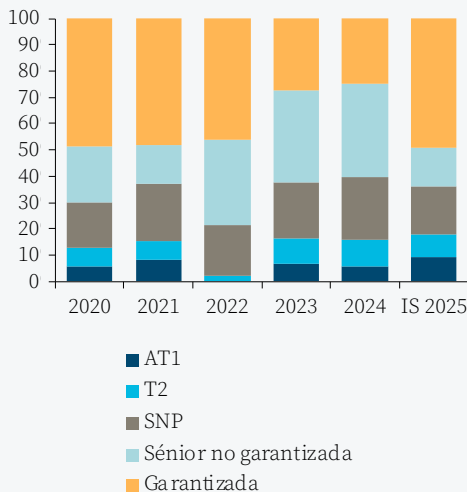
de absorción de pérdidas. Tras el episodio de crisis vinculados a Credit Suisse y otros bancos regionales estadounidenses en marzo de 2023, los mercados de deuda de estos instrumentos subordinados (AT1 y *Tier 2*) se vieron inicialmente afectados, pero el mercado mostró una reapertura progresiva que se consolidó durante el 2024, cuando el volumen emitido de instrumentos AT1 representó el 3 % del total de volumen emitido, y el 15 % en el caso de los instrumentos *Tier 2*. El primer semestre de 2025 ha estado caracterizado por un incremento del volumen de emisión de instrumentos AT1, que crecieron un 16 %

Gráfico 2

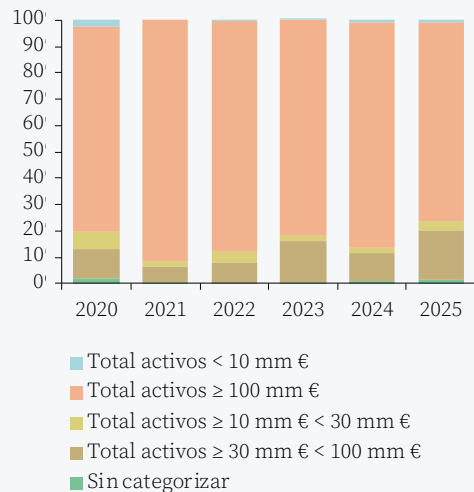
Volumen emitido

Porcentaje total del volumen emitido

a) Por tipo de instrumento



b) Por tamaño del emisor



Notas: *Se excluyen de la muestra el papel comercial, los certificados de depósitos y los certificados indexados, así como aquellos instrumentos que no se han podido categorizar según la información disponible. **Para la clasificación de las entidades bancarias según su volumen total de activos, se utiliza la media del tamaño de balance para el periodo 2016-2024. “Sin categorizar” se refiere a las emisiones realizadas por entidades para las que no se dispone de su volumen de activos para el periodo analizado.

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

interanual, aumentando su peso sobre el total emitido hasta el 6 % (véase gráfico 2a).

En términos de emisores, en los últimos años se aprecia una incorporación progresiva de entidades de menor tamaño, especialmente de bancos medianos (balance entre 30.000 y 100.000 millones de euros). Esta tendencia se consolida durante la primera mitad de 2025, cuando las entidades de tamaño mediano concentraban el 19 % del volumen emitido, y el conjunto de entidades con un balance inferior a 100.000 millones de euros el 25 % del total emitido (véase gráfico 2b).

Si se analizan las emisiones según su plazo de vencimiento original, se observa que, durante los años 2022 y 2023, se redujo el peso de los

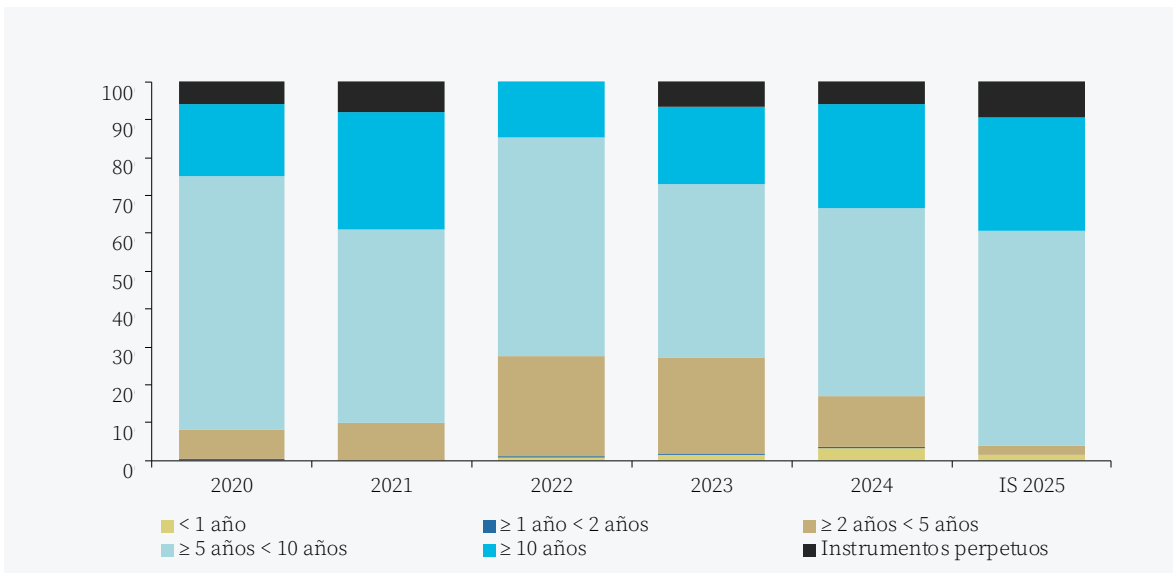
instrumentos con plazos más largos (≥ 5 años) respecto a 2020, en paralelo a un aumento de la proporción de las emisiones con plazo más corto (≥ 2 años > 5 años), en un contexto de subidas que llevó a las entidades a tratar de minimizar los costes de financiación (véase gráfico 3). Con la moderación de los costes de financiación observada en 2024, esta tendencia se revirtió, registrándose un incremento en la proporción de emisiones con vencimiento igual o superior a 5 años.

Durante el primer semestre de 2025, esta preferencia por plazos más largos se intensifica, en consonancia con unos tipos de emisión contenidos y sin especial presión en los tramos largos. En particular, aumenta el peso de

Gráfico 3

Distribución de las emisiones por plazo de vencimiento original

Porcentaje total



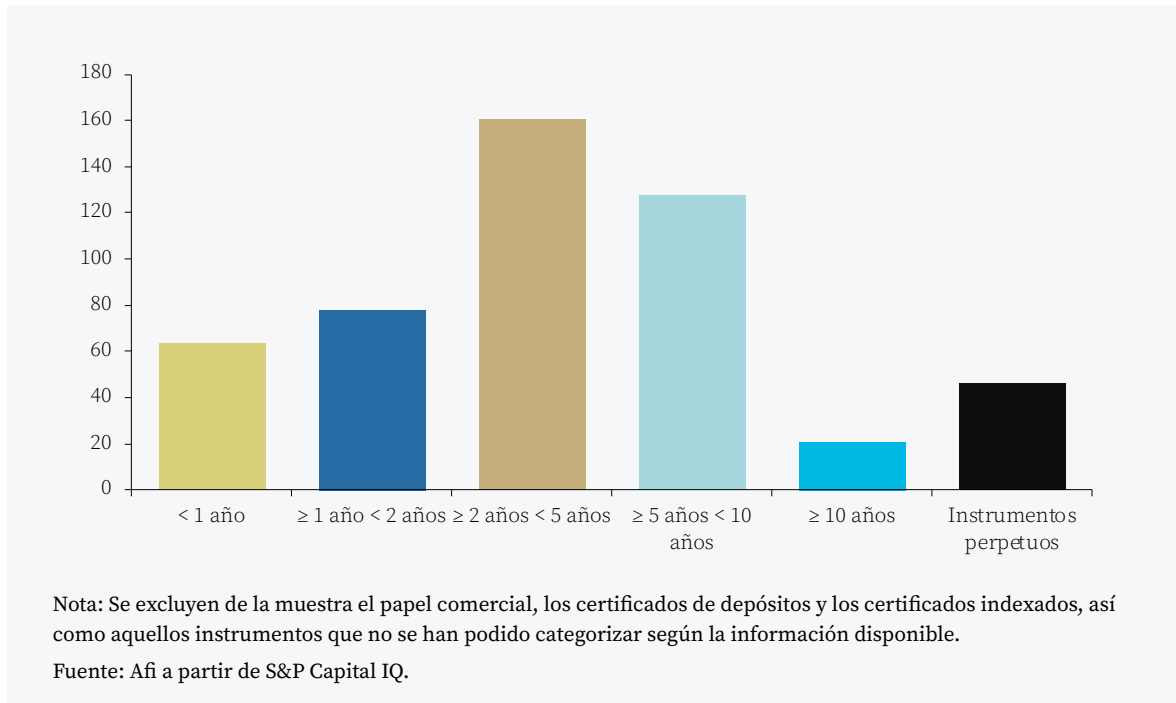
Nota: Se excluyen de la muestra el papel comercial, los certificados de depósitos y los certificados indexados, así como aquellos instrumentos que no se han podido categorizar según la información disponible.

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

Gráfico 4

Instrumentos vivos a 30 de junio de 2025 por años de vencimiento residual

Miles de millones de euros



los instrumentos con vencimientos entre 5 y 10 años, así como de los iguales o superiores a 10 años, y se observa un repunte en las emisiones perpetuas. En paralelo, disminuye la emisión de instrumentos con vencimientos entre 2 y 5 años y, en menor medida, de los inferiores a un año. Esta evolución sugiere que las entidades están aprovechando las condiciones favorables de financiación para asegurar costes en el largo plazo, en un contexto de incertidumbre geopolítica y comercial que podría tensionar las curvas de tipos. Este comportamiento también puede vincularse a una estrategia de gestión de la estructura de financiación, especialmente en un contexto en el que el 61 % del volumen vivo vence en los próximos cinco años y el 87 % lo hace antes de 2035, lo que incrementa las necesidades de refinanciación a medio plazo (véase gráfico 4).

