

311

marzo-abril 2026
(nueva época)

Cuadernos de Información Económica

Ciclo expansivo y
riesgos geopolíticos

Rearme europeo

Mercado inmobiliario:
el papel de las
expectativas del precio
de la vivienda

Políticas de vivienda
en Europa

Elevado sobreesfuerzo
de los jóvenes para
alquilar vivienda

Desigualdad
y transferencia
intergeneracional
de riqueza en España

Exceso de capital
bancario

Reforma
de la financiación
autonómica

Efectos de un
impuesto turístico

 funcas

Vivienda: expectativas, precios y políticas



Director

Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Alice Faibishenko

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

Patronato**Presidente**

Isidro Fainé Casas

Vicepresidente

Antonio Jesús Romero Mora

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Edita:

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

Impresión:

Cecabank

Depósito Legal:

M-402 - 1987

ISSN edición impresa:

1132 - 9386

ISSN edición digital:

2254-3422

© Funcas

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

311

marzo-abril 2026
(nueva época)

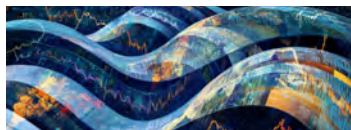
Cuadernos de Información Económica

Vivienda:
expectativas, precios
y políticas

Sumario

ENTORNO MACROECONÓMICO Y GEOPOLÍTICO

marzo-abril 2026



Pág. V

Carta de la Redacción

01

Pág. 8

El ciclo expansivo ante los nuevos riesgos geopolíticos

Raymond Torres y María Jesús Fernández

02

Pág. 18

El rearme europeo: El potencial económico obstaculizado por el *juste retour* y los campeones nacionales

Daniel Gros

MERCADO DE VIVIENDA



03

Pág. 30

¿Existe una nueva burbuja en el mercado inmobiliario español? El papel de las expectativas del precio de la vivienda en España

José García Montalvo

04

Pág. 40

Políticas de vivienda en Europa: efectos a largo plazo y lecciones para España

Francisco Rodríguez-Fernández

05

Pág. 48

Radiografía del elevado sobreesfuerzo de los jóvenes para alquilar vivienda

Desiderio Romero-Jordán

FINANZAS PERSONALES Y BANCA



06

Pág. 58

Desigualdad y transferencia intergeneracional de riqueza en España: evidencia reciente y perspectivas demográficas

Marina Asensio y Daniel Manzano

07

Pág. 72

Exceso de capital bancario

Ángel Berges, Jesús Morales y Ricardo Goizueta

POLÍTICAS FISCALES Y URBANAS



08

Pág. 82

La reforma de la financiación autonómica: ¿ha llegado la hora?

Santiago Lago-Peñas

09

Pág. 90

Efectos de la aplicación de un impuesto turístico

Aleix Calveras

Carta de la Redacción

Muchos problemas económicos se miden con indicadores, pero muchos se perciben de forma sensible socialmente antes de que las estadísticas logren captarlos plenamente. La vivienda pertenece, cada vez más, a esta segunda categoría. El encarecimiento sostenido de los precios, las dificultades de acceso para los hogares jóvenes y el creciente peso de la vivienda en el debate político europeo revelan una tensión estructural entre oferta, demanda y expectativas que se ha convertido en uno de los principales retos económicos y sociales de nuestro tiempo.

España no es ajena a esta dinámica. Tras el ajuste posterior a la crisis financiera, el mercado inmobiliario ha vuelto a registrar una intensa presión sobre los precios, especialmente en las grandes áreas urbanas y en determinados destinos turísticos. Sin embargo, el contexto actual difiere sustancialmente del de la burbuja de los años 2000: el crecimiento del crédito es más moderado, el sistema financiero es más sólido y la oferta de vivienda nueva permanece claramente por debajo del ritmo de formación de hogares. En este nuevo escenario, el debate económico sobre la vivienda se ha desplazado desde la preocupación por el exceso de crédito hacia cuestiones como la escasez estructural de oferta, la evolución de las expectativas de los hogares, el papel de las políticas públicas y las implicaciones distributivas de la revalorización inmobiliaria.

