

# 310

enero-febrero 2026  
(nueva época)

## Cuadernos de Información Económica

La debilidad de la  
inversión privada

La IA generativa  
en el trabajo  
y la educación

Sociedades  
no financieras:  
beneficios e inversión

La rentabilidad  
de empresas

IA, macroeconomía  
y mercados

Banca en la sombra

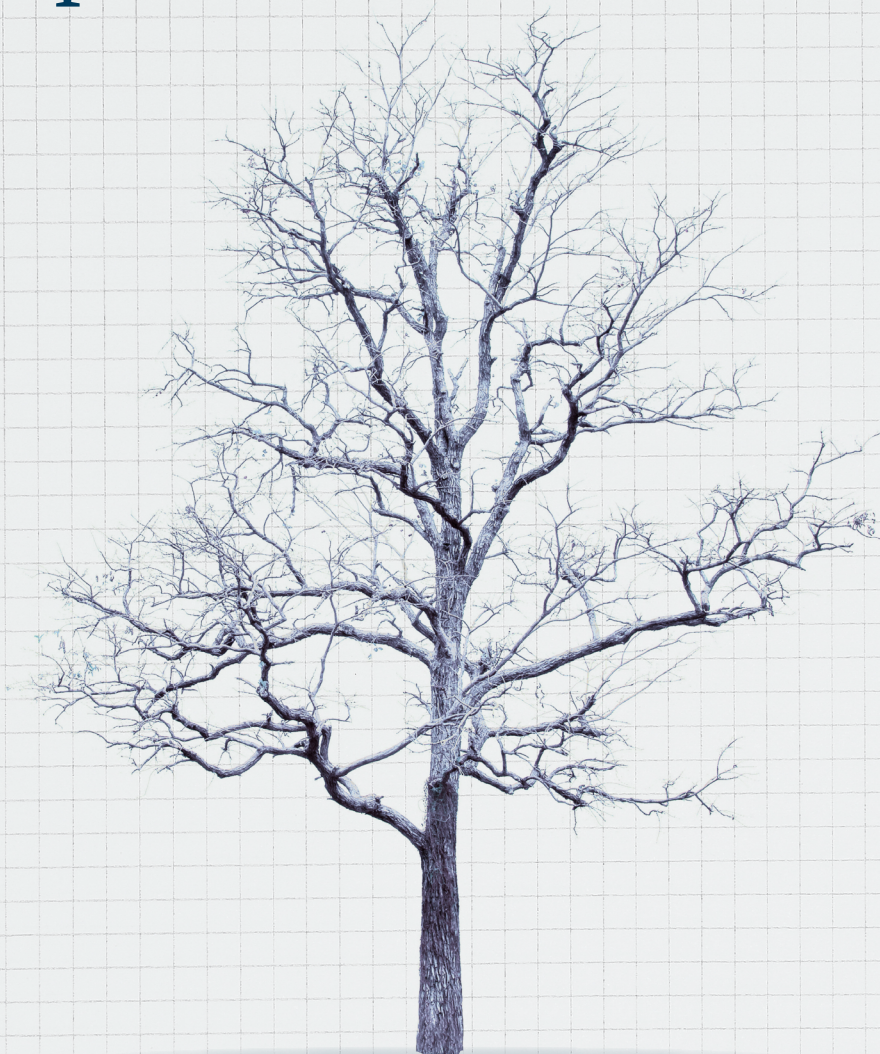
Mercados de deuda  
soberana europeos

Margen de activo  
y de pasivo bancario

Salidas a bolsa:  
factores de mercado,  
regulatorios  
y estructurales

 funcas

# La debilidad de la inversión productiva



**Director**

Francisco Rodríguez Fernández

**Consejo de redacción**

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Alice Faibishenko

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

**Patronato****Presidente**

Isidro Fainé Casas

**Vicepresidente**

Antonio Jesús Romero Mora

**Secretario**

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

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.

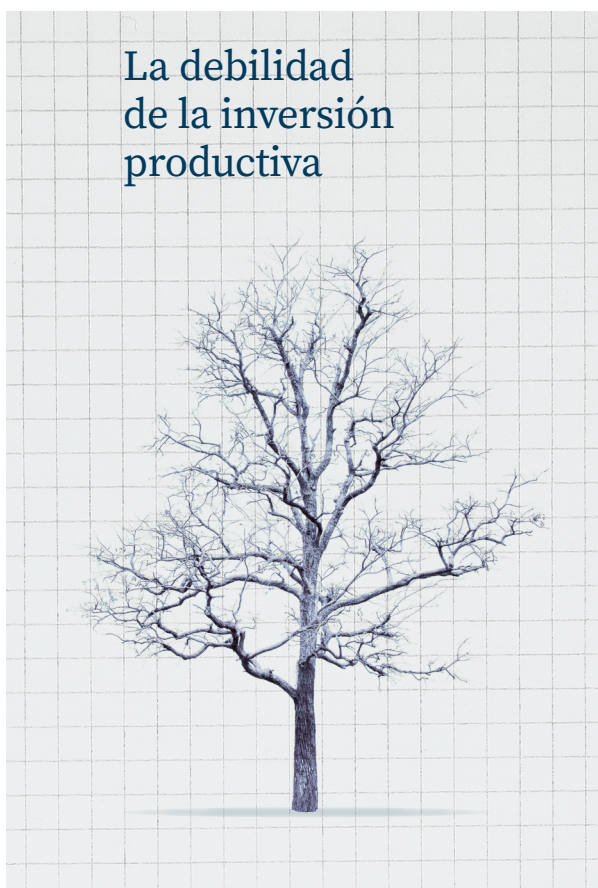
# 310

enero-febrero 2026

(nueva época)

## Cuadernos de Información Económica

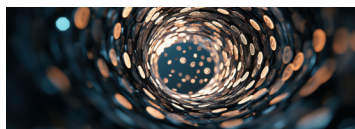
La debilidad  
de la inversión  
productiva





Carta de la Redacción

## PRODUCTIVIDAD, INVERSIÓN Y TECNOLOGÍA



### 01 Pág. 8

La debilidad de la inversión privada en el actual ciclo expansivo

**Raymond Torres**



### 02 Pág. 20

El impacto de la IA generativa en el trabajo y la educación: retos y oportunidades

**Antonio Cabrales**



### 03 Pág. 30

Beneficios económicos e inversión de las sociedades no financieras en España

**Vicente Salas Fumás**

## EMPRESAS, IA Y RIESGOS



### 04 Pág. 46

La rentabilidad de las empresas españolas

**Joaquín Maudos**



### 05 Pág. 56

IA, macroeconomía y mercados: eficiencia, destrucción no creativa y valor bursátil

**Área Financiera y de Digitalización de Funcas**



### 06 Pág. 68

Banca en la sombra: ¿la próxima crisis financiera?

**Pedro Cuadros-Solas, Francisco Rodríguez-Fernández, Nuria Suárez Suárez**

## DEUDA SOBERANA, BANCA Y SALIDAS A BOLSA



### 07 Pág. 80

Cambios estructurales en los mercados de deuda soberana europeos

**Erik Jones**



### 08 Pág. 90

Margen de activo y de pasivo bancario en un ciclo completo de tipos: diferencias entre entidades SI y LSI

**Marta Alberni, Ángel Berges, Laura Ciriza (AFI)**



### 09 Pág. 102

De privada a cotizada: implicaciones estratégicas y jurídicas

**Patricia Muñoz González-Úbeda e Irene Peña Cuenca (AFI)**



# Carta de la Redacción

Hay debilidades que no se anuncian con estruendo. No aparecen en titulares ni se traducen de inmediato en crisis visibles. Se manifiestan, más bien, como una ausencia persistente: lo que no se invierte, lo que no se moderniza, lo que se posterga. La inversión productiva pertenece a esa categoría de silencios económicos que, con el tiempo, acaban hablando demasiado alto. En un contexto de crecimiento razonable, beneficios empresariales al alza y abundancia de recursos financieros —incluidos los fondos europeos—, su languidez plantea una paradoja inquietante: la economía avanza, pero no refuerza suficientemente sus cimientos.

El número de *Cuadernos de Información Económica* dedicado a “La debilidad de la inversión productiva” aborda esta paradoja desde múltiples ángulos. Los trabajos reunidos en estas páginas analizan por qué el actual ciclo expansivo no se ha traducido en un impulso inversor acorde con los desafíos de productividad, transformación tecnológica y competitividad a largo plazo. La inversión —en capital físico, humano e intangible— emerge aquí no solo como variable macroeconómica, sino como reflejo de expectativas, incentivos y riesgos percibidos por empresas, mercados e instituciones.

## **Productividad, inversión y tecnología**

El número se abre con el análisis de RAYMOND TORRES en *La debilidad de la inversión privada en el actual ciclo expansivo*. El autor constata un hecho tan llamativo como persistente: pese al fuerte crecimiento económico, la caída de los tipos de interés y el despliegue del programa

*Next Generation*, la inversión privada productiva en España sigue por debajo de los niveles prepandemia. Torres identifica la incertidumbre —geopolítica, regulatoria y económica— como factor clave de este comportamiento defensivo, que se traduce en un sobreahorro empresarial y en una menor asunción de riesgos a largo plazo. Su diagnóstico apunta a una carencia de efecto tractor de la inversión pública y a la necesidad de reforzar la seguridad jurídica y diversificar las fuentes de financiación para reactivar el esfuerzo inversor.

La reflexión sobre el futuro del capital productivo se amplía con el artículo de ANTONIO CABRALES, *El impacto de la IA generativa en el trabajo y la educación: retos y oportunidades*. Desde una perspectiva basada en tareas, Cabrales analiza cómo la IA no elimina empleos de forma uniforme, sino que reorganiza las profesiones, alterando los umbrales de entrada, la demanda de experiencia y la estructura salarial. El autor subraya un riesgo especialmente relevante para economías como la española: la erosión de los puestos de entrada para trabajadores jóvenes, precisamente en un mercado laboral ya tensionado. Al mismo tiempo, destaca el potencial de la IA como herramienta formativa y como complemento del capital humano, siempre que la inversión en educación y en capacidades digitales acompañe al cambio tecnológico.

En *Beneficios económicos e inversión de las sociedades no financieras en España*, VICENTE SALAS FUMÁS introduce una aportación fundamental para entender la desconexión entre beneficios y acumulación de capital. A partir de estimaciones del beneficio económico —que incorporan

el coste de oportunidad del capital—, el autor muestra que esta medida resulta más informativa que el beneficio contable para explicar las decisiones de inversión. Su análisis revela cómo la evolución del beneficio económico guarda una relación estrecha con la formación neta de capital, reforzando la idea de que la inversión no depende solo de resultados aparentes, sino de la rentabilidad real ajustada por riesgo y coste del capital.

### **Empresas, IA y riesgos**

El bloque siguiente profundiza en los condicionantes empresariales y financieros de la inversión. JOAQUÍN MAUDOS, en *La rentabilidad de las empresas españolas*, ofrece un diagnóstico detallado de la rentabilidad empresarial por sectores, tamaños y territorios. Su análisis confirma el carácter procíclico de la rentabilidad y pone de relieve las dificultades estructurales de las microempresas, menos productivas y con menor capacidad para invertir. El trabajo subraya una conclusión clara: sin un entorno regulatorio estable y sin políticas que impulsen la productividad, la rentabilidad seguirá siendo insuficiente para sostener un crecimiento basado en inversión.

Desde una perspectiva más agregada, el artículo del ÁREA FINANCIERA Y DE DIGITALIZACIÓN DE FUNCAS, IA, *macroeconomía y mercados: eficiencia, destrucción no creativa y valor bursátil*, examina el impacto de la inteligencia artificial sobre la productividad, el empleo y los mercados financieros. El texto advierte sobre la creciente brecha entre las expectativas incorporadas en las valoraciones bursátiles y la lenta difusión real de la IA en los procesos productivos. La IA aparece así como una tecnología con potencial transformador, pero también como un factor de concentración de capital y de asignación ineficiente de

recursos si la inversión se guía más por narrativas que por fundamentales.

El bloque se completa con *Banca en la sombra: ¿la próxima crisis financiera?*, de PEDRO CUADROS-SOLAS, FRANCISCO RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ y NURIA SUÁREZ. Los autores analizan el auge del sistema financiero no bancario y sus implicaciones para la estabilidad financiera. Aunque el peso de la banca en la sombra en España es menor que en otras economías, el artículo alerta sobre los riesgos de contagio y sobre la opacidad asociada al crédito privado y al crédito apalancado. La expansión de estas formas de financiación plantea interrogantes relevantes sobre la calidad de la inversión y la acumulación de riesgos fuera del perímetro regulatorio tradicional.

### **Deuda soberana, banca y salidas a bolsa**

El último bloque sitúa la inversión en el contexto de los mercados financieros y de capitales. ERIK JONES, en *Cambios estructurales en los mercados de deuda soberana europeos*, analiza la coexistencia de una menor demanda estructural de deuda pública y un aumento de la oferta, en un entorno que, sin embargo, ha mostrado una notable estabilidad en los precios. Su contribución pone de relieve el papel de las instituciones europeas y la credibilidad de los marcos fiscales y monetarios como anclas fundamentales para el funcionamiento de los mercados.

Desde el ámbito bancario, MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y LAURA CIRIZA estudian el *Margen de activo y de pasivo bancario en un ciclo completo de tipos* y cómo las entidades han gestionado sus balances a lo largo de distintas fases del ciclo monetario. El análisis muestra diferencias relevantes entre entidades significativas y menos significativas, y aporta claves para entender la capacidad del sistema financiero de sostener

la financiación de la economía en un entorno de tipos normalizados.

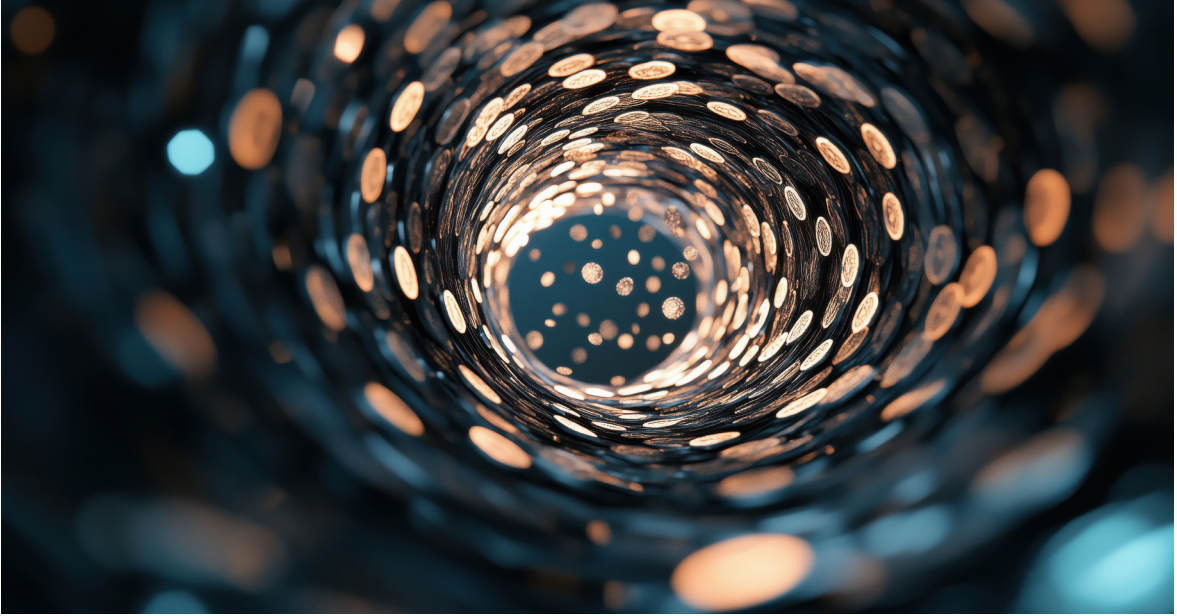
Finalmente, PATRICIA MUÑOZ GONZÁLEZ-ÚBEDA e IRENE PEÑA CUENCA (AFI) abordan en *De privada a cotizada: implicaciones estratégicas y jurídicas* la debilidad estructural del mercado de salidas a bolsa en Europa y en España. El artículo analiza los factores que frenan las IPO y las implicaciones estratégicas del acceso a los mercados de capitales, subrayando la importancia de reducir fricciones regulatorias y fortalecer el mercado primario como vía de financiación del crecimiento empresarial.

El conjunto de contribuciones de este número converge en una idea central: la inversión productiva es el eslabón más frágil del actual modelo de crecimiento. Sin un impulso decidido a la acumulación de capital —físico, humano y tecnológico—, la economía corre el riesgo de prolongar un crecimiento sin transformación. En un entorno marcado por la incertidumbre geopolítica, la disrupción tecnológica y los cambios financieros, invertir es, más que nunca, una decisión sobre el futuro. Y también una prueba de confianza colectiva en la capacidad de la economía para reinventarse.

# 01

**Raymond Torres**

Director de coyuntura y análisis internacional, Funcas



## La debilidad de la inversión privada en el actual ciclo expansivo

El fuerte crecimiento de la economía española y la disponibilidad de un volumen ingente de fondos europeos conforman un contexto favorable a la inversión empresarial, variable clave para la productividad y la prosperidad futura. Sin embargo, los resultados no se ajustan a las expectativas, y el esfuerzo inversor del sector privado se sitúa todavía en retroceso frente al nivel prepandemia. Este déficit refleja el clima de incertidumbre, tanto internacional como doméstica, factor que incita a un comportamiento de sobreahorro por parte de las empresas. Urge abordar las trabas que aminoran el efecto tractor del programa *Next Generation*, aportando también seguridad jurídica, abordando otros factores relacionados con la estabilidad del entorno institucional y diversificando los instrumentos de la financiación de la economía.

La inversión está llamada a jugar un papel destacado en el actual entorno de cambio tecnológico y tensiones geopolíticas. En su informe sobre el futuro de la competitividad europea, Mario Draghi atribuye el declive económico de la Unión Europea (UE) con respecto a EE. UU. a la debilidad de la inversión, particularmente en innovación (Torres y González Simón, 2025). Por otra parte, la inversión es una pieza clave para afrontar las vulnerabilidades de Europa frente a las otras grandes potencias, particularmente en materia de tecnología, energía y defensa.

En el caso de España, el contexto expansivo, unido a la disponibilidad de un volumen ingente de fondos europeos y al descenso de los tipos de interés, ha generado un terreno propicio a la inversión. De momento, sin embargo, los resultados no parecen estar a la altura de estas expectativas (Torres *et al.*, 2025). El objetivo de este artículo es, a partir de un análisis de las tendencias más recientes, repasar algunos de los factores macroeconómicos que podrían estar influyendo en el actual ciclo de inversión.

### **Tendencias recientes: fortaleza de la inversión pública y debilidad de la privada**

El artículo se centra en la inversión productiva, concepto que excluye la inversión en vivienda y cuya medición se basa en la formación bruta de capital fijo de las cuentas nacionales. Este agregado incorpora la compra de bienes de equipo, de material de transporte y de productos de la propiedad intelectual (segmento, este último, que aproxima, de manera imperfecta, la inversión en intangibles), así como la edificación de infraestructuras. Por otra parte, la inversión productiva es acometida principalmente por el sector privado (sociedades no financieras) y las administraciones públicas, cuyas dinámicas han sido muy distintas.

A grandes rasgos, la inversión productiva ha tenido un comportamiento cambiante a lo largo del tiempo (gráfico 1). Durante la época de la burbuja inmobiliaria, el porcentaje de la renta nacional destinado a la inversión productiva — un indicador que aproxima el esfuerzo que un país está dispuesto a asumir, ya que supone una reducción de su tren de vida con la esperanza de mejorarlo en el futuro— alcanzó cotas muy elevadas, tanto en términos históricos como en comparación con otras economías avanzadas. Retrospectivamente, se puede afirmar que la acumulación de capital fue excesiva, ya que buena parte de esos recursos, financiados con deuda, alimentaron una burbuja, sin potenciar el capital productivo del país. Este episodio confirma de manera palpable que la inversión solo conduce a una mayor eficiencia si los recursos están bien asignados, circunstancia que a su vez depende del funcionamiento del sistema financiero y de la capacidad de control macroprudencial que debe ejercer la política económica —factores que, en ambos casos, fallaron en el momento de la crisis financiera—.

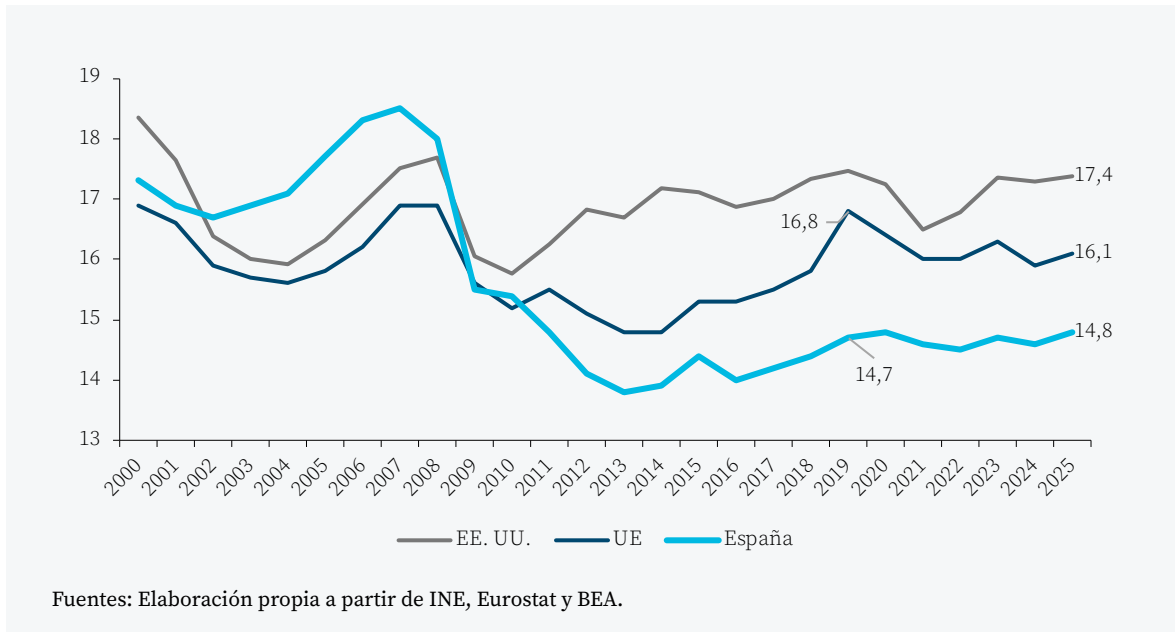
El periodo más reciente, sin embargo, evidencia un comportamiento marcado por la cautela, ya que, tras la leve recuperación registrada antes de la pandemia, el esfuerzo de inversión oscila en torno a valores reducidos. Si bien es perceptible un repunte en el último año, el esfuerzo de inversión se sitúa todavía en el 14,8 % del PIB (media del primer semestre de 2025), prácticamente lo mismo que hace un lustro: hubiera cabido esperar un mejor resultado, habida cuenta del vigor del actual ciclo expansivo.

Por otra parte, tanto la UE en su conjunto como EE. UU. realizan un esfuerzo de inversión notablemente superior al de España. Es alentador que la inversión productiva se haya incrementado en los últimos años, pero la tendencia no es todavía lo suficientemente robusta como para

Gráfico 1

## La inversión productiva, 2000-2025

FBCF sin vivienda, en porcentaje del PIB



cerrar la brecha con las principales economías avanzadas de nuestro entorno.

*Tras la leve recuperación registrada antes de la pandemia, el esfuerzo de inversión oscila en torno a valores reducidos*

Dentro de la inversión productiva, el eslabón más débil radica en el material de transporte y, en menor medida, la maquinaria y bienes de equipo. Lo que revela esta tendencia negativa es que las empresas son todavía prudentes en sus decisiones de ampliar la capacidad productiva, incluso en un entorno de crecimiento intenso como el que prevalece. Por su parte, la inversión en “otras construcciones”, categoría que engloba las infraestructuras, las redes de comunicación y bienes colectivos excepto la vivienda, fluctúa

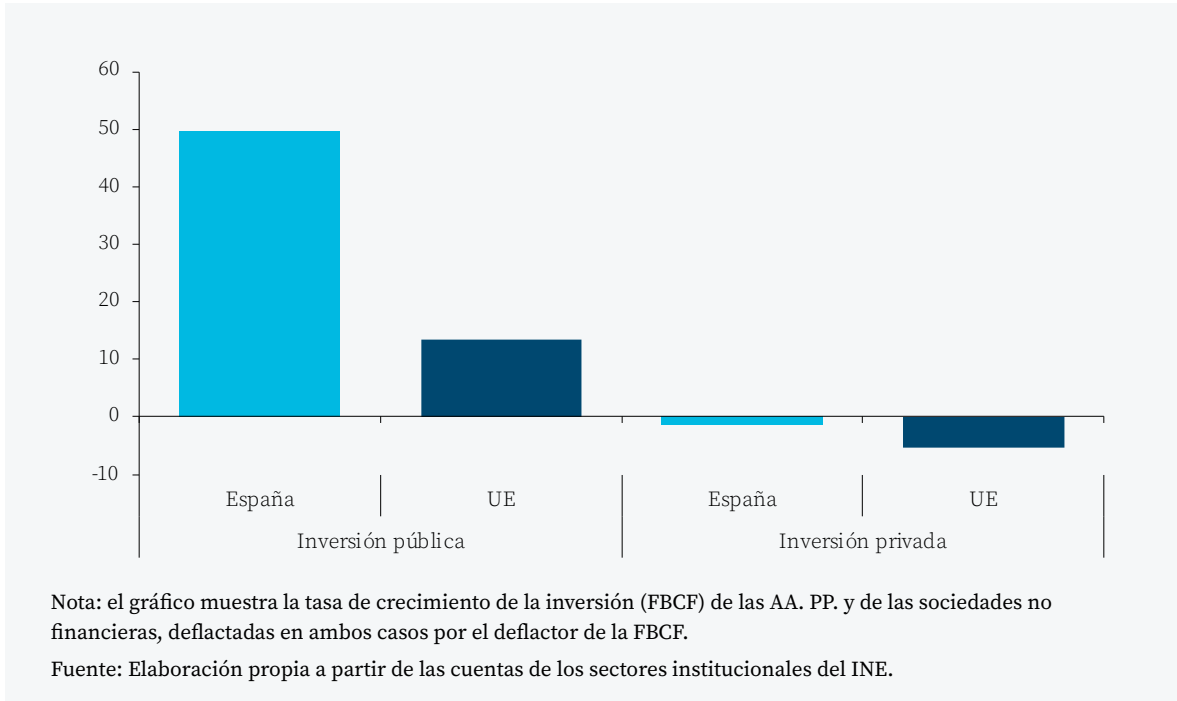
en torno a una tendencia ligeramente ascendente. Y la parte más boyante corresponde a los intangibles (o productos de la actividad intelectual, según la terminología empleada por la contabilidad nacional). A este respecto, conviene recordar que los intangibles y las “otras construcciones” se encuentran entre los componentes más beneficiados por los fondos *Next Generation*. Pero, incluso con el impulso de estos recursos, los niveles de inversión productiva se sitúan todavía en retroceso en relación con la media europea.

De manera general, la clave está en la languidez de la inversión empresarial (gráfico 2). Entre los sectores institucionales, las empresas no financieras son las que menos han invertido en el último lustro, con una reducción de su formación bruta de capital fijo del -1,4 % desde 2019, descontando la inflación.

## Gráfico 2

**Inversión pública y privada a precios constantes**

Crecimiento entre 2019 y 2025, en porcentaje



Semejante tibieza sorprende, en primer lugar, por el contraste con las administraciones públicas, cuya inversión se incrementó casi un 50 % durante el mismo periodo, siempre en términos reales, fruto del impulso aportado por los fondos europeos. Se hubiera esperado un mayor efecto tractor de la inversión pública sobre la privada (o efecto *crowding-in*). Al invertir en bienes colectivos, el Estado puede desarrollar un entorno favorable a la iniciativa privada. En todo caso, el efecto tractor ha sido uno de los objetivos de los fondos europeos. Algunos PERTE, por ejemplo, se basan en el supuesto de una inversión privada varias veces superior a los recursos públicos aportados por el programa *Next Generation*.

En segundo lugar, las corporaciones españolas han vivido un periodo de crecimiento, proclive, en teoría, a la ampliación del *stock* de capital. Sus homólogas europeas, que se han enfrentado a un entorno macroeconómico mucho más adverso, han tenido un comportamiento similar (o incluso mejor en términos de ratio de inversión empresarial sobre el PIB, como aparece en el gráfico 1)<sup>1</sup>.

Un contexto macroeconómico suele traer consigo un desempeño favorable de la inversión privada, ya que su comportamiento tiende a ser procíclico, es decir, a amplificar el vaivén de la coyuntura. Así, en los años expansivos 2015-2019, la inversión privada se incrementó a

1 En el periodo 2019-2025, la ratio de inversión de las sociedades no financieras sobre el PIB ha descendido en 1,9 puntos porcentuales, frente a una media UE de -1,3 puntos porcentuales, con cálculos a partir de datos de Eurostat.

un ritmo sensiblemente superior al PIB en casi todas las economías de la UE<sup>2</sup>. En España, por ejemplo, el rebote ascendió al 5,8 %, el doble que el avance registrado por el PIB en ese periodo. Posteriormente, la crisis sanitaria asestó un duro golpe, conduciendo a caídas inéditas de la inversión privada, en consonancia con la naturaleza procíclica de esta variable.

El periodo más reciente no se ha ajustado a esta regla empírica, al menos en España, ya que, pese al tirón de la economía, la inversión privada sigue estando rezagada: su crecimiento en el último trienio ha sido del 3,3 % en términos

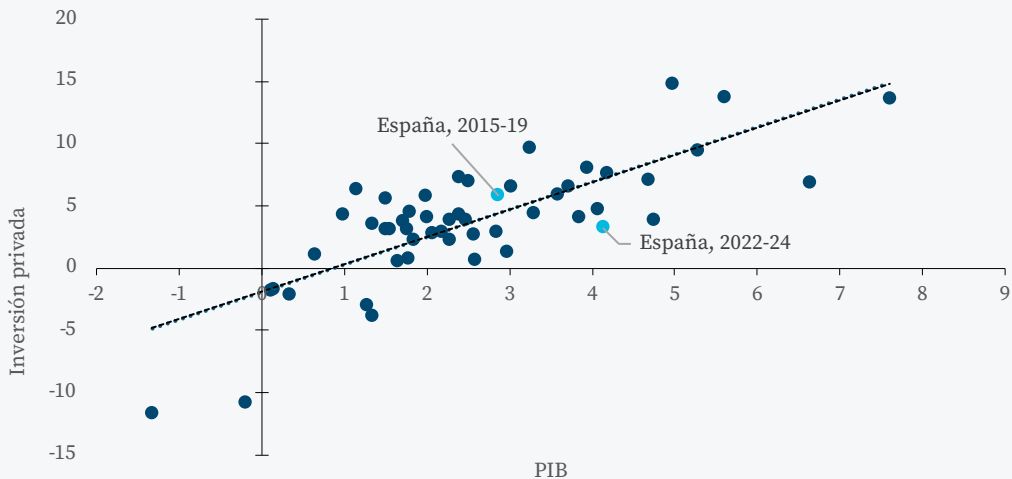
deflactados, casi un punto menos que el PIB, quebrando la pauta histórica y evidenciando una elasticidad inferior a la observada en otros países europeos (gráfico 3). De manera similar, la inversión privada no ha recuperado su nivel prepandemia, mientras que el PIB se sitúa ya un 10 % por encima de dicho nivel.

|  
*En España, pese al tirón de la economía, la inversión privada sigue estando rezagada: su crecimiento en el último trienio ha sido del 3,3 % en términos deflactados*  
 |

**Gráfico 3**

**Crecimiento del PIB y de la inversión privada en periodos expansivos**

Medias anuales 2015-2019 y 2022-2024 (porcentaje)



Nota: cada punto representa un país de la Unión Europea. Por ejemplo, en el caso de España, el crecimiento del PIB alcanzó una media anual del 4,1 % en el periodo 2022-2024 y la inversión privada el 3,3 %, en términos deflactados por el deflactor de la formación bruta de capital fijo. Los valores alcanzaron el 2,9 % y el 5,8 %, respectivamente, en el periodo 2015-2019.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

2 Siendo Letonia y Luxemburgo la excepción.

Un desglose sectorial apunta en la misma dirección del débil comportamiento de la inversión privada, frente a la pública. El 49 % del crecimiento de la inversión que se ha producido en el periodo procede de los sectores directamente receptores de la inversión pública, a saber: las administraciones y la defensa, la educación y la sanidad. En las otras grandes economías europeas, el peso de estos sectores alcanza el 24 %. A la inversa, la industria, cuyo desarrollo ha sido un objetivo prioritario de los fondos europeos, ha tenido un comportamiento discreto. Y, lo que es más sorprendente, los sectores asociados al turismo han reducido su esfuerzo inversor, tal vez por el impacto dilatado de la pandemia —un resultado similar se ha producido en los otros países europeos, evidenciando una cierta reticencia a invertir en los sectores más estrechamente asociados al turismo—. Eso sí, los servicios profesionales y las actividades de información y comunicación han incrementado fuertemente su esfuerzo inversor, pero este comportamiento está en línea con la experiencia internacional, no destacando particularmente.

### El peso de la incertidumbre

Cabe, por tanto, preguntarse por qué la inversión privada no ha sido tan dinámica como en anteriores ciclos expansivos. En términos generales, la decisión de invertir depende de los beneficios futuros anticipados por las empresas y de la relación entre estos beneficios y el coste de la operación. El cálculo es, en realidad, una apuesta ya que el futuro es por definición incierto, de ahí que entren en juego tanto factores objetivos (conjuntura económica, evolución de los beneficios,

exportaciones, etc.), como el estado de ánimo de los inversores o algo tan difuso como el clima empresarial. Todo ello influye en las expectativas de demanda, de precio de venta, de costes de producción y de otras variables relevantes a la hora de tomar la decisión de invertir.

Ahora bien, según diversos trabajos, la rentabilidad de las empresas no parece ser una limitación, al menos en términos generales<sup>3</sup>. Preocupa que algunos sectores estén padeciendo un déficit de rentabilidad, pero en ningún caso esta circunstancia parece ser disuasoria o limitativa de cara a la inversión, a tenor de los estudios disponibles. Es un hecho que los beneficios netos de impuestos y cargas financieras se sitúan ya por encima del nivel prepandemia, cuando la inversión ha retrocedido (descontando en ambos casos el efecto de la inflación).

Asimismo, la evolución de la inversión extranjera directa es reveladora de un tejido productivo relativamente competitivo y rentable. La IED incluye la entrada de capital foráneo con el objetivo de crear empresas, ampliar capacidad existente o reinvertir beneficios de operaciones anteriores. Se trata, por tanto, de una variable que aproxima la confianza de los grandes inversores internacionales en el futuro de la economía. Algunos tipos de IED no se traducen necesariamente ni de forma inmediata en inversión productiva. Por ejemplo, la entrada de capital puede consistir en una inyección de fondos en empresas existentes, sin que la operación conlleve un aumento de la inversión productiva —a diferencia de otros tipos de IED, como la creación de nuevas unidades de producción o inversiones *greenfield*, que se traducen de manera

3 Según un estudio reciente del Banco de España basado en la EBAE, la rentabilidad aparece como un condicionante secundario tanto para las grandes empresas como para las pequeñas (no porque sea irrelevante, sino porque en este momento no parece constreñir la inversión tanto como otros factores como la incertidumbre, por ejemplo). Véase, Fernández Cerezo *et al.* (2025).

cuasi inmediata en inversión—. No obstante, de manera general, la IED aporta recursos estables para el desarrollo productivo presente o futuro, a diferencia de la inversión en cartera, por esencia volátil, ya que está guiada por la búsqueda de ganancias a corto plazo.

En términos empíricos, la IED ha seguido una tendencia favorable para la economía española: la entrada de capital extranjero a fines productivos asciende al 3,3 % del PIB, según el promedio de los últimos cinco años, una aportación mayor que en el periodo prepandemia, y también superior a los registros de otras economías avanzadas. La tendencia contrasta con el retroceso de la entrada de IED en el conjunto de la eurozona.