Coste de emisión: reducción de diferenciales

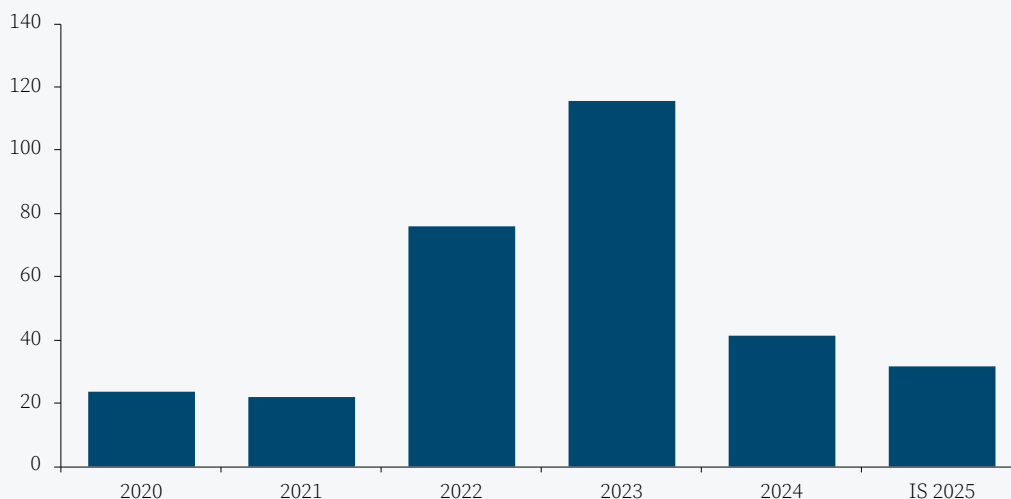
En relación con los costes de financiación, estos guardan una elevada correlación con la evolución de los tipos de referencia (interbancario en el corto plazo y mercados de deuda pública en el largo plazo), de tal manera que han seguido una senda cíclica: muy reducidos en 2020-2021, notablemente superiores en 2022-2023, y nuevamente reduciéndose en 2024-2025.

En todo caso, más allá de esa evolución asociada a los tipos de referencia, merece la pena resaltar la reducción de diferenciales que se ha producido en una triple dimensión: frente a la deuda soberana, frente a la deuda garantizada y, por último, entre emisores de menor y mayor tamaño.

Gráfico 5

Diferencial del coste de emisión de la deuda sénior (no garantizada) respecto a la deuda soberana española

Puntos básicos



Notas: *Se muestra el diferencial del coste de emisión de la deuda sénior (no garantizada) a tipo fijo denominada en euros frente a la TIR del bono soberano español con plazo de vencimiento equivalente, ponderado por el volumen emitido. **Se muestra el coste medio ponderado por volumen emitido para cada categoría de subordinación. ***Se utiliza una muestra representativa de emisiones para las que se dispone información sobre su coste de emisión, de la cual el 74,9 % de los instrumentos son emitidos en euros, el 21,7 % en USD y el 3,32 % en GBP. Por tipo de cupón, el 76,6 % son instrumentos emitidos a tipo fijo y el 23,4 % emitidos a tipo variable. Se excluyen los instrumentos AT1 y Tier 2 por el limitado número y volumen de las emisiones.

Fuentes: Afi a partir de S&P Capital IQ y LSEG-Eikon.

|
El diferencial bancario (representado por la deuda no garantizada) frente a la deuda soberana española ha registrado una notable reducción desde el 2024
 |

En primer lugar, el diferencial bancario (representado por la deuda no garantizada) frente a la deuda soberana española ha registrado una notable reducción desde el 2024, situándose en torno a los 30 puntos básicos durante el primer semestre de 2025, lo que supone una re-

ducción de 84 puntos básicos respecto a 2023 (véase gráfico 5).

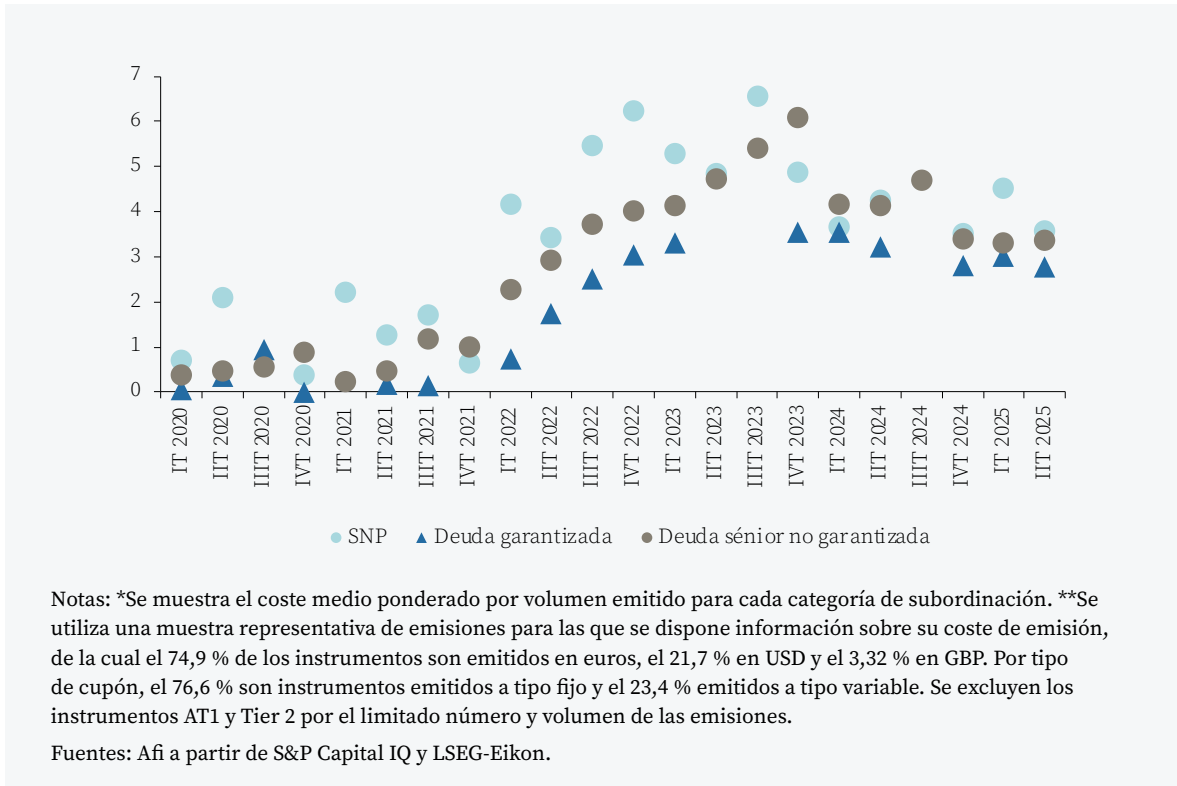
En segundo lugar, dentro de la deuda emitida por las entidades bancarias, se ha producido una notable reducción en el diferencial entre emisiones garantizadas y no garantizadas (véase gráfico 6), reflejando una recuperación evidente de la confianza en la solvencia y calidad crediticia de la banca española.

Esa mejora en la percepción del riesgo bancario en los mercados de deuda, por otra parte, se

Gráfico 6

Coste de emisión

Porcentaje



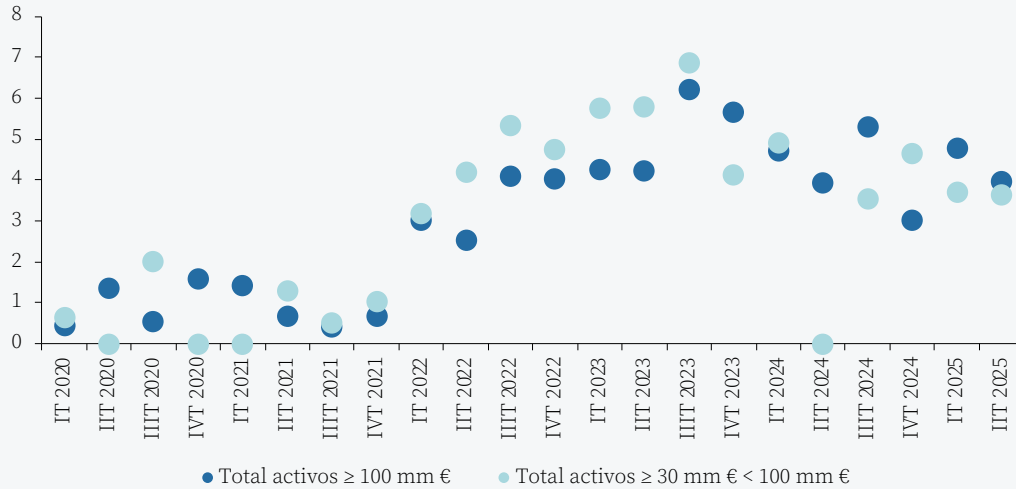
ha extendido a un creciente número de entidades, especialmente aquellas con un tamaño de balance inferior. Como puede comprobarse en el gráfico 7, el diferencial de coste de emisión entre entidades de mayor tamaño (balance superior a 100.000 millones de euros) y las de tamaño

mediano (30.000 y 100.000 millones de euros), que alcanzaron máximos en el periodo de tipos más elevados, se ha corregido notablemente, ilustrando que esa mejora en la percepción del riesgo bancario ha sido muy generalizada entre todo tipo de entidades.