El presente número de *Cuadernos de Información Económica*, titulado Vivienda: expectativas, precios y políticas, reúne diversos trabajos que analizan este fenómeno desde perspectivas complementarias. Los artículos abordan tanto el contexto macroeconómico y geopolítico en

el que se inserta la economía española como los factores estructurales que explican la evolución reciente del mercado de vivienda, sus implicaciones sociales y las respuestas de política económica que se están debatiendo en Europa.

Entorno macroeconómico y geopolítico

El número se abre con el análisis de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en *El ciclo expansivo ante los nuevos riesgos geopolíticos*. Los autores examinan la evolución reciente de la economía española, que ha logrado mantener un crecimiento superior al de la eurozona gracias al dinamismo de la demanda interna y al impulso demográfico. Sin embargo, advierten que el ciclo expansivo presenta desequilibrios crecientes: el sector exterior ha pasado a restar actividad y la inflación se mantiene por encima de la media europea. A estos factores se añade un nuevo foco de incertidumbre geopolítica vinculado al conflicto en Oriente Medio, que podría traducirse en un aumento persistente de los precios energéticos y afectar tanto al consumo como a la inversión en los próximos años.

A continuación, DANIEL GROS analiza en *El rearme europeo: el potencial económico obstaculizado por el juste retour y los campeones nacionales* las implicaciones económicas del aumento del gasto en defensa en Europa. El autor destaca que el continente dispone de una base industrial y económica suficiente para reforzar significativamente su capacidad militar, pero señala que la fragmentación institucional y la preferencia por proyectos nacionales limitan la eficiencia de estas inversiones. Superar estas barreras será

en defensa se traduzca en una verdadera integración industrial y tecnológica europea.

Mercado de vivienda

El bloque central del número está dedicado al análisis del mercado inmobiliario. En *¿Existe una nueva burbuja en el mercado inmobiliario español?* El papel de las expectativas del precio de la vivienda en España, JOSÉ GARCÍA MONTALVO examina el fuerte aumento reciente de los precios de la vivienda y se pregunta hasta qué punto este proceso puede interpretarse como una nueva burbuja. Su análisis muestra que, aunque algunos indicadores recuerdan al ciclo expansivo previo a 2008, existen diferencias fundamentales: el crecimiento del crédito es mucho más moderado y el mercado actual está marcado por un déficit estructural de oferta de vivienda frente a la formación de nuevos hogares. El autor introduce además el papel de las expectativas de los hogares como factor clave para comprender la dinámica reciente del mercado inmobiliario. El autor muestra cómo las percepciones de los ciudadanos pueden amplificar las dinámicas del mercado inmobiliario. Cuando los hogares anticipan aumentos sostenidos del precio de la vivienda, se incrementa la probabilidad de que adelanten decisiones de compra, aumenten su exposición al activo inmobiliario y reduzcan su propensión al ahorro, reforzando así la presión sobre los precios. En este sentido, las expectativas actúan como un mecanismo de transmisión entre el sentimiento económico y las variables reales del mercado inmobiliario, pudiendo generar ciclos de retroalimentación que intensifican tanto las fases de expansión como las de ajuste.

En el artículo *Políticas de vivienda en Europa: efectos a largo plazo y lecciones para España*, FRANCISCO RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ analiza la experiencia comparada de las políticas de

vivienda aplicadas en distintos países europeos desde comienzos de siglo. La evidencia empírica muestra que muchas medidas adoptadas con el objetivo de mejorar la asequibilidad — como los controles de alquiler o los subsidios a la demanda— pueden generar efectos adversos a largo plazo si no se acompañan de un aumento suficiente de la oferta. El autor concluye que el principal desafío estructural del mercado de vivienda en España radica precisamente en la escasez de vivienda disponible y en los obstáculos regulatorios que dificultan su expansión.

El análisis del acceso a la vivienda se completa con el trabajo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN, *Radiografía del elevado sobreesfuerzo de los jóvenes para alquilar vivienda*. A partir de microdatos de la Encuesta de Presupuestos Familiares, el autor muestra cómo el alquiler se ha convertido en la principal vía de acceso a la vivienda para los menores de 35 años. Sin embargo, el coste asociado a esta opción se ha incrementado notablemente en los últimos años, hasta absorber en torno al 35 % del presupuesto de los hogares jóvenes, especialmente en las grandes áreas urbanas. El autor aporta una mirada detallada sobre las consecuencias distributivas del encarecimiento de la vivienda en el caso de los jóvenes y documenta un cambio estructural en las formas de acceso a la vivienda: cerca de la mitad de los menores de 35 años emancipados vive ya de alquiler, muy por encima de lo observado en cohortes de mayor edad. Este desplazamiento refleja tanto el encarecimiento de la vivienda en propiedad como las mayores dificultades de acceso al crédito hipotecario para las generaciones más jóvenes.