La explicación más plausible radica en la incertidumbre y su corolario, a saber, el sobreahorro de las empresas. Es un hecho que las cuentas de las empresas no financieras arrojan un superávit de manera ininterrumpida desde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, y no una necesidad de financiación, como cabía esperar por la naturaleza misma de la actividad empresarial, que consiste en recurrir a capitales externos para financiar la expansión. El superávit fluctúa entre el 10 % y el 20 % de los recursos disponibles. Este remanente también se produce en otros países europeos, pero su nivel es inferior (gráfico 4). En economías como Suecia y, fuera de la UE, EE. UU., las empresas recurren a los mercados para complementar el ahorro generado, evidenciando una mayor confianza en el futuro.

El remanente de ahorro, al no emplearse en invertir, se destina, por una parte, a acumular activos financieros como dinero en efectivo,

depósitos bancarios, bonos y otras operaciones. Y, sobre todo, para reducir los pasivos. Concretamente, las empresas han acumulado patrimonio financiero (diferencia entre la variación de activos y de pasivos) por el equivalente del 2,2 % del PIB, en media anual en el periodo 2014-2024. Esto es cinco veces más que la media de la eurozona: ninguna de las grandes economías de la UE ha tenido un comportamiento tan cauteloso en este respecto. Todo ello redundaba también en una fuerte reducción del endeudamiento empresarial, hasta niveles mínimos del siglo, y significativamente por debajo de la media europea.

|  
*El remanente de ahorro, al no emplearse en invertir, se destina, por una parte, a acumular activos financieros como dinero en efectivo, depósitos bancarios, bonos y otras operaciones. Y, sobre todo, para reducir los pasivos*  
|

El comportamiento de sobreahorro de las empresas se explica por el contexto de incertidumbre que predomina. El riesgo es una circunstancia omnipresente en la decisión de invertir, por eso los agentes económicos son particularmente cautos en periodos de incertidumbre. Por definición, la adquisición de un bien de capital, como una máquina o un programa informático, es una apuesta económica que una empresa hace hoy con la expectativa de generar ganancias en el futuro<sup>4</sup>. De ahí que la incertidumbre actúe como freno, sobre todo cuando es “radical”, es decir, cuando no es posible atribuir una probabilidad a diferentes escenarios de futuro<sup>5</sup>. La

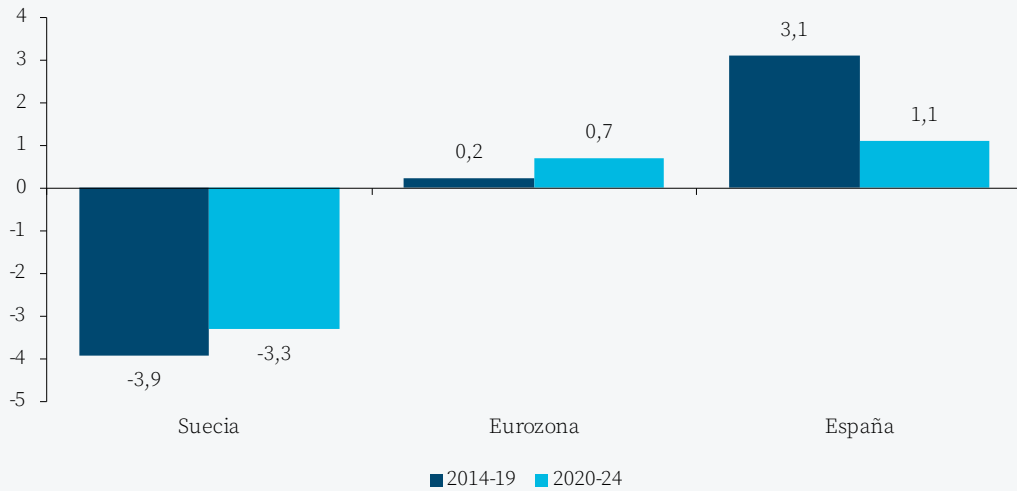
4 Según un estudio reciente, hasta cuatro de cada cinco empresas evalúan mal el coste del capital en sus decisiones de inversión, lo que conduce a una asignación defectuosa de los recursos (véase Gormsen y Huber, 2024).

5 Prestigiosos economistas como Keynes y Frank Knight establecieron una clara diferencia entre los riesgos que pueden ocurrir con una cierta probabilidad, y la incertidumbre radical, que no es cuantificable (véase Dimand, 2021).

## Gráfico 4

**El sobreahorro de las empresas españolas**

Operaciones financieras netas, en porcentaje del PIB



Nota: el gráfico muestra el ahorro financiero (o diferencia entre variación de activos y de pasivos financieros) de las sociedades no financieras, en porcentaje del PIB.

Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España, cuentas financieras.

incertidumbre también afecta las anticipaciones relativas al coste del capital, variable clave en la decisión de invertir por parte de las empresas<sup>6</sup>.

Estos últimos años se han caracterizado por una sucesión de *shocks* negativos para el clima de inversión, como la crisis sanitaria, el estallido de la guerra en Ucrania y sus derivadas en la evolución de la inflación, o más recientemente la elevación de los aranceles sobre los productos exportados a EE .UU., en un contexto de fuertes tensiones geopolíticas.

En el plano interno, un marco legal poco predecible o fluctuante es visto como un riesgo, que hace que las empresas puedan preferir aparcar

sus beneficios en activos financieros en vez de invertirlos. Fernández Cerezo *et al.* (2025) ponen de manifiesto la relevancia de la incertidumbre de política económica en las decisiones de inversión. La complejidad de los trámites de solicitud de los fondos europeos, así como la lentitud percibida respecto a su desembolso, pueden también haber inhibido o retrasado la decisión de invertir.

El clima de incertidumbre puede pesar más en las iniciativas de las pequeñas empresas, que componen el grueso del tejido productivo español, ya sea porque no disponen de personal cualificado para afrontarla, a diferencia de las grandes corporaciones que además tienen

6 Véase el artículo de Vicente Salas en este volumen.

acceso a las consultoras más asentadas, o porque su horizonte temporal suele ser más corto. Un tejido productivo atomizado es, por tanto, vulnerable al vaivén de la coyuntura. Además, las pequeñas empresas se enfrentan a más dificultades que las grandes para acceder a la financiación externa. Los préstamos bancarios que se les conceden entrañan una prima de riesgo, encareciendo el coste de la inversión. Por su parte, las corporaciones consolidadas no solo tienen acceso a una financiación más barata, sino que también pueden atraer recursos no bancarios, ya sea recurriendo directamente a los mercados de deuda y a fondos de inversión, o apelando a los accionistas. De ahí que se constata una relación creciente entre inversión y tamaño empresarial (gráfico 5).

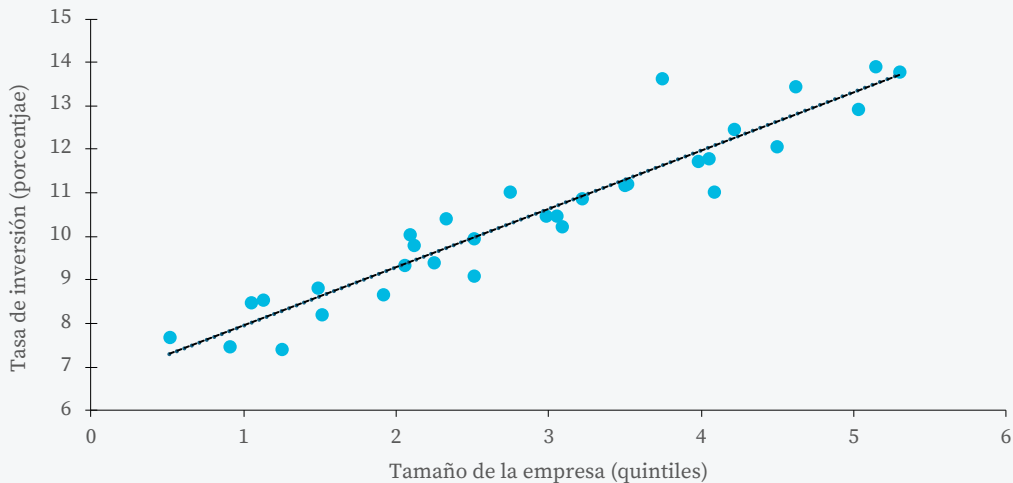
## Implicaciones

La economía española dedica un menor esfuerzo a la inversión empresarial que sus homólogas europeas, que a su vez invierten menos que EE. UU. Si bien un repunte es perceptible en el periodo más reciente, conviene abordar los factores macroeconómicos que entorpecen la decisión de invertir por parte de las empresas.

El principal radica en la incertidumbre, tanto en el plano internacional como en el interno, un diagnóstico que pone de relieve la necesidad de una mayor previsibilidad de la política económica española y europea. Influyen las sucesivas prórrogas presupuestarias, así como, a nivel europeo, los titubeos en relación a la unión de capitales.

Gráfico 5

### Inversión y tamaño de la empresa



Nota: Cada punto representa la tasa media de inversión (inversión respecto a *stock* real de activos en t-1, en %) para empresas agrupadas por quintiles de tamaño. El tamaño empresarial se mide por el número medio de empleados. Período 2017-2023.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances (Banco de España).

También urge elevar el efecto tractor de la inversión pública, impulsada por los fondos *Next Generation*, y la privada, acometiendo reformas destinadas a aportar seguridad jurídica, abordar

otros factores relacionados con la estabilidad del entorno institucional y diversificar los instrumentos de la financiación de la economía, algo particularmente relevante para las pequeñas empresas.

## Referencias

DIMAND, R. W. (2021). Keynes, Knight, and Fundamental Uncertainty: A Double Centenary 1921–2021. *Review of Political Economy*, Taylor & Francis Journals, vol. 33(4), 570-584, October.

FERNÁNDEZ CEREZO, A., PUENTE, S., y VEIGA, R. (2025). La debilidad de la inversión empresarial en España tras la pandemia: un análisis basado en la EBAE. *Boletín Económico–Banco de España*, 2025/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/38946>

GORMSEN N. J., y HUBER, K. (2024). Firms' Perceived Cost of Capital. <https://voices.uchicago.edu/gormsen/files/2024/07/GormsenHuber2024July.pdf>.

SALAS FUMÁS, V. (2026). Beneficios económicos e inversión de las sociedades no financieras en España. *Cuadernos de Información Económica*, N° 310 (enero-febrero).

TORRES, R., FERNÁNDEZ M. J., y GÓMEZ DÍAZ, F. (2025). El ciclo expansivo de la economía española, condicionantes y perspectivas hasta 2027. *Cuadernos de Información Económica*, N° 309 (noviembre-diciembre). <https://www.funcas.es/articulos/el-ciclo-expansivo-de-la-economia-espanola-condicionantes-y-perspectivas-hasta-2027/>

TORRES, R., y GONZÁLEZ SIMÓN, M. A. (2025). El informe Draghi y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, N° 304 (enero-febrero). Funcas. <https://www.funcas.es/articulos/el-informe-draghi-y-la-economia-espanola/>



# 02

**Antonio Cabrales**  
Universidad Carlos III de Madrid



# El impacto de la IA generativa en el trabajo y la educación: retos y oportunidades

La inteligencia artificial (IA), y en especial la IA generativa, está transformando el trabajo reorganizando tareas más que eliminando empleos. La automatización puede aumentar o reducir los requisitos de experiencia profesional, con efectos contraintuitivos sobre salarios y empleo al modificarse las barreras de entrada. Estos efectos dependerán no solo de la capacidad técnica, sino también de la acción humana. Además, la IA induce un sesgo hacia la antigüedad, pudiendo dificultar el acceso de los perfiles junior. Al mismo tiempo, ofrece oportunidades relevantes en educación, lo que exige priorizar conocimientos de IA y habilidades complementarias y repensar las vías de acceso al empleo, especialmente en España.

## Introducción

La IA se entiende mejor como una tecnología que reorganiza las tareas dentro de las profesiones. Dado que los puestos de trabajo agrupan tareas de diferente dificultad, la misma capacidad de IA puede reducir las barreras de entrada en algunas funciones y aumentarlas en otras, y puede incrementar los salarios en funciones que se reducen en el empleo. Por lo tanto, un enfoque basado en las tareas es esencial para predecir los efectos distributivos y diseñar respuestas en materia de educación y formación.

Este ensayo recopila pruebas de la literatura económica para argumentar que los efectos de la IA en los mercados laborales pueden ser matizados. Los salarios y el empleo pueden subir o bajar en función de la composición de las tareas de los diferentes sectores. Pero los seres humanos pueden influir, y lo harán, en el desarrollo de este proceso de adopción. Un sector de la población que se verá especialmente afectado es el de los trabajadores jóvenes, ya que muchas tareas que realizaban los empleados junior serán asumidas por la IA. Como resultado, es necesario replantearse seriamente la educación. Sin embargo, la IA también ofrece grandes oportunidades para el sector educativo, lo que puede mitigar los efectos sobre los trabajadores jóvenes.

## El mercado laboral del futuro: experiencia, reagrupación de tareas y agencia humana

### Experiencia y barreras de entrada

Una de las perspectivas más interesantes sobre el impacto de las tecnologías emergentes en el mercado laboral es la que ofrecen Autor y Thompson (2025). Parten de un modelo que asume una jerarquía de conocimientos especializados. Los trabajadores más expertos pueden realizar las tareas

de los menos expertos, pero no al revés. Dado que las profesiones agrupan tareas, los trabajadores deben ser capaces de realizar todas las tareas no automatizadas del conjunto. Por lo tanto, la tarea restante que requiere mayor experiencia establece un umbral de entrada. La automatización puede reducir ese umbral al eliminar las tareas que requieren experiencia (lo que hace posible la entrada de trabajadores menos expertos) o aumentarlo al eliminar las tareas que no requieren experiencia y dejar un conjunto residual más exigente. Este canal *de redundancia de la experiencia* significa que la automatización puede redistribuir las oportunidades incluso cuando aumenta la productividad, ya que amplía el conjunto de trabajadores que pueden alcanzar el umbral. De esa manera, puede aumentar la competencia entre los trabajadores actuales y ejercer presión sobre los salarios. Por otro lado, si endurece el umbral, puede restringir la entrada y aumentar los salarios de un conjunto más reducido de trabajadores cualificados.

### Cantidad de tareas frente a experiencia en las tareas

Los autores distinguen entre la cantidad de tareas (cuánto trabajo realiza una ocupación) y la especialización en las tareas (cuán exigentes son las tareas restantes). La cantidad de tareas se comporta como un cambio en la demanda. Cuando una ocupación gana tareas, la demanda de su mano de obra tiende a aumentar. Cuando pierde tareas, la demanda tiende a disminuir. La especialización en las tareas se comporta como un cambio en la oferta, ya que el aumento de los requisitos de especialización reduce el número de trabajadores cualificados. Esto da lugar a una predicción clave. Es decir, las ocupaciones que requieren una mayor especialización pueden tener salarios más altos pero menos empleo, mientras que las ocupaciones que requieren

menos especialización pueden tener salarios más bajos pero más empleo. La predicción es importante para interpretar la IA. El mismo impacto de la automatización puede aumentar el salario en un puesto de trabajo y reducir el número de empleados (pensemos en los arquitectos, muchas de cuyas tareas de bajo nivel se han automatizado) o ampliarlos en un puesto de trabajo y reducir el salario y estandarizar más el trabajo (pensemos en los taxistas, cuyos conocimientos especiales sobre la geografía de la ciudad han sido sustituidos por los sistemas GPS).

### Automatización de tareas rutinarias y bifurcación

Utilizando datos sobre tareas entre 1977 y 2018, Autor y Thompson (2025) documentan un importante cambio en la composición: las tareas rutinarias representan una gran parte de las tareas eliminadas, mientras que las tareas abstractas representan la mayoría de las tareas añadidas. Sus estadísticas resumidas dejan muy clara la asimetría: aproximadamente dos tercios de las tareas eliminadas eran rutinarias, mientras que la mayoría de las tareas añadidas eran abstractas. El punto crucial es que las tareas rutinarias no son uniformemente poco cualificadas. En algunas ocupaciones, implican un alto nivel de especialización (por ejemplo, procedimientos especializados y tareas de decisión sujetas a normas), mientras que en otras son tareas de apoyo en torno a un núcleo más especializado. Por lo tanto, la automatización de las tareas rutinarias debería bifurcar los resultados entre los trabajos intensivos en tareas rutinarias. Los autores crearon un predictor basado en el contenido de las tareas de 1977 que captura si la eliminación de las tareas rutinarias reduciría o aumentaría el umbral de experiencia de una ocupación. Las ocupaciones expuestas a la pérdida de experiencia prevista experimentaron descensos

en la experiencia en las tareas y en los salarios, mientras que las expuestas a la ganancia de experiencia prevista experimentaron aumentos en la experiencia en las tareas y en los salarios. Además, en línea con el modelo, el aumento de la experiencia también se asocia con un descenso relativo del empleo. Cuantitativamente, muestran que las tareas rutinarias pasaron de representar aproximadamente la mitad de las tareas en 1977 a menos de un tercio en 2018, y estiman que alrededor del 66 % de las tareas eliminadas eran rutinarias, mientras que solo alrededor del 17 % de las tareas añadidas eran rutinarias. Las tareas abstractas constituían aproximadamente tres cuartas partes de las tareas añadidas. Estos patrones descriptivos de su trabajo sugieren que muchas ocupaciones expuestas a la IA no compartirán la misma trayectoria salarial o de empleo.

### La agencia humana y la adopción desigual

Pero la viabilidad técnica no es el único elemento necesario para pronosticar los cambios en el mercado laboral. Las preferencias y la agencia humanas serán muy importantes para comprender la evolución en los próximos años. Shao *et al.* (2025) crearon una gran base de datos, WORKBank (844 tareas, 104 ocupaciones), y calificaron las tareas en una escala de agencia humana utilizando encuestas a trabajadores y evaluaciones de expertos. Los trabajadores expresan actitudes positivas hacia la automatización de una parte sustancial de las tareas (alrededor del 46 % según su medición), pero el acuerdo entre los trabajadores y los expertos sobre el nivel adecuado de agencia es bajo (alrededor del 27 %), ya que los trabajadores tienden a preferir un mayor control humano. La implicación es que la adopción será un camino accidentado. Incluso en los casos en que un agente de IA podría realizar técnicamente una tarea,

las organizaciones pueden seguir optando por diseños con intervención humana debido a la responsabilidad, la seguridad o el significado percibido del trabajo. Por el contrario, los trabajadores pueden acoger con satisfacción la automatización de tareas desagradables o repetitivas que los expertos consideran difíciles de automatizar de forma segura.

## Implicaciones

En conjunto, los artículos que he revisado hasta ahora implican que el mercado laboral no experimentará simplemente una mejora uniforme de las competencias. En cambio, la IA reorganizará los umbrales de experiencia. Algunas funciones requerirán más experiencia, unas serán mejor remuneradas y serán más difíciles de acceder. Otras requerirán menos experiencia y serán más fáciles de acceder. Además, la velocidad y la dirección del cambio dependerán de cómo los lugares de trabajo asignen la responsabilidad de los resultados de la IA, incluyendo la supervisión, la auditoría y la gestión de errores. Es probable que estas tareas de agencia se expandan precisamente donde la IA es más útil, creando una nueva demanda de trabajadores que puedan validar los resultados, diseñar flujos de trabajo y comunicar la incertidumbre en entornos de alto riesgo. Además, señalan un desajuste en los incentivos a la innovación. Al trazar un mapa de una muestra de empresas emergentes de agentes de IA en el espacio deseo-viabilidad, alrededor del 41 % cae en regiones de baja prioridad o *en rojo*, lo que podría ralentizar la adopción de alto valor.

## Acceso temprano a la carrera profesional y escasez de prácticas

Es posible que en los últimos dos años haya oído a los jóvenes hablar de sus crecientes

dificultades para conseguir prácticas y pasantías. Estas historias son más que anécdotas. Hosseini y Lichtinger (2025) muestran que la IA generativa está impulsando lo que podría denominarse un cambio técnico sesgado hacia la antigüedad. Identifican la adopción por parte de las empresas mediante anuncios de puestos de *integrador de GenAI* y realizan un seguimiento del empleo por antigüedad utilizando datos a gran escala de currículos y vacantes. En sus estimaciones del estudio de eventos, el empleo de los jóvenes disminuye tras la adopción y alcanza una reducción cercana al 10 % en unos dos años, mientras que el empleo de los mayores se mantiene relativamente estable. Sus especificaciones de triple diferencia refuerzan las pruebas sobre el momento en que se produce. Los efectos son pequeños antes de la difusión generalizada de la GenAI y luego disminuyen drásticamente en el período en que se acelera la adopción de la IA generativa.

|  
*La IA generativa está impulsando lo que podría denominarse un cambio técnico sesgado hacia la antigüedad*  
|

El mecanismo consiste principalmente en una reducción de la contratación de jóvenes, más que en un aumento de los despidos. Esto es coherente con la comprensión de la escala profesional. Los puestos de entrada suelen implicar tareas cognitivas limitadas que son cada vez más automatizables o comprimibles (redacción, análisis que pueden introducirse fácilmente en una plantilla, codificación rutinaria y revisión de documentos). Incluso si la IA aumenta la productividad de los jóvenes a nivel individual, el número de puestos para jóvenes en equilibrio puede seguir disminuyendo si se reduce el volumen de tareas adecuadas para ellos. El resultado es un menor número de oportunidades de

aprendizaje remuneradas y una transición más difícil de la educación al trabajo.

Hosseini y Lichtinger (2025) también destacan un canal intertemporal para los impactos laborales. Si las empresas esperan que las tareas de nivel inicial se automaticen pronto, pueden retrasar la contratación para evitar futuros costes de despido y ajuste. Esto desplaza la atención de los despidos a la falta de primeros empleos. En términos distributivos, aumenta la importancia de la calidad de la educación, la señalización y el acceso a las redes. Esto es muy preocupante, porque esas ventajas no se distribuyen de manera uniforme, y puede explicar la explosión de universidades privadas que enfatizan precisamente esos puntos en España. También hace que las políticas para el inicio de la carrera profesional y el diseño de los planes de estudio sean partes centrales de una transición inclusiva hacia la IA.

### **Oportunidades de la IA para mejorar la educación: ampliar los conocimientos especializados en tiempo real**

Los estudios anteriores que he comentado destacan la importancia de la educación en la transición hacia la IA. La pregunta es si la IA también puede ayudar a modernizar la educación. Wang *et al.* (2025) dan una respuesta positiva a la pregunta. Aportan pruebas causales de que la IA puede mejorar la educación cuando amplía las prácticas de los expertos, en lugar de sustituir a los instructores. Presentan Tutor CoPilot, que ofrece sugerencias en tiempo real a los tutores durante las sesiones en directo. En un ensayo controlado aleatorio prerregistrado en un programa de tutoría virtual de matemáticas en la escuela para estudiantes del Título I (desfavorecidos), el acceso a CoPilot aumentó el dominio de los temas en aproximadamente cuatro puntos porcentuales sobre la base de la

intención de tratar. Se obtuvieron ganancias mayores, de aproximadamente nueve puntos porcentuales, para los tutores con calificaciones inicialmente más bajas.

Los análisis a nivel de mensajes indican que CoPilot cambia la pedagogía, no solo la velocidad. Los tutores tratados eran más propensos a utilizar estrategias de alta calidad asociadas con un aprendizaje más profundo. Por ejemplo, haciendo preguntas orientativas y dando pasos para el razonamiento de los estudiantes, y eran menos propensos a limitarse a dar respuestas. Por lo tanto, la intervención funciona como un entrenamiento integrado en la práctica. Ayuda a los tutores a adoptar movimientos similares a los de los expertos cuando es necesario. Y es fácilmente escalable.

|  
*Si las empresas ofrecen menos prácticas, los sistemas de educación y formación deben proporcionar más retroalimentación y prácticas guiadas antes de la entrada en el mercado laboral*  
|

Esto es una buena noticia para el acceso al mercado laboral, teniendo en cuenta mi anterior análisis. Si las empresas ofrecen menos prácticas, los sistemas de educación y formación deben proporcionar más retroalimentación y prácticas guiadas antes de la entrada en el mercado laboral. Los sistemas de IA que incorporan la orientación de expertos en la actividad real pueden ayudar a los estudiantes a alcanzar la competencia antes y pueden apoyar el reciclaje profesional más adelante en la vida. El análisis de los costes del artículo refuerza este punto, contrastando el elevado gasto del desarrollo profesional convencional con un coste marginal estimado del orden de decenas de dólares por tutor y año en su entorno.

## Retos para la enseñanza de la economía y qué hacer al respecto

Como economista, no puedo evitar preguntarme por las implicaciones para la educación en mi campo. Oschinski *et al.* (2025) sostienen que la educación en economía debe adaptarse rápidamente porque los graduados en economía acceden a puestos de trabajo con una alta exposición a la IA y unas exigencias de competencias cambiantes. Analizando los cambios en los requisitos de habilidades laborales entre 2015 y 2023, informan de la disminución de la importancia de algunas habilidades específicas de *software* financiero y contable y del aumento de la importancia del *software* estadístico, la redacción/edición y las habilidades analíticas. También destacan el paso de las habilidades de gestión tradicionales a la gestión de proyectos y el análisis de políticas. El mensaje general es que los programas de economía deben enseñar flujos de trabajo empíricos modernos y comunicación, no solo teoría disciplinaria.

Estos cambios implican que los planes de estudio deben diseñarse teniendo en cuenta la complementariedad. Si la IA puede generar borradores plausibles de texto, código y análisis rutinarios, la evaluación de los estudiantes no puede centrarse en tareas rutinarias simples. En cambio, debemos actuar con urgencia para poner a prueba las capacidades que hacen que el uso de la IA sea fiable. Por ejemplo, la formulación de problemas, la lógica de identificación e inferencia, las comprobaciones de solidez, el examen de la procedencia de los datos o la comunicación transparente de la incertidumbre.

En la práctica, esto significa que debemos incluir más trabajo empírico basado en proyectos con paquetes de replicación, defensas orales, ejercicios con datos en clase e instrucción explícita en alfabetización y verificación de la IA.

Los estudiantes deben practicar el uso de herramientas de IA para acelerar los borradores, al tiempo que se les califica por la calidad del juicio que aplican para verificar, contextualizar y mejorar esos borradores.

La enseñanza de la economía es también un caso en el que la perspectiva de agencia de Shao *et al.* (2025) es directamente relevante. Se espera que los graduados supervisen las herramientas de IA y sigan siendo responsables de los resultados en entornos políticos y empresariales. Por lo tanto, la enseñanza debe abarcar cuándo es apropiada la asistencia de la IA, cómo documentar los pasos de verificación y cómo gestionar riesgos como las alucinaciones, los datos sesgados y los informes excesivamente confiados.

Y aunque Oschinski *et al.* (2025) se basan en la formación en economía, sospecho que muchas de sus ideas se pueden aplicar perfectamente a otros campos.

## Implicaciones para España

El contexto español hace que el acceso al mercado laboral al inicio de la carrera profesional sea especialmente delicado. Como muestra el gráfico 1, el desempleo juvenil es sistemáticamente mucho más alto en España que en otros países europeos. Incluso hoy en día, cuando las condiciones económicas son muy buenas, los informes sobre el empleo juvenil que resumen la *Encuesta de Población Activa (EPA)* indican una tasa de desempleo de los menores de 25 años del 25,42 % en el tercer trimestre de 2025 (INJUVE, 2025). Cuando las condiciones de acceso al mercado laboral son precarias, la reducción de la contratación de jóvenes asociada a la adopción de la IA puede amplificar los costes sociales al retrasar la transición hacia carreras profesionales estables y prolongar los efectos negativos.

|  
*El contexto español hace que el acceso al mercado laboral al inicio de la carrera profesional sea especialmente delicado*  
 |

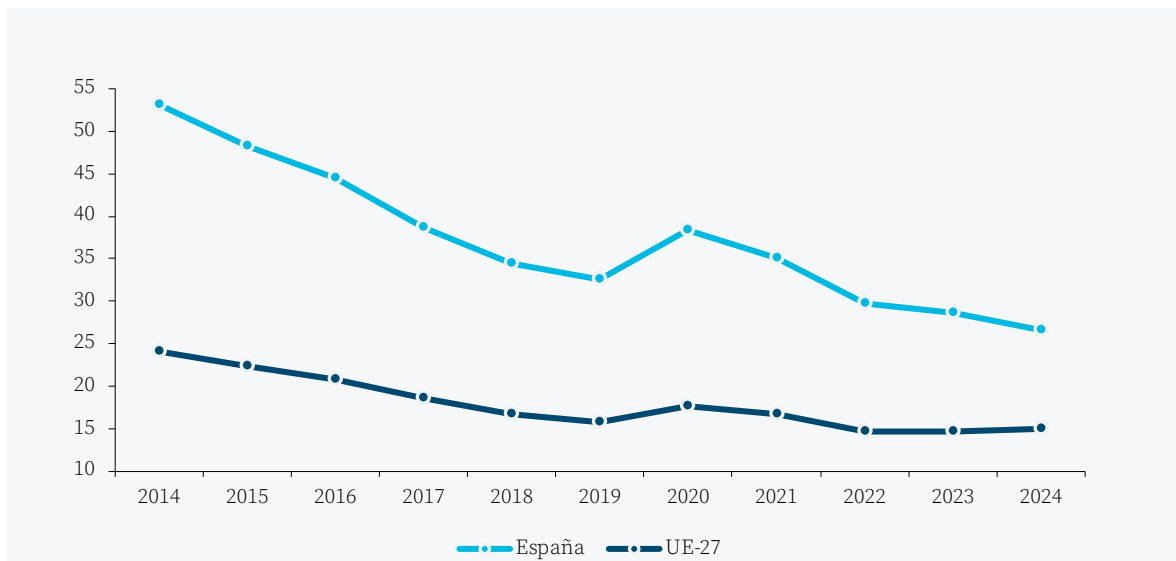
De los datos se desprenden dos prioridades. En primer lugar, debemos reforzar los programas de aprendizaje y las prácticas, de modo que las escalas profesionales sigan siendo accesibles, posiblemente mediante incentivos vinculados a planes de formación acreditados y a la presentación de informes por parte de los empleadores sobre los resultados de la progresión. En segundo lugar, debemos ampliar la capacidad de formación utilizando la IA para ampliar la retroalimentación y el *coaching* en la formación profesional y las universidades. Los esfuerzos de modernización de la formación profesional (FP) que se están llevando a cabo en España (Bentolila *et al.* 2020, 2023)

proporcionan una vía institucional para desplegar herramientas de tutoría y coaching basadas en la IA que mejoran la calidad de la enseñanza a gran escala. Concretamente, el gráfico 2 muestra estadísticas descriptivas de las diferencias en el empleo entre la FP escolar y la dual. Bentolila *et al.* (2023) muestran que también existen diferencias causales utilizando un estimador de distancia IV. La educación dual, en todos los niveles, incluida la universidad, ofrece un modelo probado para el reto que plantea la falta de prácticas. Un enfoque práctico consiste en integrar la retroalimentación asistida por IA en el aprendizaje basado en el trabajo: por ejemplo, los tutores, mentores o supervisores podrían utilizar herramientas de tipo copiloto para estandarizar un *coaching* de alta calidad, mientras que la evaluación se centra en las competencias demostradas y los resultados verificados. Dada la gran cantidad de pymes que hay en España, las asociaciones sectoriales

**Gráfico 1**

**Tasa media anual de desempleo juvenil (< 25 años), España y UE-27**

Porcentaje

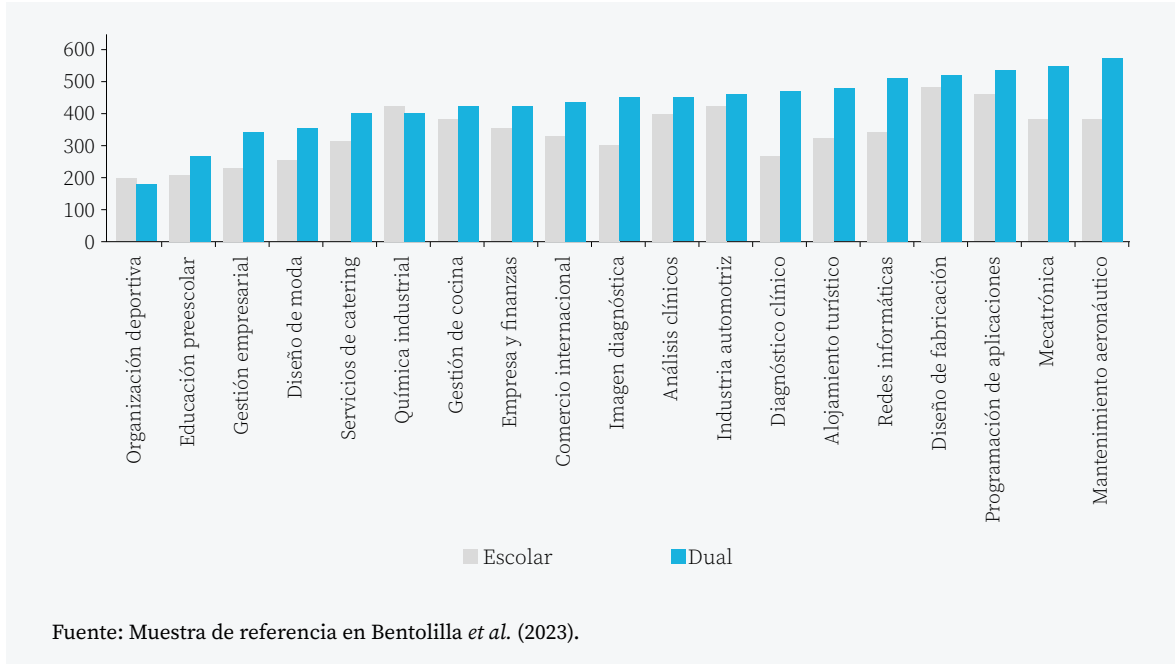


Fuente: Idescat (compilado a partir de Eurostat).

## Gráfico 2

**Tiempo trabajado por especialidad y campo para los graduados de FP terciaria en Madrid, 2014-2016**

Días trabajados a tiempo completo



podrían poner en común recursos para una formación compartida basada en la IA.

Por último, España debería evaluar estas intervenciones mediante programas piloto y métricas claras sobre la progresión desde la formación hasta el empleo estable. La incorporación de salvaguardias, como la documentación, la responsabilidad humana y la auditoría en aplicaciones sensibles, puede alinear la adopción con las preferencias de los trabajadores en cuanto a la agencia y puede aumentar la confianza.

La última implicación es curricular. Los programas de Economía y Empresa españoles pueden mejorar las perspectivas de los graduados incorporando la formación dual, los conocimientos de IA, la verificación y el trabajo en proyectos aplicados en las asignaturas troncales. En los mercados laborales en los que los puestos de trabajo para principiantes pueden ser menos numerosos pero más exigentes, la calidad y la credibilidad de las habilidades demostradas al graduarse se convierten en un factor aún más importante para acceder a ellos.

## Conclusión

La IA remodelará el trabajo al reagrupar tareas y cambiar los umbrales de especialización. Autor y Thompson (2025) muestran por qué esto puede producir una bifurcación, ya que algunas funciones se vuelven más especializadas y difíciles de acceder, mientras que otras se vuelven menos especializadas y más mercantilizadas. Shao *et al.* (2025) muestran que la adopción depende tanto de la agencia humana y la gobernanza como de la capacidad. Estas perspectivas implican un cambio desigual y una creciente importancia de la supervisión, la verificación y la responsabilidad.

Hosseini y Lichtinger (2025) aportan pruebas preliminares de que la adopción de la IA generativa está asociada a una reducción del empleo juvenil, impulsada principalmente por una contratación más lenta,

lo que implica una menor oferta de prácticas y una transición más difícil de la escuela al trabajo. Por lo tanto, la educación es fundamental. Wang *et al.* (2025) demuestran que los sistemas humano-IA pueden ampliar los conocimientos especializados en tiempo real y mejorar el aprendizaje a bajo coste, mientras que Oschinski *et al.* (2025) describen cómo la educación económica puede responder incorporando conocimientos sobre IA y orientando la evaluación hacia el juicio, la reproducibilidad y la comunicación. En el caso de España, donde el desempleo juvenil sigue siendo elevado, una transición inclusiva hacia la IA dependerá de que se mantengan las vías de acceso al trabajo y se mejore la formación, de modo que los nuevos participantes puedan cumplir unos requisitos iniciales más exigentes y se favorezca la movilidad a lo largo de la vida. El éxito actual de la formación profesional puede servir de modelo para que esto sea factible.