Gráfico 7

Coste de emisión por tamaño del emisor

Porcentaje



Notas: *Se muestra el coste medio ponderado por volumen emitido para el conjunto de emisiones de cada grupo de entidades de las que se dispone información a partir de la muestra utilizada en el gráfico 6. **Para la clasificación de las entidades bancarias según su volumen total de activos, se utiliza la media del tamaño de balance para el periodo 2016-2024.

Fuentes: Afi a partir de S&P Capital IQ y LSEG-Eikon

Conclusión

Aunque con variaciones en cuanto a instrumentos emitidos, plazos de emisión, y tamaño de emisores, la banca española ha mantenido durante el último quinquenio una presencia significativa y recurrente como emisora en los mercados mayoristas de deuda, con volúmenes de emisión brutos muy elevados que triplicaban las emisiones netas. Esa recurrencia, junto con la exposición constante al escrutinio del

mercado (y sumada a la sólida mejora de los fundamentos de la banca española), ha contribuido, sin duda, a la acogida favorable de estas emisiones. Todo ello se ha traducido en una reducción de diferenciales en una triple dimensión: en primer lugar, de la banca en conjunto frente a la deuda pública; en segundo lugar, de los instrumentos no garantizados frente a los garantizados; y finalmente, de los emisores de dimensión mediana frente a los de mayor dimensión.

07

Daniel Manzano

Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Paso firme del seguro español en 2025

Primas, resultados y rentabilidades del sector seguros se sitúan en zona de máximos históricos, tras años en los que los extraordinariamente bajos tipos de interés impactaron negativamente en el negocio de vida, y otros posteriores en los que la inflación derivada de la crisis del COVID-19 y la guerra de Ucrania lo hizo en algunos ramos importantes del negocio de no vida. Normalizada la política monetaria y con unos niveles de actividad económica en nuestro país que contrastan muy favorablemente con los de los países de nuestro entorno, los datos sectoriales conocidos de la primera mitad de año apuntan un notable avance adicional de las cifras del sector seguros en 2025. En el artículo se analizan los factores principales que lo están soportando, así como su impacto positivo en las cuentas del sector bancario.

La economía española ha mantenido un contexto macroeconómico favorable durante el primer semestre de 2025. La inflación se ha moderado significativamente y los tipos de interés han seguido relajándose, lo que ha favorecido el consumo y la inversión, haciendo de nuestra economía una de las más dinámicas de los países desarrollados. El crecimiento del PIB se mantiene en tasas cercanas al 3,0 % con una evolución positiva del empleo y de la demanda interna, en un contexto de sólido superávit exterior, reducción del déficit público y continuación del desapalancamiento del sector privado.

Este entorno ha contribuido a mejorar la confianza de los hogares y empresas, lo que se ha reflejado en una mayor contratación de seguros manteniéndose el crecimiento robusto del negocio de no vida, especialmente en los ramos de salud y automóviles. Y junto a ello, se ha vuelto a revitalizar singularmente el negocio de vida después de la estabilización de los ingresos por primas en 2024, que sucedieron a su explosivo crecimiento en 2023 al calor de los tipos de interés, máximos en muchos años, que se alcanzaron en dicho ejercicio. Aun cuando en 2025 los tipos de interés se han estabilizado en niveles significativamente más bajos, el éxito en la contención de la inflación y la “normalización” de la pendiente de la curva de tipos ha favorecido el ahorro a largo plazo, más propio de la actividad aseguradora. Además, a pesar de la incertidumbre geopolítica, el favorable comportamiento de los mercados (*spreads* crediticios y mercados bursátiles) también ha contribuido a la consolidación y expansión del negocio de vida-ahorro, amén de contribuir positivamente a los resultados financieros de las propias compañías aseguradoras. De este modo, a nivel europeo, España se posiciona como uno de los mercados más dinámicos del sector asegurador en la actual coyuntura.

Los ingresos totales por primas alcanzaron a mitad de año 45.728 millones de euros, definiendo una tasa de crecimiento de dos dígitos del 12,2 % respecto del mismo periodo del año anterior que, de mantenerse, lo cual es bastante probable, hará que se superen holgadamente por primera vez en nuestro país los 80.000 millones de euros en un ejercicio completo.

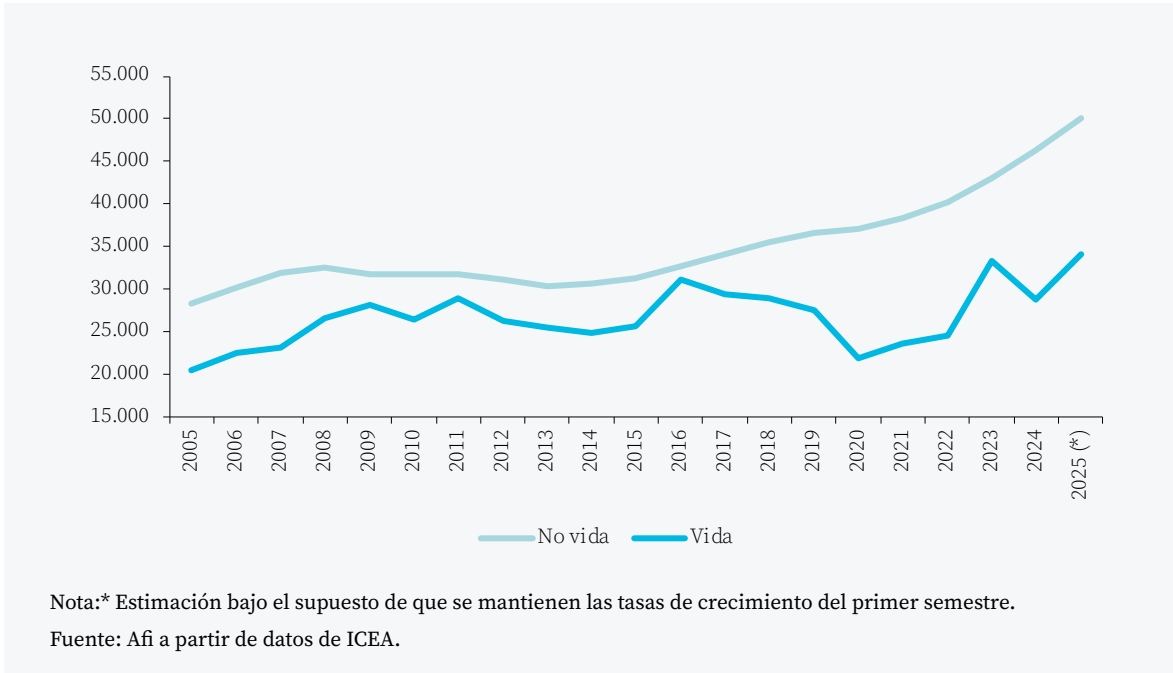
|
Cuando los altos niveles de tipos de interés alcanzados propulsaron el negocio de vida, este segmento está liderando la expansión de los ingresos (primas) del sector
|

Como hace dos años, cuando los altos niveles de tipos de interés alcanzados propulsaron el negocio de vida, este segmento está liderando la expansión de los ingresos (primas) del sector, bien es cierto que en un contexto distinto que ya hemos señalado. Unos tipos de interés más bajos (pero razonables en el actual contexto de inflación actual baja y controlada) con una pendiente positiva que favorece el ahorro a medio y largo plazo, junto con un escenario de mercados (crédito y bolsa) que, aunque en un contexto de volatilidad, se han mostrado resistentes y alcistas, han impulsado de nuevo la captación por las compañías aseguradoras de flujos de ahorro de las familias. Desde luego, en su modalidad de vida-ahorro, cuyo crecimiento del 20,9 % se deriva de un contexto favorable para la inversión a medio y largo plazo con la curva de tipos actual y de una reducida competencia de los depósitos bancarios dado el exceso de liquidez. Además, los productos de vida-ahorro con riesgo tomador (*unit-linked*), con mucha menos penetración en nuestro país que en los de nuestro entorno, han seguido manteniendo la pujanza demostrada en los años recientes en 2025. Por su parte, la modalidad de vida-riesgo muestra también un crecimiento del 6,4 %. De este modo, el conjunto

Gráfico 1

Evolución de las primas de vida y no vida

Millones de euros



del negocio de vida alcanza tasas de expansión interanual de sus primas de nada menos que el 18,2 % en esta primera mitad de año. Tal crecimiento se refleja de manera natural en las provisiones técnicas de vida, que ya superan los 215.000 millones de euros, con un crecimiento interanual del 3,4 %, que refleja la estabilidad y solidez del negocio.