Finanzas personales y banca

El número continúa con un análisis de las implicaciones patrimoniales y financieras de estas

transformaciones. En *Desigualdad y transferencia intergeneracional de riqueza en España*, MARINA ASENSIO y DANIEL MANZANO examinan la evolución de la distribución de la riqueza utilizando microdatos de la Encuesta Financiera de las Familias. El estudio muestra una creciente concentración del patrimonio en las cohortes de mayor edad, fenómeno estrechamente ligado a la evolución del precio de la vivienda y a las dificultades de acceso de los jóvenes al mercado inmobiliario. Estas dinámicas refuerzan la brecha patrimonial entre generaciones y subrayan el papel que desempeñará la transmisión intergeneracional de riqueza en la configuración futura de la desigualdad económica.

Por su parte, ÁNGEL BERGES, JESÚS MORALES y RICARDO GOIZUETA analizan en *Exceso de capital bancario* la evolución reciente del marco regulatorio y supervisor en Europa. Su trabajo se inscribe en el debate sobre la simplificación de la regulación bancaria y plantea una cuestión relevante: hasta qué punto la acumulación de capital por encima de los requisitos regulatorios puede afectar a la rentabilidad y a la creación de valor para los accionistas, en un contexto en el que el sistema financiero europeo mantiene niveles de capital particularmente elevados.

Políticas fiscales y urbanas

El número se cierra con dos contribuciones centradas en el diseño de políticas públicas. En *La reforma de la financiación autonómica: ¿ha llegado la hora?*, SANTIAGO LAGO PEÑAS analiza la propuesta presentada por el Ministerio de Hacienda en 2026 para reformar el sistema de financiación de las comunidades autónomas. El autor destaca que la propuesta busca reducir las diferencias en los recursos por habitante ajustado entre territorios, aunque introduce

nuevos mecanismos —como el fondo climático o el tramo IVA pymes— cuya justificación y efectos redistributivos plantean interrogantes.

Finalmente, ALEIX CALVERAS examina en *Efectos de la aplicación de un impuesto turístico* el potencial de los impuestos turísticos como instrumento para gestionar los problemas de masificación en destinos especialmente tensionados. Si bien algunos de los análisis anteriores en el bloque del problema de la vivienda sugieren que el control de licencias puede ser más efectivo que las tasas turísticas, el artículo argumenta que, si se diseña adecuadamente, este tipo de impuesto puede contribuir simultáneamente a reducir la congestión, mejorar la experiencia de los visitantes y reforzar la competitividad del destino turístico en un enclave con una problemática muy específica como es el de las Islas Baleares.

Una cuestión estructural

Los trabajos reunidos en este número muestran que la cuestión de la vivienda trasciende el ámbito del mercado inmobiliario. Se trata de un fenómeno que conecta con la evolución de la desigualdad, con la distribución intergeneracional de la riqueza, con el funcionamiento del mercado laboral y con el diseño de las políticas urbanas y fiscales. En última instancia, la vivienda se ha convertido en uno de los principales puntos de fricción entre las dinámicas económicas a largo plazo y las expectativas sociales sobre bienestar y movilidad económica. Comprender sus determinantes y evaluar con rigor las distintas respuestas de política económica constituye, por tanto, una tarea esencial para el debate público y para el diseño de políticas que permitan compatibilizar eficiencia económica y cohesión social.

01

Raymond Torres y María Jesús Fernández
Funcas



El ciclo expansivo ante los nuevos riesgos geopolíticos

Estos últimos años, la economía española ha logrado capear la sucesión de *shocks* externos, gracias al fuerte tirón de la demanda interna y al crecimiento demográfico. El ciclo expansivo debería mantenerse en los próximos dos años, si bien a un ritmo más moderado. La previsible reducción en los flujos de entrada de inmigrantes, el agotamiento de los fondos europeos, la finalización de la etapa de intenso crecimiento del turismo y la normalización de la elasticidad de las importaciones son los grandes factores que explican dicha ralentización. El crecimiento del PIB español seguirá superando al de la eurozona, impulsado por una aún dinámica demanda nacional, mientras que la inflación permanecerá estancada por encima de la media europea. El riesgo más inmediato a este escenario central procede de una elevación persistente de los precios energéticos como consecuencia del conflicto con Irán. Su impacto sobre el PIB se materializaría a través del aumento de la inflación y su efecto sobre el consumo privado, uno de los pilares del ciclo expansivo y, en menor medida, sobre las exportaciones y sobre la inversión.