## Referencias

- AUTOR, D., y THOMPSON, N. (2025). Expertise. *Journal of the European Economic Association*, 23(4), 1203-1271.
- BENTOLILA, S., CABRALES, A., y JANSEN, M. (2020). ¿Qué empresas participan en la formación profesional dual? *Papeles de Economía Española*, 166, 94-104.
- BENTOLILA, S., CABRALES, A. y JANSEN, M. (2023). ¿Es rentable la formación profesional dual?
- HOSSEINI, S. M., y LICHTINGER, G. (2025). La IA generativa como cambio técnico sesgado por la antigüedad: Evidencia a partir de datos de currículos y ofertas de empleo en EE. UU. *Documento de trabajo*.
- INSTITUTO DE LA JUVENTUD (INJUVE). (2025). Jóvenes en la EPA. Tercer trimestre de 2025. Madrid: INJUVE. (Resumen estadístico basado en microdatos de la EPA del INE).
- OCDE. (2025). *Estudios económicos de la OCDE: España 2025*. París: Publicaciones de la OCDE.
- OSCHINSKI, M., SPIELMANN, C., y SUBBU-RATHINAM, S. (2025). *La IA y el futuro del trabajo para los economistas: replanteamiento de la enseñanza de la economía*. Documento de debate 25/788, Universidad de Bristol.
- SHAO, Y., ET AL. (2025). El futuro del trabajo con agentes de IA: auditoría de la agencia humana, los deseos de los trabajadores y la viabilidad en todas las tareas. *Documento de trabajo*.
- WANG, R. E., RIBEIRO, A. T., ROBINSON, C. D., LOEB, S., y DEMSZKY, D. (2025). *Tutor CoPilot: un enfoque humano-IA para ampliar la experiencia en tiempo real*. Preimpresión arXiv.

# 03

**Vicente Salas Fumás**

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



# Beneficios económicos e inversión de las sociedades no financieras en España

El beneficio económico difiere del contable en que el primero incluye en su cálculo costes explícitos y de oportunidad y el segundo, solamente costes explícitos. La diferencia, que afecta sobre todo a la imputación del coste de uso del capital, influye en la interpretación de la *performance* empresarial según la medida de beneficio utilizada. El trabajo presenta estimaciones anuales de los beneficios económicos de producir en España para el agregado de las sociedades no financieras (SNF) en el período 2000-2024, para lo cual ha sido necesario realizar cálculos previos sobre el coste por uso del capital productivo. Los resultados proporcionan información novedosa sobre el reparto del valor de la producción de las SNF entre consumos intermedios y valor añadido, y muestran la superioridad informativa del beneficio económico sobre el contable en la explicación del comportamiento de la inversión empresarial.

## Introducción

Los beneficios empresariales son relevantes para el análisis macroeconómico por varias razones<sup>1</sup>. Por un lado, junto con los salarios, los beneficios influyen en la formación de los precios de los bienes y servicios que se venden en el mercado. En segundo lugar, las expectativas sobre la evolución de los beneficios condicionan las decisiones de inversión y empleo de las empresas, que, en el agregado, determinan la evolución de la capacidad productiva de la economía. En tercer lugar, debido a su condición de renta residual no pre contratada de antemano, actúan como amortiguadores de los efectos de los *shocks* y de las variaciones cíclicas sobre la evolución de los costes laborales unitarios. Finalmente, los beneficios constituyen la parte del valor añadido que retribuye a los financiadores del capital —complementando la otra parte del valor añadido que se destina a remunerar a los trabajadores—, de tal modo que más o menos beneficios tiene consecuencias distributivas. Sin embargo, no existe una única medida de beneficio empresarial, por lo cual es importante saber cuál de ellas se adapta mejor al tipo de análisis macroeconómico a realizar.

Este trabajo estima el beneficio económico de explotación anual del agregado de las sociedades no financieras (SNF) en España entre 2000 y 2024, es decir, desde la creación del euro, y valora su contenido informativo sobre decisiones productivas y de inversión<sup>2</sup>. La medida de beneficio económico de explotación se calcula como diferencia entre el valor de la producción y la suma de los costes que incluyen consumos intermedios, remuneración

a los asalariados y coste de uso del capital. La información sobre el valor de la producción, los costes de los consumos intermedios y el coste del trabajo procede de las Cuentas Anuales de los sectores institucionales de la economía española, sector de las SNF, publicadas por el INE. El coste del capital como tal no se contempla en las cuentas nacionales, ni tampoco en la contabilidad empresarial, por lo cual el cálculo del beneficio económico requiere de una estimación previa que se incorpora al contenido del trabajo.

Las compañías se proveen de *inputs* intermedios y los servicios de trabajo a través de transacciones de mercado. En teoría, existe la posibilidad de que las empresas alquilen en el mercado los servicios de capital necesarios para la producción. Sin embargo, en la práctica, la producción de bienes y servicios se realiza con servicios de capital, fijo y circulante, que son propiedad de sociedades mercantiles que dan forma jurídica a la actividad empresarial. Los servicios de capital se proveen internamente, por lo cual no existe un precio de alquiler de mercado al que imputarles un coste; de ahí la denominación “coste de uso del capital”. Las normas contables reconocen los costes de los consumos intermedios y del trabajo asalariado en el cálculo del beneficio porque se trata de costes explícitos (transacciones de mercado), pero no contemplan el coste de uso del capital por su condición de coste de oportunidad. El cálculo del coste de uso del capital de explotación requiere conocer el coste unitario y el *stock* de servicios de capital de las SNF en España. El primero se calcula para este trabajo; la información sobre el *stock* procede de un estudio previo (Salas Fumás, 2025b).

1 Algunas de ellas se mencionan expresamente en la exposición de motivos de la creación del Observatorio de Márgenes Empresariales, OME, en 2022 <https://www.observatoriomargenes.es/wme/es/>

2 El contenido del trabajo se elabora a partir de un documento de trabajo más amplio del autor sobre los beneficios empresariales en España en el euro (Salas Fumás, 2025a).

El contenido del trabajo es principalmente informativo y no analítico. Es decir, el beneficio no se explica como resultado de decisiones *ex ante* de las empresas y, por tanto, su evolución no se relaciona expresamente con la evolución de la tecnología, el ciclo o los precios relativos. Como novedades informativas, aparte de las estimaciones propias del coste por uso del capital y del beneficio económico, destacar los cambios en el peso relativo de los consumos intermedios y de su complemento el valor añadido bruto (“comprar” versus “fabricar”), en la composición del valor de la producción de las SNF; y la estrecha relación detectada entre el beneficio económico, como incentivo a la inversión, y la formación neta de capital de las SNF en España.

El trabajo se estructura en un primer apartado sobre la diferencia entre el beneficio contable y el beneficio económico y la teoría sobre el coste de uso del capital; un segundo apartado de estimación del coste por unidad de capital; el tercer apartado está dedicado a al cálculo del beneficio económico como renglón final de la cuenta de resultados anuales de las SNF en el periodo de estudio; el cuarto apartado analiza la relación entre beneficios económicos e inversión en capital fijo; las conclusiones destacan los principales resultados y las limitaciones del estudio.

## Beneficio contable versus beneficio económico

El cálculo del beneficio contable y del beneficio económico de las actividades de producción de bienes y servicios para la venta al mercado, que posteriormente se aplica a la estimación de los beneficios de las SNF en España, se resume en el cuadro 1.

Las dos medidas de beneficio se calculan como diferencia entre ingresos (valor de la producción por la venta al mercado final) y costes incurridos en esa producción, pero difieren en los costes reconocidos como tales. La cuenta de resultados contables incluye los costes de los *inputs* comprados al mercado, bienes intermedios y trabajo asalariado, e incluye también el consumo de servicios de capital correspondiente a la depreciación que experimenta el capital productivo en el ejercicio económico. El beneficio contable neto de explotación es la ganancia (residuo) después de descontar del valor de la producción los costes explícitos de los consumos intermedios y el trabajo asalariado, y los costes de reponer el capital depreciado en el ejercicio.

Si las empresas alquilan los activos de capital en el mercado, el precio de alquiler convertiría el

### Cuadro 1

## Síntesis de partidas que intervienen en el cálculo del beneficio de explotación calculado con criterios contables (izquierda) y con criterios económicos (derecha)

### Aproximación contable

Valor de la producción  
 -Consumos intermedios  
 = Valor añadido bruto  
 -Remuneración a los asalariados  
 = *Beneficio bruto de explotación*  
 -Consumo de capital (depreciación)  
 = *Beneficio neto de explotación*

### Aproximación económica

Valor de la producción  
 -Consumos intermedios  
 -Coste de trabajo (remuneración a los asalariados)  
 -Coste por uso del capital  
 = *Beneficio económico de explotación*

coste del capital en un coste explícito y el beneficio contable coincidiría con el económico. Sin embargo, los altos costes de transacción del alquiler (por problemas de información asimétrica entre propietarios y usuarios del capital [Jensen y Meckling, 1976]), justifican que las empresas organicen su actividad productiva alrededor de personas jurídicas, sociedades mercantiles, a las que el derecho otorga personalidad propia para contratar y poseer bienes en propiedad, particularmente los bienes de capital necesarios para la producción. Las empresas se proveen internamente de los servicios de capital para producir y no existe transacción en el mercado que revele un precio de coste de la transacción, aunque sí existe un coste de oportunidad. La normativa contable, que aceptaría reconocer el alquiler del capital como coste, no contempla el coste de uso por la provisión interna del recurso al tratarse de un coste de oportunidad.

Cuando el capital utilizado en la producción es propiedad de la compañía mercantil para la cual se elabora la cuenta de resultados, el beneficio contable no es una medida fiel del “valor” económico creado en la producción porque ignora el coste de oportunidad del recurso de capital. El beneficio económico se acerca al valor económico creado, pero el coste de uso del capital no forma parte de la información pública disponible y requiere de una estimación propia, como se explica a continuación.

## Cálculo del coste de uso del capital

### Marco teórico

En la teoría económica, el coste por uso del capital aparece como un precio sombra en la solución óptima a un problema de optimización dinámica. La empresa decide la cantidad de *output* y de *inputs* por periodo con el criterio de

maximización del valor presente descontado de los flujos de caja, sujeto a dos restricciones: la tecnológica representada por la función de producción, y la de acumulación de capital, en la que interviene el *stock* al inicio del periodo, el flujo de inversión nueva y la depreciación por uso y/o obsolescencia tecnológica.

El precio sombra o coste unitario por uso del capital corresponde a la restricción de acumulación y se determina por (Jorgenson, 1963; Hall y Jorgenson, 1967):

$$\begin{aligned} \text{Coste por uso de una unidad de servicio de capital} &= \\ &= cp_K = \left( \frac{R-\rho_K}{1-u} + \delta \right) p_K \end{aligned}$$

Y el coste total,

$$\begin{aligned} \text{Coste total de uso del capital} &= \\ &= cp_K K = \left( \frac{R-\rho_K}{1-u} + \delta \right) p_K K \end{aligned}$$

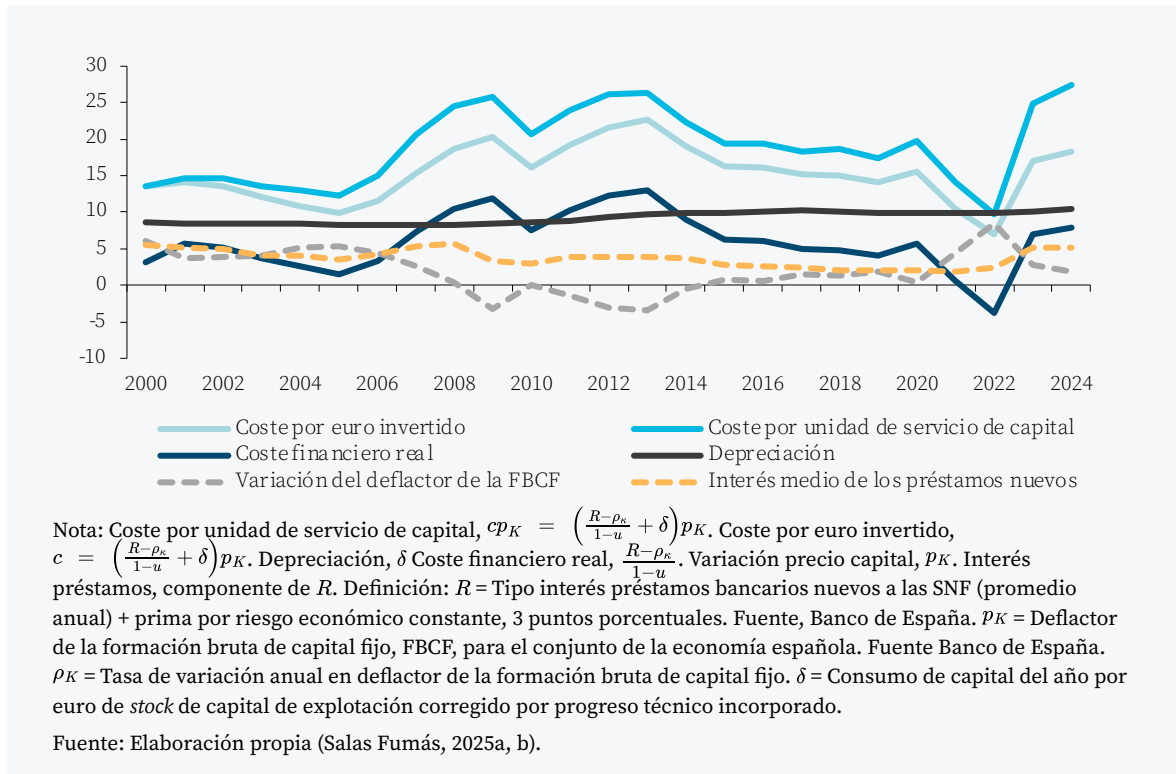
Donde  $p_K$  es el precio corriente de mercado de una unidad de servicio de capital;  $R$  es la rentabilidad nominal anual después de impuestos por euro de financiación en inversiones alternativas a las de la empresa de riesgo similar;  $\rho_K = \dot{p}_K$  es la tasa de variación anual en el precio por unidad de servicio de capital;  $\delta$  es la tasa anual de depreciación del *stock* de capital en periodo de uso anual;  $u$  es el tipo impositivo del impuesto que grava los beneficios empresariales;  $K$  es el *stock* de unidades de servicio de capital.

El término  $p_K K$  es el *stock* de servicios de capital valorados a precios corrientes de reposición, por lo cual  $\left( \frac{R-\rho_K}{1-u} + \delta \right)$  es el componente del coste por euro corriente invertido en el *stock* de capital productivo. Incluye el componente de coste financiero  $\frac{R-\rho_K}{1-u}$  (la rentabilidad real antes del impuesto sobre beneficios esperada por los financiadores del capital en concepto de coste de oportunidad por renunciar a invertir en otros activos de riesgo similar) y el componente de

## Gráfico 1

## Coste unitario de uso del capital anual estimado para las SNF en España $cp_K$ y sus componentes

Porcentaje



pérdida de unidades de capital productivo en el ejercicio económico,  $\delta$ .

### Estimación del coste por uso

El coste por uso total incluye un coste unitario,  $cp_K$ , y un stock de unidades de servicios de capital,  $K$ . La fuente del stock de capital estimado para el agregado de las SNF en España es Salas Fumás (2025b). El cálculo del coste unitario se resume en el gráfico 1.

El coste promedio por unidad de servicio de capital  $cp_K$ , y por euro invertido,  $c$  es, respectivamente, 19 % y 15 % anual. La diferencia explica por la evolución del precio de mercado por unidad

de servicio de capital,  $p_K$ , (evolución del deflactor de la FBCF). El coste  $c = 15$  % es igual a 9 %, depreciación del capital (promedio), y 6 %, coste financiero real antes de impuestos (promedio).

El coste por uso del capital muestra una notable variabilidad intertemporal, en un rango que oscila entre el 10 % y el 27 %, debido principalmente a la volatilidad en la variación en el precio de los activos de capital. El marcado descenso en el coste por uso en 2021 y 2022, junto con el rápido ascenso en los dos años siguientes, se explica por la inflación en los precios de los activos durante el episodio inflacionario (4,4 % y 8,4 %, respectivamente, en comparación con incrementos del 1,79 % en 2019 y 0,4 % en 2020). El tipo de interés de los préstamos bancarios varía

en el tiempo según la política oficial de tipos de interés del BCE, con valores por encima del 5 % en 2000, 2007-2008 y 2023-2024, y mínimos por debajo del 2 % en 2020 y 2021. La tasa de depreciación se sitúa alrededor del 8,5 % antes de 2011 y a partir de ese año aumenta hasta valores sostenidos, del 10 %, lo que indica una evolución temporal de la composición de los activos del balance hacia una vida útil productiva más corta.

Es de esperar que las turbulencias geoeconómicas y geopolíticas de los últimos años hayan incrementado la prima por riesgo, con lo cual el coste de uso del capital excepcionalmente bajo de los años 2021 y 2022 estaría más cerca del coste estimado para los años anterior y posteriores.

## Cuenta de resultados económicos de las SNF

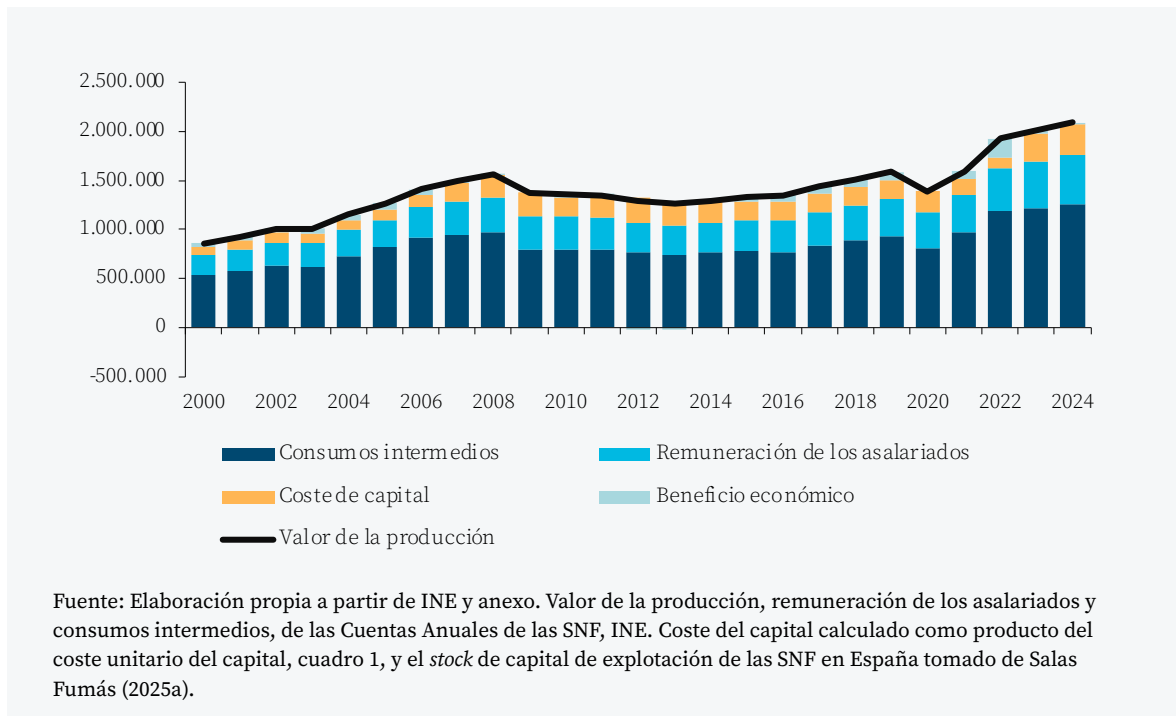
El gráfico 2 muestra la evolución de las partidas de la cuenta de resultados de las SNF en España entre 2000 y 2024, de acuerdo con el desglose de las partidas en la columna derecha del cuadro 1.

El valor en euros corrientes de la producción de bienes y servicios en España muestra una primera fase expansiva entre 2000 y 2008, seguida de una fase contractiva hasta 2013, y de una fase de posterior recuperación interrumpida temporalmente por los efectos de la crisis sanitaria por la COVID-19. El valor en euros corrientes de la producción en el año 2000, asciende a 0,86 billones de euros. En 2008, fin del primer

### Gráfico 2

## Cuenta de resultados económicos anuales para el agregado de las SNF en España, 2000-2024

Millones de euros



ciclo expansivo, el valor de la producción, 1,57 billones de euros corrientes, casi duplica la del año 2000. En el quinquenio 2009-2013 el valor de la producción disminuye hasta el mínimo de 1,26 billones de euros en el último año. A partir de 2014, el valor de la producción vuelve a la senda creciente y, superado el efecto negativo de la pandemia, en 2024, supera los 2 billones de euros corrientes.

Hasta 2007, el crecimiento de los costes de los consumos intermedios es mayor que el del valor de la producción. Desde 2008 hasta 2020 ocurre lo contrario y los consumos intermedios pierden peso relativo en el valor de la producción, desde el 62 % al 58 %. La remuneración a los asalariados, con la excepción del año 2020, se mantiene relativamente estable en el 24 % del valor de la producción. En años posteriores, los consumos intermedios elevan de nuevo su participación hasta el 60 %.

|  
*En promedio para todo el periodo,  
 el coste por uso del capital representa  
 en 13 % del valor de la producción, con  
 una notable variabilidad temporal*  
 |

En promedio para todo el periodo, el coste por uso del capital representa en 13 % del valor de la producción, con una notable variabilidad temporal. En el año 2000, el coste de uso del capital asciende en total a más de 86.000 millones de euros corrientes; una proporción del 10 % sobre el valor de la producción que se mantiene estable hasta 2006. A partir de 2007 en adelante, el coste por uso del capital sube proporcionalmente más que el valor de la producción hasta el máximo de participación del 20 % en 2013 (254.500 millones de coste imputado en valor absoluto). Entre 2014 y 2019, la participación del coste en el valor añadido vuelve a descender hasta el 12 % en 2019.

Con las perturbaciones durante y después de la pandemia, en 2024 el coste de uso del capital alcanza su máximo absoluto con 317300 millones de euros corrientes, el 15 % del valor de la producción.

Los beneficios económicos son modestos en términos relativos, aunque positivos en promedio, 3 % del valor de la producción. La variabilidad temporal acompaña también a los beneficios económicos relativos: los beneficios económicos relativos se mantienen entre 4 %-5 % hasta 2008, descienden a valores de cero o ligeramente negativos entre 2009 y 2013 y entre 2014 y 2019 recuperan valores previos a la crisis financiera. En la pandemia y pospandemia el beneficio económico relativo muestra un comportamiento errático marcado por el episodio inflacionario y en 2024 se acerca a cero.

|  
*Los beneficios económicos  
 son modestos en términos relativos,  
 aunque positivos en promedio, 3 % del  
 valor de la producción*  
 |

La suma del coste de uso del capital y del beneficio económico da como resultado el excedente bruto de explotación, equivalente al beneficio contable antes de imputar el consumo de capital. El beneficio contable bruto representa, en promedio para todo el periodo, el 16 % del valor de la producción (14 % hasta 2007 y 17 % de 2008). La estabilidad relativa del margen de beneficio contable sobre el valor de la producción de las SNF encubre una evolución dispar de sus dos componentes, el coste de uso o coste de oportunidad del capital y el beneficio económico. Esto significa una pérdida de contenido informativo frente al que proporciona separar el beneficio contable en coste del capital y beneficio económico.

## La composición de la cuenta de resultados: “comprar” o “fabricar”

El valor de la producción de las SNF se descompone entre, los consumos intermedios y su complemento, el valor añadido bruto. Este último, a su vez, incluye la remuneración a los asalariados, el coste de uso del capital y el beneficio económico (positivo o negativo). Los consumos intermedios indican los costes en que incurren las SNF por las compras a otros sectores —incluidas las importaciones del exterior—, de recursos o bienes y servicios utilizados en la producción. El valor añadido, diferencia entre el valor de la producción final del sector de las SNF en España y el valor de los recursos comprados fuera del sector, representa el incremento en el valor de los *inputs* comprados al exterior después de su

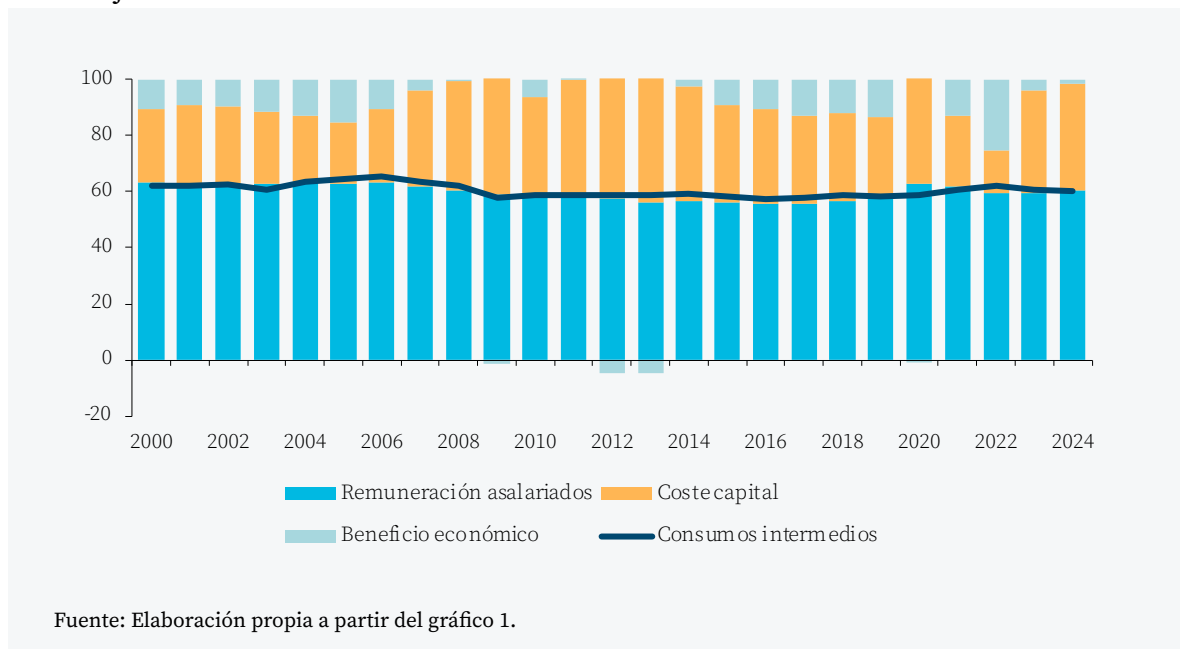
transformación aplicando servicios de trabajo (directo e indirecto) y servicios de capital. Las empresas deciden si compran más y reducen el valor que añade la producción interna, o viceversa, producen más internamente y compran menos al exterior. En el primer caso, el sector de las SNF en España estará menos integrado verticalmente y, en el segundo, con más producción interna, la integración vertical aumenta.

El gráfico 3 muestra la proporción de los consumos intermedios sobre el valor de la producción a lo largo del periodo de estudio, y el reparto del valor añadido bruto en proporciones respectivas de remuneración a los asalariados, coste de uso del capital y beneficio económico. Entre 2000 y 2006, la proporción de los consumos intermedios sobre el valor de la producción aumenta

Gráfico 3

### Composición del valor añadido bruto de las SNF en contribuciones de la remuneración a los asalariados, del coste del capital y del beneficio económico (barras) y proporción de los consumos intermedios sobre el valor de la producción (línea)

Porcentaje



del 62 % al 65,4 %. Por tanto, en este periodo, “comprar” aumenta su peso relativo en el valor de la producción y “fabricar” pierde peso relativo. Desde 2007 en adelante, la proporción de los consumos intermedios disminuye y la del valor añadido aumenta: las SNF compran menos *inputs* intermedios fuera del sector y los sustituyen por más producción propia. El cambio supone pasar de una proporción de los consumos intermedios del 65,4 % en 2006 al 59 % en 2009, cifra que prácticamente se mantiene invariable en el resto del periodo, con la excepción del año de la pandemia, en la que la proporción de los consumos intermedios sube puntualmente.

El cambio hacia más fabricar y menos comprar coincide con un cambio en la composición del valor añadido bruto, con más peso del coste del capital y menos peso de la remuneración a los asalariados, desde el 63 % en los años 2000-2006 hasta el 56 % en 2013 y siguientes. La participación de la remuneración a los asalariados en el valor de la producción, en cambio, se mantiene prácticamente invariable en el 24 %. La diferencia entre participación de la remuneración a los asalariados en el valor de la producción y participación en el valor añadido, sugiere un sesgo en la sustitución de comprar por fabricar: los productos y servicios que se incorporan al sector como resultado de la sustitución son más capital-intensivos que los que se producen inicialmente<sup>3</sup>.

La conclusión, necesariamente tentativa, de lo expuesto hasta aquí se resumiría en los siguientes términos. En 2006, el coste del capital se incrementa con la subida de tipos de interés por el BCE en respuesta a las tensiones inflacionarias subyacentes. Las expectativas cambian hacia un

menor crecimiento de la demanda y la producción. En el año 2008, la crisis financiera internacional no solo modera el crecimiento, sino que lo lleva a tasas negativas; la demanda, la producción y el empleo disminuyen, al igual que ocurre con la ocupación de la capacidad productiva acumulada en el periodo expansivo anterior. La deflación de precios de los bienes de capital durante la crisis de la deuda aumenta el coste de oportunidad del capital y una parte de ese *stock* se retira. Pero, al mismo tiempo, las SNF en España tratan de aumentar la utilización de la capacidad productiva disponible, sustituyendo la compra por la fabricación y, dentro de la fabricación, dando prioridad a bienes y servicios relativamente más intensivos en capital.

## Beneficios económicos e inversión

### Marco teórico

Las empresas eligen el *stock* de capital deseado para la producción en cada momento del tiempo con el criterio de maximización de su valor económico (maximización del valor presente descontado de los flujos de caja generados con la venta de la producción de mercado). El *stock* óptimo o deseado depende de variables exógenas como las condiciones del mercado, la tecnología y la información de los decisores. Los costes de ajuste explican por qué las diferencias entre el *stock* actual y el deseado no se eliminan instantáneamente, sino de forma gradual a través de flujos anuales de inversión.

Teóricamente, la rapidez de ajuste entre el *stock* de capital actual y el deseado se determina como

3 Los valores observados de las variables de ingresos y costes que se observan o se estiman son el resultado de agregar decisiones de producción individuales de cada empresa siguiendo el criterio de maximización del beneficio económico. Aunque resulta de gran interés, el trabajo no relaciona los valores observados con los parámetros exógenos de la tecnología, la demanda, la competencia en el mercado que los explican como valores de equilibrio. Karabarbounis (2024) establece esta relación formal para explicar la evolución de la remuneración de los asalariados en el valor añadido bruto para las economías desarrolladas.

condición de equilibrio entre minimizar los costes de ajuste y minimizar la pérdida de oportunidad atribuible a un *stock* de capital distinto del deseado. La teoría de la inversión (Tobin, 1969) establece una relación lineal positiva entre la tasa de inversión y el cociente entre el valor económico de una unidad adicional de capital y su coste de reposición (*q marginal*). Dado que la *q marginal* no es observable, la literatura empírica recurre habitualmente a la *q media* como aproximación operativa (Hayashi, 1982). Como en nuestro caso desconocen tanto la *q marginal* como la media, el incentivo a invertir se aproxima por la relación entre rentabilidad de explotación y coste de uso por unidad del capital. Una rentabilidad superior al coste recomienda ampliar la capacidad productiva porque se crea valor, tanto más cuanto mayor es la diferencia. Por el contrario, si la rentabilidad es igual o menor al coste, la decisión alineada con la teoría de la inversión recomienda mantener capacidad (cuando coinciden) o reducirla.

|  
*La rentabilidad del capital sigue por debajo de los niveles de 2019 y el coste del capital sufre las presiones de una prima de riesgo alterada por las tensiones económicas y políticas*  
 |

La rentabilidad, el coste de uso y la tasa de inversión para el agregado de las SNF en España entre 2000 y 2004 se muestran en el gráfico 4. La rentabilidad bruta del capital de explotación se define como el cociente entre el beneficio bruto de explotación anual y el activo de explotación valorado a precios corrientes de reposición al final del ejercicio. El coste de uso del capital corresponde al coste de oportunidad real por euro de capital a precios de reposición, *c* (gráfico 1). La tasa de inversión neta es igual a la diferencia entre formación bruta y consumo de capital a

euros corrientes, dividida por el *stock* de activos de explotación a euros corrientes.

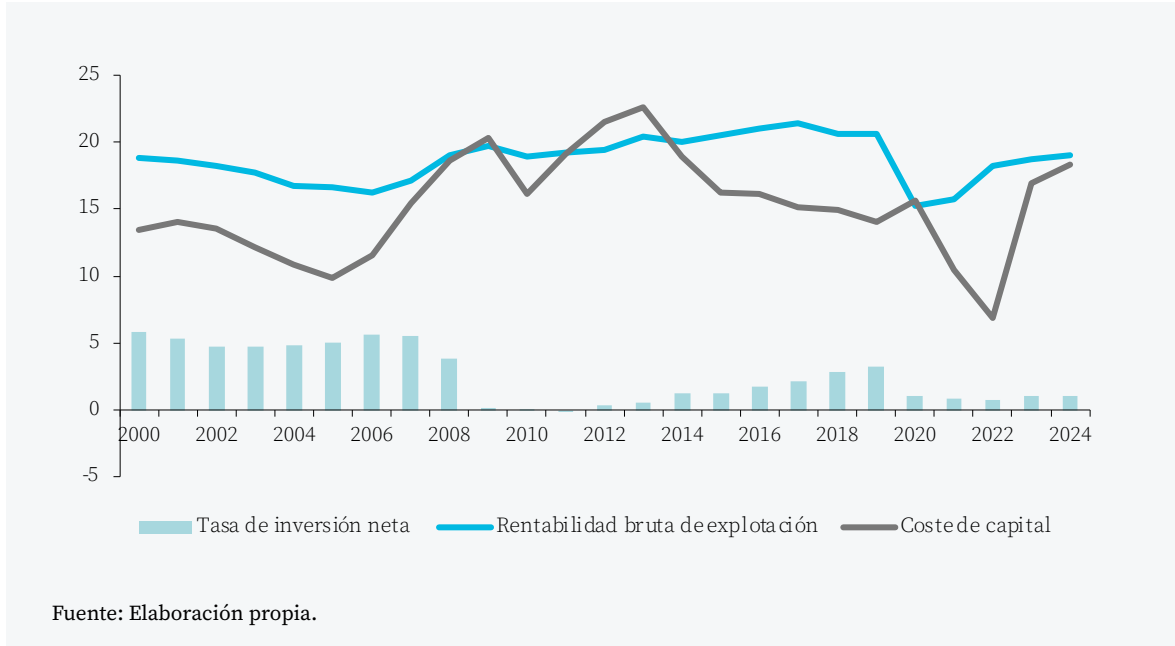
Entre 2000 y 2007, la rentabilidad del capital supera holgadamente al coste del capital y la tasa de inversión neta alcanza el 5 % anual (cifra próxima a lo que crece el *stock* de servicios de capital). A partir de 2009 y hasta 2013, la rentabilidad y el coste del capital prácticamente coinciden, los incentivos a ampliar capacidad desaparecen y la tasa inversión neta es prácticamente nula. Entre 2014 y 2019, vuelven los incentivos positivos a ampliar capacidad productiva y la tasa de inversión neta muestra una evolución ascendente en el tiempo. La pandemia de la COVID-19 interrumpe el crecimiento, la tasa de inversión neta desciende y se mantiene en niveles muy bajos hasta el final del periodo. Se constata así el retraso en la recuperación de la inversión empresarial en los últimos años, en comparación con la recuperación de la actividad y el empleo. La explicación de este retraso a partir del gráfico 4 es la falta de incentivos a invertir: la rentabilidad del capital sigue por debajo de los niveles de 2019 y el coste del capital sufre las presiones de una prima de riesgo alterada por las tensiones económicas y políticas.