Además, la mencionada revitalización del negocio de vida viene acompañada en la actualidad de un notable crecimiento del negocio de no vida (gráfico 1). Su expansión a tasas del 8 %, por encima incluso de la del conjunto de 2024 a pesar de la moderación de la inflación, está soportada por dos factores. En primer lugar, el excelente dinamismo de la economía española al que ya hemos hecho referencia. Pero también, en segundo lugar, por la reapreciación de las primas

que, en este contexto, las compañías han podido trasladar a los asegurados; particularmente en aquellos ramos en los que las tasas de siniestralidad más habían erosionado recientemente sus márgenes, singularmente en el de automóviles. Tales subidas de primas y el crecimiento de las ventas de autos han propiciado un aumento de los ingresos de dicho ramo de prácticamente un 9 % en tasa interanual durante el primer semestre (el mismo ritmo que en 2024). Salud, por su parte, se expande incluso a ritmos más elevados del 11,6 %, poniendo de manifiesto que se sigue manteniendo intacta una extraordinaria demanda de esta modalidad de seguro. Su pujanza, al margen del ciclo económico, le conducirá, antes que tarde, a encabezar en importancia el *ranking* de seguros de no vida, por encima del ramo de automóviles. Los otros dos segmentos, multirriesgo y resto de no vida,

Cuadro 1

Estimación de primas para el total del sector

Millones de euros

Ramos	Volumen estimado de primas para el total del sector					Variación (%)			
	2021	2022	2023	2024	1S 2025	2022-21	2023-22	2024-23	1S 25-1S 24
Total seguro directo	61.798	64.805	76.364	75.161	45.728	4,9	17,8	-1,6	12,2
No vida	38.247	40.270	43.004	46.333	25.981	5,3	6,8	7,7	8,0
Automóviles	10.990	11.354	12.107	13.180	7.277	3,3	6,6	8,9	8,9
Salud	9.854	10.543	11.235	12.059	6.766	7,0	6,6	7,3	11,6
Multirriesgos	8.116	8.578	9.158	9.968	5.518	5,7	6,8	8,8	6,8
Resto No Vida	9.287	9.794	10.504	11.127	6.420	5,5	7,2	5,9	4,6
Vida	23.552	24.535	33.360	28.827	19.448	4,2	36,0	-13,6	18,2
Riesgo	5.020	5.185	5.047	5.358	3.188	3,3	-2,7	6,2	6,4
Ahorro	18.532	19.350	28.313	23.470	16.260	4,4	46,3	-17,1	20,9
Provisiones Técnicas de Vida	195.721	193.683	203.808	210.577	215.006	-1,0	5,2	3,3	3,4

Fuente: AFI a partir de datos de ICEA.

crecen a tasas inferiores, pero también por encima de las del PIB nominal (cuadro 1).

Gracias a la mejora de las tasas de siniestralidad, que habían dañado los márgenes de algunos de los segmentos de no vida, el generalizado y buen comportamiento de los ingresos en todos ellos durante este primer semestre se ha traducido en un importante impulso de los resultados. Así, la cuenta técnica del sector asegurador alcanzó los 4.049 millones de euros, lo que representa un incremento del 18,6 % respecto al primer semestre de 2024. Este resultado se debe fundamentalmente a la mejora de los márgenes en no vida (+29,1 %) como consecuencia fundamentalmente del efecto tractor de los buenos resultados del ramo de automóviles. A junio de 2025 ya han

superado los del conjunto de 2024 y doblado los del 2023. Por su parte, el margen de la cuenta del negocio de vida mejoraba un 7 %.

La combinación del comportamiento agregado de vida y no vida se ha traducido en unos extraordinarios resultados en la primera mitad de año, superando los 4.000 millones la cuenta técnica y alcanzando los 3.600 millones de euros la cuenta no técnica, lo que aventura un cierre anual de máximos históricos y una rentabilidad por encima de años anteriores, hechos que hay que conjugar con la sólida y estable posición de solvencia que mantiene el sector en su conjunto.

Una derivada de este buen comportamiento del negocio asegurador es su positivo impacto en

Cuadro 2

Evolución de las provisiones técnicas del negocio de vida

Millones de euros

Modalidades	Provisiones Técnicas / Patrimonio					Variación (%)			
	2021	2022	2023	2024	1S 25	2022-21	2023-22	2024-23	1S 25-1S 24
Riesgo	6.914	7.074	7.186	7.209	7.484	5,2	2,3	1,9	2,1
Dependencia	38	42	45	50	52	4,9	10,0	18,7	9,5
Ahorro/Jubilación	188.770	186.498	196.484	203.140	207.483	0,7	-1,2	8,9	3,5
PPA	11.400	11.034	10.852	10.468	10.144	-5,8	-3,2	-5,1	-4,9
Capitales diferidos	47.775	47.215	47.758	50.138	51.947	-2,5	-1,2	6,2	6,6
Rentas vitalicias y temporales	88.449	87.635	92.181	94.823	96.375	-0,8	-0,9	8,2	2,5
Transformación patrimonio en renta vitalicia	2.433	2.258	2.290	2.440	2.481	0,6	-7,2	8,1	3,8
Planes Individuales de ahorro sistemático	14.629	13.645	15.033	15.382	15.450	1,3	-6,7	12,7	1,5
S.I.A.L.P.	4.321	4.022	3.754	3.649	3.543	-1,7	-6,9	-9,3	-2,1
Vinculados a activos (riesgo tomador)	19.764	20.689	24.615	26.241	27.544	23,4	4,7	26,8	6,7
Total seguro de vida	195.707	193.683	203.808	210.400	215.019	0,8	-1,1	3,2	3,4
Planes de pensiones gestionados por entidades aseguradoras	61.846	55.922	59.884	65.200	64.950	28,1	-9,6	8,9	3,4
Total entidades aseguradoras	257.568	249.535	263.692	275.600	279.969	6,3	-3,1	4,5	3,4

Fuente: AFI a partir de datos de ICEA.

las cuentas del sector bancario. Conviene recordar, que de las 172 compañías aseguradoras y reaseguradoras operativas en España a cierre de

2024, 29 de ellas, las mismas que un año antes, están vinculadas a entidades o grupos bancarios. Quince de ellas operan en el ramo de vida,

Cuadro 3

Resultados del sector seguros en 2022-1S 2025

Millones de euros

	Resultado negocio retenido				Variación (%)		
	A dic. 2022	A dic. 2023	A dic. 2024	A jun. 2025	2023-22	2024-23	1S 2025
Cuenta Técnica							
Vida	3.169	3.245	3.431	1.747	2,4	5,7	7,0
Autos	510	170	274	350	-66,7	61,2	144,7
Multirisgos	397	349	846	491	-12,1	142,4	2,0
Salud	613	934	774	385	52,4	-17,1	160,8
Resto No vida	1.626	1.800	1.886	1.076	10,7	4,8	6,5
No Vida	3.147	3.253	3.779	2.302	3,4	16,2	29,1
Total Vida y No Vida	6.315	6.498	7.210	4.049	2,9	11,0	18,6
Cuenta No Técnica	5.526	5.456	6.356	3.599	-1,3	16,5	17,6

Fuente: AFI a partir de datos de ICEA.

haciendo del canal bancario la principal vía de distribución de los seguros de vida en España (tanto de vida-ahorro como de vida-riesgo). Las catorce restantes operan en el ramo de no vida, en el que la participación de las entidades bancarias, aunque minoritaria, ha experimentado un creciente interés en los últimos años. Pero más que el número de entidades que forman parte de este marco de bancaseguros, lo es el peso que representan en el conjunto del negocio de seguros. En efecto, estas 29 entidades con vinculación bancaria siguen concentrando en torno al 50 % del total de dicho negocio si lo medimos por el tamaño del balance, las provisiones técnicas que gestionan o los resultados que generan (cuadros 2 y 3). Más aún, el peso sustancial en el “control del sector asegurador” por la banca en España está claramente concentrado en el ramo de vida, lo cual es lógico dado su alto componente financiero. En dicho ramo, las

aseguradoras bancarias acaparan algo más del 70 % de los resultados agregados del sector. En el caso de no vida, las compañías vinculadas a grupos bancarios generaron poco más del 25 %.

Es evidente que la favorable evolución del negocio de seguros se va a traducir en una mayor aportación a los márgenes bancarios durante el presente ejercicio

Con tal relevancia de la bancaseguros, es evidente que la favorable evolución del negocio de seguros se va a traducir en una mayor aportación a los márgenes bancarios durante el presente ejercicio. Desde luego, en términos absolutos, pero es posible que en este ejercicio lo sea también en términos relativos. Ello, en contraste con los años más recientes, en los que la positiva

contribución que ha tenido de manera recurrente el negocio de seguros se había visto algo difuminada por el extraordinario crecimiento de los márgenes típicamente bancarios. La relativa

estabilización de dichos márgenes en el presente ejercicio, junto con el nuevo impulso del negocio de seguros, volverá a poner de manifiesto su notable contribución.

08

Daniel Fernández Kranz*

IE University

* Este es un resumen no técnico de las principales conclusiones del estudio “High Speed Internet and the Widening Gender Gap in Adolescent Mental Health: Evidence from Hospital Records” (Internet de alta velocidad y la creciente brecha de género en la salud mental de los adolescentes: datos extraídos de registros hospitalarios), *Journal of Health Economics*, vol. 102, 2025., realizado en colaboración con Esther Arenas Arroyo (Vienna University of Economics and Business) y Natalia Nollenberger (IE University).



El acceso a la banda ancha y la creciente brecha de género en la salud mental de los adolescentes en España

El despliegue desigual de la fibra óptica (FTTH) en España entre 2007 y 2019 afectó la salud mental adolescente. Usando un diseño cuasiexperimental y variables instrumentales (2SLS), demuestra que un mayor acceso a Internet de alta velocidad causó un aumento significativo de diagnósticos hospitalarios de ansiedad, depresión, autolesiones e intentos de suicidio entre las chicas de 10–19 años, sin efectos relevantes en los chicos. La conexión rápida intensificó comportamientos adictivos, privación de sueño y aislamiento social. Las adolescentes resultan especialmente vulnerables por la comparación social y la exposición privada a contenidos idealizados. El estudio advierte sobre los riesgos del progreso digital no regulado.