Introducción

La economía española ha seguido mostrando un comportamiento positivo, a tenor del avance del PIB en 2025 —un 2,8 %, frente al 1,5 % del conjunto de la eurozona— y del fuerte crecimiento del empleo. Este buen resultado, sin embargo, encubre un menor equilibrio en el ciclo expansivo: este depende por completo de la demanda interna, mientras que el sector exterior ha pasado de aportar actividad en la fase inicial del ciclo a detraerla. El crecimiento también ha traído consigo una cierta persistencia de la inflación, con un IPC que se incrementa a un ritmo superior a la media de las economías que comparten la moneda única.

En este contexto, el estallido del conflicto en Irán entraña un nuevo riesgo de cara al objetivo de moderación de los precios y de sostenimiento de un crecimiento elevado. El presente artículo presenta el escenario central de evolución de la economía española para los próximos dos años, tal y como se esbozaba antes del inicio de las hostilidades en Oriente Medio. Posteriormente, el artículo analiza el impacto en la inflación y el PIB de un incremento sostenido de los precios energéticos, principal canal de transmisión del conflicto bélico.

Escenario central

El escenario central de previsiones parte de ciertos supuestos de política macroeconómica y de inmigración, variable esta última que ha resultado ser crucial para explicar el ciclo expansivo de la economía española. En primer lugar, en materia de política monetaria, se anticipa el fin del ciclo de recortes de tipos de interés, de modo que la facilidad de depósitos, principal referencia del Banco Central Europeo (BCE), se mantendrá en el 2 % actual durante todo el periodo de previsión.

El banco central considera que dicho nivel de tipos de interés es compatible con su objetivo de inflación y con una leve recuperación de la economía de la eurozona, al tiempo que permite flexibilidad para reaccionar a eventuales *shocks*.

En segundo lugar, la política fiscal pasará de ser expansiva gracias al desembolso de los recursos europeos a neutra, a medida que dichos recursos se van agotando. Esta inflexión se percibirá con más claridad a partir del año que viene.

Finalmente, en cuanto a la inmigración, se estima que la desaceleración en el número de activos extranjeros se prolongará durante el periodo de previsión: la población activa extranjera se incrementará un 5 % este año y un 4 % en 2027 (en 2024 lo hizo un 8,2 % y en 2025 un 6,3 %) (gráfico 1). Esta hipótesis implica que el recién anunciado proceso de regularización solo incidiría en el empleo (como veremos más abajo) y no en los flujos de entrada de fuerza laboral foránea, al menos en el corto plazo.

A partir de estos supuestos, se prevé que la economía española seguirá creciendo a un ritmo robusto, pero con una tendencia a la desaceleración. En 2026, el PIB avanzará un 2,4 %, cinco décimas más que en la previsión de Funcas de octubre, una revisión que se explica sobre todo por el impulso expansivo procedente del año pasado, que ha sido mayor de lo anticipado (Anexo). Este efecto de arrastre, por sí solo, aporta tres décimas de crecimiento más que en la previsión anterior.