El gráfico 4 pone en evidencia las limitaciones de la rentabilidad del capital, calculada a partir del beneficio contable, en comparación con el beneficio económico, como medida de incentivo a la inversión. En los años previos a 2007, la rentabilidad contable disminuye mientras la tasa de inversión neta se mantiene en máximos; entre 2009 y 2013, en cambio, la rentabilidad contable aumenta mientras la tasa de inversión neta se mantiene en niveles de cero. Los incentivos a invertir que acompañan al crecimiento de la tasa de inversión entre 2014 y 2019 proceden de un descenso en el coste de uso del capital con una rentabilidad prácticamente estable. La falta de incentivos económicos, con

Gráfico 4

### Incentivos a invertir (diferencia entre rentabilidad y coste del capital) y tasa de inversión neta en activos fijos de explotación. SNF en España

Porcentaje



una rentabilidad por debajo de los valores pre-pandemia y un coste del capital podría explicar por qué la inversión empresarial va por detrás de la actividad y el empleo en la recuperación pospandemia<sup>4</sup>.

La teoría de la inversión con costes de ajuste crecientes implica la existencia de beneficios económicos positivos incluso en mercados competitivos, en la medida en que dichos beneficios son necesarios para compensar los costes asociados al ajuste gradual del *stock* de capital. El beneficio económico estimado en este trabajo

no incorpora explícitamente los costes de ajuste, por lo que los márgenes positivos observados en los episodios de inversión neta positiva pueden interpretarse como necesarios para compensar esos costes. En este sentido, el margen medio de beneficio económico sobre el valor de la producción, situado en torno al 3 % en el periodo 2000-2024, no debe interpretarse necesariamente como evidencia de rentas extraordinarias o de insuficiente competencia en el agregado de las SNF en España, sino como un reflejo de los costes económicos asociados a la acumulación de capital productivo cuando es positiva.

4 Si el análisis se extiende incorporando la inversión bruta, además de la neta, se observa que, en 2019, la tasa de inversión bruta es similar a la de 2007, mientras que la tasa de inversión neta en 2019, 3 %, es inferior al 5 % de 2007. La tasa de inversión neta más baja en 2019 que en 2007 para una tasa de inversión bruta similar se explica por la diferencia entre las tasas de depreciación del capital, más altas hacia el final del periodo que al principio. El aumento en la tasa de depreciación sugiere cambios en la composición de los activos de explotación en el balance de las SNF, desde una mayor (menor rapidez de depreciación a una menor vida útil (mayor rapidez)).

## Conclusión e implicaciones

El trabajo proporciona información novedosa sobre la evolución de la cuenta de resultados para el agregado de las SNF que producen bienes y servicios en España para la venta al mercado. La cuenta de resultado se elabora con el objetivo de responder a algunas preguntas sobre la evolución de los beneficios económicos en el sector de las SNF, y la eventual explicación del comportamiento de la inversión empresarial. El cálculo del beneficio económico no es inmediato y requiere de una estimación propia del coste de uso del capital, una variable de interés por sí misma como precio estimado de un recurso importante para la producción. Por otra parte, la cuenta de resultados elaborada a partir del valor de la producción y no del valor añadido, como es más habitual, permite valorar los efectos de las decisiones de “comprar” (más consumos intermedios) o “fabricar” (más valor añadido) por parte de las SNF en la composición del valor de su producción. En este sentido, el trabajo detecta la sustitución de fabricar en lugar de comprar a partir de 2009 en adelante que se visualiza en un aumento en el peso del valor añadido bruto en el valor de la producción de las SNF en España desde 2009 en adelante, previsiblemente con la sustitución de producción nacional en el lugar de importaciones.

La evidencia presentada para el periodo 2000-2024 muestra también una evolución de la inversión neta en capital, en términos generales, coherente con las predicciones de los modelos económico explicativos de la inversión empresarial. Los episodios

de mayor inversión neta coinciden con periodos en los que la rentabilidad del capital supera de forma clara su coste de uso, mientras que los periodos de estancamiento o contracción del *stock* de capital coinciden con periodos de beneficio económico nulo. Los resultados sugieren, asimismo, que la debilidad de la inversión empresarial observada tras la crisis financiera global y, más recientemente, en el periodo pospandemia, puede describirse como coherente con unos incentivos a invertir moderados, una vez se tiene en cuenta el coste de uso del capital y la posible elevación de las primas por riesgo en entornos de elevada incertidumbre macroeconómica, inflación y volatilidad financiera. La desconexión entre la recuperación de la producción y el empleo y la evolución de la inversión en el agregado de las SNF en España en los últimos años, no se debe necesariamente a la existencia de restricciones financieras generalizadas o de un comportamiento anómalo de las empresas, sino como consecuencia de un ajuste en el *stock* de capital deseado acorde con los incentivos económicos en términos de relación entre rentabilidad y coste del capital.

Desde una perspectiva estructural, el trabajo señala que la existencia de beneficios económicos positivos es compatible con mercados competitivos en presencia de costes de ajuste relevantes. El margen medio de beneficio económico estimado para el agregado de las SNF, 3% en los 25 años, no se interpreta como evidencia de rentas extraordinarias o de insuficiente competencia, sino como el margen necesario para compensar los costes asociados al ajuste gradual de la capacidad productiva.

Los resultados del trabajo subrayan la importancia del coste de uso del capital como determinante clave de la inversión empresarial. Las políticas que afectan a este coste —incluidas la política monetaria, la fiscalidad del capital, los esquemas de amortización y los incentivos a la inversión— pueden tener un impacto significativo sobre la acumulación de capital, incluso en ausencia de cambios sustanciales en la rentabilidad contable de las empresas.

En segundo lugar, el análisis sugiere que los indicadores tradicionales basados en beneficios contables pueden ofrecer una señal incompleta sobre los incentivos a invertir. Para el seguimiento cíclico de la inversión y para el diagnóstico de sus determinantes, resulta relevante complementar estos indicadores con medidas de beneficio económico que tengan en cuenta el coste de oportunidad del capital.

En tercer lugar, los resultados ponen de relieve el papel de la incertidumbre macroeconómica y de las primas por riesgo. Episodios de elevada inflación, volatilidad financiera o incertidumbre geopolítica pueden elevar el coste de uso del capital y debilitar los incentivos a invertir, incluso cuando la rentabilidad aparente es elevada. En este contexto, todos los factores que contribuyen a la estabilidad macroeconómica —la credibilidad de las políticas económicas,

la previsibilidad del marco regulatorio...—, influirán sobre la inversión por la doble vía de su impacto en la rentabilidad y en el coste del capital.

Por último, el trabajo sugiere cautela en la interpretación de los márgenes empresariales desde una perspectiva de competencia. Primero, el margen y la rentabilidad contable no son indicadores suficientes de poder de mercado, por no tener en cuenta el coste por uso del capital. Segundo, con costes de ajuste, la observación de márgenes económicos positivos puede reflejar la necesidad de financiar el ajuste de la capacidad productiva y no necesariamente la existencia de poder de mercado excesivo.

El trabajo tiene limitaciones que deben tenerse en consideración al valorar resultados concretos. Los datos agregados impiden reconocer la heterogeneidad en el tejido empresarial. Las estimaciones del cálculo del coste del capital y de los beneficios económicos deberían completarse con ejercicios de robustez sobre los supuestos en que se basan esas estimaciones (por ejemplo, la medición de la prima de riesgo, depreciación del capital, fiscalidad...). Sería deseable extender el análisis para separar los efectos de cantidad y los efectos de precios en la composición de la cuenta de resultados, que en este trabajo se han tratado conjuntamente.

## Bibliografía

- HALL, R. y JORGENSON, D. (1967). Tax policy and investment behavior. *The American Economic Review*, 57(3), 391-414. <https://www.jstor.org/stable/1812110>
- HAYASHI, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50(1), 213-224.
- JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- JORGENSON, D. (1963). Capital theory and investment behavior. *The American Economic Review*. 53(2), 247-59. <https://www.aeaweb.org/aer/top20/53.2.247-259.pdf>
- KARABARBOUNIS, L. (2024). Perspectives on the Labor Share. *Journal of Economic Perspectives*, 38(2), 107-136. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.38.2.107>
- SALAS FUMÁS, V. (2025a). *Veinticinco años de beneficios empresariales en España*. Investigaciones de Funcas, 20. [https://www.funcas.es/documentos\\_trabajo/veinticinco-anos-de-beneficios-empresariales-en-espana/](https://www.funcas.es/documentos_trabajo/veinticinco-anos-de-beneficios-empresariales-en-espana/)
- SALAS FUMÁS, V. (2025b). *Activos y pasivos de las sociedades no financieras en España: 2000-2024*. Investigaciones de Funcas, 6. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2025/05/ACTIVOS-Y-PASIVOS-DE-LAS-SOCIEDADES-NOFINANCIERAS-EN-ESPANA-2000-2024.pdf>
- TOBIN, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.



# 04

**Joaquín Maudos**

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



## La rentabilidad de las empresas españolas

La rentabilidad empresarial en España muestra un comportamiento claramente procíclico, con un valor en 2024 del 6,7 % (rentabilidad del activo) similar al de 2008. El impacto del ciclo no es homogéneo por sectores y la rentabilidad varía de forma significativa por ramas de actividad y por tamaño de empresa, siendo las microempresas las menos rentables, lo que está en línea con su baja productividad. También se observan importantes disparidades regionales en la rentabilidad del tejido empresarial, asociadas en otros factores a las distintas estructuras productivas de los territorios y a la demografía empresarial. Dada la importancia que tiene la rentabilidad para asegurar la viabilidad de las empresas y el peso que tiene la productividad para explicar la rentabilidad, desde el sector público se deben crear condiciones favorables para que mejore la productividad (incentivando el esfuerzo inversor en sus determinantes), con una regulación eficiente y estable que favorezca la inversión.

## Introducción

Que el tejido productivo esté formado por empresas rentables es una condición necesaria para el buen funcionamiento de cualquier economía. Solo cuando las empresas son rentables y obtienen beneficios pueden crecer (reinvirtiendo sus beneficios) e innovar, lo que les permite aumentar su productividad y enfrentarse a la competencia en los mercados. Además, la rentabilidad permite mantener y aumentar el empleo, ofrecer mejores salarios y contribuir a sostener el estado del bienestar a través de mayores ingresos públicos.

Por el contrario, si el tejido productivo está formado por empresas poco rentables, es menos resiliente ante *shocks* adversos, para empezar porque no pueden fortalecer sus recursos propios, cuya misión es hacer frente a pérdidas inesperadas. Si los beneficios son escasos, la capacidad de invertir se ve comprometida y, por tanto, la de crecer.

Por ello, es importante analizar la rentabilidad de las empresas, en la medida en que refleja la eficiencia con la que utilizan sus recursos, siendo un indicador de solidez económica y de calidad del modelo de negocio. Y para que sea posible alcanzar esa necesaria rentabilidad, es necesario crear un entorno propicio, con marcos regulatorios adecuados, estabilidad institucional y políticas que impulsen la productividad. Solo así, el crecimiento económico es sostenible apoyado en empresas rentables.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la rentabilidad del tejido empresarial español desde distintos puntos de vista: temporal,

sectorial, regional y por tamaño de empresa. Este análisis multidimensional es posible gracias a la riqueza de información que ofrece la base de datos BExplora del Banco de España, con datos que llegan a 2024. En concreto, ofrece información para el sector privado no financiero desde 2008, por comunidades autónomas y provincias, para 12 ramas de actividad y por tamaño de empresa (micro, pequeña, mediana y grande) de la rentabilidad ordinaria del activo<sup>1</sup>. De especial interés es analizar las diferencias de rentabilidad asociadas al tamaño empresarial, y mostrar la importancia que tienen las diferencias de productividad relacionadas con el tamaño.

## Rentabilidad y ciclo económico

Una clara regularidad empírica es la estrecha relación que existe entre la rentabilidad de las empresas y el ciclo económico. En años de expansión y ciclo alcista, el tirón de la demanda y la mejora de la confianza de consumidores e inversores, permiten aprovechar en mayor medida la capacidad instalada y facilitan la reducción de costes unitarios (aprovechando posibles economías de escala), lo que se traduce en mayores márgenes y rentabilidad. Por contra, en los años de recesión se contrae la demanda, empeora la confianza en un ambiente de mayor incertidumbre, lo que se traduce en menores ingresos y mayores costes unitarios, presionando a la baja los márgenes y la rentabilidad. Los mecanismos de transmisión descritos explican que la rentabilidad sea procíclica, y que al mismo tiempo se genere un círculo vicioso que alimenta el ciclo: mayores beneficios se traducen en mayor inversión y empleo, lo que alimentan la fase alcista del ciclo, mientras que si los beneficios son

1 La rentabilidad ordinaria del activo se define como el cociente entre el resultado ordinario neto más los gastos financieros y el activo neto (recursos propios+recursos ajenos con coste). El resultado ordinario neto se obtiene de la siguiente forma: valor añadido bruto-gastos de personal+ingresos financieros-gastos financieros-amortizaciones y provisiones de explotación.

reducidos o hay pérdidas, se destruye empleo sin que sea posible invertir, lo que acentúa la fase baja del ciclo.

No hay más que ver el gráfico 1 para mostrar esa clara relación entre la rentabilidad empresarial y el ciclo económico en España. Justo en el año del estallido de la gran recesión, la economía española parte de un buen nivel de rentabilidad del activo del 6,7 % en 2008, y alcanza un mínimo del 3,9 % en 2012 (año en el que España tuvo que solicitar asistencia financiera de fondos europeos y firmar el memorándum de entendimiento, MoU). A partir de ese año, se inicia una senda lenta de recuperación hasta 2019 donde la rentabilidad fue del 5,8 %. En 2020 estalla la crisis cuyo origen fue la pandemia de la COVID-19

que hundió el PIB un 10,9 % y la rentabilidad hasta el 3,9 %, nivel similar al de 2012. Desde entonces y hasta 2024, la fase del ciclo ha sido de clara recuperación, lo que ha permitido que la rentabilidad remonte hasta situarse en un valor similar al 6,7 % de 2008<sup>2</sup>.

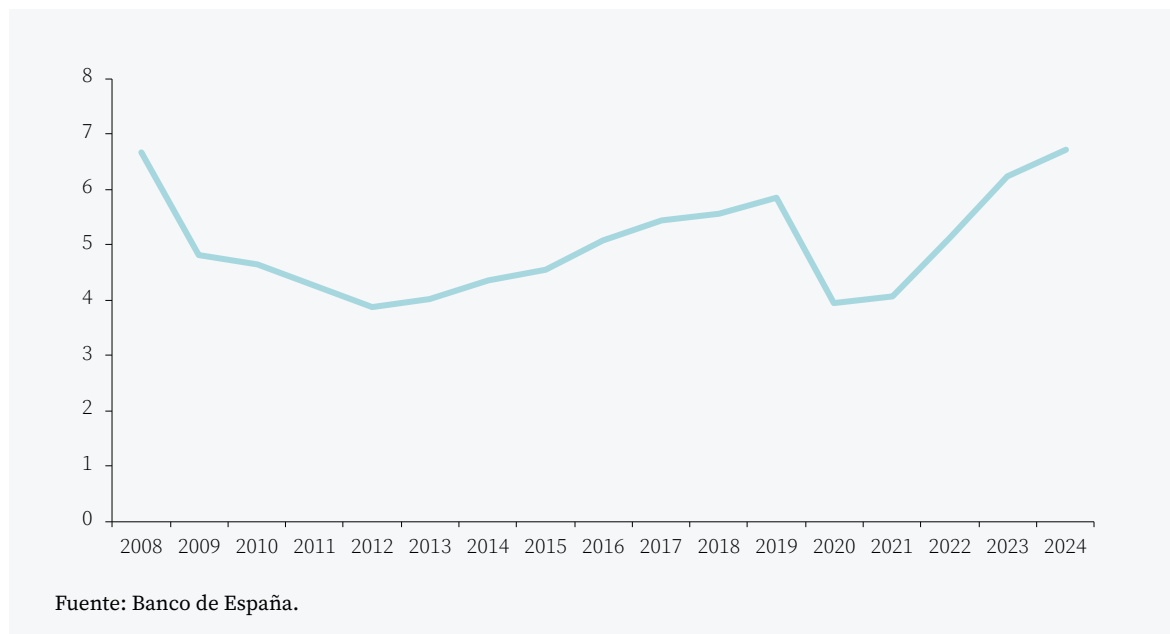
### Diferencias de rentabilidad por ramas de actividad

El impacto del ciclo económico no es homogéneo por ramas de actividad, lo que afecta a las diferencias en los niveles de rentabilidad que alcanzan los distintos sectores productivos. Algunos sectores, como la construcción o ramas de actividad ligadas a determinados tipos de

Gráfico 1

## Evolución de la rentabilidad ordinaria del activo

Porcentaje



2 La evolución de la rentabilidad del activo es parecida a la de los márgenes empresariales (excedente bruto de explotación/ventas) que refleja el informe del Banco de España (2025).

consumo, presentan un carácter más cíclico, de modo que su rentabilidad fluctúa con más intensidad y alcanza mayores diferencias entre la fase alta y baja del ciclo. En cambio, otros sectores más estratégicos (como la energía, la alimentación o determinados servicios básicos) presentan una mayor estabilidad a lo largo del ciclo, lo que hace que la rentabilidad tenga una evolución más estable. No obstante, con independencia del efecto del ciclo económico, existen factores estructurales (como la relación capital/trabajo, el diferente riesgo que asume cada sector por la volatilidad de su actividad, el nivel de competencia o el grado de apertura a los mercados internacionales) que afectan al nivel de rentabilidad que puede alcanzar un sector.

Como muestra el gráfico 2, con independencia del año analizado, hay marcadas diferencias en los niveles de rentabilidad entre sectores.

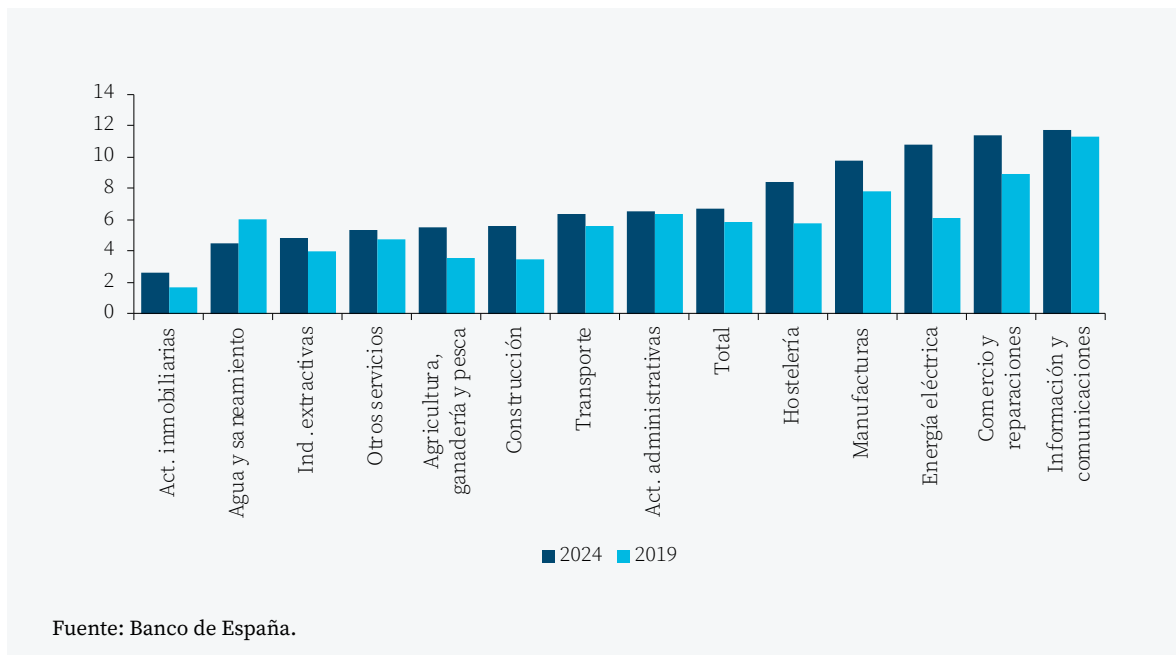
*Algunos sectores, como la construcción o ramas de actividad ligadas a determinados tipos de consumo, presentan un carácter más cíclico, de modo que su rentabilidad fluctúa con más intensidad*

Centrando la atención en 2024 (el año más reciente disponible), la rentabilidad oscila de un valor mínimo del 2,6 % (menos de la mitad que la media) en las actividades inmobiliarias a uno máximo del 11,7 % en el sector de la información y las telecomunicaciones, por lo que el valor máximo casi quintuplica el mínimo. También es de destacar la elevada rentabilidad del sector del comercio y reparaciones (11,4 %) y el de la energía eléctrica (10,7 %). En 2019 (año previo al estallido de la pandemia), hay diferencias en el ranking, pero se mantienen los sectores de los

## Gráfico 2

### Diferencias sectoriales en la rentabilidad de las empresas en 2019 y 2024

Porcentaje



extremos de la distribución. En general, y con independencia del año analizado, algunos sectores se mantienen en la parte alta de la distribución, como es el caso del sector de información y comunicaciones, la energía eléctrica y el comercio. Lo mismo ocurre en la parte de baja rentabilidad, donde siempre aparece el sector de actividades inmobiliarias y el primario.

La comparativa de los datos de 2024 con los de 2019 indica que salvo en un sector (el de agua y saneamientos), en el resto ha aumentado la rentabilidad, destacando el crecimiento que ha tenido lugar en el sector de la energía eléctrica (con 4,6 pp de aumento).

## Rentabilidad y tamaño

Un aspecto de interés a analizar en torno a la rentabilidad es la relación que tiene con el tamaño de las empresas. Hay argumentos que explican la existencia de una relación positiva, como son las diferencias en costes unitarios asociados al tamaño, la capacidad para innovar o la calidad del capital humano utilizado. Por estos motivos, las empresas de mayor dimensión suelen alcanzar mayores niveles de rentabilidad gracias al aprovechamiento de economías de escala, sus constatados mayores niveles de productividad, el acceso a la financiación en condiciones más favorables y una mayor capacidad para diversificar mercados y productos y, por tanto, riesgos. Por el contrario, las empresas de menor dimensión suelen soportar mayores restricciones financieras, no pueden aprovechar las economías de escala, tienen menor poder de negociación con proveedores, y son menos productivas. Pero dentro de las pymes es importante diferenciar a su vez por tamaños, siendo las microempresas las que suelen alcanzar menores niveles de rentabilidad, entre otras cosas, por ser las menos productivas como veremos a continuación.

|  
*La rentabilidad es del 6,9 % en las grandes empresas, el 9,5 % en las pequeñas y el 10,7 % en las medianas. En las micro, es de solo el 4,1 %*  
 |

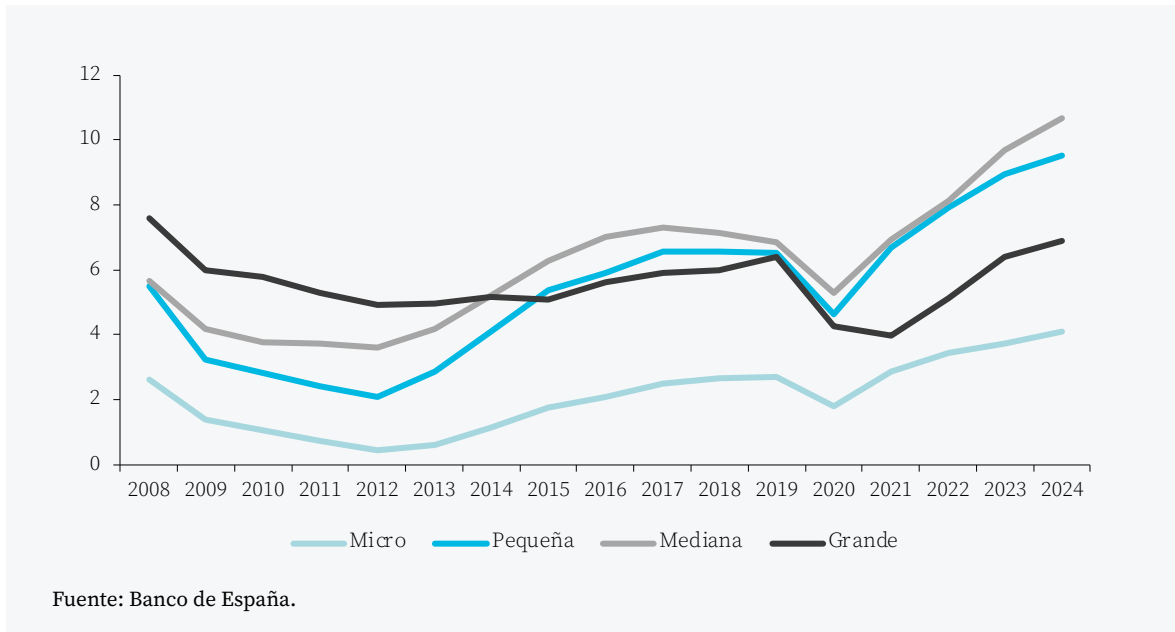
Como muestra el gráfico 3, las diferencias de rentabilidad en función del tamaño empresarial son importantes con independencia del año analizado. Las microempresas (que son las que tienen menos de 10 empleados y que en España suponen el 89 % del total de empresas con asalariados) son con diferencia las menos rentables, siendo menores las diferencias entre el resto de tamaños. No hay una relación lineal entre tamaño y rentabilidad, ya que si bien se cumple esa relación de 2008 a 2013 (conforme se pasa de un estrato al siguiente en tamaño, aumenta la rentabilidad), a partir de entonces son las medianas empresas las que alcanzan los mayores niveles de rentabilidad, aunque con diferencias muy reducidas con respecto a las pequeñas empresas. Desde 2013, las grandes empresas no son las más rentables, con un *gap* que se ha ido ampliando en los años más recientes. Así, en 2024, la rentabilidad es del 6,9 % en las grandes empresas, el 9,5 % en las pequeñas y el 10,7 % en las medianas. En las micro, es de solo el 4,1 %.

El hecho de que las empresas más grandes alcancen niveles de rentabilidad por debajo de los que consiguen empresas de menor dimensión (a excepción de las microempresas) puede deberse a varios motivos. Las grandes empresas suelen estar más orientadas a mercados internacionales, caracterizados por un mayor nivel de competencia, lo que se traduce en márgenes más ajustados. Por otra parte, la estrategia de muchas grandes empresas se basa en la obtención de elevados volúmenes de ventas y en el mantenimiento de cuotas de mercado a escala global, sacrificando márgenes y rentabilidad.

## Gráfico 3

**Diferencias por tamaño empresarial en la rentabilidad ordinaria del activo**

Porcentaje



También puede influir en su menor rentabilidad los mayores costes que soportan asociados a la internacionalización, como los derivados de la logística, el cumplimiento normativo en distintos países y la complejidad organizativa, así como una mayor exposición a riesgos externos, como las fluctuaciones cambiarias o la incertidumbre geopolítica. Son factores cuya influencia puede ser distinta entre sectores, pero que ayudan a explicar que en algunos casos las empresas de mayor tamaño presenten niveles de rentabilidad inferiores a los de empresas de menor dimensión.

**Productividad: el tamaño importa**

Como se ha comentado anteriormente, la productividad es un claro determinante de la rentabilidad, pero no el único, por lo que es

compatible observar un *ranking* de productividad que no sea el mismo que en rentabilidad.

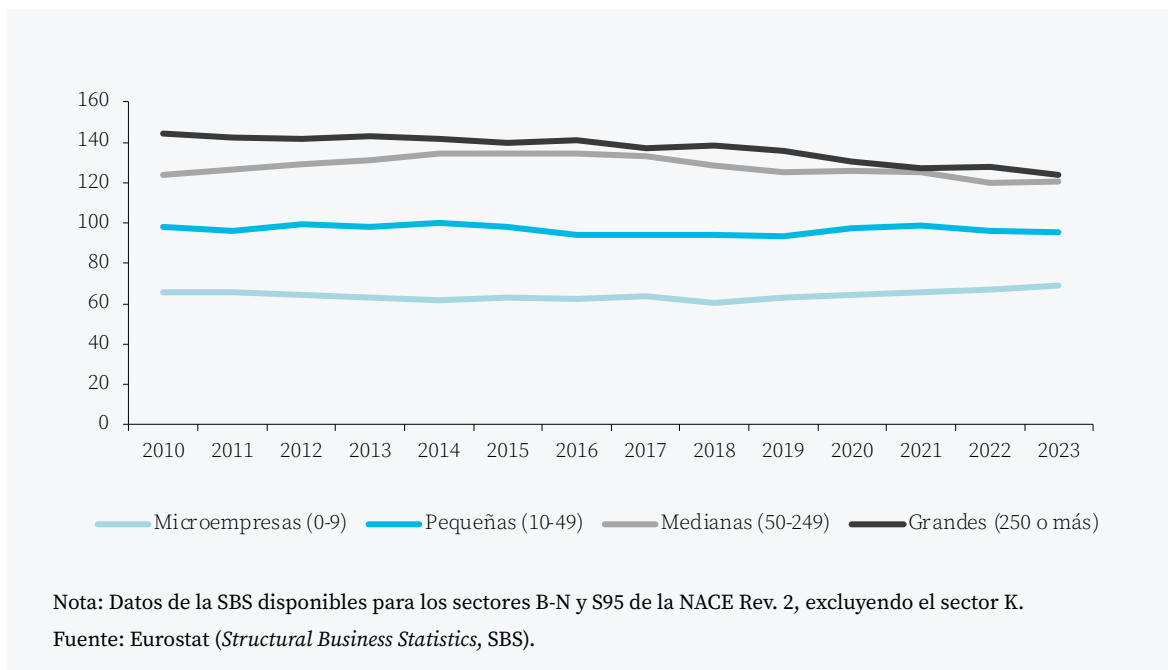
|  
*Lo que la evidencia del caso español dice es que el tamaño sí importa y mucho a la hora de explicar las diferencias de productividad entre empresas*  
 |

Lo que la evidencia del caso español dice es que el tamaño sí importa y mucho a la hora de explicar las diferencias de productividad entre empresas. No hay más que ver el gráfico 4 que representa el VAB por ocupado para el total del sector privado no financiero y por tamaño de empresa. En esta ocasión, y con independencia del año analizado, sí hay una relación positiva y continua entre tamaño y productividad, conforme se pasa de un estrato al siguiente en

## Gráfico 4

**VAB por trabajador del sector privado no financiero**

Total economía=100



tamaño. Centrando la atención en 2023 (último año disponible para esta variable), la productividad del trabajo de las grandes empresas es un 24 % superior a la media, en las medianas es un 21 % también superior, en las pequeñas un 4,4 % inferior, y en las microempresas el diferencial negativo es del 31,3 %. Son diferencias abultadas y que se mantienen en el tiempo.

### Diferencias regionales en la rentabilidad de sus empresas

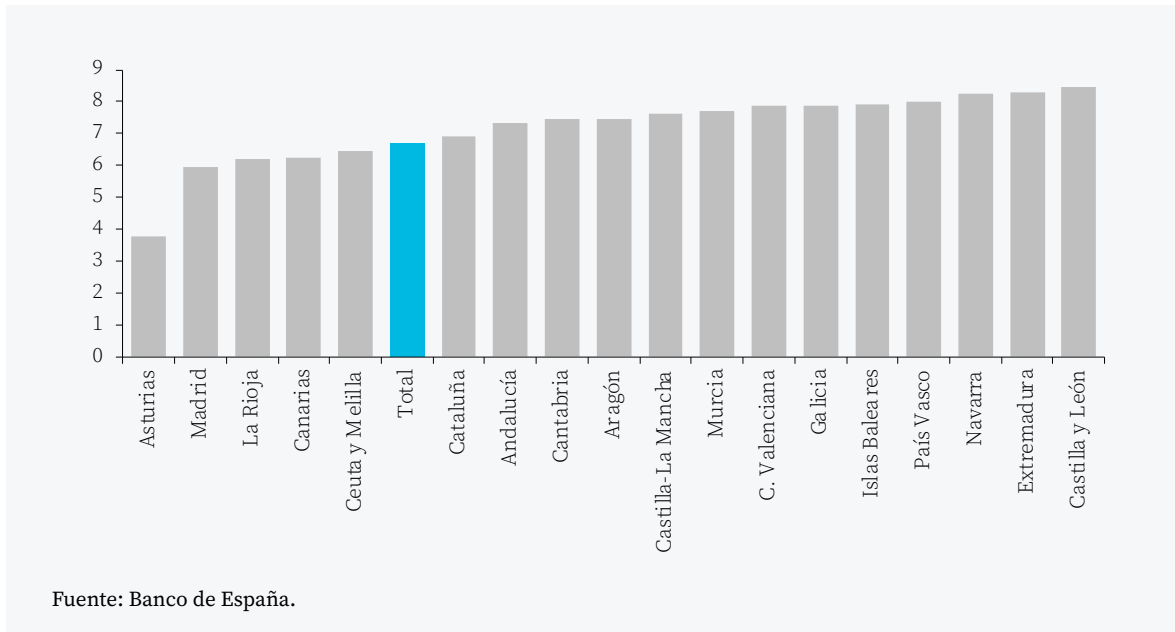
Hemos podido constatar que existen importantes diferencias sectoriales en los niveles de rentabilidad que alcanzan las empresas. Es importante recordar este hecho a la hora de interpretar las diferencias regionales de rentabilidad, que se explican en buena medida por

la distinta estructura productiva de cada territorio, aunque también influye la demografía empresarial (a más peso de las microempresas, es de esperar una menor rentabilidad en la región). Así, es lógico que las regiones más especializadas en sectores más rentables (que son los más intensivos en capital, tecnología y conocimiento, que son más productivos, que pueden aprovechar mejor las economías de escala) sean aquellas que registren mayores niveles de rentabilidad. Por el contrario, las regiones donde pesen más las actividades de sectores menos productivos serán las menos rentables. Además, como también hemos comentado, cada rama de actividad responde de forma distinta al ciclo económico, lo que también afecta a las diferencias territoriales de rentabilidad. En conjunto, la especialización productiva es un factor que condiciona la capacidad de las empresas para

## Gráfico 5

**Rentabilidad de las empresas de las diferentes CC. AA. españolas, 2024**

Porcentaje



generar beneficios y que puede explicar una parte sustancial de las disparidades regionales en rentabilidad.

Si ponemos el foco en la información más reciente disponible referida a 2024, también hay diferencias importantes en los niveles promedio de rentabilidad del tejido empresarial de las diferentes comunidades autónomas (gráfico 5). Frente a un valor medio del 6,7 % para España, en Asturias el nivel es de solo el 3,8 %, mientras que en Castilla y León es del 8,4 %. Junto a esta última CC. AA., la rentabilidad también supera el 8 % en Navarra y Extremadura. Sorprende el caso de Madrid, con una rentabilidad promedio de solo el 5,9 % y que puede deberse al elevado peso que tiene en su economía el sector servicios y en concreto las actividades administrativas, inmobiliarias, servicios profesionales, etc., frente a ramas con márgenes más altos. Por otro lado,

la elevada densidad empresarial en Madrid hace que en su mercado haya más competencia, lo que se traslada a menores márgenes.

### Principales mensajes e implicaciones

La rentabilidad empresarial presenta un comportamiento claramente procíclico. La experiencia de la economía española confirma empíricamente esta relación, con un nivel de rentabilidad del activo en 2024 (año de clara expansión) del 6,7 %, similar a la que se alcanzó en 2008, y muy por encima del 3,9 % en los peores años de crisis (en 2012 y 2020).

El impacto del ciclo económico sobre la rentabilidad es heterogéneo y varía de forma significativa entre sectores. Las actividades más cíclicas, como la construcción o determinados tipos de

bienes de consumo, muestran mayores oscilaciones de rentabilidad entre las fases alta y baja del ciclo, mientras que sectores estratégicos o básicos presentan una evolución más estable. Más allá del ciclo, factores estructurales como la intensidad del capital, la volatilidad de la actividad y, por tanto, el riesgo, el grado de competencia o la apertura exterior condicionan el nivel de rentabilidad sectorial. Los datos muestran que estas diferencias son persistentes en el tiempo, con sectores que sistemáticamente se sitúan en la parte alta de la distribución y otros en la baja. En 2024, la rentabilidad sectorial oscila entre valores muy reducidos en actividades inmobiliarias y niveles elevados en información y comunicaciones, energía y comercio.