Introducción

La salud mental de los adolescentes se ha deteriorado a nivel mundial desde 2010, caracterizándose por el aumento de las tasas de ansiedad, autolesiones e intentos de suicidio (Orben *et al.*, 2022; Sohn, 2022; Twenge, 2020). En España, las hospitalizaciones por autolesiones entre las chicas de 15 a 19 años se quintuplicaron entre 2012 y 2019¹. Tendencias similares, que a menudo se aceleraron después de 2010 y afectaron más gravemente a las chicas que a los chicos, están surgiendo en otros lugares de Estados Unidos, Reino Unido y otros países de la OCDE. En Estados Unidos, por ejemplo, las admisiones hospitalarias por intentos de suicidio e ideas suicidas en adolescentes se duplicaron entre 2008 y 2015, con tasas de hasta el 500 % en el caso de las chicas más jóvenes (CDCP, 2020; Plemmons *et al.*, 2018; Twenge *et al.*, 2019a). Aunque las plataformas de medios digitales como Instagram (lanzada en 2012) y TikTok (2017) ganaron protagonismo durante este periodo, seguían siendo escasas las pruebas causales que relacionaran el Internet de alta velocidad (HSI) con los resultados en materia de salud mental. Este artículo resume las principales conclusiones de (Arenas *et al.*, 2023), que aprovecha el rápido despliegue de la fibra óptica (FTTH) en España —un experimento natural impulsado por la competencia estratégica de Telefónica y las subvenciones distribuidas de forma desigual— para aislar los efectos de la exposición a contenido *online* (medido por la mejora en la conectividad a raíz del despliegue de la red FTTH) en la salud mental de los adolescentes.

Si bien el deterioro de la salud mental de los adolescentes es evidente, sus causas subyacentes siguen siendo difíciles de determinar. El discurso público suele apuntar a la influencia omnipresente de Internet y las redes sociales, ya que el

aumento de los problemas de salud mental ha coincidido con un mayor consumo de medios digitales por parte de los adolescentes. Las plataformas de medios digitales como Instagram, lanzada en 2012, y TikTok, introducida en 2017, cobraron gran importancia en España, precisamente durante el periodo en que se intensificaron estas tendencias en materia de salud mental. Sin embargo, ha resultado difícil establecer una relación causal clara entre el acceso a Internet de alta velocidad (HSI) y estos resultados en materia de salud mental.

Los primeros estudios correlacionales a menudo relacionaban el tiempo de pantalla con afecciones como la depresión, pero tenían dificultades para determinar la causalidad (Orben y Przybylski, 2019; Kelly *et al.*, 2019; Lin *et al.*, 2016; Riehm *et al.*, 2019). No quedaba claro si el uso de Internet causaba directamente problemas de salud mental o si los adolescentes que ya luchaban contra la soledad o la ansiedad recurrían a Internet en busca de consuelo. Además, el uso de Internet suele estar entrelazado con otros factores sociodemográficos (como los ingresos o la urbanidad) que podrían ser los verdaderos impulsores de los problemas de salud mental, y los estigmas sociales en evolución podrían influir en los comportamientos de notificación o búsqueda de atención, lo que complica el panorama. Las investigaciones existentes que se centran en plataformas específicas a menudo se centran en Facebook (Braghieri *et al.*, 2022; Tromholt, 2016; Yuen *et al.*, 2019), cuya popularidad entre los adolescentes ha disminuido, dejando un vacío en lo que respecta a las plataformas más nuevas, más visuales y con algoritmos más intensos. Si bien algunos estudios han encontrado efectos negativos para la salud mental derivados de Facebook debido a la comparación social, o de la exposición a la televisión que desplaza la

1 Información disponible en: <https://www.sanidad.gob.es/estadEstudios/estadisticas/cmbdhome.htm>.

actividad física, estos son anteriores a las plataformas de gran ancho de banda que dominan la vida digital actual de los adolescentes.

Este estudio tiene como objetivo salvar esta brecha de conocimiento examinando la relación causal entre el acceso a Internet *de alta velocidad*, concretamente la tecnología Fiber-To-The-Home (FTTH) (fibra óptica al hogar), y la salud mental de los adolescentes en España entre 2007 y 2019. Aprovechamos el despliegue único, rápido y geográficamente desigual de la FTTH en toda España durante este periodo como un experimento natural. Este contexto específico permite un análisis más sólido del impacto de la mejora de la conectividad, a diferencia del acceso general a Internet que proporcionan tecnologías más antiguas como el ADSL.

La revolución de la fibra en España: un experimento natural en conectividad

España destaca en Europa por su increíblemente rápido y extenso despliegue de infraestructura de Internet de fibra óptica. Entre 2007 y 2019, el país pasó de una cobertura de fibra óptica casi nula a convertirse en líder europeo, con un aumento vertiginoso de la disponibilidad de líneas de fibra instaladas hasta alcanzar una media superior a una línea por habitante (o 121 líneas por cada 100 habitantes). Un estudio del FTTH Council Europe destaca a España como líder en infraestructura de fibra hasta el hogar (FTTH) en toda Europa. En septiembre de 2021, el país había alcanzado una tasa de cobertura FTTH del 80,6 %, superando significativamente la media europea del 44,9 %². Además, un análisis independiente de la Organización para la

Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) situó a España en el primer puesto mundial en conectividad de fibra. Según la OCDE, en junio de 2020, el 63,8 % de todas las líneas de banda ancha fija en España eran de fibra, la tasa de penetración más alta entre los países miembros³.

Un aspecto crucial para esta investigación es que este despliegue distó mucho de ser uniforme en todas las provincias del país. Por ejemplo, en 2019, la cobertura variaba mucho, con provincias como Málaga con 156 líneas por cada 100 habitantes, frente a Lugo, con solo 62. Esta variación geográfica y temporal en el despliegue no se debió principalmente a los factores socioeconómicos generalmente asociados a este fenómeno, como el PIB provincial per cápita o la densidad de población, y que a menudo están correlacionados con los resultados sanitarios. La variación en la velocidad y la intensidad del despliegue, impulsada por la competencia estratégica y la aplicación desigual de las subvenciones, y sin correlación demostrable con las tendencias socioeconómicas subyacentes o las tendencias básicas en materia de salud mental, creó una variación exógena en la *disponibilidad* de líneas FTTH instaladas (FTTH_I). Esto nos permite utilizar esta disponibilidad como una poderosa herramienta para estimar el impacto causal *del uso* o la penetración *real* de Internet de alta velocidad (FTTH_P) en los resultados de salud mental de los adolescentes.

Metodología: aislar el impacto causal del acceso a fibra óptica

Para desentrañar el efecto causal del acceso a Internet de alta velocidad de los posibles factores

2 <https://www.ftthcouncil.eu/documents/Press-Releases/2021/FTTH-Council-Europe-releases-2021-European-FTTH-Market-panorama>

3 <https://www.oecd.org/spain/Spain-telecommunication-market-overview.pdf>

de correlación, este estudio emplea la estimación de variables instrumentales (IV), utilizando específicamente un enfoque de mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS). Una simple comparación de los resultados de salud mental en zonas con un uso elevado de fibra frente a otras con un uso reducido podría ser engañosa, ya que estas zonas podrían diferir sistemáticamente en otros aspectos (por ejemplo, ingresos, urbanidad, tendencias de salud preexistentes) que también influyen en la salud mental.

El análisis consta de dos etapas:

1. *Primera etapa:* en primer lugar, establecemos la relevancia de nuestro instrumento modelando la penetración real de FTTH como una función de la infraestructura instalada en el pasado.
2. *Segunda etapa:* a continuación, estimamos el impacto del uso *previsto* de la FTTH (obtenido de la regresión de la primera etapa) en diversos resultados de salud mental de los adolescentes.

Las principales fuentes de datos sobre los resultados de salud mental son los registros administrativos de altas hospitalarias del Ministerio de Sanidad español, que proporcionan diagnósticos de trastornos del comportamiento y la salud mental (BMH), agregados por provincia, año, sexo y grupos de edad específicos (centrándose en los jóvenes de 10 a 14 y de 15 a 19 años) entre 2007 y 2019. También analizamos datos sobre los patrones y comportamientos de uso de Internet de la Encuesta *española de consumo de drogas en educación secundaria* (ESTUDES), que encuestó a aproximadamente a 95.998 adolescentes de entre 14 y 18 años en oleadas entre 2014 y 2018. Además, examinamos los datos administrativos oficiales sobre las causas de muerte, centrándonos específicamente en el suicidio y las autolesiones intencionadas.

Adopción de FTTH y cambio en los comportamientos de los adolescentes

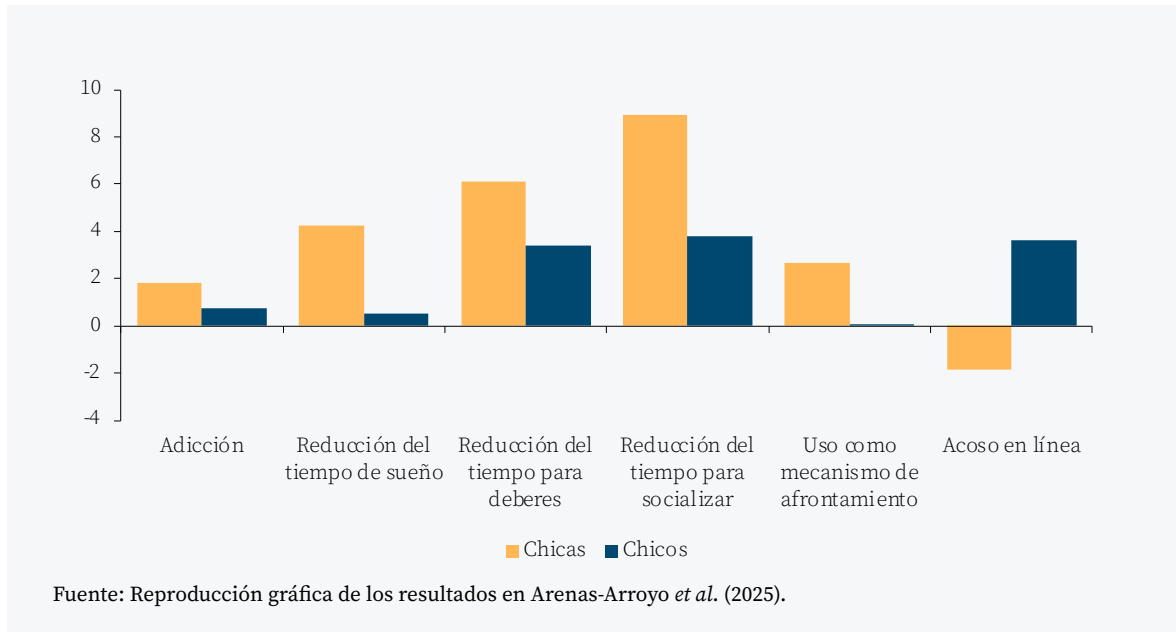
Antes de evaluar el impacto directo en los diagnósticos de salud mental, la investigación analizó primero si la transición a Internet de fibra de alta velocidad alteró fundamentalmente la forma en que los adolescentes utilizaban su tiempo e interactuaban con el mundo digital. En 2018, el uso de teléfonos inteligentes era casi universal entre los adolescentes españoles (95 %), y la mayor parte del uso se producía en privado en casa, a menudo sin supervisión. La fibra óptica, con su gran ancho de banda, facilitó este cambio hacia el consumo privado, a menudo solitario, de contenidos que requieren un gran volumen de datos, como el *streaming* de vídeo y las redes sociales interactivas, lo que permitió que varios usuarios de un mismo hogar pudieran conectarse simultáneamente sin comprometer el rendimiento.