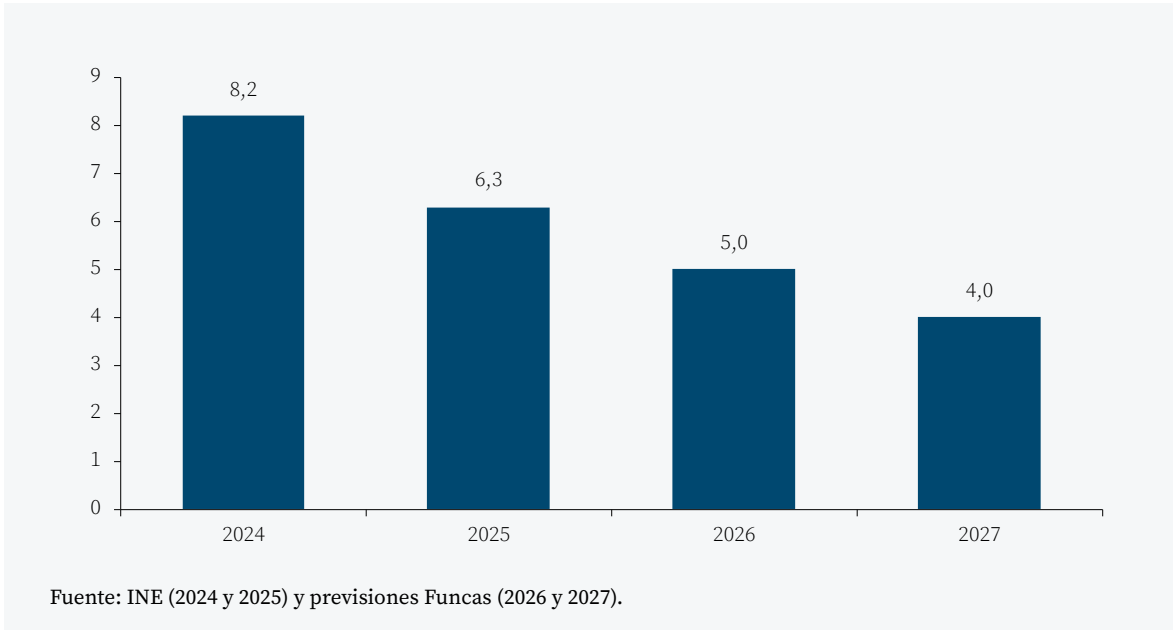
|
*En 2026, el PIB avanzará un 2,4 %, cinco
décimas más que en la previsión de Funcas
de octubre*
|

El crecimiento se sustentará únicamente en la demanda interna, cuya aportación al avance del

Gráfico 1

Crecimiento de la población activa extranjera

Porcentaje



PIB será de 3,1 puntos, uno más de lo vaticinado en octubre. Destaca el tirón del consumo privado, apoyado en la creación de empleo y, en menor medida, una leve revalorización de las remuneraciones en términos reales. La inversión seguirá avanzando, por la recuperación —todavía insuficiente teniendo en cuenta la magnitud del déficit habitacional— de la construcción de vivienda y la necesidad de acelerar la ejecución del remanente de fondos europeos. No obstante, la inversión empresarial se mantendrá como el componente más rezagado de la inversión total.

A la inversa, el sector exterior detraerá 0,7 puntos de crecimiento de PIB, una aportación más negativa de lo anticipado en la última previsión (gráfico 2). Este resultado refleja la desaceleración de las exportaciones, en un contexto de debilidad de los mercados europeos, de tensiones comerciales a nivel global, y, en el plano

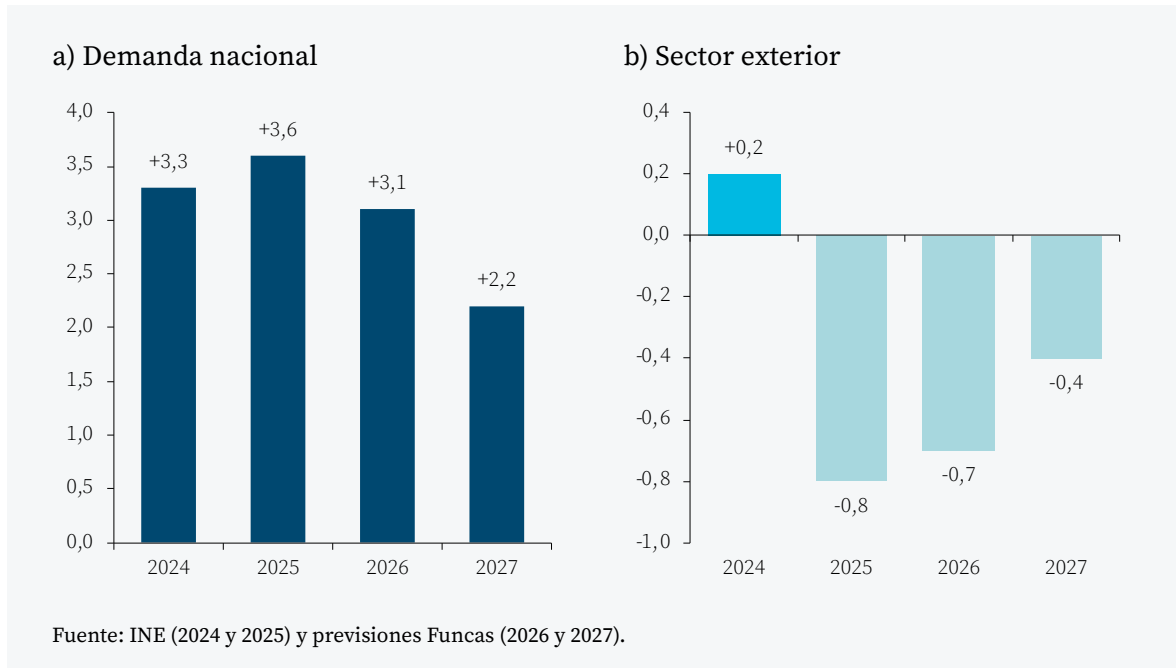
nacional, de saturación y pérdida de competitividad de algunos de los destinos turísticos más concurridos. Por su parte, las importaciones crecerán a un ritmo superior al de la demanda interna, recuperando la elasticidad histórica, y contribuyendo también a explicar la aportación negativa del sector exterior al crecimiento del PIB. Destacan las compras de productos procedentes de China, cuyas empresas intentan acelerar sus envíos hacia el exterior para contrarrestar la tibieza del mercado interno.