Las diferencias de rentabilidad en función del tamaño empresarial son importantes con independencia del año analizado. Las microempresas son con diferencia las menos rentables, siendo menores las diferencias entre el resto de tamaños. No hay una relación lineal entre tamaño y rentabilidad, ya que, si bien se cumple esa relación de 2008 a 2013, a partir de entonces son las medianas empresas las que alcanzan los mayores niveles de rentabilidad, aunque con diferencias muy reducidas con respecto a las pequeñas empresas. En 2024, la rentabilidad es del 6,9 % en las grandes empresas, el 9,5 % en las pequeñas y el 10,7 % en las medianas. En las micro, es de solo el 4,1 %. La menor rentabilidad de las grandes empresas en relación a las medianas y pequeñas puede deberse a diversos factores, como su orientación a mercados internacionales más expuestos a la competencia o a estrategias

de negocio distintas (basadas más en cantidades que en márgenes).

Un factor que afecta a la rentabilidad de las empresas es su productividad. La evidencia del caso español es concluyente al demostrar la importancia que el tamaño tiene sobre la productividad. Es de destacar la baja productividad de las microempresas (que suponen el 89 % del censo de las empresas con asalariados), lo que influye en su también baja rentabilidad.

Existen marcadas diferencias en la rentabilidad del tejido empresarial de las distintas regiones, en lo que influye su distinta especialización productiva y el tipo de demografía empresarial.

Además de estos mensajes que se desprenden de la evidencia empírica aportada, es importante insistir en la importancia que tiene contar con un tejido empresarial competitivo y rentable, siendo la rentabilidad una condición necesaria para la viabilidad de las empresas. Por ello es necesario que desde las AA.PP. se diseñen políticas económicas que permitan a las empresas ser rentables, actuando sobre los factores que condicionan la productividad y el crecimiento. En consecuencia, es necesario crear un marco regulatorio eficiente y estable que reduzca la incertidumbre, junto con una fiscalidad que incentive la reinversión de beneficios y la innovación. No hay que olvidar la importancia que tiene la productividad, que se puede apoyar actuando sobre sus determinantes: la inversión en intangibles (clave para la digitalización), la formación de capital humano y la adopción de nuevas tecnologías.

## Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2025). BExplora Central de Balances Regional: una nueva herramienta estadística con información empresarial por comunidades autónomas y provincias.
- BANCO DE ESPAÑA. (2025). Observatorio de márgenes empresariales. Informe anual 2024. 23 de octubre de 2025.

# 05

## Área Financiera y de Digitalización de Funcas



# IA, macroeconomía y mercados: eficiencia, destrucción no creativa y valor bursátil

Este artículo examina el impacto macroeconómico de la inteligencia artificial (IA), centrándose en su capacidad para aumentar la eficiencia, su potencial destructivo sobre el empleo y su papel en la desconexión creciente entre la economía real y los mercados financieros. Se analiza cómo la IA puede elevar la productividad, pero también reforzar dinámicas de concentración industrial y desigualdad. Además, se aborda la sobrevaloración de activos vinculados a la IA, el papel de la liquidez global y el auge de inversiones sin fundamentales. En conjunto, la IA emerge como un factor estructural de transformación con efectos heterogéneos sobre crecimiento, empleo y valoración financiera.

El impacto previsto de la IA sobre el PIB es incierto, con estimaciones que sugieren un aumento promedio del 14 % hacia 2030 a escala global, con un incremento de la eficiencia, pero, al mismo tiempo, una alteración en la asignación del capital que puede reforzar desequilibrios estructurales y amplificar tensiones entre eficiencia tecnológica y crecimiento inclusivo. Es importante tener en cuenta la concentración de capitalización en el S&P 500 (35 % en 2025 en siete empresas) y la exposición del empleo estadounidense a tareas automatizables (19 % alta, 61 % media).

## Introducción

La inteligencia artificial (IA) ha emergido en la última década como una tecnología disruptiva con implicaciones económicas profundas. Su rápido avance —ejemplificado por sistemas de aprendizaje profundo y herramientas generativas como los grandes modelos de lenguaje— ha generado a la vez entusiasmo y preocupación. Por un lado, se espera que la IA pueda impulsar la productividad, acelerar el crecimiento global y aumentar los ingresos, al igual que lo hicieron en su momento otras tecnologías generalizadas (electricidad, informática, internet). Pero, por otro lado, surgen temores de que pueda llegar a reemplazar empleos y profundice las desigualdades económicas y sociales. El impacto neto es difícil de predecir, pues la IA se desplegará de formas complejas a través de la economía. Aun así, existe consenso en que nos encontramos ante una nueva revolución tecnológica con efectos macroeconómicos potencialmente transformadores.

En la actualidad, la “fiebre” por la IA se manifiesta tanto en la inversión empresarial como en los mercados financieros. La rápida difusión de aplicaciones como ChatGPT desde 2022 ha

popularizado el debate sobre la automatización de tareas cognitivas, no solo las manuales o rutinarias. Empresas de múltiples sectores experimentan con IA para optimizar procesos, mejorar la toma de decisiones o reducir costes. Al mismo tiempo, los inversores han elevado las valoraciones de las compañías tecnológicas asociadas a la IA a niveles históricamente altos, anticipando futuros beneficios extraordinarios. Esta situación plantea la paradoja de una economía real que aún no refleja plenamente las promesas de la IA, frente a unos mercados que actúan como si el futuro productivo ya estuviese garantizado. En este artículo se analizan, de forma rigurosa pero accesible, las implicaciones de la IA en cuatro dimensiones económicas interrelacionadas: la productividad y el crecimiento; el empleo y la desigualdad (incluyendo la concentración industrial); y la relación entre la IA y los mercados financieros, particularmente la posibilidad de una sobrevaloración desconectada de la economía real.

## Impacto en la productividad y el crecimiento

Uno de los principales canales por los que la IA puede transformar la macroeconomía es a través de la productividad. La productividad —la cantidad de producto obtenido por unidad de factor, ya sea trabajo o capital— es el motor fundamental del crecimiento económico a largo plazo y de la mejora del nivel de vida. Sin embargo, en las últimas décadas la productividad ha crecido a un ritmo decepcionantemente bajo en muchas economías avanzadas. Por ejemplo, en el Reino Unido, Francia, Italia o España, la tasa de variación acumulada entre 2013 y 2019 de la productividad total de los factores se ha situado por debajo del 2,5 %. Este fenómeno ha llevado a algunos economistas a preguntarse si la IA podría ser la innovación que reviva la

tasa de crecimiento de la productividad. Existen argumentos optimistas que ven la IA como un cambio tecnológico equiparable a la máquina de vapor o la electricidad, capaz de generar aumentos significativos en la producción por trabajador/unidad de capital invertida. Estos análisis señalan que la IA, en tanto que tecnología de propósito general, podría automatizar una amplia fracción de tareas en casi todos los sectores, elevando enormemente la eficiencia. A diferencia de otras olas previas de automatización centradas en tareas rutinarias, la IA actual (especialmente la IA generativa) tiene potencial para complementar o reemplazar tareas cognitivas complejas, permitiendo que muchos trabajadores dediquen más tiempo a labores creativas o de mayor valor añadido. En el escenario más prometedor, esto derivaría no solo en un nivel más alto de productividad, sino en una tasa de crecimiento permanentemente superior, a medida que la IA impulsa innovaciones en investigación científica, desarrollo de nuevos productos y mejoras continuas en los procesos productivos.

|  
*Varios informes han llegado a augurar  
 que la IA elevará el crecimiento económico  
 hasta un 5 % anual en economías  
 como la de Estados Unidos*  
 |

No obstante, existe otra línea de análisis que es más cauta y plantea que los efectos de la IA sobre la productividad podrían ser graduales y modestos. Acemoglu y Restrepo (2019) advirtieron que muchos pronósticos optimistas pueden sobrestimar el impacto a corto plazo. De hecho, varios informes han llegado a augurar que la IA elevará el crecimiento económico hasta un 5 % anual en economías como la de Estados Unidos, pero Acemoglu (2024) recuerda que incluso tecnologías revolucionarias del pasado (como la electricidad) tardaron décadas en difundirse plenamente. En cualquier caso, como indican Chaar *et al.* (2025) en un estudio de la OCDE, se prevé que el impacto de la IA en la productividad sea heterogéneo entre países. En general, las economías emergentes corren el riesgo de beneficiarse menos de la IA debido a la baja incidencia de servicios intensivos en conocimiento, donde se concentran principalmente las ganancias derivadas de la IA. El cuadro 1 muestra una compilación de estimaciones de aumento del PIB recopilada por PwC. Un factor crucial para explicar por qué la productividad aún no refleja plenamente el auge de la IA es la lenta y desigual difusión de estas tecnologías en las empresas. Si bien desde 2022-2023 ha habido una explosión de interés por la IA generativa, la realidad es que pocas compañías han integrado con éxito la IA en sus funciones básicas de negocio. Según Nygaard *et al.* (2025), el 95 %

#### Cuadro 1

### Incremento porcentual proyectado en el PIB hacia 2030 debido a la IA (por región)

Región	Aumento estimado del PIB en 2030 (%)
Mundo (promedio)	+14
China	+26
Norteamérica (EE. UU. y Canadá)	+14,5
Europa y economías avanzadas de Asia	~10
Economías emergentes (p. ej.: AL, África)	< 6

Fuente: PwC, "Sizing the Prize" (2017). Proyecciones de impacto de IA en PIB respecto al escenario sin IA.

de las empresas no encuentran retornos significativos de sus cuantiosas inversiones en IA, debido a que no habrían logrado implementar los modelos de forma efectiva en sus operaciones diarias. Este estudio señala esta brecha entre el potencial técnico y la adopción práctica: en sectores intensivos en información, como finanzas y seguros, solo alrededor del 10 % de las empresas usan IA generativa, y aun en el sector de las tecnologías de la información, puntero en digitalización, la adopción rondaba el 25 % de las compañías hacia 2023.

Además, según la OCDE (2024), en 2019 apenas el 0,34 % de la fuerza laboral poseía habilidades en IA, reflejando la escasez de personal capacitado para desplegar estas herramientas. Todos estos indicadores sugieren que estamos en una etapa aún temprana. Conviene distinguir también qué tipo de aplicaciones de IA se están implementando, pues de ello depende su efecto en la productividad. Los usos de la IA que simplemente automatizan tareas existentes pueden generar mejoras de eficiencia más bien incrementales, a veces decepcionantes. Acemoglu y Restrepo (2019) llaman a esto “automatización de poca monta” (en inglés *so-so automation*): casos en que una máquina reemplaza a un trabajador, pero el aumento de producción es mínimo. Un ejemplo citado es el de las cajas de autoservicio en supermercados, que desplazan a algunos cajeros, pero no reducen sustancialmente los costes ni los precios (el cliente hace el trabajo del empleado, pero la tienda no vende más comestibles por ello).

De igual modo, las oleadas tecnológicas de fines del siglo XX (informática, internet) eliminaron puestos administrativos rutinarios, pero generaron profesiones antes inexistentes (programadores, analistas de datos, técnicos de redes, etc.). La creación de nuevas tareas fue el mecanismo que sostuvo el crecimiento del empleo y

los salarios durante gran parte del siglo XX. Con la IA, la creación de nuevos puestos de trabajo se dará, pero que sea un efecto sustitución significativo de los empleos previos está más en duda. Según la OCDE, los datos macro podrían continuar mostrando un crecimiento mediocre del entorno del 1 % anual en la productividad de las economías avanzadas, prolongando la tendencia reciente.

En el escenario alternativo, más optimista, la IA se adopta de manera más complementaria, liberando a los trabajadores de ciertas tareas e impulsándolos hacia labores creativas, de resolución de problemas o de interacción humana de alto valor. Bajo esta vía, la IA se convertiría verdaderamente en el catalizador de una nueva revolución productiva, en la que, además de hacer lo mismo más rápido, se harían cosas enteramente nuevas. Es plausible que la realidad contenga elementos de ambos caminos. Por ahora, los indicios apuntan a que los grandes saltos en la productividad por IA todavía están por venir, y que para lograrlos será necesario reorganizar procesos, formar capital humano especializado y acumular aprendizajes sobre cómo la IA puede transformar modelos de negocio.

### **Empleo, desigualdad y concentración industrial**

El impacto de la IA en el mercado de trabajo es objeto de intenso debate. A diferencia de automatizaciones previas centradas en tareas manuales o rutinarias, la IA moderna tiene la capacidad de afectar también ocupaciones cognitivas y de alta calificación, lo que amplía su alcance disruptivo. Un análisis del Fondo Monetario Internacional (2025) estima que casi el 40 % del empleo a nivel mundial está expuesto de alguna forma a la IA, porcentaje que asciende al 60 % en las economías avanzadas. Esto se debe

a que los algoritmos de aprendizaje automático y los sistemas generativos pueden asumir tareas que antes realizaban profesionales, desde redactar textos o escribir código hasta analizar imágenes médicas. Ahora bien, exposición no equivale a sustitución completa: del total de empleos expuestos, aproximadamente la mitad podría beneficiarse de la IA como complemento (es decir, las herramientas de IA aumentarían la productividad del trabajador humano), mientras que la otra mitad corresponde a puestos donde la IA podría ejecutar una porción sustancial de las tareas actuales, reduciendo la necesidad de trabajo humano. En casos extremos, algunos de esos trabajos podrían desaparecer o transformarse radicalmente si la automatización de tareas llega al límite. Esta dualidad explica cómo la IA puede simultáneamente aumentar la eficiencia y generar desplazamientos laborales, dependiendo del tipo de tareas predominantes en cada ocupación.

En cuanto a las cifras de desempleo tecnológico, es importante destacar que hasta ahora no se ha observado una oleada de despidos masivos atribuibles a la IA. De hecho, los datos iniciales sugieren que en esta etapa temprana la IA podría estar creando tantos o más empleos de los que destruye. Esto indica que muchas compañías están contratando especialistas en IA, ingenieros de datos u otros profesionales para implementar y gestionar estas nuevas herramientas, contrarrestando los recortes en otras áreas. Sin embargo, estas cifras todavía son bastante reducidas. Según un informe de la OCDE (OCDE, 2023), a pesar del rápido crecimiento de la demanda de habilidades en IA, las vacantes en línea en países avanzados relacionadas con la IA representaron menos del 1 % de todas las ofertas de trabajo en el periodo 2019-2022. Este hallazgo alivia en parte el temor inmediato a un desempleo masivo, pero no garantiza que en el futuro la balanza no se incline hacia el lado de

las pérdidas netas de empleo. Mucho de ello dependerá del ritmo de adopción y de la capacidad de la tecnología para reemplazar tareas en su totalidad. Estudios de referencia como el de OpenAI (2023) han estimado que cerca del 19 % de los trabajadores tiene al menos la mitad de sus tareas susceptibles de ser automatizadas por IA. Sin embargo, también cabe señalar que un puesto de trabajo es más que la suma de tareas individuales: involucra habilidades sociales, criterio, adaptabilidad y polivalencia. Por tanto, tener el 50 % de tareas “expuestas” no significa que la ocupación vaya a desaparecer, sino que sus tareas evolucionarán. El reto está en cómo se reconfigurarán los roles laborales: si la IA asume la parte rutinaria, el trabajador puede concentrarse en lo creativo o relacional, haciendo su trabajo más productivo; pero si la IA acaba asumiendo incluso las tareas centrales, el puesto podría desvanecerse.

|  
*La llegada de la IA aviva el viejo debate  
entre tecnooptimistas (quienes creen  
que la tecnología crea más empleos de los  
que destruye) y tecnopesimistas (quienes  
vaticinan desempleo estructural)*  
|

Desde una perspectiva histórica, la llegada de la IA aviva el viejo debate entre tecnooptimistas (quienes creen que la tecnología crea más empleos de los que destruye) y tecnopesimistas (quienes vaticinan desempleo estructural). La IA podría profundizar esa polarización, ya que automatiza tanto tareas rutinarias como algunas no rutinarias que antes protegían a los profesionales medios. Esto plantea el riesgo de una brecha cada vez mayor entre trabajadores altamente cualificados (capaces de aprovechar la IA) y el resto. Como señala el FMI (2025), es probable que la IA aumente la desigualdad de ingresos en la mayoría de los escenarios si no se interviene:

los trabajadores complementados por IA verán subir su productividad y salarios, mientras que aquellos desplazados o incapaces de adaptarse verán estancamiento o caídas en sus ingresos. Además, los rendimientos del capital podrían incrementarse en las empresas que adopten IA exitosamente, beneficiando desproporcionadamente a los propietarios y accionistas (que típicamente se concentran en los estratos altos de renta). Este conjunto de factores sugiere una tendencia a la mayor concentración de la renta: los países y personas con más recursos para invertir en IA pueden obtener la mayor parte de las ganancias, ampliando brechas existentes.

Un ámbito donde la influencia de la IA resulta muy palpable es en la estructura industrial y en la competencia de mercado. En las últimas décadas, muchas economías avanzadas han experimentado un aumento de la concentración industrial, es decir, una mayor cuota de mercado acaparada por las empresas líderes en cada sector. Este fenómeno de “empresas superestrellas” ha coincidido con la era de la digitalización y la globalización, durante la cual compañías como Amazon, Google o Microsoft se han vuelto dominantes. La introducción de la IA podría reforzar aún más esta tendencia si solo unos pocos actores son capaces de explotar todo su potencial. En un escenario plausible, solo las empresas más grandes pueden permitirse la inversión masiva en computación y datos necesaria para desarrollar IA avanzada, lo que les da una ventaja insuperable sobre competidores pequeños. Ya hoy entrenar un modelo puntero requiere enormes recursos: por ejemplo, entrenar el modelo GPT-4 costó del orden de 100 millones de dólares, y ejecutarlo operativamente implica unos 700.000 dólares diarios en gasto computacional. Sin embargo, el ejemplo de DeepSeek, que ha logrado un rendimiento similar al ChatGPT

con solo 5,6 millones de dólares en costes de desarrollo, podría abrir la puerta a democratización acelerada de la IA generativa<sup>1</sup>. En cualquier caso, en la medida en la que las mejoras de rendimiento continúen asociadas a modelos más grandes y costosos, solo corporaciones con presupuestos multimillonarios podrán liderar la frontera tecnológica. El sector tecnológico global está dominado por apenas seis grandes empresas, las cuales no solo lideran la innovación, sino que “compran a sus competidores y limitan la innovación” de otros. Esta concentración no creativa —donde la competencia se elimina vía adquisiciones— puede derivar en menos dinamismo a largo plazo, ya que las firmas dominantes podrían carecer de incentivos para desplegar plenamente tecnologías que canibalicen sus modelos de negocio existentes.

Ahora bien, un futuro de mayor concentración tecnológica no es inevitable. Diversos analistas plantean un escenario alternativo en el que la IA se democratiza. Por ejemplo, la proliferación de modelos de IA de código abierto (como ciertos modelos liberados por Meta o comunidades académicas) podría permitir que empresas medianas e incluso pequeñas accedan a herramientas de IA punteras sin incurrir en los enormes costes de desarrollo desde cero. Si este ecosistema abierto florece, muchas compañías podrían implementar IA adaptada a sus nichos de mercado, reduciendo la brecha entre gigantes y emprendedores (FMI, 2025).

### **IA y la sobrevaloración financiera: desconexión entre economía real y mercados**

La euforia en torno a la IA no solo ha impregnado el discurso económico, sino que ha impulsado

1 <https://www.digidop.com/blog/deepseek-vs-chatgpt>

**Cuadro 2****Participación conjunta de las siete mayores compañías en la capitalización del S&P 500**

Año	Peso de las siete mayores empresas en el S&P 500 (%)
2015	12,3
2023	30
2025	35

Fuente: Datos de S&P 500 (Reuters, 2025; The Motley Fool, 2025).

un *rally* espectacular en los mercados bursátiles, especialmente en las acciones del sector tecnológico. Muchos inversores, anticipando que la IA desencadenará enormes incrementos de rentabilidad futura, han llevado las cotizaciones de las empresas vinculadas a esta tecnología a niveles muy elevados. Esto ha generado preocupaciones sobre una posible “burbuja de la IA” en los mercados financieros, caracterizada por valoraciones que se desvinculan de los fundamentos actuales de la economía real.

Un vistazo a los indicadores de mercado refleja esta dinámica. A finales de 2025, compañías icónicas de la era IA alcanzaron capitalizaciones nunca vistas: por ejemplo, Nvidia —un fabricante de chips clave para computación de IA— se convirtió brevemente en la empresa más valiosa del mundo, con alrededor de 4,5 billones de dólares de valor bursátil, superando incluso a Apple y Microsoft (estas últimas rondando los 3,9 billones cada una). La capitalización de esta compañía ya supone actualmente casi el 4 % del PIB mundial y el 16 % del PIB de Estados Unidos<sup>2</sup>. Históricamente, nunca una empresa había tenido un peso tan relevante en la economía mundial y americana. Además, en conjunto, las diez mayores empresas cotizadas (casi todas del rubro tecnológico-digital)

pasaron a representar más de un tercio del valor total del índice S&P 500, el nivel de concentración bursátil más alto en más de 60 años (cuadro 2). Para dimensionar este fenómeno: solo Nvidia llegó a pesar en torno al 8 % del S&P 500 y las llamadas Big Tech (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet/Google, Meta) más algunas asociadas (Tesla, Nvidia) conformaron el núcleo del mercado, siendo responsables de la mayor parte de las ganancias del índice en 2023-2024. Esta situación recuerda a otras fases de exuberancia irracional y plantea la pregunta de si los precios actuales pueden sostenerse si la realidad no cumple finalmente con las altas expectativas.

Las “siete magníficas” (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta y Tesla) pasaron de concentrar el 12 % del índice en 2015 a aproximadamente un tercio en 2023, alcanzando el 35 % en 2025 (cuadro 2), reflejando un mercado altamente concentrado en unas pocas empresas ganadoras de la era digital. De hecho, la capitalización global de estas siete empresas ha superado el PIB agregado de la Unión Europea<sup>3</sup>. Esta concentración implica mayor vulnerabilidad del mercado: si solo uno o dos de estos valores líderes sufrieran una corrección significativa, arrastrarían a la baja al conjunto del índice.

<sup>2</sup> <https://eu.36kr.com/en/p/3530812600114053>

<sup>3</sup> <https://uk.finance.yahoo.com/news/magnificent-seven-surpass-eu-gdp-050117138.html>

|  
*Los elevados precios bursátiles  
de las empresas tecnológicas sugieren  
que el mercado está incorporando  
expectativas de ganancias futuras  
extraordinarias gracias a la IA*  
|

Los elevados precios bursátiles de las empresas tecnológicas sugieren que el mercado está incorporando expectativas de ganancias futuras extraordinarias gracias a la IA. Sin embargo, dichos pronósticos pueden chocar con la realidad de la economía productiva, al menos en el corto y mediano plazo. Mientras las cotizaciones se disparaban en 2023-2024, la economía global afrontaba crecimientos modestos y persistentes incertidumbres: episodios inflacionarios que forzaron alzas de tipos de interés, enfriamiento de la demanda en varios países, e incluso riesgos geopolíticos elevados. Normalmente, tipos de interés más altos y señales de desaceleración económica pondrían freno a las bolsas, pero el efecto de la IA ha contrarrestado esos factores. Se llegó así a una desconexión notable entre mercados y economía real: por un lado, los mercados financieros anticipando un salto en productividad y beneficios gracias a la IA; por otro, los datos de productividad y crecimiento que aún no muestran ese salto.

Un indicador ilustrativo de esta desconexión es la valuación relativa del mercado accionario. La ratio CAPE de Shiller (precio dividido por promedio de ganancias reales de diez años) para el S&P 500 alcanzó niveles cercanos a 40 en 2025, uno de los más altos de los últimos 140 años, solo superado marginalmente por el pico de la burbuja puntocom en 1999-2000. Esto implica que los inversores están pagando 40 dólares por cada dólar de ganancias promedio ajustadas por ciclo, señal de un optimismo extremo respecto al futuro. Si se usa el PER tradicional (precio

sobre ganancias corrientes), la valoración también se sitúa alrededor del percentil 95 histórico, es decir, en el 5 % más alto de caro que ha estado el mercado.

¿Por qué los inversores podrían estar sobreestimando el impacto económico de la IA? Una posibilidad es que se esté produciendo un desfase temporal: los mercados anticipan (quizá con razón) que la IA transformará la economía, pero subestiman el plazo y las dificultades de esa transformación. Como se discutió, integrar IA implica cambios organizativos, inversión en capital humano y superar retos técnicos. Es posible que las ganancias sustanciales para los beneficios corporativos lleguen, pero más adelante de lo que el “hype” financiero sugiere. Otra posibilidad es la clásica dinámica especulativa: los inversores compran acciones de empresas relacionadas con IA no solo por sus fundamentales, sino porque confían en que otros inversores las comprarán después a precios aún mayores, lo que alimenta un círculo auto-reforzado de alzas (lo que define una burbuja). En 2023 hubo ejemplos llamativos, como empresas pequeñas que añadían “IA” a su nombre y veían subir su cotización súbitamente sin cambios reales en su negocio, recordando episodios de manía especulativa del pasado.

Cabe resaltar que, si bien existe cierta sobrevaloración generalizada (como lo indica la baja prima de riesgo implícita de la renta variable, alrededor de solo el 2 % en EE. UU.), la dependencia del mercado en unas pocas acciones líderes hace la situación más frágil. Hacia 2025, el mercado alcista estaba sostenido en gran medida por los resultados excepcionales de esas cinco a siete empresas gigantes. Un tropiezo significativo en cualquiera de “los siete magníficos” podría provocar una caída proporcional del S&P 500 del orden de un 10 % o más con efecto dominó sobre la confianza.

Todo lo anterior no significa que la revolución de la IA no vaya a generar valor real para la economía y las empresas. De hecho, es posible que muchas de las promesas acaben cumpliéndose en el largo plazo: aumentos de productividad, creación de nuevos mercados, mejora de márgenes empresariales y, por ende, mayores beneficios. Varios de los gigantes tecnológicos están invirtiendo intensamente en IA y ya se observan en algunos casos mejoras de eficiencia operativa o nuevas líneas de negocio vinculadas (por ejemplo, servicios en la nube optimizados con IA, chips especializados que se venden con amplios márgenes, etc.). Es decir, hay fundamentos que respaldan parte del optimismo. El problema

radica en la desconexión temporal y de magnitud: los mercados parecen haber “descontado” hoy beneficios que quizás tarden una década en concretarse, y a una escala que no está garantizada. Si la economía real logra ponerse a la altura de las expectativas —es decir, si la IA efectivamente dispara un boom de productividad y ganancias corporativas en los próximos años—, entonces las valoraciones actuales podrían validarse gradualmente sin un colapso, a través del crecimiento de los denominadores (las ganancias). Por el contrario, si las mejoras son más modestas o lentas, la corrección vendrá por el numerador (los precios), tal como la historia bursátil ha mostrado repetidamente.

### Conclusiones

La revolución de la IA presenta un cuadro complejo y lleno de matices para la macroeconomía y los mercados. En el ámbito de la productividad, la IA promete mejoras de eficiencia y posiblemente un nuevo impulso al crecimiento de largo plazo, pero hasta ahora sus frutos agregados han sido limitados y podrían tardar en madurar. Mucho dependerá de si logramos orientar la tecnología hacia la creación de nuevas tareas y complementariedad con el trabajo humano, en vez de reducirla a una automatización simplista que genere destrucción no creativa. En términos de empleo e igualdad, la IA tiene un cariz dual: puede aumentar

la productividad de muchos trabajadores y generar nuevos roles, pero también amenaza con polarizar aún más el mercado laboral y concentrar los beneficios en quienes poseen las habilidades o el capital para aprovecharla. Ello plantea desafíos de adaptación, formación y políticas que mitiguen una dinámica donde “el ganador se lo lleva todo”. Por último, en los mercados financieros, la IA ha detonado una ola de optimismo que ha elevado las valoraciones a alturas históricas, abriendo una brecha con la economía real. Este fenómeno nos recuerda los riesgos de extrapolar el futuro sin suficiente sustento en el presente, a la vez que subraya la enorme confianza (o especulación) depositada en el potencial de la IA.

## Referencias

- ACEMOGLU, D. (2024). *The Simple Economics of AI*. MIT. [https://economics.mit.edu/sites/default/files/2024-04/The %20Simple %20Macroeconomics %20of %20AI.pdf](https://economics.mit.edu/sites/default/files/2024-04/The%20Simple%20Macroeconomics%20of%20AI.pdf)
- ACEMOGLU, D., & JOHNSON, S. (2023). *Power and Progress: Our Thousand-Year Struggle Over Technology and Prosperity*. London: Basic Books.
- CHAAR, T. ET AL. (2025). AI and the global productivity divide: Fuel for the fast or a lift for the laggards? *OECD Artificial Intelligence Papers*, No. 51. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/c315ea90-en>.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2025). *Regional Economic Outlook: Europe* (blog “How Europe Can Capture the AI Growth Dividend”). <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2025/11/20/how-europe-can-capture-the-ai-growth-dividend>
- NYGAARD, V. ET AL. (2025). *Macroeconomic Implications of AI*, RAND Corporation. <https://www.rand.org/pubs/perspectives/PEA3888-3.html>
- OCDE. (2023). *Emerging trends in AI skill demand across 14 OECD countries*. Paris: OECD Publishing. [https://www.oecd.org/en/publications/emerging-trends-in-ai-skill-demand-across-14-oecd-countries\\_7c691b9a-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/emerging-trends-in-ai-skill-demand-across-14-oecd-countries_7c691b9a-en.html)
- OCDE. (2024). *The impact of Artificial Intelligence on productivity, distribution and growth* (abril 2024). [https://www.oecd.org/en/publications/the-impact-of-artificial-intelligence-on-productivity-distribution-and-growth\\_8d900037-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/the-impact-of-artificial-intelligence-on-productivity-distribution-and-growth_8d900037-en.html)
- OPENAI. (2025), *GPTs are GPTs: An early look at the labor market impact potential of large language models*. <https://openai.com/index/gpts-are-gpts/>



# 06

**Pedro Cuadros-Solas**

CUNEF Universidad y Funcas

**Francisco Rodríguez-Fernández**

Universidad de Granada y Funcas

**Nuria Suárez**

Universidad Autónoma de Madrid y Funcas



## Banca en la sombra: ¿la próxima crisis financiera?

El auge del sistema financiero no bancario (NBFi) —también conocido como banca en la sombra— está configurando una nueva geografía del riesgo financiero. Este artículo analiza su expansión a escala global, europea y española, prestando especial atención al crecimiento del crédito privado y del crédito apalancado fuera del perímetro regulatorio tradicional. Se identifican vulnerabilidades estructurales relacionadas con apalancamiento elevado, estructuras de liquidez frágil y una creciente interconexión con la banca tradicional. El estudio combina datos actualizados de organismos internacionales (FMI, BIS, ESRB) y autoridades nacionales, y documenta el alcance sistémico de estas exposiciones. Aunque el caso español presenta un peso menor del NBFi, no está exento de riesgos por contagio o canales indirectos. A partir del diagnóstico, se proponen medidas de política orientadas a mejorar la medición del riesgo, aplicar pruebas de estrés integradas y cerrar vacíos regulatorios. La banca en la sombra es ya una realidad estructural cuyo impacto exige respuestas coordinadas y prospectivas.

## Introducción: auge del sistema financiero no bancario y ecos de 2008

En los últimos años, el sistema financiero no bancario —también llamado *banca en la sombra* o *NBFI* por sus siglas en inglés— ha experimentado un crecimiento vertiginoso a nivel global. Según los datos más recientes del Consejo de Estabilidad Financiera, la banca sombra alcanza los 238,8 billones de dólares, lo que representa alrededor del 49,1 % de los activos financieros mundiales totales. Organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS) han alertado recientemente de que este auge viene acompañado de vulnerabilidades estructurales que recuerdan a los desequilibrios previos a la crisis de 2008. Aunque hay diferencias entre el contexto actual y el de hace tres lustros, algunas similitudes preocupan: apalancamiento creciente, opacidad en ciertas inversiones, dependencia de calificaciones crediticias privadas y elevada interconexión financiera entre bancos y entidades no bancarias.

El *Global Financial Stability Report* del FMI (octubre de 2025) subraya que la expansión de los fondos de financiación privada y de los mercados de crédito apalancado se está produciendo fuera del perímetro regulatorio tradicional, con menor transparencia, estándares de concesión más laxos y estructuras de liquidez susceptibles de amplificar tensiones. Este “ecosistema de financiación privada” ha dejado de ser marginal para convertirse en un componente estructural del sistema financiero global, capaz de transmitir *shocks* a través de su creciente interconexión con la banca y los mercados. Incluso el papel de las agencias de rating muestra paralelismos con 2008: antes de la gran crisis, otorgaron calificaciones elevadas a complejos productos (CDO, ABS, RMBS) cuyo riesgo real subestimaban.

Hoy, el BIS advierte que algunas agencias más pequeñas podrían estar asignando notas excesivamente favorables a emisiones de deuda privada, incentivadas por razones comerciales, lo que puede ocultar riesgos de iliquidez o sobrevaloración. Además, también hay dudas acerca de otras nuevas calificaciones, como son las basadas en criterios de sostenibilidad. La relevancia de estos *ratings ESG* ha ido en aumento. En la actualidad, condicionan los flujos de inversión de muchas entidades NBFI, como los fondos de inversión, los fondos de pensiones o las aseguradoras. La opacidad de los criterios y métricas usadas para otorgar estas calificaciones, unida a su heterogeneidad, añade una capa adicional de incertidumbre y riesgo en el sistema financiero. En suma, sin ser idéntica a la de 2007–2008, la situación actual comparte ciertos mecanismos de fragilidad que justifican una vigilancia estrecha.

En este artículo analizamos la magnitud de este fenómeno a escala global y europea, y sus implicaciones para la estabilidad financiera, prestando atención específica al caso español.

## Panorama global: auge del crédito privado y del crédito apalancado

La intermediación crediticia no bancaria se ha convertido en uno de los motores principales del crecimiento financiero global. En particular, el llamado *private credit* (financiación privada directa a empresas por fondos de inversión, fuera del circuito bancario tradicional) ha emergido con fuerza. A diferencia de la banca, los fondos de *private credit* operan con capital de inversores “bloqueado” (no tienen depósitos a la vista), lo que elimina el riesgo de retiradas masivas (*bank runs*) pero implica menor supervisión y posibles desajustes de liquidez. Su flexibilidad para estructurar préstamos a la medida de los prestatarios los ha vuelto competidores formidables

de la banca en ciertos nichos (por ejemplo, financiando operaciones de *leveraged buyout* con deuda de compra apalancada [LBO]), a la vez que *socios* en otros (por ejemplo, financiando juntos grandes operaciones).

### Magnitudes globales: *private credit* por regiones

Los datos agregados revelan que el mercado de *private credit* tiene ya una dimensión sistémica. Según estimaciones recientes, los activos bajo gestión más el capital comprometido pendiente de inversión (llamados “AUM + *dry powder*”), superan los 3 billones de dólares a finales de 2024. Esta cifra contrasta con los apenas 2 billones de 2020, reflejando un crecimiento rápido en pocos años. El cuadro 1 resume la escala global y regional de este mercado, así como su peso relativo en la financiación corporativa:

Dos tendencias estructurales destacan de estas cifras: (i) El mercado de *private credit* global compite en tamaño con segmentos tradicionales como los bonos *high yield* o los préstamos apalancados, especialmente en Estados Unidos. De hecho, en este país, el volumen de *private*

*credit* en circulación (unos 1,5–2 billones USD) es comparable a la totalidad del mercado de préstamos bancarios sindicados o de bonos basura. (ii) Europa, si bien está rezagada en volumen absoluto, muestra una dinámica de crecimiento acelerada. El capital gestionado por fondos de crédito privado en Europa se ha triplicado en la última década, superando los 0,4 billones de euros en 2024, y continúa al alza. No obstante, su cuota sobre el crédito empresarial total europeo sigue siendo modesta (del orden del 1–2 %), reflejando que el financiamiento corporativo en Europa aún descansa abrumadoramente en la banca tradicional.