La aplicación de la metodología IV a los datos de la encuesta ESTUDES (oleadas de 2014, 2016 y 2018) reveló cambios sorprendentes y diferenciados por género en el comportamiento relacionado con el acceso a FTTH. El acceso a FTTH aumentó significativamente los indicadores de comportamiento adictivo a Internet entre las niñas. Las niñas expuestas a acceso a fibra óptica informaron que les resultaba más difícil desconectarse o reducir el uso, experimentaban ansiedad cuando estaban desconectadas y daban prioridad a las interacciones en línea sobre las interacciones en el mundo real, en consonancia con los criterios de adicción conductual. Las estimaciones sugirieron que los comportamientos adictivos aumentaron un 1,8 % entre las niñas por cada aumento de la desviación estándar en el acceso a fibra.

Además, el acceso a fibra provocó un desplazamiento significativo del tiempo que antes se dedicaba a actividades consideradas protectoras de

Gráfico 1

Efecto de la penetración de la fibra óptica (FTTH-P) en el uso de Internet por parte de los adolescentes (estimación IV)



la salud mental, de nuevo principalmente entre las niñas. Las niñas con acceso a fibra informaron dormir significativamente menos, dedicar menos tiempo a los deberes y socializar menos con la familia y los amigos (véase el gráfico 1). La privación del sueño es un factor de riesgo conocido para la ansiedad y la depresión. La reducción de la socialización cara a cara limita las oportunidades de desarrollar la resiliencia a través del apoyo de los compañeros, mientras que la disminución del compromiso académico puede exacerbar el estrés. La privacidad que ofrece el acceso a fibra, que permite el uso solitario del *smartphone* en el dormitorio, probablemente intensificó estos efectos de desplazamiento.

Las niñas también parecían más propensas a recurrir a Internet como mecanismo de afrontamiento cuando se sentían tristes o deprimidas. En el caso de los niños, los efectos sobre el uso

del tiempo y el comportamiento adictivo fueron, en general, mucho menores y, en su mayoría, no estadísticamente significativos, con la excepción de una reducción menor en el tiempo dedicado a los deberes escolares.

Es importante destacar que estos cambios de comportamiento son específicos al despliegue de la fibra óptica, y no simplemente de la presencia de Internet de banda ancha (ADSL).

Contrariamente a lo que se suele suponer, el análisis no encontró pruebas de que el aumento del acceso a fibra óptica provocara un aumento significativo de la probabilidad de sufrir acoso en línea o ciberacoso para ninguno de los dos sexos durante este periodo, un hallazgo que coincide con otras encuestas a gran escala. Esto sugiere que, aunque el acoso en línea sigue siendo motivo de preocupación, las tendencias observadas

en materia de salud mental pueden estar más relacionadas con otros mecanismos asociados al uso de Internet de alta velocidad.

El impacto de Internet de alta velocidad en la salud mental de los adolescentes

Una vez establecido que el acceso a la fibra óptica alteró significativamente el comportamiento en línea de los adolescentes, en particular de las chicas, la investigación se centró en su pregunta principal: ¿se tradujo esto en un impacto medible en la salud mental? El análisis de los datos administrativos de altas hospitalarias por trastornos de conducta y salud mental (BMH) entre 2007 y 2019 proporcionó pruebas convincentes.

Las tendencias en los datos brutos indicaban una correlación: las provincias que experimentaron un crecimiento de acceso a fibra (FTTH) superior a la media después de 2013 también tendían a registrar un crecimiento superior a la media en los diagnósticos de trastornos de conducta y salud mental (BMH) en adolescentes, especialmente en chicas de entre 15 y 19 años. Los resultados IV fundamentales, controlando por las variables de correlación confirmaron una relación causal significativa. El aumento de la penetración de FTTH empeoró de forma demostrable los resultados de salud mental de los adolescentes, con una marcada disparidad de género.

Concretamente, un aumento de una desviación estándar en la penetración de la FTTH (equivalente a 0,067 líneas por habitante) provocó un aumento estimado del 2,94 % en el número total de casos hospitalarios de BMH entre los adolescentes de entre 15 y 19 años. Este efecto agregado se debió íntegramente a las chicas de este grupo de edad, que experimentaron un aumento significativo del 4,24 % en los diagnósticos de BMH. Por el contrario, el efecto en los chicos de entre

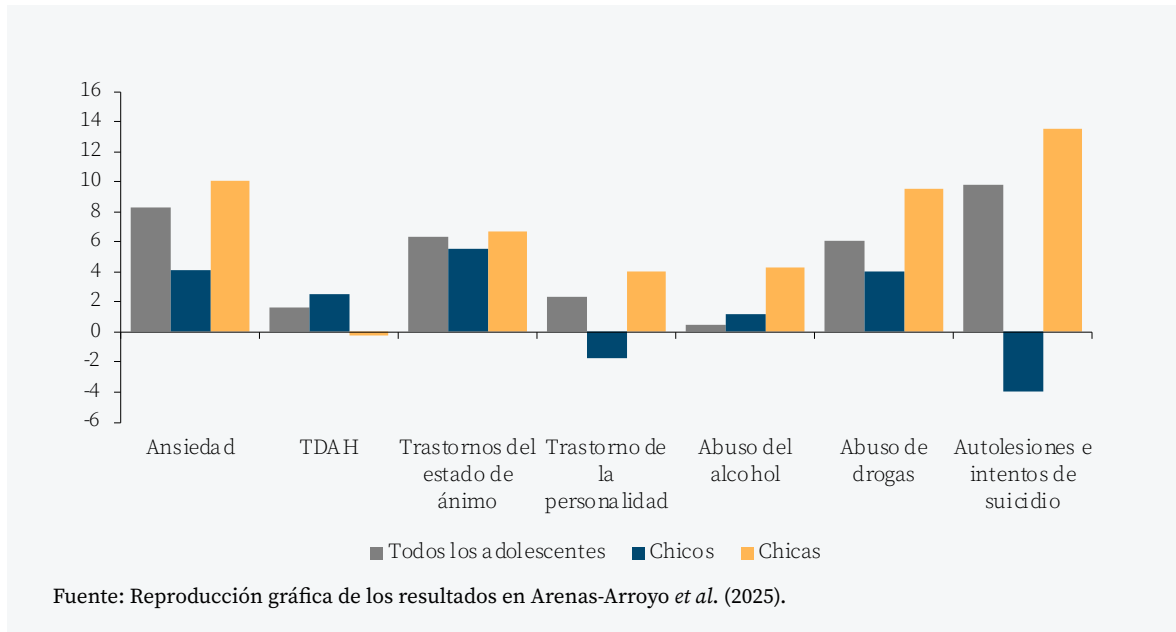
15 y 19 años fue pequeño y estadísticamente insignificante. Se observaron efectos negativos similares en las chicas más jóvenes, de entre 10 y 14 años, lo que sugiere que este grupo de edad también es vulnerable, mientras que, de nuevo, no se observaron efectos significativos en los chicos de esa edad. Es importante destacar que las pruebas placebo confirmaron que no había un impacto significativo en los adultos jóvenes de entre 20 y 24 años, lo que refuerza la interpretación de que los adolescentes son especialmente susceptibles a estos efectos.

|
En el caso de las niñas de entre 15 y 19 años, un aumento en la penetración de fibra óptica se relacionó con aumentos estadísticamente significativos en las hospitalizaciones por ansiedad, trastornos del estado de ánimo y, lo que es más alarmante, autolesiones e intentos de suicidio
 |

El examen de categorías diagnósticas específicas reveló la amplitud del impacto, nuevamente concentrado entre las niñas. En el caso de las niñas de entre 15 y 19 años, un aumento de una desviación estándar en la penetración de fibra óptica se relacionó con aumentos estadísticamente significativos en las hospitalizaciones por ansiedad (+6,3 %), trastornos del estado de ánimo (incluida la depresión, +9,8 %) y, lo que es más alarmante, autolesiones e intentos de suicidio (+13,5 %). En el caso de los chicos, no se encontraron efectos estadísticamente significativos en estas condiciones específicas (véase el gráfico 2). Es preocupante que también se observaran aumentos significativos en los diagnósticos de abuso de drogas y autolesiones/intentos de suicidio en las chicas más jóvenes, de entre 10 y 14 años, lo que pone de relieve que la adolescencia temprana es un periodo crítico de riesgo.