En 2027, la economía española seguirá creciendo por encima de la media europea, con un avance del PIB del 1,8 %, una décima más que en la anterior previsión. El ajuste al alza se debe al vigor de la demanda nacional, mientras que el sector exterior seguirá restando actividad. Con todo, la moderación del turismo, de la expansión fiscal procedente de los fondos europeos y del

Gráfico 2

Contribución al crecimiento del PIB de España

Puntos porcentuales



crecimiento poblacional —factores que han impulsado el ciclo expansivo— será más palpable a partir del año que viene.

En 2027, la economía española seguirá creciendo por encima de la media europea, con un avance del PIB del 1,8 %, una décima más que en la anterior previsión

La pauta de crecimiento, con un mayor protagonismo de la demanda nacional frente al debilitamiento del sector exterior, traerá consigo un descenso del superávit de la cuenta por cuenta corriente, hasta el 2 % del PIB en 2027, casi un punto menos que en el ejercicio pasado. El excedente, no obstante, sigue siendo sólido, además de reflejar un incremento de la tasa de inversión

(gracias al segmento residencial) y no un descenso de la tasa de ahorro nacional.

El tirón de la demanda interna explica también la persistencia de la inflación en el entorno del 2,5 % este año, mientras que la media de la eurozona se situaría por debajo del 2 %, evidenciando una cierta pérdida de competitividad. El diferencial desfavorable de inflación se mantendrá el año que viene, si bien será algo menos pronunciado, por la moderación de la demanda interna antes señalada.

Aunque menos equilibrado que en el inicio del ciclo expansivo, el crecimiento traerá consigo la creación de más de 800.000 puestos de trabajo en los dos próximos años, permitiendo un descenso de la tasa de paro hasta el 9 %, dos décimas menos que en la previsión de octubre.

Además del propio dinamismo de la economía, el proceso de regularización de inmigrantes también redundará en un incremento del empleo, por la incorporación de personas en situación irregular que no encuentran actualmente empleo. Dicho fenómeno de incorporación laboral ya sucedió en el episodio de reconocimiento administrativo llevado a cabo en 2005, razón por la cual se ha tenido en cuenta en esta previsión.

El crecimiento de la economía también facilitará la contención de los desequilibrios presupuestarios, si bien este resultado se explica por el efecto del ciclo sobre la recaudación, sin que se detecte una mejora estructural. El déficit público bajaría hasta el 2,3 % del PIB en 2026 y, descontando el pago de intereses, el saldo presupuestario arrojaría un excedente (del 0,1 % del PIB), por primera vez desde 2007. Habida cuenta de la moderación prevista del crecimiento, la mejora sería ya muy leve en 2027. A final de ese año, la deuda de las administraciones alcanzaría el 97,8 %, una ratio todavía relativamente elevada.