### Crédito apalancado: *High yield* y *leveraged loans* en expansión

Más allá del *private credit* puro, el universo de crédito apalancado —que engloba la deuda de alto rendimiento (bonos *high yield* con calificación especulativa) y los préstamos apalancados a empresas con elevado endeudamiento— sigue extendido fuera del ámbito bancario. Este tipo de crédito jugó un papel central en la propagación del *shock subprime* en 2007–2008, y hoy vuelve a ser objeto de atención. En Estados Unidos, la

#### Cuadro 1

### Crédito privado global y por regiones

Indicador / Región	Valor aproximado
<i>Private credit</i> global (AUM + <i>dry powder</i> )	3,0 billones USD
– Norteamérica	1,8–2,0 billones USD
– Europa (incluido Reino Unido)	0,5–0,7 billones USD
– Asia y otras regiones	<0,3 billones USD (residual)
Peso del <i>private credit</i> en crédito a empresas (EE. UU.)	≈ 7 %
Peso del <i>private credit</i> en crédito a empresas (Europa)	≈ 1,6 %

Nota: El término “*private credit*” se refiere al volumen global de financiación directa no bancaria a empresas, incluyendo tanto el capital ya invertido (\*activos bajo gestión\*) como los recursos comprometidos aún no desplegados (“*dry powder*”). Los porcentajes indican la cuota de esta financiación privada sobre el total de crédito corporativo.

Fuentes: Elaboración propia a partir de FMI, BIS y ESRB.

suma de los mercados de bonos *high yield* (1,8–2,0 billones USD) y de préstamos apalancados (1,0–1,5 billones USD) ronda los 2,8–3,0 billones USD. Esta cifra equipara o incluso supera ligeramente el tamaño del *private credit* global, ilustrando la magnitud del crédito de mayor riesgo que circula en el sistema. Cada segmento aporta aproximadamente la mitad: por ejemplo, el mercado de préstamos apalancados en EE. UU. se estima en unos 1,4–1,5 billones USD (récord histórico), mientras que el de bonos basura estadounidense se sitúa en torno a 1,5–1,8 billones USD. En Europa, el mercado de crédito apalancado es menos de la mitad del estadounidense en tamaño, con estimaciones totales en el entorno de 1,1–1,3 billones de euros (sumando bonos *high yield* emitidos en euros y préstamos sindicados apalancados).

|  
*Los préstamos apalancados a empresas  
 con elevado endeudamiento  
 sigue extendido fuera del ámbito bancario.  
 Este tipo de crédito jugó un papel central  
 en la propagación del shock subprime  
 en 2007–2008*  
 |

Una señal de alerta destacada por el FMI es el deterioro de la calidad de la emisión (*underwriting*) en el crédito apalancado reciente. En concreto, se observa una creciente proporción de préstamos con cláusulas laxas (*covenant-lite*, con menos restricciones financieras para el prestatario), valoraciones optimistas y menor calidad crediticia promedio, especialmente en operaciones originadas por fondos no bancarios. De hecho, diversos analistas señalan que los impagos en crédito apalancado podrían repuntar tras años de bonanza: si se llega a un entorno de tipos más altos y menor liquidez, se pondrá a prueba a empresas muy endeudadas y a los fondos que las financiaron.

## Exposición de la banca tradicional al auge de los NBFÍ

Una de las preguntas clave es en qué medida los riesgos del sistema no bancario pueden contagiarse a la banca tradicional. El canal principal es la exposición crediticia de los bancos hacia los intermediarios no bancarios (NBFÍ). Los grandes bancos globales proveen financiación a fondos de inversión, vehículos de mercado y otras entidades en la sombra a través de múltiples vías: préstamos directos bilaterales, líneas de crédito comprometidas, operaciones *repo* (préstamos garantizados por valores), posiciones en derivados (dando apalancamiento o cobertura a los fondos) e incluso inversiones en instrumentos emitidos por los NBFÍ. Esta malla de relaciones crea interdependencias significativas. Según el FMI, los bancos de EE. UU. y Europa acumulan alrededor de 4,5 billones USD de exposición crediticia a entidades NBFÍ, equivalente en promedio al 9 % de sus carteras de préstamo.

No todos los bancos participan por igual en este negocio: hay una marcada concentración en bancos sistémicos. En Estados Unidos, aproximadamente el 50 % de los activos bancarios totales pertenece a bancos cuya exposición a NBFÍ excede su propio capital Tier 1, un indicio de concentración de riesgo. Los diez mayores bancos estadounidenses concentran por sí solos unos 710.000 millones USD de exposición a NBFÍ, de los cuales 300–400.000 millones USD están directamente ligados a fondos de capital privado y crédito privado (*private equity/credit*). En total, se estima que los bancos de EE. UU. tienen 1,2 billones USD de exposiciones hacia entidades NBFÍ. Por su parte, los bancos europeos en conjunto aportan el resto hasta los 4,5 billones (aproximadamente 3 billones USD), si bien con una distribución más heterogénea y a menudo menos transparente. Algunos grandes

bancos europeos presentan focos de elevada exposición —por ejemplo, vía préstamos a fondos inmobiliarios o de *private equity* domiciliados en centros financieros europeos—, aunque en promedio la banca europea está algo menos involucrada que la estadounidense.

No es de extrañar, entonces, que las autoridades adviertan de riesgos de contagio bidireccional: problemas en los NBFi pueden afectar a los bancos (vía las exposiciones mencionadas), y a la inversa, tensiones bancarias podrían reducir la disposición de la banca a sostener la liquidez de los no-bancos. El FMI estima que, bajo un escenario adverso en que los fondos retirasen el 100 % de sus líneas y los activos colaterales se devaluaran, los ratios de solvencia CET1 de un grupo no menor de bancos (en el caso de Europa, el 30 % del sector bancario) podrían caer en más de 1 punto porcentual adicional. Esto podría agravar notablemente un episodio de estrés sistémico.

## Perspectiva europea: tamaño, riesgos y vínculos con la banca

### Magnitud y peso del NBFi en Europa

Europa está viviendo una expansión notable de su sistema financiero no bancario, aunque partía de una menor penetración que EE. UU. Según el *Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025* del ESRB (*European Systemic Risk Board*), los activos agregados del sector NBFi europeo alcanzaron 50,7 billones de euros a finales de 2024. Esta cifra representa aproximadamente el 42 % de los activos del sistema financiero europeo (cálculo que usualmente incluye fondos de inversión y otros intermediarios financieros no bancarios, sin contar bancos; si se incluyen aseguradoras y fondos de pensiones, la proporción se acercaría al 60 %). En cualquier caso, la banca

en la sombra europea ya rivaliza en tamaño con la banca tradicional en muchos mercados.

El sector NBFi en Europa abarca una variedad de entidades: fondos de inversión (incluyendo fondos UCITS armonizados y fondos alternativos *hedge*), fondos de capital riesgo y de crédito privado, vehículos de financiación estructurada, aseguradoras, fondos de pensiones y otras instituciones financieras no bancarias (*OFIs*). En la última década, muchos de estos segmentos han crecido impulsados por la unión de mercados de capitales en la UE y por la adaptación a marcos regulatorios bancarios más estrictos tras 2008. De hecho, parte del crecimiento del NBFi refleja una transferencia de actividad desde bancos hacia mercados: por ejemplo, el peso de la financiación no bancaria en la deuda corporativa de la zona del euro ha aumentado sostenidamente (en 2024, cerca de un 30 % del crédito a empresas no financieras en la eurozona proviene de fondos de mercado, frente a 20 % en 2010). Esta *mayor desintermediación* financiera tiene beneficios (diversifica fuentes de financiación), pero también introduce nuevas fragilidades.

Existen algunas vulnerabilidades clave en Europa. Tanto el ESRB como el FMI y el BCE coinciden en señalar cuatro focos de riesgo estructural en el sector NBFi europeo:

- Elevado apalancamiento (*leverage*), a menudo difícil de medir. Destaca en ciertos fondos alternativos (*hedge funds* globales con base en la UE, algunos fondos de renta fija UCITS con estrategias *absolute return* que les permiten apalancarse fuertemente, etc.). Por ejemplo, el ESRB halló que un subconjunto de fondos UCITS emplea técnicas que elevan su apalancamiento bruto por encima incluso del de muchos *hedge funds*. Este apalancamiento amplifica las pérdidas potenciales y puede ocultarse

fuera de balance (derivados, posiciones sintéticas), complicando su rastreo.

- Transformación de plazos y riesgo de liquidez. Muchos fondos abiertos (*open-end funds*) ofrecen liquidez diaria a inversores, pero invierten en activos poco líquidos (crédito privado, inmuebles, deuda emergente, etc.). Esto crea un desajuste de liquidez: ante salidas masivas (reembolsos), los gestores podrían verse forzados a malvender activos poco líquidos, amplificando la caída de precios. Episodios recientes —como las ventas de fondos inmobiliarios en el Reino Unido en 2016 o el *dash for cash* global de marzo de 2020— evidenciaron esta vulnerabilidad: los fondos con activos ilíquidos sufrieron fuertes reembolsos y tuvieron que activar herramientas de gestión de liquidez (suspensiones, *gates*, *swing pricing*) para evitar el colapso.
- El ESRB advierte que liquidez y vencimientos desalineados siguen siendo un riesgo crítico que podría desencadenar un estrés sistémico análogo al de 2007–2008, cuando estructuras supuestamente líquidas (vehículos ABCP, SIVs) se congelaron.
- Interconexión financiera y dependencia de la banca. El ecosistema financiero está altamente interrelacionado: los NBFIs europeos mantienen fuertes lazos con bancos y entre sí, vía participaciones cruzadas, préstamos, *repos*, derivados y líneas de liquidez. En particular, muchos fondos dependen de financiación mayorista bancaria (por ejemplo, líneas de crédito contingentes de bancos para gestionar picos de reembolsos, o préstamos *repo* obtenidos de bancos usando activos en cartera como colateral). Esta dependencia crea un canal directo de contagio: si un fondo entra en

aprietos y necesita liquidez, retirará sus líneas bancarias y/o venderá activos, lo que puede afectar a sus contrapartes bancarias; a la inversa, si un banco limita líneas o sufre tensiones, los fondos pueden verse sin liquidez de respaldo. Además, existen conglomerados donde un grupo bancario posee gestoras de activos que podrían requerir soporte en caso de problemas (el llamado riesgo de *step-in* del banco hacia su filial no bancaria). Todo ello hace que *shocks* idiosincráticos puedan transmitirse por la red financiero-bancaria.

- Concentración de riesgos en pocas entidades o jurisdicciones. Aunque el sector NBFi es diverso, ciertas exposiciones están altamente concentradas. Por ejemplo, el ESRB señala que una gran fracción de la inversión de los fondos europeos se concentra en activos de EE. UU. (especialmente acciones tecnológicas), lo que podría amplificar un ajuste brusco en ese segmento. Asimismo, en el contexto de fondos inmobiliarios en la UE, se observa que un puñado de fondos representa la mayor parte del endeudamiento bancario del sector (el 1 % de los fondos inmobiliarios concentra >40 % de la deuda con bancos), y unos pocos bancos grandes son los principales prestamistas. Esta concentración implica que problemas en *un* fondo grande o *un* banco con exposiciones desmedidas podrían generar un efecto cascada. También hay concentración geográfica: ciertos países (Luxemburgo, Irlanda, Países Bajos) albergan una porción enorme del entramado NBFi europeo, a veces por razones fiscales o regulatorias, lo cual puede trasladar riesgos a nivel transfronterizo.

En su conjunto, estas vulnerabilidades podrían amplificar riesgos cíclicos en Europa. El

ESRB advierte que, con las actuales condiciones macrofinancieras (inflación alta, subidas de tipos, volatilidad geopolítica), un escenario de pérdidas significativas en activos —por ejemplo, impagos en crédito corporativo de baja calidad o caídas en inmuebles comerciales— podría poner bajo tensión a los NBFi endeudados o con liqui-

|  
*Estas vulnerabilidades podrían amplificar riesgos cíclicos en Europa*  
|

dez frágil, desencadenando ventas forzosas y efectos de segunda ronda en todo el sistema. Por ello, las autoridades europeas enfatizan la necesidad de cerrar lagunas de datos (hoy los reguladores no tienen plena visibilidad del apalancamiento en ciertos fondos) y de implementar las reformas pendientes en ámbitos como los fondos del mercado monetario (ya revisados tras las tensiones de 2020) y los fondos de inversión abiertos (donde se discuten normas de liquidez más estrictas).

## El caso español: menor peso relativo, pero riesgos no despreciables

### Dimensión y estructura del SFNB en España

España presenta un perfil singular respecto al resto de Europa: su sistema financiero sigue dominado por la banca tradicional. Según estimaciones del Banco de España (*Informe de Estabilidad Financiera*, otoño 2025), el sistema financiero no bancario (SFNB) en España representa alrededor del 34 % del total de activos financieros nacionales, frente al ~42 % (fondos+OFIs) —o hasta 60 % incluyendo aseguradoras— que supone en Europa. Es decir, aproximadamente un tercio del sistema español es “banca en la sombra”, proporción que ha crecido ligeramente (era 31 % en 2015) pero que permanece significativamente por debajo de la media europea. El total de activos gestionados por los fondos de inversión ha aumentado un 79,9 % en España y un 92,7 % en la zona del euro desde 2015. El cuadro 2 compara algunos indicadores clave entre Europa y España.

#### Cuadro 2

### Comparativa del sistema financiero no bancario: Europa vs. España

Indicador (2024–25)	Europa (UE)	España
Peso del SFNB sobre el sistema financiero	≈ 42 % (≈60 % si se incluyen seguros)	≈ 34 %
Activos de <i>private credit</i> (aprox.)	0,5–0,7 billones USD	Marginal (mercado incipiente)
Apalancamiento en fondos de inversión	Elevado en segmentos alternativos; muy heterogéneo	Bajo en fondos domiciliados (menor que la media UE)
Exposición bancaria a NBFi	Importante (≈ 3 billones USD en bancos UE, 9 % préstamos); concentrada en algunos grandes bancos	Baja (pocos bancos con negocio NBFi relevante; exposición limitada en general)
Vulnerabilidades clave	Liquidez (fondos abiertos), iliquidez de activos, apalancamiento oculto, interconexión banca-fondos, concentraciones específicas	Riesgos localizados: EFC y créditos al consumo; dependencia de financiación exterior ( <i>importación de riesgo</i> ); interconexión bancaria creciente vía fondos internacionales

Fuentes: *Informe de Estabilidad Financiera*, otoño 2025 (Banco de España), FMI, ESRB y elaboración propia.

|  
*España tiene un sector sombra más  
 pequeño y, en principio, menos  
 complejo que el europeo. No obstante, no  
 debe interpretarse que España esté aislada  
 de los riesgos globales*  
 |

El cuadro refleja que España tiene un sector sombra más pequeño y, en principio, menos complejo que el europeo. No obstante, no debe interpretarse que España esté aislada de los riesgos globales. Con algo más de detalle, el sistema español se destaca por:

- Predominio de instituciones tradicionales y poca actividad de fondos alternativos nacionales. El SFNB español está compuesto principalmente por fondos de inversión nacionales tradicionales, algunas sociedades de crédito (EFC) especializadas en consumo y presencia de fondos internacionales operando en el país. A diferencia de plazas como Luxemburgo o Dublín, España no es hub de *hedge funds* ni grandes vehículos de *private equity*; los fondos de crédito privado nacionales son escasos y de tamaño reducido (*direct lending* doméstico muy limitado). De hecho, el *private credit* que llega a empresas españolas suele provenir de fondos extranjeros (por ejemplo, fondos británicos o americanos financiando operaciones corporativas en España) más que de gestoras locales. Esto implica una “importación” de riesgo: la evolución de los mercados de Londres o Nueva York en *private equity/credit* puede transmitirse a España vía las carteras que esos fondos tengan en empresas españolas.
- Bajo apalancamiento y perfil conservador de los fondos españoles. El Banco de España destaca que los fondos de inversión

domiciliados en España mantienen niveles de apalancamiento muy contenidos, inferiores a los de la media del área euro (por ejemplo, 02,8 % para los *hedge funds* españoles, frente al 156,2 % de los de la zona del euro). Por regulación y práctica, los fondos españoles —especialmente los dirigidos a minoristas— utilizan deuda de forma marginal y suelen tener elevadas posiciones de liquidez (5,6 % para los fondos de renta variable domiciliados frente al 2,2 % de la zona del euro). Esto reduce su vulnerabilidad inmediata a reembolsos (menos ventas forzadas). Asimismo, la exposición de estos fondos a activos ilíquidos o de alto riesgo es relativamente baja en comparación con otros países (la mayoría invierte en renta fija pública/privada de alta calidad, renta variable líquida, etc.). Este carácter prudente del sector de fondos español es una fortaleza estructural. Sin embargo, no garantiza inmunidad si hubiera *shocks* externos: por ejemplo, fondos españoles de renta fija sufrieron salidas significativas durante la turbulencia de marzo 2020 en mercados globales, aunque lograron gestionarlas sin problemas por su liquidez.

- Vulnerabilidades localizadas: EFC y crédito al consumo. Un segmento que vigilar son los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC) —entidades no bancarias que conceden créditos al consumo, tarjetas, leasing, etc. Los EFC en España han experimentado un repunte en la morosidad recientemente: la tasa de dudosos en su cartera de crédito al consumo subió al 3,7 % a junio de 2025, encadenando cuatro trimestres al alza. Si bien esta ratio sigue por debajo de la mora equivalente en bancos (4,1 % en consumo), indica una *deterioración* tras años de mejora. Además, los EFC han visto reducir su cuota de mercado en

préstamos al consumo frente a la banca, posiblemente por mayor selectividad ante riesgos. El endeudamiento de hogares españoles en consumo es moderado, pero un empeoramiento económico podría tensionar a estos intermediarios especializados.

- Dependencia de mercados internacionales y fondos extranjeros. Como se mencionó, gran parte de la financiación no bancaria a empresas españolas proviene de fondos internacionales. Esto supone que ciertos riesgos pueden “colarse” desde afuera: un fondo anglosajón con problemas de liquidez global podría decidir liquidar activos en España (por ejemplo, vender bonos españoles o no renovar préstamos a pymes locales) para cubrir necesidades en su mercado principal. Asimismo, la financiación

mayorista de fondos internacionales por bancos en España ha ido en ligero aumento —por ejemplo, bancos establecidos en España participando en préstamos sindicados a fondos de infraestructuras o proporcionando *subscription facilities* a gestoras que operan localmente—. Aunque de momento es una actividad limitada, denota una interconexión creciente. El Banco de España caracteriza la interrelación banca-fondos en España como “limitada, pero en ascenso” siendo las interconexiones del sector bancario con el SFNB superiores por el lado del activo que del pasivo. Mientras que la financiación concedida a intermediarios del SFNB supone un 7,9 % del conjunto del activo de los principales bancos españoles, la financiación recibida se queda en el 7 % del activo.

## Conclusiones

El auge de la banca en la sombra —particularmente del crédito privado y del crédito apalancado fuera del perímetro bancario tradicional— constituye uno de los focos emergentes de riesgo sistémico global. Si bien es más pronunciado en Estados Unidos, Europa también está involucrada, y España no es ajena a la dinámica. La comparación con 2008 no es alarmismo vacío: encontramos paralelismos como crecimiento rápido del apalancamiento fuera de la regulación bancaria, estructuras opacas e ilíquidas vendidas como de liquidez diaria, y dependencia creciente de agencias de calificación (de crédito y ESG) que podrían infraestimar el riesgo de activos complejos. Además, el creciente papel de los NBFÍ en

el sistema financiero también plantea desafíos para los marcos operativos de los bancos centrales, tradicionalmente orientados a los bancos, lo que puede derivar en una menor eficacia de las políticas monetarias tradicionales en caso de tensiones de liquidez o episodios de estrés financiero. Estos elementos justifican una atención extrema por parte de las autoridades.

Del análisis realizado se desprenden varias propuestas de política para reforzar la resiliencia del sistema financiero ante estos riesgos:

- Mejorar las métricas y la monitorización de apalancamiento y liquidez en los NBFÍ. Es esencial ampliar y afinar la recopilación de datos sobre fondos

no bancarios: niveles de endeudamiento, exposiciones cruzadas, liquidez de carteras, concentración por contrapartes, etc.

- Implementar *stress tests* integrados banca–NBFI y un análisis macroprudencial de los riesgos sistémicos. Las pruebas de resistencia deben adaptarse a la nueva realidad interconectada. El ESRB y el BCE abogan por ejercicios que simulen escenarios adversos combinados, donde se calibre no solo el impacto directo en bancos o en fondos individualmente, sino las retroalimentaciones entre ambos. Por ejemplo, los reguladores del Reino Unido y Australia han comenzado a integrar pruebas de estrés diseñadas para comprender mejor las interacciones entre los bancos y las entidades no bancarias.
- Aumentar la transparencia y exigencias de información de los fondos de crédito privado y alternativos. Una recomendación concreta es obligar a los gestores de *private credit* a reportar con mayor frecuencia y detalle sus carteras y pasivos, quizás mediante la ampliación de la regulación AIFMD o creando registros específicos.

- Fortalecer la coordinación regulatoria y supervisora, así como reducir posibles arbitrajes regulatorios. Muchos actores de la banca en la sombra operan globalmente y aprovecharán cualquier divergencia entre jurisdicciones.
- Considerar la digitalización financiera y nuevos canales de intermediación. Por último, no podemos ignorar que la revolución *fintech* y la innovación (incluyendo *DeFi*, criptoactivos, plataformas *peer-to-peer*, etc.) están creando nuevas formas de “banca en la sombra”.

En conclusión, la banca en la sombra cumple una función valiosa al diversificar las fuentes de financiación de la economía —“llenando el hueco” que la banca tradicional dejó tras la crisis financiera, como apuntan algunos expertos—, pero sus riesgos colaterales no pueden ser ignorados. La estabilidad financiera exige una visión de conjunto: comprender las *complejas cadenas de financiación* que hoy conectan a bancos, fondos y mercados, e implementar políticas proactivas para que el sistema en su conjunto sea más transparente, resistente y preparado. Solo así evitaremos que la próxima crisis encuentre su origen en sombras mal iluminadas del sistema financiero.



# 07

**Erik Jones**

Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados  
del Instituto Universitario Europeo  
y profesor no residente en Carnegie Europe



## Cambios estructurales en los mercados de deuda soberana europeos

Los mercados de deuda soberana europeos están atravesando un periodo de importantes cambios estructurales que reducirán la demanda de bonos del Estado y aumentarán la oferta al mismo tiempo. No obstante, la fijación de precios de los instrumentos de deuda soberana en los mercados de bonos europeos muestra una mayor estabilidad que la observada en el pasado reciente, incluso en un momento de incertidumbre geopolítica sin precedentes. La explicación es que las instituciones de la Unión Europea (UE) y los gobiernos de los Estados miembros están respondiendo a requisitos reales que los participantes en los mercados financieros pueden comprender e incorporar a sus modelos de fijación de precios. Esta relativa estabilidad es tranquilizadora si se compara con el comportamiento reciente en momentos de crisis. Los participantes en el mercado deben seguir prestando atención a los cambios estructurales que se están produciendo en los mercados de deuda soberana europeos, pero actualmente no hay motivos para alarmarse.

## Introducción

Los mercados soberanos europeos han entrado en un periodo de estabilidad sin precedentes por primera vez desde la crisis económica y financiera mundial. La diferencia (o diferencial) entre los rendimientos de los bonos del Estado italiano y los alemanes se redujo a la mitad, pasando de más del 1 % (o 100 puntos básicos) a poco más de 60 puntos básicos, el nivel más bajo en más de una década. El diferencial con respecto a Alemania de los bonos españoles también se redujo de más del 70 % de los puntos básicos a poco menos del 40 %, de nuevo el más bajo en más de una década. Y el diferencial de los bonos franceses fluctuó entre máximos cercanos al 85 % de los puntos básicos y mínimos cercanos al 65 %<sup>1</sup>.

El diferencial francés es más alto que el que ha experimentado Francia en la última década, pero sigue siendo bajo en contexto. Francia carece de un gobierno coherente desde que el presidente francés Emmanuel Macron disolvió el parlamento en junio de 2024, la deuda pública francesa supera el 116 % del producto interior bruto (PIB), el gabinete minoritario tiene dificultades para aprobar un presupuesto y la derecha del *Rassemblement National* tiene muchas posibilidades de ganar las próximas elecciones presidenciales de 2027<sup>2</sup>. Los participantes en el mercado de bonos son claramente conscientes de estos hechos y, sin embargo, no parecen estar valorando el mismo tipo de turbulencias que en

el pasado. Esa estabilidad es interesante porque los mercados de deuda soberana europeos también están cambiando, tanto en términos de demanda como de oferta.

Se prevé que la demanda de deuda soberana europea se reduzca. El Banco Central Europeo (BCE) está reduciendo su amplia cartera de activos a medida que avanza hacia un nuevo marco operativo para conectar los cambios en la política a través del sistema financiero con el rendimiento de la economía europea<sup>3</sup>. En ese nuevo marco, el BCE mantendrá más deuda en su cartera que antes de la crisis económica y financiera mundial, pero menos que durante la crisis de la deuda soberana o tras la pandemia. Al mismo tiempo, muchas empresas de pensiones y sistemas nacionales de pensiones están pasando de planes de prestaciones definidas a planes de aportaciones definidas. Este cambio reducirá la demanda de deuda soberana como activos a muy largo plazo para equipararla con obligaciones es igualmente a largo plazo. En conjunto, estas medidas restarán una demanda de deuda soberana por valor de cientos de miles de millones de euros<sup>4</sup>.

Mientras tanto, se espera que aumente la oferta de deuda soberana europea. Tanto los gobiernos nacionales como las instituciones europeas necesitan emitir nueva deuda para cubrir los costes de la transición ecológica y digital, en línea con el programa de recuperación y resiliencia (*Next Generation EU*) acordado en julio

- 1 Estos datos sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana proceden de *Il Sole 24 Ore* (<https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni>).
- 2 Los datos sobre la ratio deuda/PIB de Francia proceden de la base de datos AMECO de la Comisión Europea.
- 3 Véase "Declaración del Consejo de Gobierno: Cambios en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria" (Fráncfort: Banco Central Europeo, 13 de marzo de 2024). <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.en.html>.
- 4 Véase "Why Europe's Pension Biggest Pension Funds are Dumping Government Bonds" (Por qué los mayores fondos de pensiones de Europa están deshaciéndose de los bonos del Estado), *The Economist* (8 de enero de 2026). <https://www.economist.com/finance-and-economics/2026/01/08/why-europes-biggest-pension-funds-are-dumping-government-bonds>.

de 2020 (Comisión Europea, 2025b). Al mismo tiempo, Europa está asumiendo una mayor parte del coste de apoyar a Ucrania en sus esfuerzos por defenderse tras la invasión a gran escala de Rusia en febrero de 2022 y la decisión de la administración de Donald Trump de recortar el apoyo estadounidense (Comisión Europea, 2026). Los gobiernos europeos también tienen previsto aumentar el gasto en defensa a la luz de los esfuerzos por estabilizar las relaciones dentro de la alianza de la OTAN y de la preocupación por la necesidad de asumir la responsabilidad de la seguridad europea en caso de que Estados Unidos retire algunas o todas sus garantías de seguridad. El "Libro Blanco de Defensa: Preparación para 2030" de la Comisión Europea pide 800.000 millones de euros adicionales en gasto en defensa (Comisión Europea, 2025c). Aunque aún está por ver la fórmula exacta para financiar este gasto, la oferta neta de deuda soberana debería aumentar en cientos de miles de millones en toda Europa como resultado.

|  
*Aunque hay buenas razones  
 para prestar atención a estos  
 cambios estructurales en los mercados  
 de deuda soberana europeos,  
 no son motivo de alarma. Por el contrario,  
 puede que haya otros factores  
 más importantes*  
 |

Estos factores son bien conocidos por los participantes en los mercados financieros. Sin embargo, la caída prevista de la demanda y el aumento de la oferta no parecen estar ejerciendo presión sobre los mercados de deuda soberana

europeos. En todo caso, esos mercados están evolucionando en sentido contrario. Esto sugiere que, aunque hay buenas razones para prestar atención a estos cambios estructurales en los mercados de deuda soberana europeos, no son motivo de alarma. Por el contrario, puede que haya otros factores más importantes.

## **Demanda**

Los cambios en la demanda de deuda soberana europea llevan mucho tiempo produciéndose. El Consejo de Gobierno utilizó el programa de compra de activos a gran escala para apoyar el rendimiento económico europeo durante la crisis de la deuda soberana y un programa de compra de emergencia por pandemia independiente en respuesta al *shock* económico causado por la COVID-19. En su momento álgido, estos dos programas retiraron de los mercados 2,6 billones y 1,7 billones de euros en instrumentos de deuda soberana, respectivamente. El Consejo de Gobierno del BCE decidió poner fin a las nuevas compras y, posteriormente, dejar de reinvertir el principal vencido del programa de compra de activos en julio de 2023 y del programa de compras de emergencia por la pandemia en diciembre de 2024. A finales de 2025, las tenencias de deuda soberana de esos programas se habían reducido a 1,9 billones y 1,5 billones de euros, respectivamente. En otras palabras, el BCE ya ha devuelto cerca de 1 billón de euros en deuda soberana a los mercados al permitir que venzan para que se renueven en otros lugares<sup>5</sup>.

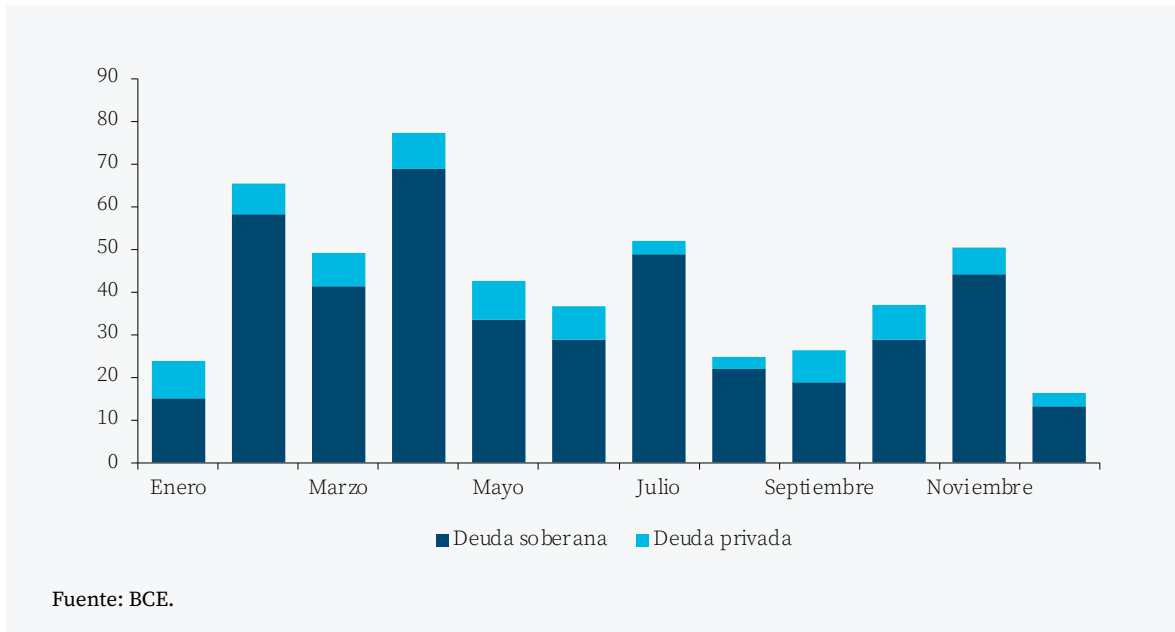
Se espera que el BCE devuelva al mercado otros 420.000 millones de euros en deuda soberana

<sup>5</sup> Estas estadísticas proceden del BCE y mi presentación incluye redondeos que dan cuenta de cifras significativas. Para obtener datos precisos sobre el programa de compra de activos, véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>. Para el programa de compras de emergencia por la pandemia, véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

## Gráfico 1

**Reembolsos netos mensuales de la cartera del BCE, 2026**

Miles de millones de euros



procedentes de esos dos programas en 2026, de los cuales 250.000 millones procederán del programa de activos a gran escala y el resto del programa de emergencia por la pandemia (véase el gráfico 1). Esto se suma a los 80.000 millones de euros en activos privados que se dejarán vencer en ambas cuentas<sup>6</sup>. Estas cifras son importantes, pero se espera que los actores del sector privado hagan un buen uso de los instrumentos de deuda soberana que se liberen. Gran parte se reabsorberá para su uso como garantía, tanto en las operaciones rutinarias de tesorería realizadas por instituciones financieras y no financieras como, en última instancia, con el BCE. Esta transición forma parte de una estrategia del Consejo de Gobierno del BCE para que las instituciones financieras dejen de depender de los bancos centrales para cumplir sus requisitos

reglamentarios de liquidez y proporcionar un colchón de exceso de liquidez.

La magnitud de esa dependencia queda clara en los informes diarios de liquidez que proporciona el BCE. El 7 de enero de 2026, por ejemplo, las instituciones financieras europeas tenían requisitos de reserva reglamentarios por valor de 170.000 millones de euros. Las cuentas consolidadas muestran que el saldo de las cuentas corrientes de esas instituciones ascendía a 157.000 millones de euros, que pidieron prestados otros 22.700 millones de euros a través de operaciones de mercado abierto y que algunos bancos incluso solicitaron préstamos por valor de 69 millones de euros a la facilidad marginal de crédito del BCE. Mientras tanto, ese mismo conjunto de entidades financieras tenía depósitos en el banco

<sup>6</sup> Estas cifras se basan en cálculos propios realizados a partir de datos del BCE. Dichos cálculos están disponibles previa solicitud.

central por valor de 2,49 billones de euros. Por consiguiente, el "exceso de liquidez" del sistema bancario —que es la suma de los saldos en cuentas corrientes y en la facilidad de depósito, menos los requisitos de reservas y el dinero prestado en la facilidad marginal de crédito— ascendía a 2,48 billones de euros. Ese exceso de liquidez proviene de los activos que posee el BCE.

Al devolver esos activos al mercado, el Consejo de Gobierno espera reducir ese exceso de liquidez y reactivar los mercados de préstamos interbancarios. Los miembros del Consejo de Gobierno no esperan que esos mercados interbancarios vuelvan a ser lo que eran antes de la crisis financiera, pero ven un margen significativo de crecimiento, especialmente en los préstamos garantizados. El BCE también tiene margen para participar en más préstamos garantizados, utilizando una combinación de operaciones de refinanciación a corto y largo plazo para garantizar que las entidades financieras tengan acceso a reservas suficientes en caso de tensión. Si esos bancos deciden que necesitan grandes volúmenes de exceso de liquidez, siempre pueden pedir prestado al BCE y esos mismos instrumentos de deuda soberana que actualmente se mantienen como activos aparecerán en el balance del BCE como garantía. Esa transición podría comenzar ya en el segundo o tercer trimestre de 2026, aunque se espera que sea más tarde. En cualquier caso, los instrumentos de deuda soberana que se liberen en los mercados se aprovecharán adecuadamente. Hacia el final de ese proceso, el BCE creará una cartera estructural de bonos que mantendrá en propiedad para complementar estas operaciones de refinanciación, en un proceso que la miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Isabel Schnabel, denomina "normalización cuantitativa"<sup>7</sup>. Aún quedan por

concretar los detalles finales, pero el plan para hacerlo está bien definido.

El caso de las pensiones es menos complicado. El cambio de un régimen de prestaciones definidas a uno de aportaciones definidas reduce la demanda de deuda a muy largo plazo. Pero esos mercados de deuda son relativamente pequeños. Para dar una idea de las magnitudes relativas, el Gobierno italiano tenía 2,5 billones de euros en bonos del Estado en circulación con un vencimiento de un año o más. La gran mayoría de esos bonos —el 78 %, o 1,95 billones de euros— tenían un vencimiento residual de diez años o menos. Esta cifra incluye algunos bonos más antiguos o "fuera de circulación" que se emitieron con vencimientos más largos. El siguiente 14 %, o 340.000 millones de euros, tenía vencimientos residuales de entre 10 y 20 años. Y el último 8 %, o 210.000 millones de euros, tenía vencimientos residuales de entre 20 y 50 años (Banco de Italia, 2026: 1).