Gráfico 2

Efecto de la penetración de la fibra (FTTH_P) en la salud mental de los adolescentes (estimaciones IV, 2007-2019)



Estos hallazgos fundamentales resultaron ser robustos a los análisis de sensibilidad. Se confirmó que los resultados no se debían únicamente al periodo anterior de expansión de la ADSL, sino que eran específicos del despliegue de la red de fibra óptica, en lugar de al aumento general de la banda ancha en años posteriores, y persistían tras controlar por los cambios en la clasificación de ciertas patologías o las prácticas de diagnóstico. Los resultados tampoco se debían a unas pocas provincias atípicas, y se mantenían al controlar por tendencias económicas subyacentes como las tasas de empleo o de divorcio, y seguían siendo coherentes al utilizar instrumentos alternativos basados en la competencia del mercado. Los ajustes para las pruebas de hipótesis múltiples confirmaron la significación estadística de los efectos en resultados graves como las autolesiones/intentos de suicidio y el abuso de drogas entre las niñas.

Muertes por suicidio y autolesiones

Para investigar más a fondo la gravedad de estos impactos y abordar las preocupaciones persistentes de que el aumento de los diagnósticos podría reflejar simplemente una mayor concienciación o notificación, en lugar de un verdadero aumento del malestar mental subyacente, el estudio examinó los datos administrativos sobre las causas de muerte, centrándose específicamente en el suicidio o las autolesiones intencionadas entre los adolescentes. Aunque estos trágicos acontecimientos son relativamente raros, lo que hace que los datos sean intrínsecamente volátiles, las tendencias y los resultados del análisis son muy preocupantes.

Los datos nacionales mostraron que, si bien las tasas de mortalidad por suicidio fluctuaron históricamente, después de 2010, la tasa entre las

niñas de 15 a 19 años comenzó a aumentar notablemente en relación con los niños. La penetración de la fibra óptica se asoció con un aumento estadísticamente significativo de las muertes por suicidio o autolesiones entre las niñas de 15 a

|
La penetración de la fibra óptica se asoció con un aumento estadísticamente significativo de las muertes por suicidio o autolesiones entre las niñas de 15 a 19 años
 |

19 años. Las estimaciones sugirieron que un aumento de una desviación estándar en el acceso a la fibra óptica provocó un aumento del 8,52 % en este tipo de muertes entre las chicas de este grupo de edad, y el efecto en los chicos fue considerablemente menor que en las chicas. No se

encontraron efectos significativos en la mortalidad por suicidio entre los adultos jóvenes (20-24 años) de ambos sexos (véase el gráfico 3).

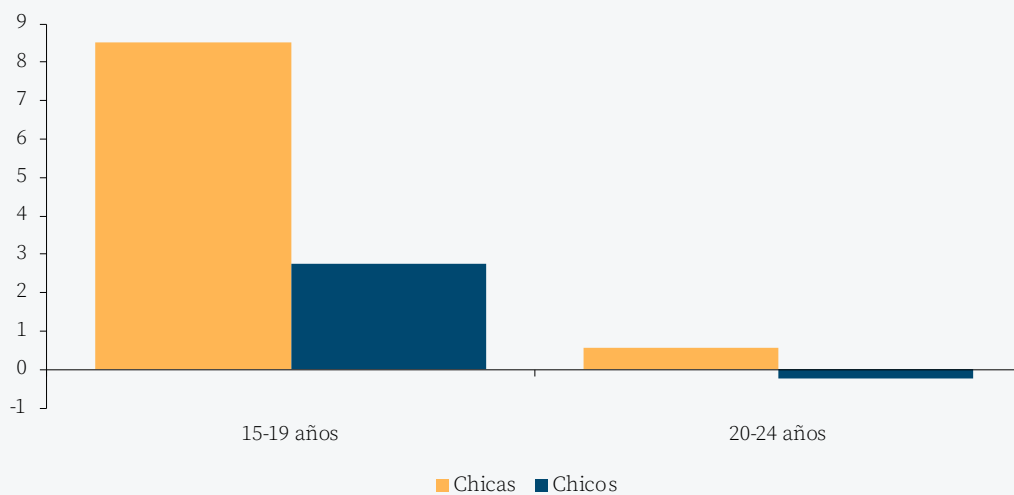
Estos trágicos resultados refuerzan considerablemente la conclusión de que la expansión de la FTTH tuvo graves consecuencias negativas para la salud mental de los adolescentes, especialmente para las chicas. Resulta difícil atribuir estos resultados de vida o muerte únicamente a cambios en las prácticas de notificación o diagnóstico.

Comprender los mecanismos: ¿por qué el Internet de alta velocidad es perjudicial, especialmente para las niñas?

La investigación exploró varios mecanismos potenciales, basados en la literatura psicológica

Gráfico 3

Efecto de la penetración de la fibra (FTTH_P) en las muertes por suicidio o autolesiones. Especificación IV



Fuente: Reproducción gráfica de los resultados en Arenas-Arroyo *et al.* (2025).

y médica, para comprender *por qué* el acceso ubicuo a Internet de alta velocidad parece afectar negativamente a la salud mental de los adolescentes, con una disparidad de género tan pronunciada.

- *Desplazamiento, adicción y FOMO.* La FTTH facilita los patrones de uso adictivo (ansiedad cuando se está desconectado, intentos fallidos de reducir el uso) y desplaza el tiempo de actividades cruciales como el sueño, las tareas escolares y la interacción social cara a cara, especialmente para las niñas. La privación del sueño perjudica la regulación emocional. La reducción de la interacción en el mundo real limita el desarrollo de las habilidades sociales y la resiliencia. La conectividad constante que permite el FTTH alimenta el “miedo a perderse algo” (FOMO), lo que impulsa la compulsión por consultar y participar, especialmente entre las niñas que buscan validación social. Este uso compulsivo puede alterar los sistemas de regulación de la dopamina, al igual que otras adicciones conductuales.
- *Mecanismos de afrontamiento y comparación social.* El estudio reveló que las niñas, más que los niños, afirmaban utilizar Internet para afrontar la tristeza o los sentimientos negativos. Si bien los espacios en línea *pueden* ofrecer apoyo, la dependencia excesiva, especialmente cuando se produce a través de plataformas diseñadas para maximizar la participación mediante contenidos seleccionados algorítmicamente, puede, paradójicamente, exacerbar los sentimientos negativos. Plataformas como Instagram y TikTok, que surgieron junto con el FTTH, dan prioridad a contenidos seleccionados visualmente, a menudo idealizados (imágenes filtradas, *influencers* de estilo de vida).

Los algoritmos suelen ofrecer a los usuarios contenidos que se ajustan a sus inseguridades o a su historial de búsqueda. Las adolescentes, que a menudo se enfrentan a una intensa presión social en relación con la imagen corporal y el estatus social durante la pubertad, son especialmente vulnerables a la comparación social negativa que facilitan estas plataformas. La exposición constante a estándares poco realistas puede provocar una disminución de la autoestima y la insatisfacción corporal, precursores conocidos de la ansiedad y la depresión.

- *Mayor privacidad y menor supervisión.* El alto ancho de banda de FTTH permite el consumo privado y simultáneo de contenidos, que a menudo tiene lugar en el aislamiento de una habitación. Alrededor del 60-62 % de los adolescentes declararon utilizar Internet sin supervisión. Esta privacidad puede intensificar los efectos de desplazamiento y limitar la concienciación o la intervención de los padres. Según un informe del Pew Research Center de 2018 (Pew Research Center, 2018), el 95 % de los adolescentes de Estados Unidos tenían un *smartphone* y lo consideraban la tecnología preferida para acceder a Internet, lo que refleja una tendencia similar observada en España, con tasas de penetración de *smartphones* comparables (CNMC, 2019). La fibra óptica ha mejorado considerablemente el papel de los teléfonos inteligentes como medio de acceso a Internet para los adolescentes, por varias razones. En primer lugar, en términos de ubicación, las investigaciones indican que el 89 % de los adolescentes utilizan sus teléfonos principalmente en casa, y solo el 37 % los utiliza cuando están fuera. Esto sugiere que la fibra óptica, que suele instalarse en zonas

residenciales, es más relevante para mejorar el uso de los teléfonos inteligentes en el hogar. En segundo lugar, el mismo informe de Pew reveló que el 62 % de los padres de adolescentes de entre 13 y 17 años afirmaron que sus hijos pasan tiempo conectados a Internet solos todos los días, y solo el 8 % indicó que sus hijos se conectaban con un padre o cuidador. Otro estudio de Common Sense Media (Rideout y Robb, 2018) mostró que el 60 % de los adolescentes eran los únicos usuarios de sus teléfonos inteligentes, lo que indica que a menudo utilizan Internet sin la supervisión de un adulto. Además, este estudio reveló un bajo uso de aplicaciones de supervisión por parte de adultos y una gran disminución del tiempo que tanto los preadolescentes como los adolescentes pasan viendo la televisión. Esto sugiere que el despliegue de la fibra óptica permite el acceso a los medios de comunicación en línea con privacidad, lo que permite a varios miembros de un hogar descargar o cargar contenidos simultáneamente y de forma aislada unos de otros.

- *Relaciones tensas entre padres e hijos adolescentes.* El acceso a FTTH parecía perjudicar indirectamente la salud mental al tensar la dinámica familiar, de nuevo predominantemente en el caso de las niñas. Las niñas de hogares conectados a fibra óptica informaron de un descenso apreciable (alrededor del 2,4 %) en la calidad de su relación con sus padres, un efecto que se duplicaba en las familias ya propensas al conflicto. Esta erosión podría deberse a que los padres carecen de conocimientos digitales para orientar un uso saludable, lo que conduce a restricciones ineficaces y a un aumento de las tensiones, o a que los adolescentes recurren cada vez más a los espacios en línea para hacer frente al estrés

familiar, creando un ciclo de aislamiento y ruptura de las relaciones. Dado que la salud mental de las niñas suele estar estrechamente relacionada con el apoyo familiar, esta ruptura es especialmente perjudicial.