Aunque estas cifras puedan parecer significativas, la implicación es que el volumen medio de deuda emitida por el Estado italiano en un año determinado con un vencimiento superior a 10 años es de poco menos de 14.000 millones de euros. Esto significa que la proporción de bonos fuera de circulación que comenzaron con vencimientos largos y ahora tienen un vencimiento residual de diez años o menos no supera los 140.000 millones de euros de un total de 1,95 billones de euros. Es posible que los fondos de pensiones no renueven estos bonos de forma equivalente, pero los 14.000 millones de euros adicionales en refinanciación media anual son solo una pequeña fracción de los más de 250.000 millones de euros que se renuevan anualmente. Y lo que es más importante, el cambio de las prestaciones definidas a las

7 Véase "Hacia un nuevo balance del Eurosistema: discurso de Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo, en la Conferencia del BCE sobre los mercados monetarios 2025" (Fráncfort: Banco Central Europeo, 6 de noviembre de 2025). <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251106~1133f93311.en.html>.

aportaciones definidas solo afecta al interés de los fondos de pensiones por mantener obligaciones de deuda con vencimientos muy largos. No afecta a su interés por la deuda soberana. Por lo tanto, es más probable que este cambio normativo influya en el tipo de deuda soberana que compran los fondos de pensiones que en la demanda significativa de los mercados.

Mientras tanto, es probable que el resultado reduzca los costes del servicio de la deuda para el Estado italiano. Cuando se emitió gran parte de la deuda a muy largo plazo existente en los últimos 15 años, la curva de rendimiento era relativamente plana. A medida que la inflación se aceleró tras la pandemia, esa curva de rendimiento se empujó. En enero de 2022, por ejemplo, la diferencia de rendimiento entre los bonos AAA a 10 y 30 años era de solo 29 puntos básicos, o un 0,29. En enero de 2026, la diferencia había aumentado a 56 puntos básicos<sup>8</sup>. Los bonos italianos se negocian con un descuento respecto a los AAA, por lo que el aumento sería mayor, ya que la prima cobrada para cubrir el riesgo hasta el vencimiento aumentaría con el tiempo. Los responsables del Tesoro italiano podrían preferir emitir bonos a más largo plazo para alargar el vencimiento medio de su deuda pendiente, pero la compensación en términos de costes de servicio de la deuda es positiva, aunque marginal, dado el volumen muy reducido que supone.

## Oferta

Las cuestiones relacionadas con la oferta tampoco son tan sencillas como parecen. Es cierto

que tanto los gobiernos nacionales como las instituciones europeas emitirán nueva deuda para cubrir los gastos relacionados con el mecanismo de recuperación y resiliencia creado durante la pandemia. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, si bien la cantidad que se va a pedir prestada es significativa, también es muy inferior a la prometida inicialmente en el programa *Next Generation EU*. Cuando se anunció el programa en 2020, la cifra principal era de 750.000 millones de euros, con 390.000 millones en subvenciones y otros 360.000 millones en préstamos, todo lo cual se financiaría en los mercados. Cuando ajustaron el año base al inicio del proyecto en 2021, el total ascendió a 800.000 millones de euros.

Ese ajuste se produjo antes de la aceleración de la inflación tras la pandemia en 2022. También fue antes de que los Estados miembros se encontraran con los problemas previstos a la hora de formar coaliciones para apoyar programas específicos, encontrar proyectos relevantes, tramitar los procedimientos burocráticos o convertir ese dinero en gasto (Jones, 2021a). En el camino, la Comisión Europea hizo posible redirigir parte de los fondos para apoyar la transición lejos de la energía rusa y para comprar equipo militar relacionado con la respuesta europea a la invasión a gran escala de Rusia a Ucrania. Aun así, la cantidad total que se desembolsó a finales de 2025 fue "solo" de 362.000 millones de euros<sup>9</sup>. Además, debido a la insuficiente utilización de los fondos ofrecidos, la dotación global se redujo a 637.000 millones de euros, en euros postinflacionarios<sup>10</sup>. Queda por ver si ese dinero podrá comprometerse antes de finales de septiembre

<sup>8</sup> Estos datos proceden del BCE.

<sup>9</sup> Véase "La Comisión emitirá 90.000 millones de euros en bonos de la UE en el primer semestre de 2026" (Bruselas: Comisión Europea, comunicado de prensa, 16 de diciembre de 2025). [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_25\\_3067](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_3067).

<sup>10</sup> Esta cifra para la dotación procede del sitio web de la Comisión Europea: [https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility\\_en](https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_en).

de 2026 o gastarse antes de finales de diciembre. Teniendo en cuenta los precedentes históricos en cuanto a la absorción de los fondos regionales y estructurales por parte de los Estados miembros, es poco probable.

|  
*Los verdaderos retos que plantea este nuevo endeudamiento no son el aumento de la oferta de instrumentos de deuda soberana, sino la falta de la inversión productiva prometida*  
 |

Este análisis no pretende ser una crítica al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Al contrario, esa propuesta desempeñó un papel fundamental en la estabilización de los mercados de bonos europeos durante la pandemia (Jones, 2021b). También ha fomentado importantes inversiones en tecnología verde y digital, independencia energética y seguridad europea. La cuestión es simplemente que los participantes en los mercados financieros ya habían imaginado un nivel de endeudamiento mucho mayor. Ni siquiera la incorporación de 90.000 millones de euros para Ucrania eleva el total hasta las cifras originales anunciadas. Mientras tanto, el endeudamiento nacional para acompañar el programa se reduce de forma similar.

Los verdaderos retos que plantea este nuevo endeudamiento no son el aumento de la oferta de instrumentos de deuda soberana, sino la falta de la inversión productiva prometida (Comisión Europea 2025b). El programa *Next Generation EU* tenía un potencial mayor del que los gobiernos de la UE han sido capaces de aprovechar. También es preocupante que los gobiernos de los Estados miembros no se pusieran de acuerdo sobre la financiación necesaria que se había prometido inicialmente. Como resultado, el servicio de la deuda amenaza con restar recursos al

presupuesto europeo. Esta cuestión deberá abordarse en la negociación de un nuevo marco financiero plurianual para la Unión Europea que se aplicará a partir de 2027. Mientras tanto, sería útil que los responsables europeos, incluidos los jefes de Estado o de Gobierno, acordaran re-financiar la deuda actual de la UE para evitar recortar aún más el gasto productivo de los recursos compartidos (Busse *et al.*, 2025).

|  
*Los retos políticos asociados a un rápido aumento del gasto militar son importantes. Además, los responsables políticos europeos son conscientes de estas preocupaciones*  
 |

Se podría decir lo mismo sobre los préstamos para gastos de defensa. Los préstamos en cuestión son significativos. La preocupación se centra en la contribución al crecimiento y, por lo tanto, también en la sostenibilidad de la deuda. El gasto en defensa tiene un multiplicador fiscal muy variable. Un euro de gasto en defensa puede generar solo 0,60 euros de producción económica adicional, o algo más cercano a 2,40 euros (Erken *et al.*, 2025). Desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda, un multiplicador más alto es mejor, porque implica que cada euro gastado en defensa genera más de un euro en producto interior bruto (PIB) y, por lo tanto, también una contribución positiva a los ingresos fiscales a largo plazo y, por consiguiente, a la capacidad del Gobierno para pagar la deuda resultante. Esto crea una situación aparentemente paradójica en la que pedir prestado dinero para aumentar los gastos de defensa por adelantado da lugar a una situación fiscal más estable a medio plazo (Ilzetzki, 2025).

Los retos políticos asociados a un rápido aumento del gasto militar son importantes.

Además, los responsables políticos europeos son conscientes de estas preocupaciones. En sus previsiones económicas de primavera, la Comisión Europea concluyó que el resultado neto del aumento del gasto en defensa sería un modesto incremento del crecimiento, con escaso impacto en la inflación subyacente. La Comisión también formuló recomendaciones sobre cómo

reforzar esos resultados macroeconómicos para garantizar mayores ganancias de productividad (Comisión Europea, 2025: 81-86). Este análisis no incluyó todos los compromisos contraídos durante el resto del año, pero el análisis de la Comisión y argumentos similares establecieron una base sólida para que los participantes en el mercado interpretaran los resultados<sup>11</sup>.

## Conclusión

Los mercados de deuda soberana europeos están cambiando en términos estructurales para depender menos de la demanda del Banco Central Europeo y de los nuevos requisitos impuestos a los grandes inversores institucionales, al tiempo que se acomoda un aumento del endeudamiento tanto para las inversiones necesarias como para reforzar la seguridad europea. Estas adaptaciones se están produciendo en un contexto de mayor riesgo geopolítico e incertidumbre. No obstante, los mercados de bonos europeos se están adaptando sin problemas a las nuevas condiciones. La fluidez de esta adaptación sugiere importantes mejoras en el rendimiento de los mercados financieros europeos en comparación con la agitación que rodeó a la crisis económica y financiera mundial, la crisis de la deuda soberana, la pandemia y la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia.

La explicación probablemente sea que los participantes en el mercado sabían desde hacía tiempo que se avecinaban estos cambios estructurales. El Banco Central Europeo no podía mantener indefinidamente una cartera de activos tan grande. Los grandes fondos de pensiones no podían seguir comprometidos con programas de prestaciones definidas. Los gobiernos europeos necesitaban invertir en la transición digital y ecológica, al tiempo que se adaptaban a otras crisis, aunque aún les queda mucho por hacer. Y Europa necesita garantizar su propia seguridad en un clima internacional turbulento e incierto. Es tranquilizador que los responsables políticos europeos reconozcan estas preocupaciones y estén actuando en consecuencia, o al menos eso es lo que parecen decirnos los participantes en el mercado de deuda soberana.

11 Véase, por ejemplo, Lorenzo Bini Smaghi, "Why Markets Do Not React to Europe's Defense Spending Surge" (Por qué los mercados no reaccionan ante el aumento del gasto en defensa de Europa), 17 de marzo de 2025. <https://iep.unibocconi.eu/why-markets-do-not-react-europes-defense-spending-surge>.

## Referencias

- BANCO DE ITALIA. (2026). *Boletín trimestral: Detalles sobre la actividad de emisión de deuda pública — IV trimestre de 2025*. Roma: Ministerio de Economía y Finanzas, Departamento del Tesoro, enero.
- BUSSE, M., LIN, H., NABAR, M., y YOO, J. (2025). Making the EU's Financial Framework Fit for Purpose (Adaptar el marco financiero de la UE a sus objetivos). *Documento de trabajo del FMI 25/114*. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, 2025.
- COMISIÓN EUROPEA. (2025a). Previsiones económicas europeas, primavera de 2025. *Documento institucional 318*. Bruselas: Comisión Europea, mayo.
- COMISIÓN EUROPEA. (2025b). NextGenerationEU: el camino hacia 2026. Bruselas: Comisión Europea, COM(2025) 310 final/2, 4 de junio de 2025.
- COMISIÓN EUROPEA. (2025c). Libro Blanco sobre la defensa europea: Preparación para 2030. Bruselas: Comisión Europea, 28 de marzo de 2030.
- COMISIÓN EUROPEA. (2026). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se aplica la cooperación reforzada sobre el establecimiento del préstamo de apoyo a Ucrania para 2026 y 2027. Bruselas: Comisión Europea, COM(2025) 20 final, 14 de enero de 2026.
- ERKEN, H., VAN ES, F., DE GROOT, E., y DE JONG, L. (2025). Europa en la nueva era de la OTAN. *Nota de política del SUERF, n.º 372*. Viena: SUERF – Foro Europeo de Dinero y Finanzas (julio).
- ILZETZKI, E. (2025). Armas y crecimiento: las consecuencias económicas del aumento del gasto en defensa. *Informe Kiel 2*. Kiel: Instituto Kiel para la Economía Mundial (febrero).
- JONES, E. (2021a). ¿Respondió la UE adecuadamente a la crisis? *Current History*, 120 (2021), 93-99.
- JONES, E. (2021b). Next Generation EU: Solidaridad, oportunidad y confianza. *Análisis de la política europea 2021:10epa*. Estocolmo: Instituto Sueco de Estudios de Política Europea (SIEPS), junio de 2021.

# 08

**Marta Alborni, Ángel Berges y Laura Ciriza**  
AFI, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



## Margen de tipos y de pasivo bancario en un ciclo completo de tipos: diferencias entre entidades SI y LSI

Con el mercado —y el propio BCE— dando ya por finalizado el proceso de reducción de tipos hasta el nivel actual del 2 %, disponemos de un periodo de casi seis años que configura un ciclo completo de tipos de interés: dos años (2020 y 2021) con tipos próximos a cero, otros dos (2022 y 2023) en el entorno del 4 %, y los dos últimos (2024 y 2025) con un retorno al “nuevo normal” del 2 %. Este periodo constituye un excelente laboratorio para analizar cómo las entidades financieras han gestionado sus activos y pasivos en diferentes entornos de tipos de interés, y qué márgenes han conseguido en cada caso. Cobra especial relevancia la comparación entre entidades significativas (SI) y menos significativas (LSI) —según la clasificación del BCE—, con el objetivo de inferir si existen factores diferenciales en la gestión del balance atribuibles al tamaño o a la cercanía territorial.

## Evolución del margen financiero del sector en un contexto de cambio de ciclo

Tras un prolongado proceso de desapalancamiento y saneamiento de balances posterior a la crisis financiera, el sector bancario se vio obligado a operar durante más de un lustro en un entorno de tipos de interés extraordinariamente bajos, que comprimía de forma estructural los márgenes y limitaba la capacidad de generar rentabilidad a través del negocio tradicional de intermediación. Sobre este escenario se superpone, en pocos años, un cambio en la política monetaria al mostrar, primero, una subida intensa y rápida de los tipos oficiales que reabre el espacio para la recuperación del margen financiero y, posteriormente, su ajuste hacia un nivel intermedio en torno al 2 %, que

se configura como el “nuevo normal”. Este ciclo completo de tipos de interés ha tenido diferentes implicaciones en la generación de margen por parte de las entidades bancarias, cuya lectura se entiende mejor al descomponer el margen financiero atendiendo al diferencial que se obtiene de la rentabilidad del activo y el coste del pasivo frente al euríbor en los diferentes periodos de análisis.

Durante el periodo 2020-2021, el sector bancario español operaba con un margen financiero contenido, tal y como se muestra en el gráfico 1, cuya rentabilidad se había ido reduciendo progresivamente hasta situarse ligeramente por debajo del 0,90 % sobre activos totales medios en el perímetro individual de las entidades españolas, de acuerdo con los datos publicados por el

Gráfico 1

### Evolución del margen financiero\*

Porcentaje sobre ATM

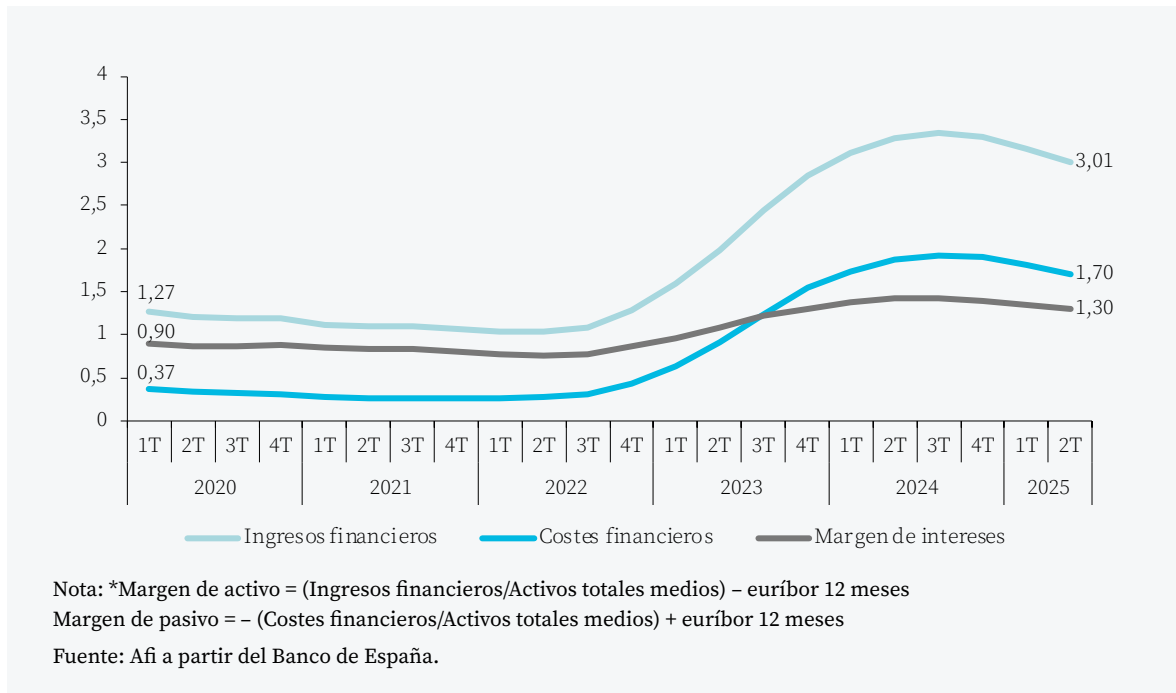
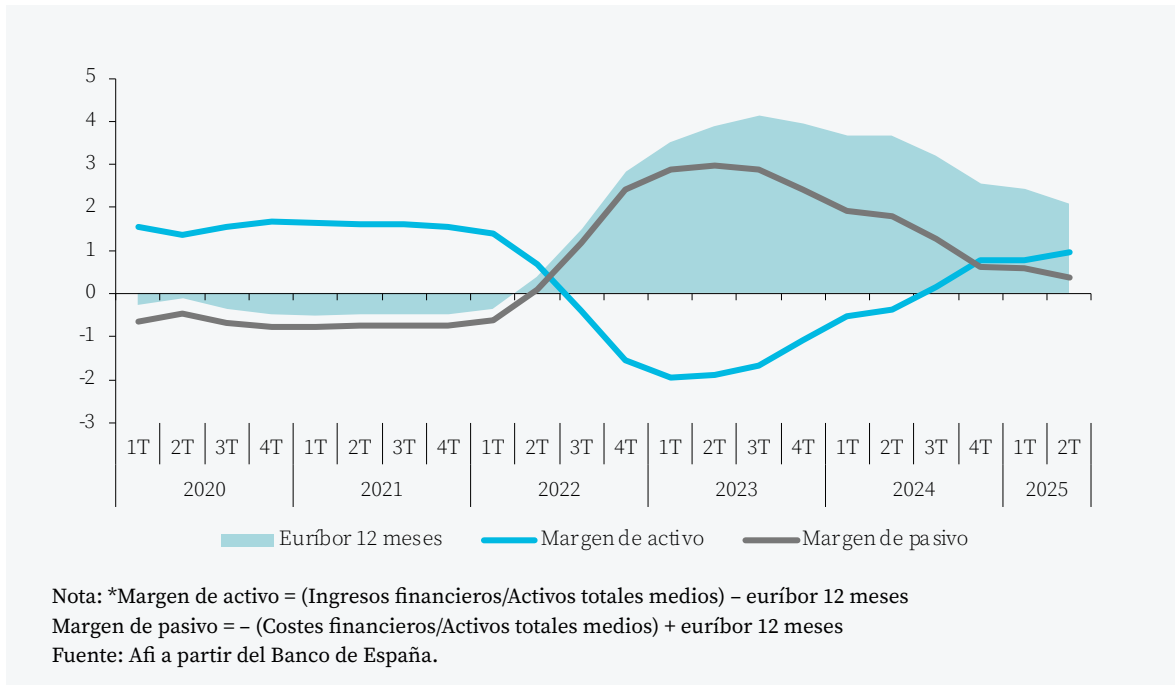


Gráfico 2

## Evolución del margen de activo y pasivo\*

Porcentaje



Banco de España. Tomando como referencia el gráfico 2 y en un contexto de tipos cero o negativos desde 2015, la remuneración de los depósitos apenas podía descender por debajo de cero, de modo que la contribución del pasivo al margen financiero era muy limitada o incluso negativa. En la práctica, era el margen de activo, entendiendo este como el diferencial aplicado sobre, principalmente, la rentabilidad de las carteras de crédito y de renta fija frente al euríbor, el que sostenía la capacidad de generación financiera en un balance aún condicionado por el desapalancamiento de hogares y empresas y la digestión de activos problemáticos.

A partir de la segunda mitad de 2022, el repunte de la inflación y la consiguiente subida de los tipos de referencia del Banco Central Europeo (BCE) impulsan una fase de recuperación del

margen financiero. Tal y como se analizó en artículos anteriores (Alberni *et al.*, 2022), la distinta velocidad de reprecio entre activos y pasivos resulta determinante en esta fase. La subida de los tipos se traduce en una compresión del diferencial del activo frente al euríbor. En primera instancia, el incremento en el euríbor presenta un efecto positivo por el aumento de los tipos aplicados a las nuevas operaciones de crédito y por el elevado peso de la cartera referenciada a tipo variable. Sin embargo, estos factores no fueron suficientes para compensar el decalaje habitual en la traslación de los tipos a la cartera de crédito, en conjunto con la corrección del saldo de crédito a hogares y empresas observada en 2022 y 2023 y la respuesta inicialmente más inelástica de la rentabilidad de la cartera de renta fija, condicionada por su orientación mayoritaria a un modelo de mantenimiento hasta vencimiento.

En cambio, el margen de pasivo evoluciona en sentido opuesto. El coste medio de la financiación, especialmente en los depósitos a la clientela, permanece durante todo el ciclo muy por debajo del euríbor y reprecia con mayor lentitud, apoyado en la existencia de un amplio exceso de liquidez en el sistema y una reducción en el saldo de crédito que minoraba la necesidad de liquidez, reduciendo la presión competitiva sobre la remuneración del ahorro en este periodo. De este modo, el diferencial del pasivo frente al índice de referencia se amplía. La combinación de ambas tendencias explica que el margen financiero agregado no alcance su máximo hasta el segundo trimestre de 2024, cuando se sitúa ligeramente por encima del 1,4 % sobre activos totales medios.

|  
*El retorno del efecto positivo en volumen del saldo de crédito en 2025, en conjunto con el retardado traslado de los incrementos de tipos a la rentabilidad de la cartera de renta fija, podría haber contribuido a amortiguar la disminución de la rentabilidad efectiva del activo*  
 |

El inicio de las bajadas de tipos por parte del BCE en junio de 2024 supone un nuevo cambio en el comportamiento del margen financiero, que inicia una ligera corrección desde los máximos alcanzados, si bien se mantiene holgadamente por encima del nivel observado al inicio del periodo analizado. En esta fase, el margen de activo muestra cierta capacidad de recuperación debido a una caída del euríbor que reduce la presión sobre el diferencial frente al índice de referencia. Además de ello, el retorno del efecto positivo en volumen del saldo de crédito en 2025, especialmente en el segmento de particulares, en conjunto con el retardado traslado

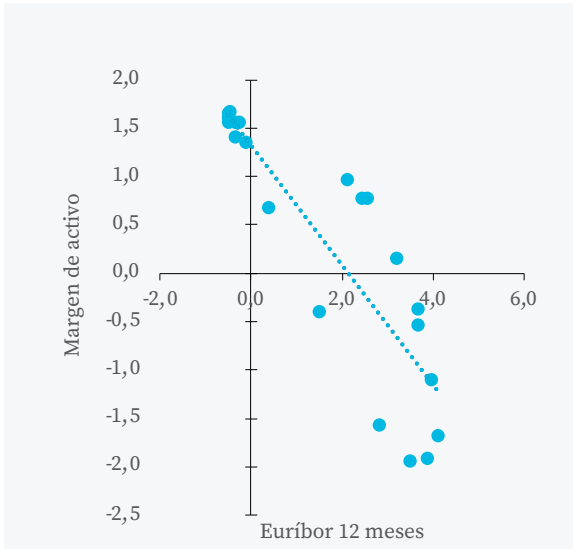
de los incrementos de tipos a la rentabilidad de la cartera de renta fija, podría haber contribuido a amortiguar la disminución de la rentabilidad efectiva del activo. Sin embargo, el soporte aportado por el margen de pasivo comienza a moderarse. La reducción de los tipos oficiales no se traslada de forma simétrica a la remuneración del pasivo, que parte ya de niveles elevados respecto a la etapa de tipos negativos, de modo que el diferencial frente al euríbor se va estrechando. Todo ello, permite mostrar un pasivo que comienza a desgastar el impulso extraordinario observado en la fase de subidas y converge hacia un papel más neutro, mientras que el activo recupera parcialmente su protagonismo relativo en la generación de margen.

En conjunto, los resultados ponen de manifiesto que la aportación relativa de cada margen depende de forma crítica de la fase del ciclo de tipos de referencia. Tal como ilustran los gráficos 3 y 4, la sensibilidad (“beta”) del margen de activo es negativa frente al euríbor 12M (-24 pb por cada 1 % de subida), mientras que el margen de pasivo muestra una sensibilidad positiva y de mayor magnitud (“beta” de +45 pb). Esto implica que, ante un incremento del 1 % del euríbor, la compresión del diferencial del activo se ve más que compensada por la mejora del diferencial del pasivo, generando un efecto neto positivo sobre el margen financiero agregado. En un ciclo de bajadas y entendiendo que las sensibilidades ante cambios en el euríbor no funcionan de forma simétrica a lo largo de toda la muestra, el mecanismo operaría a la inversa, mostrando una mejora del margen de activo, que alivia parcialmente el deterioro del margen de pasivo, pero no lo neutraliza por completo. De este modo, y como ilustra el mencionado gráfico 2, el margen de intermediación se ha “nutrido” del pasivo en el ciclo de tipos altos, mientras que en el de bajos era el activo el único que contribuía de forma positiva al margen.

**Gráfico 3**

**Sensibilidad del margen de activo frente al euríbor 12M\***

Porcentaje



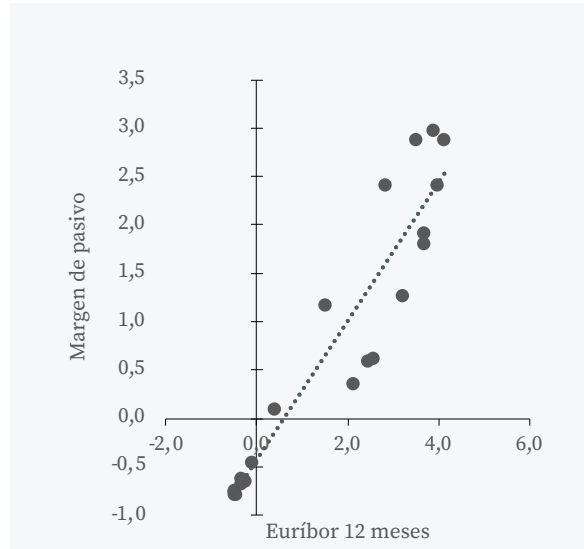
Nota: \*Cada punto del gráfico muestra información relativa a un trimestre del periodo analizado.

Fuente: Afi a partir del Banco de España.

**Gráfico 4**

**Sensibilidad del margen de pasivo frente al euríbor 12M\***

Porcentaje



Nota: \*Cada punto del gráfico muestra información relativa a un trimestre del periodo analizado.

Fuente: Afi a partir del Banco de España.

**Respuestas diferenciadas ante un ciclo completo de tipos de interés: SI y LSI**

Una vez analizado el comportamiento reciente del margen financiero agregado del sistema bancario español, resulta pertinente profundizar en hasta qué punto dicha evolución ha sido homogénea entre entidades o, por el contrario, se han observado patrones diferenciados. Para ello, se muestran a continuación posibles efectos diferenciales en función de la tipología de entidad, poniendo el foco en la comparación entre entidades significativas y entidades menos significativas<sup>1</sup>, a fin de identificar cómo las características estructurales de cada agregado condicionan su

capacidad de generación de margen a lo largo de un ciclo completo de tipos de interés.

**a) Comportamiento del margen financiero en la fase de tipos al alza**

Según muestra la evolución presentada en el gráfico 5, durante la fase de subidas de tipos se observan comportamientos claramente diferenciales entre el agregado de entidades SI y LSI en términos de margen financiero. En este sentido, el agregado de LSI analizado parte de un nivel de margen estructuralmente más elevado antes del inicio del ciclo alcista y, a lo largo de todo el

1 Para el agregado de entidades menos significativas, se ha tomado una muestra representativa de 20 entidades del sector bancario español.

periodo, mantiene un margen sistemáticamente superior al del agregado de SI. Además, su margen registra una pendiente sensiblemente más pronunciada desde el inicio de las subidas de tipos, lo que sugiere una mayor capacidad de captura del nuevo entorno de tipos, traducándose en una beta al ciclo más elevada. La combinación de un punto de partida más alto y una mayor sensibilidad al ciclo provoca que, al final del periodo de subidas, la brecha de margen entre ambos agregados sea más amplia que al inicio del periodo de observación.

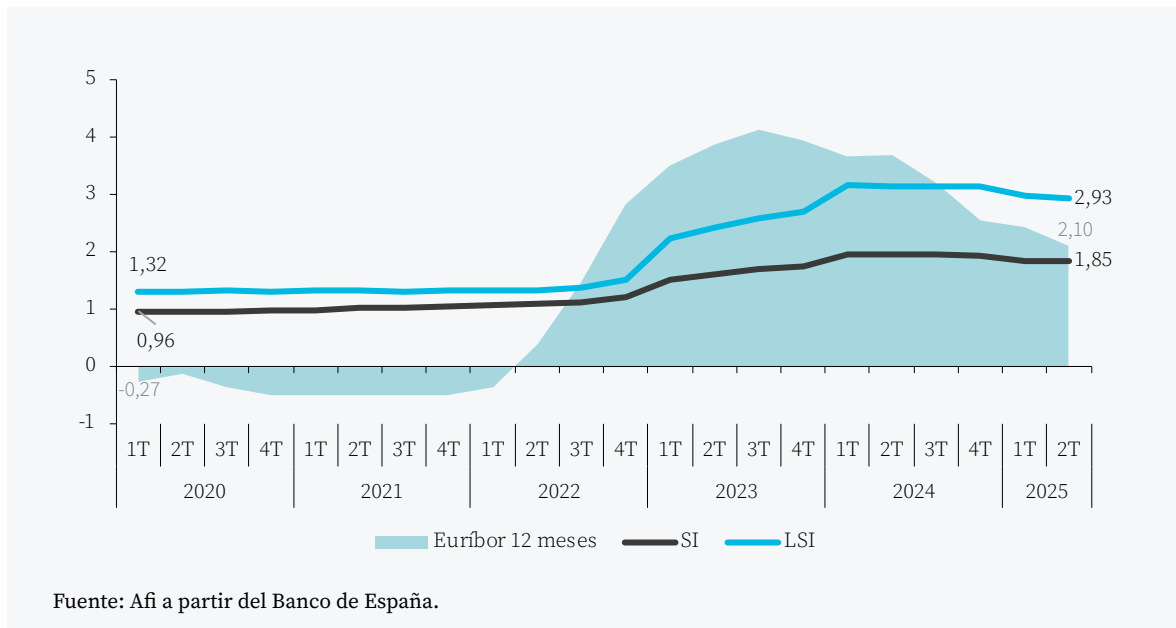
*El agregado de LSI analizado parte de un nivel de margen estructuralmente más elevado antes del inicio del ciclo alcista y, a lo largo de todo el periodo, mantiene un margen sistemáticamente superior al del agregado de SI*

En todo caso, merece la pena analizar el contraste entre los dos tipos de entidades en los dos componentes del margen. Atendiendo a la rentabilidad del activo (gráfico 6), la comparativa resulta ligeramente más favorable para el agregado de entidades significativas, reaccionando algo antes y con mayor intensidad que las LSI, lo que refleja una mayor sensibilidad al ciclo de tipos por el lado del activo. En términos de márgenes, ello se traduce en una menor compresión del margen de activo frente al euríbor en las SI que en las LSI. Esta mayor capacidad de sostener la rentabilidad del activo viene explicada por una composición del mismo menos sesgada hacia carteras de renta fija (su peso sobre el activo se sitúa en torno al 19,2 % en las SI, frente al 24,7 % en la muestra de LSI). La contrapartida es un mayor peso relativo del crédito en las SI, con un peso más marcado de segmentos como empresas y consumo.

### Gráfico 5

## Evolución del margen financiero SI frente a LSI

Porcentaje

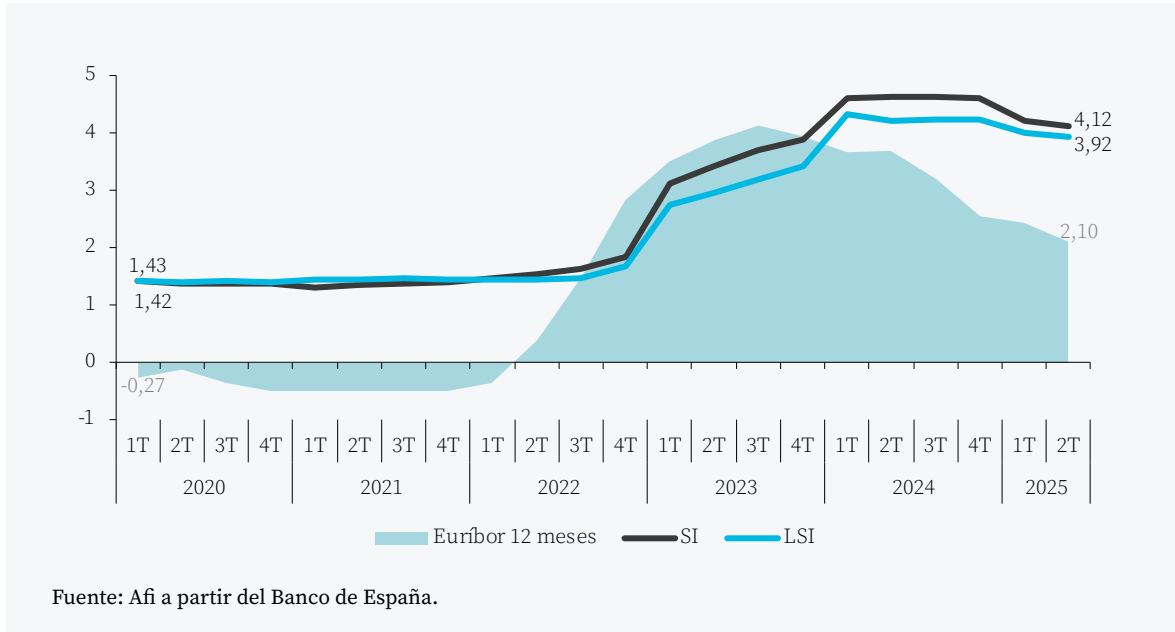


Fuente: Afi a partir del Banco de España.

Gráfico 6

### Evolución de los ingresos financieros SI frente a LSI

Porcentaje

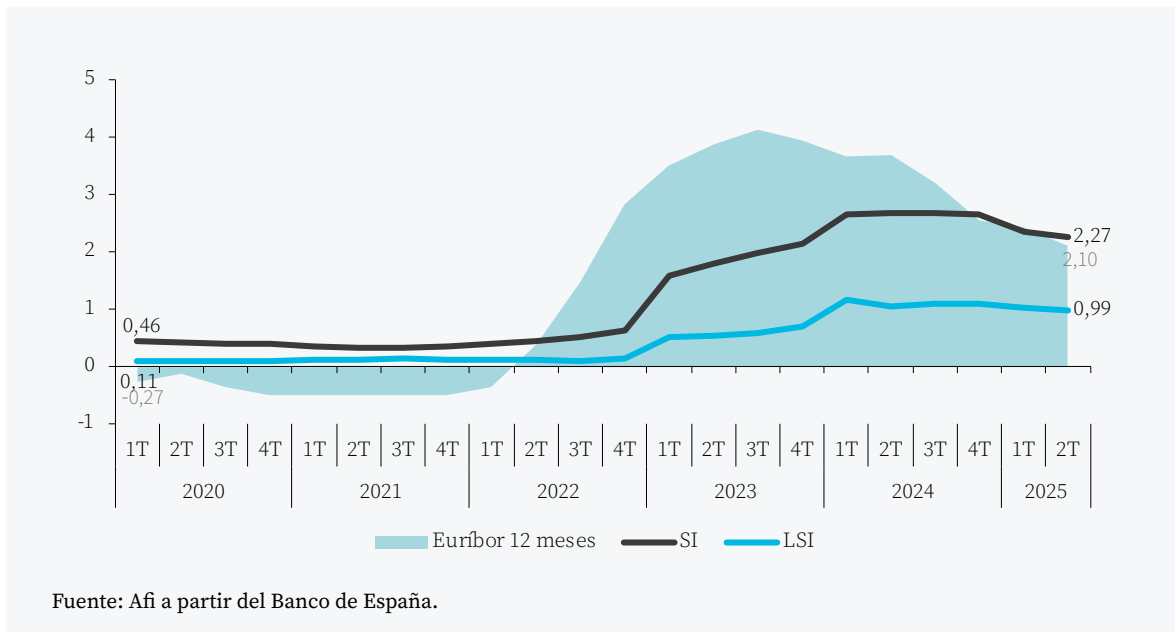


Fuente: Afi a partir del Banco de España.