- *¿Por qué las niñas? Mayor vulnerabilidad.* El hallazgo constante de que las niñas se ven afectadas de manera desproporcionada apunta a vulnerabilidades específicas de género. Las niñas suelen entrar en la pubertad antes, un período marcado por una mayor sensibilidad a la evaluación social, la influencia de los compañeros y la formación de la identidad. Las investigaciones sobre el desarrollo neurológico indican una mayor actividad en las regiones del cerebro asociadas con el procesamiento social y la sensibilidad a las recompensas en las adolescentes, lo que las hace potencialmente más reactivas a la retroalimentación social y a la dinámica de las plataformas en línea (Forbes y Dahl, 2010). Las presiones sociales relacionadas con la apariencia y la simpatía a menudo se ven amplificadas por los algoritmos de las redes sociales diseñados para fomentar la participación (Chaplin y Aldao, 2013). Esto concuerda con las tendencias generales que muestran mayores índices de ansiedad relacionados con las redes sociales entre las niñas. La combinación de estas sensibilidades sociales y de desarrollo con la experiencia privada, de alta intensidad y basada en algoritmos que facilita el FTTH parece crear una “tormenta perfecta” para el deterioro de la salud mental de las adolescentes. La ausencia de efectos significativos en los grupos de edad más avanzada (20- 24) concuerda con los hallazgos de la psicología del desarrollo, según los cuales la resistencia a la influencia de los compañeros suele aumentar después de la adolescencia.

Conclusión: navegar por la espada de doble filo del progreso digital

La rápida expansión de Internet de alta velocidad, ejemplificada por la revolución FTTH en España entre 2007 y 2019, representa un avance tecnológico significativo con innegables beneficios económicos y sociales. Sin embargo, esta investigación proporciona pruebas causales sólidas de que este progreso también ha traído consigo consecuencias perjudiciales e imprevistas para la salud mental de una población vulnerable: los adolescentes, y en particular las niñas.

Los resultados indican que el aumento del acceso a Internet FTTH está causalmente relacionado con mayores tasas de diagnósticos hospitalarios de una serie de problemas graves de salud mental, entre los que se incluyen la ansiedad, los trastornos del estado de ánimo, el abuso de drogas y, lo que es más preocupante, las autolesiones y los intentos de suicidio, predominantemente entre las niñas de 10 a 19 años. La magnitud de estos efectos es considerable; las estimaciones sugieren que pasar de no tener FTTH a una cobertura total podría estar asociado con un aumento aproximado del 10,9 % en los casos generales de BMH y un aumento asombroso del 34,5 % en los casos de autolesiones/intentos de suicidio entre las niñas de entre 15 y 19 años, lo que se traduce en una carga tangible para la salud pública. Además, las pruebas que sugieren una relación entre la FTTH y el aumento de las trágicas muertes por suicidio o autolesiones entre las niñas subrayan la gravedad del problema.

Los mecanismos que impulsan estos resultados negativos parecen estar profundamente entrelazados con los cambios de comportamiento fomentados por una mayor conectividad: aumento de los patrones de uso adictivo, desplazamiento de actividades esenciales como el sueño y la interacción social cara a cara, mayor dependencia de Internet para afrontar emociones potencialmente inadaptadas y relaciones tensas entre padres e hijos adolescentes, todo ello amplificado por las vulnerabilidades únicas de las adolescentes que interactúan con las plataformas digitales modernas.

Estos resultados subrayan la naturaleza ambivalente de la conectividad digital y constituyen un llamamiento crucial para que los responsables políticos, los educadores, los padres, los funcionarios de salud pública y las empresas tecnológicas lo consideren detenidamente. A medida que el acceso a Internet se vuelve cada vez más rápido, inmersivo y omnipresente, los riesgos potenciales para los jóvenes vulnerables pueden intensificarse si no se abordan de forma proactiva. Promover una ciudadanía digital responsable, mejorar la alfabetización mediática, fomentar el equilibrio entre las actividades en línea y fuera de línea, rediseñar las plataformas para minimizar los daños y garantizar un apoyo accesible y oportuno en materia de salud mental son medidas esenciales. Es posible que las intervenciones deban centrarse especialmente en la adolescencia temprana (edades comprendidas entre los 10 y los 14 años), dada la vulnerabilidad observada en este grupo.

Es fundamental equilibrar la innovación tecnológica con medidas de protección sólidas para garantizar que los beneficios

de nuestro futuro cada vez más digital no se obtengan a costa del bienestar de los adolescentes.

Referencias

- ARENAS-ARROYO, E., FERNANDEZ-KRANZ, D., y NOLLENBERGER, N. (2025). High Speed Internet and the Widening Gender Gap in Adolescent Mental Health: Evidence from Spanish Hospital Records. *Journal of Health Economics*.
- BRAGHIERI, L., LEVY, R., y MAKARIN, A. (2022). Redes sociales y salud mental. *American Economic Review*, 112(11), 3660-3693. <https://doi.org/10.1257/aer.20211218>
- CENTROS PARA EL CONTROL Y LA PREVENCIÓN DE ENFERMEDADES (CDC). (2020). Resumen de datos e informe de tendencias sobre conductas de riesgo en los jóvenes: 2009-2019.
- CENTROS PARA EL CONTROL Y LA PREVENCIÓN DE ENFERMEDADES (CDC). (2023). Resumen de datos e informe de tendencias sobre conductas de riesgo en los jóvenes: 2011-2021. Obtenido de https://www.cdc.gov/nchhstp/dear_colleague/2023/DSRT-DCL.html
- CHAPLIN, T. M., y ALDAO, A. (2013). Diferencias de género en la expresión de las emociones en los niños: una revisión metaanalítica. *Boletín de Psicología*, 139(4), 735-65.
- COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, CNMC. (2019). *Panel de Hogares CNMC: Banda Ancha Fija, Móvil y Redes Sociales. Tercer Trimestre 2019*. <https://data.cnmc.es/panel-hogares/conjuntos-de-datos/panel-de-hogares>
- FORBES, E. E., y DAHL, R. E. (2010). Desarrollo y comportamiento puberal: activación hormonal de las tendencias sociales y motivacionales. *Cerebro y Cognición*, 72(1), 66-72.
- KELLY, Y., ET AL. (2019). Uso de las redes sociales y salud mental de los adolescentes: conclusiones del estudio UK Millennium Cohort Study. *EClinicalMedicine*, 6, 59-68.
- LIN, L. Y., ET AL. (2016). Asociación entre el uso de las redes sociales y la depresión entre los adultos jóvenes estadounidenses. *Depresión y ansiedad*, 33(4), 323-331.
- ORBEN, A., y PRZYBYLSKI, A. K. (2019). La asociación entre el bienestar de los adolescentes y el uso de la tecnología digital. *Nature Human Behaviour*, 3, 173-182. <https://doi.org/10.1038/s41562-018-0506-1>
- ORBEN, A., PRZYBYLSKI, A. K., y BLAKEMORE, S. J. (2022). Ventanas de sensibilidad del desarrollo a las redes sociales. *Nature Communications*, 13, 1649. <https://doi.org/10.1038/s41467-022-29342-4>
- PLEMMONS, G., HALL, M., DOUPNIK, S., Gay, J., BROWN, C., BROWNING, W., ... y WILLIAMS, D. (2018). Hospitalización por ideas o intentos de suicidio: 2008-2015. *Pediatrics*, 141(6), e20172426. <https://doi.org/10.1542/peds.2017-2426>
- PEW RESEARCH CENTER. (2018). *Teens, Social Media & Technology 2018*. Publicado el 31 de mayo de 2018. <https://www.pewresearch.org/internet/2018/05/31/teens-social-media-technology-2018/>
- RIDEOUT, V., y ROBB, M. B. (2018). *El censo de Common Sense: uso de los medios de comunicación por parte de adolescentes y preadolescentes*. Common Sense Media.
- RIEHM, K. E., ET AL. (2019). Asociaciones entre el tiempo dedicado al uso de las redes sociales y los problemas de internalización y externalización entre los jóvenes estadounidenses. *JAMA Psychiatry*, 76(12), 1-9.

SOHN, E. (2022). Abordar la crisis de salud mental en los jóvenes. *Nature*, 608(7924), S39-S41.

TROMHOLT, M. (2016). El experimento de Facebook: dejar Facebook conduce a mayores niveles de bienestar. *Ciberpsicología, comportamiento y redes sociales*, 19(11), 661-666.

TWENGE, J. M. (2020). Increases in depression, self-harm, and suicide among U.S. adolescents after 2012 and links to technology use: Possible mechanisms. *Psychiatric Research and Clinical Practice*, 2(1), 19-25. <https://doi.org/10.1176/appi.prcp.20190015>

TWENGE, J. M., COOPER, A. B., JOINER, T. E., DUFFY, M. E. y BINAU, S. G. (2019). Tendencias por edad, período y cohorte en los indicadores de trastornos del estado de ánimo y los resultados relacionados con el suicidio en un conjunto de datos representativo a nivel nacional, 2005-2017. *Journal of Abnormal Psychology*, 128(3), 185-199. <https://doi.org/10.1037/abn0000410>

YUEN, E. K., et al. (2019). Los efectos de Facebook en el estado de ánimo de los adultos emergentes. [Cita completa omitida en el extracto].

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 185. Desafíos y oportunidades del sector turístico español

PANORAMA SOCIAL

N.º 41. De hijos de inmigrantes a protagonistas sociales: la segunda generación en España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 308. Economía española desde la lupa europea

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 5 (2025). Europe between geopolitical shocks and economic weaknesses

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 29. Octubre (2025)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 108. La pobreza infantil en España: evolución reciente y políticas. Miguel Ángel Malo y Fernando Pinto

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

Publicación	Suscripción		
	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