Gráfico 7

### Evolución de los costes financieros SI frente a LSI

Porcentaje



Fuente: Afi a partir del Banco de España.

La mayor asunción de riesgo crediticio asociada a estos segmentos, y la mayor proporción de operaciones con tipos más sensibles al ciclo y vencimientos medios más contenidos frente a segmentos como el hipotecario —con vencimiento medio en torno a 25 años— favorecen una traslación más rápida y completa de las subidas de tipos a la rentabilidad del activo. Por el contrario, en las LSI el mayor peso del crédito hipotecario a hogares, sometido a una fuerte competencia y, en consecuencia, a diferenciales más comprimidos, junto a un mayor sesgo hacia las pymes frente a la gran empresa, condiciona negativamente la evolución de sus ingresos financieros y, con ello, del margen de activo. En la misma línea, el mayor peso de la renta fija en el balance de las LSI condiciona adicionalmente la evolución de sus ingresos, al tratarse en gran medida de carteras referenciadas a tipos fijos. Ello, en conjunto con la limitada capacidad para rotar estos activos, ya sea por consideraciones contables o de gestión del riesgo estructural de balance, refuerza este efecto negativo en el margen de activo, tal y como se desprende de su evolución agregada a nivel sector previamente analizada.

|  
*La principal diferencia  
 en el comportamiento del margen  
 entre SI y LSI se explica sobre todo  
 por los costes financieros*  
 |

Pero, sin duda, la principal diferencia en el comportamiento del margen entre SI y LSI se explica sobre todo por los costes financieros (gráfico 7). Las LSI han mantenido de forma recurrente un coste del pasivo sensiblemente inferior al de las SI, que se ha agudizado en la fase de subidas de tipos. En términos de márgenes, esto se traduce en un ensanchamiento más acusado del margen de pasivo frente al euríbor en las LSI. Por su

parte, las entidades significativas registran un incremento del coste financiero más temprano e intenso que las LSI, reflejando una mayor sensibilidad del coste del pasivo al entorno de tipos, condicionada en gran parte por el mayor recurso de las SI a emisiones en mercados mayoristas.

En términos de la financiación minorista, la presencia de las entidades significativas en geografías con una competencia más intensa en el mercado y, en general, con una base de clientela más sensible a la remuneración del ahorro, ha supuesto una presión adicional sobre el coste de financiación para estas entidades, limitando la mejora del margen de pasivo. Frente a ellas, el modelo de banca de proximidad que predomina en las LSI les permite contar con una base de depósitos granular y altamente estable, con una posición de liquidez más holgada que ha permitido contener la remuneración del pasivo y maximizar el margen frente al euríbor.

### **b) Comportamiento del margen financiero en la fase de tipos a la baja**

Durante la fase última de descenso y estabilidad de los tipos de interés, el ajuste del margen de intereses resulta más intenso en las LSI que en las SI. En términos de sensibilidad, esto se alinea con una beta al ciclo bajista también más elevada para las LSI, que corrigen en mayor medida su margen, aunque preservando cierta ventaja frente a las entidades significativas.

Por el lado de los ingresos financieros, el avance del volumen de crédito en ambos grupos de entidades ha permitido amortiguar ligeramente el efecto negativo de la reducción de los tipos de referencia. En todo caso, las SI mantienen un nivel de ingresos financieros superior al de las LSI, coherente con su mayor exposición a segmentos de crédito de mayor riesgo, que les

permite preservar diferenciales algo más amplios incluso en un entorno de tipos a la baja. Esta pauta se alinea con el comportamiento descrito por Banco de España para el segmento de empresas (Medrano y Salas, 2025). En dicho análisis se infiere una mayor capacidad de fijación de precios en este segmento en los últimos años, lo que contribuiría a que las carteras de crédito a empresas amortigüen en parte la presión a la baja sobre los ingresos financieros en fases de tipos de interés decrecientes, preservando ese mayor nivel de rentabilidad.

Adicionalmente, la corrección de los ingresos financieros en el caso de las entidades LSI podría estar condicionada por la mayor presencia de excedentes de liquidez en el balance de estas entidades, en línea con la progresiva reducción de la remuneración de estos saldos depositados a la Facilidad de Depósito, limitando su capacidad para sostener los volúmenes de ingresos en un contexto de descenso de tipos.

Pero, de nuevo, la principal divergencia se observa en los costes financieros. Las SI continúan soportando un coste del pasivo superior al de las LSI, coherente con un modelo de financiación con mayor peso de recursos mayoristas y emisiones vinculadas a requerimientos regulatorios.

Sin embargo, durante el ciclo de descensos han logrado reducir sus costes con mayor intensidad, apoyadas tanto en el abaratamiento de los costes de emisión como en una gestión más activa, en muchos casos, de las renovaciones de los depósitos a plazo, aprovechando vencimientos más cortos y renovaciones a tipos progresivamente inferiores. Ello se enmarca en la ya mencionada menor sensibilidad del margen de pasivo que obtiene este agregado, permitiendo trasladar en menor medida el sucesivo efecto negativo en dicho margen que muestran las bajadas del euríbor en términos relativos, mientras que, para las entidades de menor tamaño, corrige con fuerza el impulso extraordinario que había aportado en la fase alcista.

En las LSI, por el contrario, la menor corrección en el coste del pasivo está condicionada por la menor remuneración de partida de los depósitos a la clientela, introduciendo cierto suelo a la caída del coste y restringiendo el margen de negociación. Ello podría haber dificultado el potencial traslado de la reducción de los tipos oficiales con la misma inercia que en la SI según muestra el análisis de betas realizado sobre ambos agregados, al presentar una caída de mayor intensidad en la generación de margen por parte del pasivo.

## Conclusión

El análisis realizado pone de manifiesto cómo el ciclo completo de tipos registrado en el último lustro presenta efectos sustanciales en la evolución del margen financiero, y sobre todo en sus dos componentes. La intensa elevación inicial desde el 0 % hasta el 4 %, para retornar posteriormente al “nuevo normal” del 2 %, ha

permitido consolidar una mejora estructural en la parte alta de la cuenta de resultados, apoyada inicialmente en un margen de pasivo con una sensibilidad positiva y sustancial en la fase de subidas y, más tarde, en la creciente contribución del margen de activo en el ciclo de tipos a la baja.

Esa evolución agregada exhibe notables diferencias entre las entidades significativas

(SI) y las menos significativas (LSI). Estas últimas se han visto más favorecidas por su margen de pasivo en la fase de tipos elevados, mientras las SI exhiben ventaja comparativa en el margen de activo, que aporta proporcionalmente más en la fase de bajada de tipos.

En todo caso, y de cara a próximos trimestres y años, el mantenimiento del margen en términos absolutos estará condicionado por la capacidad de mantener el dinamismo del crédito, observado ya en el 2025, especialmente en segmentos que permiten generar diferenciales más amplios.

## Referencias

- ALBERNI, M., BERGES, Á., y RODRÍGUEZ, M. (2022). Del euríbor al margen de intermediación en dos etapas: diferente reprecación de activos y pasivos. *Cuadernos de Información Económica*, N.º 290 (septiembre-octubre 2022). <https://www.funcas.es/articulos/del-euribor-al-margen-de-intermediacion-en-dos-etapas-diferente-repreciacion-de-activos-y-pasivos/>
- MEDRANO, L., y SALAS, V. (2025). Consolidación bancaria y márgenes de las operaciones bancarias de préstamos y depósitos de las sociedades no financieras en España. *Revista de Estabilidad Financiera-Banco de España*, 49, otoño. <https://doi.org/10.53479/41870>



# 09

**Patricia Muñoz González-Úbeda e Irene Peña Cuenca**  
AFI, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



## De privada a cotizada: implicaciones estratégicas y jurídicas

Los mercados de capitales atraviesan una fase de transformación estructural impulsada por cambios regulatorios, tecnológicos y en el comportamiento de los inversores. Aunque en 2025 han mostrado una evolución positiva tras años de elevada tensión financiera, la actividad de salidas a bolsa sigue siendo limitada en Europa y, de forma más acusada, en España. Este artículo analiza los factores de mercado, regulatorios y corporativos que condicionan el dinamismo de las IPO y examina las implicaciones estratégicas y jurídicas del tránsito de empresa privada a cotizada, así como iniciativas orientadas a reducir fricciones y mejorar el funcionamiento del mercado primario.

## Situación y perspectivas de los mercados de capitales

En los últimos años, el entorno geopolítico y macrofinanciero ha experimentado episodios de elevada volatilidad. No obstante, los mercados cotizados los han digerido de forma relativamente rápida, registrando un comportamiento favorable. En 2025, a pesar de la incertidumbre generada por la política comercial de Estados Unidos, los mercados de capitales han tenido una evolución ciertamente positiva, apoyados en un crecimiento nominal moderado-alto, políticas fiscales expansivas y la relajación de la política monetaria ante una inflación que se ha estado acercando a los niveles objetivo de los bancos centrales, dejando muy lejos el tensionamiento de las condiciones financieras observado en 2022.

Aunque no se puede afirmar que en 2025 se haya producido un crecimiento indiscriminado de la

oferta de capital, los menores niveles de incertidumbre han contribuido a mejorar el apetito por el riesgo y a reactivar gradualmente la actividad en los mercados con una relación bastante equilibrada entre el coste de capital, disciplina corporativa y apetito inversor.

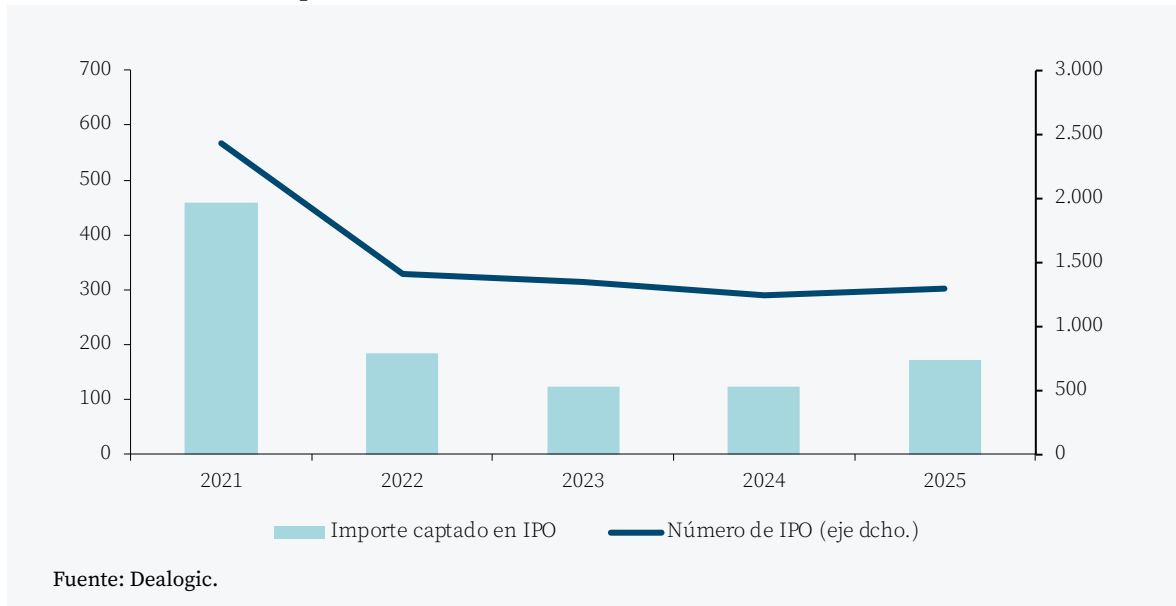
En consecuencia, los mercados de renta variable encadenan varios años muy positivos, apoyados en el fuerte crecimiento de los resultados empresariales. En los mercados de renta fija se ha observado una normalización en términos generales de la estructura temporal de los tipos soberanos en 2025 y un estrechamiento de los diferenciales de crédito.

Centrando la atención en los mercados de renta variable, a nivel global se completaron cerca de 1.300 salidas a bolsa (*Initial Public Offerings* o IPOs) en 2025, que permitieron captar en torno a 170.000 millones de dólares, según datos de

### Gráfico 1

## Salidas a bolsa e importe captado 2021-2025

Número de salidas e importe en miles de millones de euros



Dealogic. Estados Unidos continuó siendo uno de los mercados más activos a nivel mundial, en gran medida gracias a su capacidad para ofrecer acceso a grandes volúmenes de capital y a una base inversora amplia y diversificada capaz de atraer el interés de emisores extranjeros. Como resultado, tanto el número de salidas a bolsa como el volumen de recursos captados han registrado incrementos cercanos al 30 % y 40 %, respectivamente, en comparación con 2024.

|  
*En línea con la limitada tracción  
 observada en el conjunto de Europa,  
 los datos para España muestran una  
 caída sostenida en el número de estrenos  
 bursátiles*  
 |

En Europa, por su parte, la evolución continúa siendo negativa. En efecto, la actividad de salidas

a bolsa en Europa se redujo en 2025 tanto en número de operaciones como en volumen captado. El número de operaciones cayó un 20 %, hasta las 105 IPO, en comparación con las 131 registradas el año anterior, mientras que el volumen de recursos captados se redujo en torno a un 10 %.

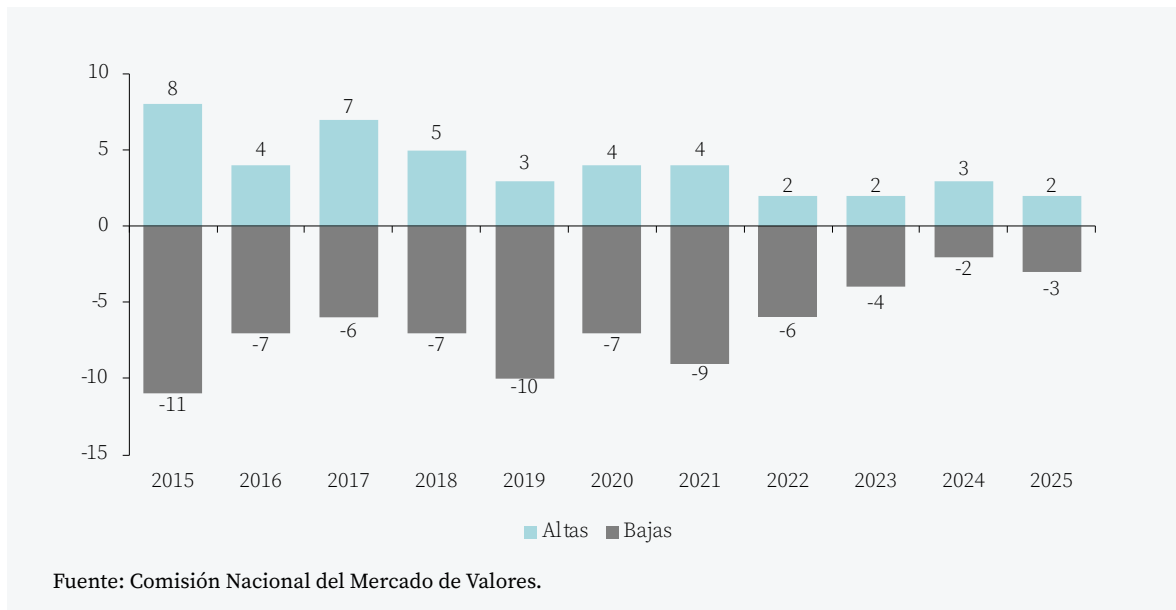
En España, se replica de manera acentuada el patrón europeo. En línea con la limitada tracción observada en el conjunto de Europa, los datos para España muestran una caída sostenida en el número de estrenos bursátiles que viene arrojando, un balance negativo en las Bolsas españolas, es decir, un mayor número de bajas por exclusión que de nuevas admisiones.

Este mal comportamiento de las IPO contrasta con el buen desempeño de las empresas cotizadas en Europa, inspiración y reflejo de la capacidad de crecimiento para otras empresas no cotizadas, y el dinamismo del capital riesgo,

**Gráfico 2**

## Altas y bajas de las bolsas españolas

Número



cuyo mecanismo de *exit* tradicional debería ser la salida a bolsa.

En cuanto al comportamiento de las empresas cotizadas, los principales índices bursátiles europeos han registrado máximos históricos a lo largo de 2025. En particular, el Euro Stoxx, principal índice de referencia en Europa, ha acumulado una revalorización ligeramente superior al 20 % en el año, por encima del avance de su homólogo estadounidense, el S&P 500, que se sitúa en torno al 18 %. Si bien el sector financiero ha desempeñado un papel relevante en esta evolución, la mayor parte de los sectores —especialmente servicios e industria— han mostrado un comportamiento claramente positivo.

En paralelo, Europa ha experimentado en los últimos diez años un ciclo de fuerte desarrollo del capital riesgo o *private equity*, que se ha consolidado como una de las principales vías

de financiación del crecimiento empresarial. La captación anual de fondos (*fundraising*) se ha duplicado entre 2014 y 2024, hasta alcanzar en torno a 120.000 millones de euros, garantizando la capacidad inversora para los próximos años.

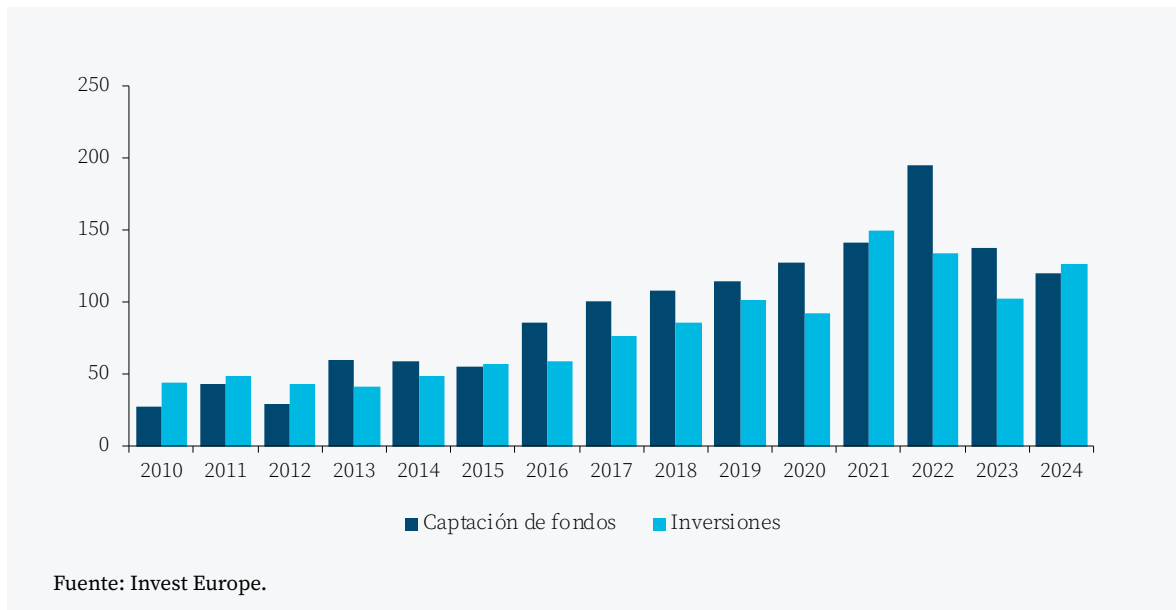
Sin embargo, el auge del *private equity* no se ha traducido en un mayor dinamismo de las IPO. Lejos de consolidarse como el principal mecanismo de *exit* para las firmas de capital riesgo, su papel es claramente residual: en 2024, apenas el 4 % de las desinversiones en Europa se materializaron a través de una salida a mercado. Por el contrario, las operaciones de exclusión bursátil (*delistings*) han superado a las nuevas admisiones (*listings*), reforzando la tendencia hacia la privatización de compañías previamente cotizadas.

De cara a 2026, las perspectivas económicas vuelven a introducir elementos importantes de incertidumbre. El consenso prevé un crecimiento

### Gráfico 3

## Captación de fondos frente a inversión en Europa

Miles de millones de euros



global moderado, en torno al 3 %, acompañado de una inflación que, aunque todavía por encima de los objetivos de los bancos centrales, continuaría aproximándose al entorno del 2,5 %. En este escenario, la política monetaria podría pasar a ser un apoyo más limitado y dependiente de los datos, mientras que los riesgos fiscales y geopolíticos podrían incrementar la probabilidad de episodios de volatilidad.

La apertura del mercado de salidas a bolsa mantendrá, probablemente, un carácter selectivo con un mayor peso de empresas con modelos de negocio diversificados, resistentes al ciclo económico y con estrategias claras de creación de valor. Desde el lado de la demanda inversora, es razonable anticipar que Estados Unidos continúe beneficiándose de la profundidad y liquidez de sus mercados de capitales, lo que le permitirá seguir absorbiendo un volumen significativo de nuevas emisiones.

En Europa, en cambio, a pesar de contar con un tejido empresarial sólido y con compañías que reúnen las condiciones necesarias para acceder al mercado, la evolución del mercado de IPO dependerá en mayor medida de la efectividad de las reformas estructurales orientadas a reducir la fragmentación de los mercados de capitales y a facilitar el acceso de las empresas a la cotización bursátil.

### **Factores que frenan el dinamismo de las salidas a bolsa**

#### **Factores de mercado: riesgo temporal y ventanas de liquidez**

El proceso tradicional de salida a bolsa se caracteriza por una rigidez temporal significativa, derivada de la necesidad de fijar con varios meses de antelación la fecha prevista de colocación e

inicio de cotización. Desde las primeras fases —mandato a los bancos colocadores, elaboración y verificación del folleto, preparación del *roadshow* y definición del rango indicativo de precios— toda la operación converge hacia un momento concreto del mercado que, en el instante de su planificación, resulta necesariamente incierto y altamente dependiente de la evolución de las condiciones de liquidez.

Durante este intervalo, el emisor asume el riesgo de mercado asociado a posibles cambios adversos en el entorno financiero. Episodios de incremento de la volatilidad, tensiones geopolíticas o un endurecimiento de las condiciones financieras pueden producirse al margen de la evolución operativa de la compañía. En estos casos, el deterioro del contexto no solo afecta a la valoración, sino que puede comprometer directamente la viabilidad de la operación.

La combinación de riesgo temporal elevado y ventanas de liquidez estrechas genera una incertidumbre que desincentiva el inicio de procesos de salida a bolsa en entornos de visibilidad limitada. Las empresas se enfrentan a costes relevantes —financieros, organizativos y reputacionales— sin garantía de que la ventana de liquidez permanezca abierta hasta la finalización del proceso. Como resultado, el mercado primario tiende a concentrarse en momentos muy específicos, reforzando un comportamiento marcadamente procíclico.

#### **Factores regulatorios y de cumplimiento**

El acceso a los mercados regulados mediante una salida a bolsa implica para las empresas asumir un marco normativo exigente y complejo, diseñado para garantizar la transparencia, la protección del inversor y la integridad del mercado. Entre los principales requisitos

destacan la elaboración y verificación del folleto informativo, el cumplimiento de la normativa sobre abuso de mercado, la adopción de estándares avanzados de gobierno corporativo y el cumplimiento continuado de las obligaciones de información financiera y no financiera, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y la normativa europea aplicable.

La obligación de operar bajo estándares elevados de información y control constituye, para muchas compañías, un elemento clave de credibilidad y acceso a una base inversora más amplia. Sin embargo, para determinadas empresas —especialmente aquellas de menor tamaño— estos requisitos pueden percibirse como una barrera adicional al acceso al mercado. La adaptación interna a estos requisitos requiere, así mismo, inversiones relevantes en recursos humanos, tecnológicos y de asesoramiento externo.

Los costes de cumplimiento normativo asociados a la condición de sociedad cotizada pueden resultar desproporcionados en relación con el tamaño de la empresa y con los beneficios esperados de la cotización, al menos en las fases iniciales.

Aunque estos requisitos son esenciales para preservar la confianza de los inversores y el correcto funcionamiento de los mercados, su impacto relativo sobre determinadas tipologías de emisores puede influir de forma decisiva en la decisión de iniciar —o no— un proceso de salida a bolsa.

La experiencia comparada muestra que, si bien estos requisitos son también exigentes en los mercados estadounidenses, su impacto relativo sobre las empresas emisoras resulta sensiblemente distinto. En Estados Unidos, la mayor profundidad y liquidez del mercado, junto con una base amplia y diversificada de inversores institucionales, permite absorber emisiones de

diferente tamaño con menores fricciones de ejecución y una mayor estabilidad.

Asimismo, el mercado estadounidense se beneficia de economías de escala significativas en los procesos de salida a bolsa y de cotización continuada. La amplia cobertura por parte de analistas financieros, la estandarización de prácticas de mercado y la concentración de la negociación facilitan una formación de precios más eficiente y reducen el coste marginal del cumplimiento normativo. En este entorno, los costes asociados a la transparencia, al *reporting* y al gobierno corporativo tienden a diluirse en valoraciones de mercado más elevadas.

|  
*En Europa, y de forma particular en los mercados nacionales, las empresas se enfrentan a un entorno caracterizado por una menor liquidez estructural y una fragmentación significativa*  
|

Por el contrario, en Europa, y de forma particular en los mercados nacionales, las empresas se enfrentan a un entorno caracterizado por una menor liquidez estructural y una fragmentación significativa. La coexistencia de distintos marcos regulatorios, autoridades supervisoras y prácticas de mercado incrementa la complejidad operativa y eleva los costes relativos de cotizar. A ello se suma una cobertura de analistas más limitada, especialmente para compañías medianas, lo que reduce la visibilidad ante los inversores y amplifica el impacto del coste de cumplimiento sobre la decisión de acceder al mercado.

En conjunto, esta comparación pone de manifiesto que no solo el nivel absoluto de las exigencias regulatorias, sino también el contexto de mercado en el que se aplican, resulta determinante. Mientras que en Estados Unidos la escala,

la liquidez y la profundidad del mercado amortiguan el impacto de las obligaciones de transparencia, en Europa estos mismos requisitos pueden convertirse en una barrera para el acceso y la permanencia en los mercados públicos de capitales.

### Factores corporativos y el auge de los mercados privados

Numerosos estudios de la OCDE y el BCE subrayan que muchas empresas europeas prefieren evitar la exposición pública, la disciplina del mercado y la pérdida parcial de control. Según el BCE, estas preferencias corporativas explican una parte significativa de la *listing gap* europea: la cotización se percibe como costosa (los costes fijos y recurrentes pueden resultar desproporcionados respecto al tamaño y a los beneficios esperados), la transparencia como intrusiva y el gobierno corporativo reforzado como exigente.

Por su parte, tal y como se apuntaba en el apartado anterior, la “competencia” de los mercados privados reduce el flujo de nuevas salidas a bolsa y favorece *delistings* al ofrecer a las empresas la capacidad de acceder a un gran volumen de fondos y escalar su negocio sin tener que afrontar los compromisos de una empresa cotizada.

### **Easy Access: un mecanismo disruptivo para flexibilizar la salida a bolsa**

Para superar parte de las restricciones que plantea el método tradicional de salida a bolsa, *BME Easy Access* —aprobado por la CNMV— introduce un cambio relevante en la forma de acceder al mercado regulado.

Su principal novedad es que invierte el orden del proceso de salida a bolsa. En lugar de concentrar

en un solo momento la aprobación del folleto, la colocación de las acciones y el inicio de la negociación, el modelo permite comenzar por la verificación y registro del folleto seguida de la admisión a cotización, aunque todavía no se haya alcanzado el nivel mínimo de *free float*. La colocación entre inversores puede realizarse después, en una o varias operaciones, dentro de un plazo de hasta 18 meses, ampliable, en función de las condiciones de mercado.

Este enfoque reduce de forma significativa el riesgo de ejecución. Al separar la admisión a cotización del momento de captación de capital, el emisor no necesita anticipar con meses de antelación cómo estarán los mercados en una fecha concreta. La construcción del *free float* pasa a ser un proceso gradual y flexible, menos vulnerable a la volatilidad.

*Easy Access* ofrece varias ventajas claras:

- Menor riesgo de mercado, al permitir planificar las colocaciones con poca antelación y aprovechar ventanas de liquidez reales.
- Flexibilidad temporal, ya que el emisor decide cuándo, cómo y en qué volumen realizar las colocaciones dentro de un marco definido.
- Mayor capacidad de negociación, al no tener que fijar un precio cerrado en el momento del registro del folleto, reduciendo presiones a la baja sobre la valoración.
- Transparencia y visibilidad desde el inicio, dado que la empresa cotiza en un mercado regulado desde el primer día.
- Utilidad para accionistas financieros y *private equity*, al facilitar salidas graduales y ordenadas sin distorsionar el mercado.

Desde el punto de vista regulatorio, *Easy Access* no rebaja los estándares de protección del inversor. El emisor queda plenamente sujeto a todas las obligaciones propias de una sociedad cotizada desde el momento de la admisión. La innovación se limita a una reorganización más eficiente de los tiempos del proceso, alineada con la evolución del marco europeo y con la futura Listing Act.

|  
*Easy Access se configura  
como una herramienta especialmente  
adecuada para compañías de mayor  
tamaño, con vocación de financiación  
a largo plazo*  
|

Aunque no es una solución válida para todas las empresas, *Easy Access* se configura como una herramienta especialmente adecuada para compañías de mayor tamaño, con vocación de financiación a largo plazo y capacidad para asumir altos estándares de transparencia y gobierno corporativo.

### **Implicaciones estratégicas y jurídicas de salir a bolsa**

La decisión de acceder a un mercado regulado mediante una salida a bolsa trasciende con mucho el objetivo inmediato de obtención de financiación. La cotización constituye, ante todo, un proceso de transformación corporativa, con implicaciones profundas en la estructura de gobierno, en los sistemas de control interno y en la cultura organizativa de la empresa.

Desde esta perspectiva, la salida a bolsa debe entenderse como una decisión estratégica de largo plazo y no únicamente como una operación financiera puntual.

### **Transformación corporativa y disciplina organizativa**

La incorporación a un mercado regulado implica un salto cualitativo en los estándares de gestión y control. Entre los cambios más relevantes destacan la profesionalización del consejo de administración, el refuerzo de las funciones de supervisión y control interno y la adopción de una cultura de transparencia y rendición de cuentas. La disciplina financiera se ve reforzada por la obligación de reportar de forma periódica y por la evaluación continua por parte del mercado, lo que incentiva una gestión más rigurosa y orientada al largo plazo.

Los requerimientos asociados a la condición de sociedad cotizada no deben interpretarse exclusivamente como una carga regulatoria. Por el contrario, la adopción de estándares elevados de buen gobierno contribuye a fortalecer la organización, mejorar la calidad de la toma de decisiones y reducir riesgos operativos, financieros y reputacionales. En este sentido, la cotización puede actuar como un catalizador de mejores prácticas y de una mayor resiliencia corporativa.

### **Obligaciones jurídicas de transparencia y gobierno corporativo**

Desde el momento de la admisión a negociación, las sociedades cotizadas quedan sujetas a un marco jurídico exigente, orientado a garantizar la transparencia del mercado y la protección de los inversores.

Las principales obligaciones comprenden el *reporting* periódico y continuo de información relevante, tanto financiera como no financiera; el cumplimiento de la normativa de abuso de mercado, incluyendo la gestión adecuada de la

información privilegiada; y la implantación de estructuras de gobierno alineadas con los estándares internacionales de gobernanza. Este conjunto de obligaciones exige una organización interna sólida y una función de cumplimiento normativo plenamente integrada en la estrategia empresarial.

### Beneficios estratégicos de la condición de cotizada

Más allá de las exigencias jurídicas, la cotización aporta beneficios estratégicos significativos. Entre ellos destacan el refuerzo de la credibilidad y la reputación corporativa, la mejora del

acceso recurrente a los mercados de capitales y una mayor visibilidad ante inversores institucionales y globales. La condición de sociedad cotizada puede, asimismo, facilitar la generación de liquidez para los accionistas y convertirse en una herramienta eficaz para ejecutar operaciones corporativas, como fusiones, adquisiciones o procesos de consolidación sectorial.

En conjunto, la salida a bolsa configura un marco estable de crecimiento y disciplina empresarial, que, aunque exige un compromiso elevado en términos de cumplimiento y transparencia, ofrece a las empresas que lo asumen una plataforma sólida para su desarrollo a largo plazo en los mercados de capitales.

### Conclusiones: acciones necesarias para un ecosistema más dinámico de salidas a bolsa

El análisis de los factores de mercado, regulatorios y estructurales que condicionan las salidas a bolsa pone de manifiesto que la reactivación del mercado primario de renta variable en Europa requiere una respuesta coordinada, ambiciosa y de carácter sistémico. No se trata únicamente de introducir ajustes puntuales en los procedimientos existentes, sino de avanzar hacia un entorno que combine de forma equilibrada protección del inversor, eficiencia operativa y atractivo estratégico para las empresas emisoras.

Un primer eje esencial es completar de manera decidida la integración de los mercados de capitales europeos, en línea con los objetivos de la *Capital Markets Union* y su

evolución hacia una *Savings and Investments Union*. La fragmentación actual —regulatoria, supervisora y de infraestructuras— limita la profundidad y la liquidez de los mercados, incrementa los costes relativos de cotización y reduce la capacidad de Europa para competir con otras jurisdicciones más integradas como Estados Unidos. La armonización de requisitos y el fortalecimiento de un mercado verdaderamente paneuropeo permitirían generar economías de escala, ampliar la base inversora y mejorar la formación de precios, facilitando tanto operaciones de mayor tamaño como el acceso al mercado de empresas medianas con vocación de crecimiento.

De forma complementaria, resulta imprescindible continuar adaptando los requisitos de acceso al mercado regulado, preservando en todo momento los principios de transparencia e integridad.

Iniciativas como *Easy Access*, junto con las reformas derivadas de la Listing Act, representan avances relevantes hacia un enfoque más proporcional y eficiente, al reducir rigideces procedimentales y el riesgo de ejecución sin rebajar los estándares de protección del inversor. El objetivo no es la desregulación, sino la eliminación de costes innecesarios de entrada y la creación de un marco de acceso más flexible y predecible.

Asimismo, la consolidación de un ecosistema dinámico de salidas a bolsa exige ampliar y diversificar la base inversora, tanto institucional como minorista. revisar la revisión de los sesgos regulatorios, fiscales y prudenciales que históricamente han favorecido la financiación vía deuda, junto con la mayor canalización del ahorro hacia instrumentos de renta variable, contribuiría a reforzar la liquidez y la capacidad del mercado para absorber nuevas emisiones.

Finalmente, más allá de las reformas regulatorias y de mercado, es imprescindible promover un cambio de percepción en el ámbito corporativo respecto a la cotización que, para muchas empresas, especialmente familiares, sigue percibiéndose como una pérdida de control o una carga regulatoria.

La educación en buen gobierno corporativo, la profesionalización de la gestión y el refuerzo de los sistemas de control interno deben entenderse como factores que fortalecen la sostenibilidad del negocio, mejoran la calidad de la toma de decisiones y reducen riesgos a largo plazo.

En este sentido, la cotización puede desempeñar un papel clave en la planificación del relevo generacional, ofreciendo un marco ordenado y transparente para facilitar transiciones accionariales y asegurar la continuidad de los proyectos empresariales. Al mismo tiempo, el acceso recurrente a capital y la evaluación continua por parte de inversores y analistas contribuyen a impulsar la productividad, la eficiencia en la asignación de recursos y una gestión más sofisticada de los riesgos.

En síntesis, la combinación de una mayor integración europea, un marco de acceso más eficiente y proporcional, una base inversora más amplia y un cambio cultural en las empresas resulta clave para construir un ecosistema de salidas a bolsa más dinámico, competitivo y resiliente, capaz de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva y de sostener el crecimiento de las empresas europeas en el largo plazo.





# 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 186. Nuevos desafíos del sector bancario

### PANORAMA SOCIAL

N.º 42. Perspectivas sobre las desigualdades sociales

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 309. El gran reto de la sostenibilidad fiscal

### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 6 (2025). From fiscal strength to long-term sustainability: Spain's next policy challenge

### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 30. Diciembre (2025)

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 110. ¿Bulos en sanidad? Verdades, medias verdades y patrañas sobre el Sistema Nacional de Salud. Dirigido por Félix Lobo

### LIBROS

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

## Precio de las publicaciones. Año 2026

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)

<http://www.funcas.es/Publicaciones> | [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)



# cecabank



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



**Funcas**

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

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

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

ISSN: 2254-3422



97722543427