El conflicto en Irán

Los precios de la energía son siempre un factor a tener en cuenta en cualquier escenario. Su moderación posterior al *shock* asociado a la guerra en Ucrania había sido uno de los determinantes del descenso de la inflación y del tirón del consumo. En el escenario central de previsiones se parte del supuesto de que el precio del barril de brent se situaría en el entorno de los 65 dólares durante todo el periodo, el precio del Mibgas se mantendría en los niveles de comienzos del año (unos 35 euros) y la cotización del euro frente al dólar continuaría en torno a 1,17.

No obstante, en los días inmediatamente posteriores al inicio del conflicto con Irán —en el último fin de semana de febrero—, el precio del

crudo se elevó por encima de los 80 dólares, y el del Mibgas por encima de los 53 euros, al tiempo que el euro descendía hasta 1,16 dólares, situación que, de sostenerse en el tiempo, supondría un cambio importante con respecto a dicho escenario central (gráfico 3).

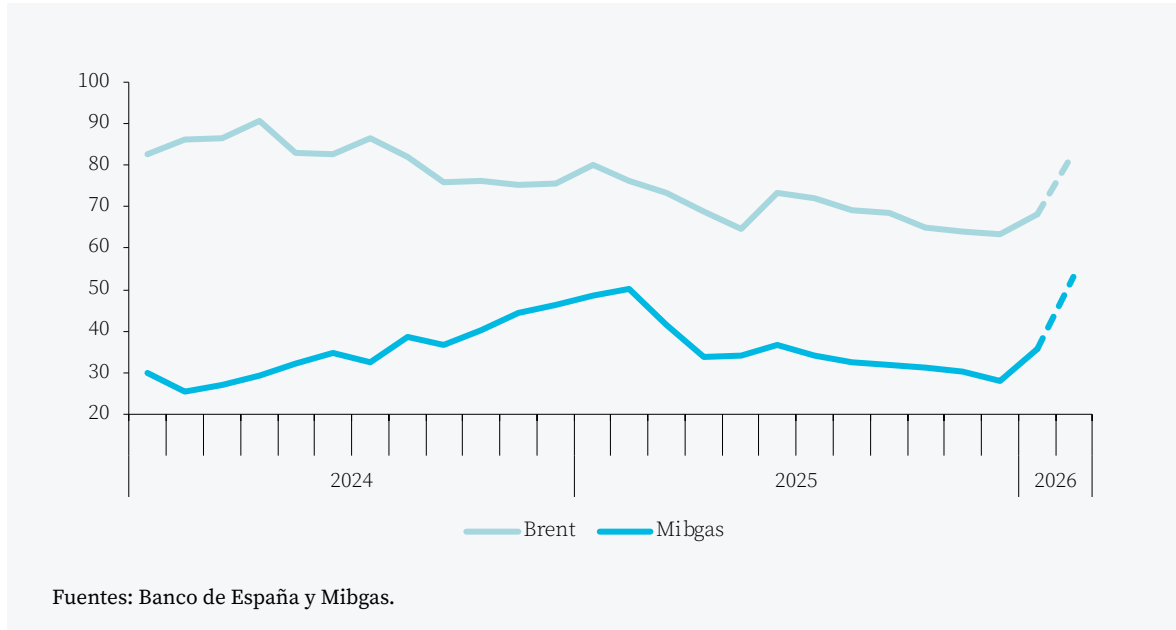
Así, de sostenerse durante el resto del año los niveles alcanzados por el Brent y el Mibgas en el momento del cierre de este artículo, la tasa de inflación media anual se elevaría hasta el 3,4 %, y la subyacente hasta el 2,8 %, un punto y tres décimas porcentuales más que en el escenario central antes mencionado. El encarecimiento de estos productos energéticos se traslada a la cesta de la compra de forma directa e inmediata a través de su impacto sobre los precios de los combustibles y de la electricidad. Supone, además, un aumento en los costes de producción, que, de mantenerse durante un periodo prolongado, serían trasladados a lo largo de la cadena de producción hacia el consumidor final, dando lugar a una nueva ronda de subidas de precios, que se reflejaría en el aumento de la inflación subyacente.

|
Así, de sostenerse durante el resto del año los niveles alcanzados por el Brent y el Mibgas en el momento del cierre de este artículo, la tasa de inflación media anual se elevaría hasta el 3,4 %, y la subyacente hasta el 2,8 %
|

El encarecimiento de la cesta de la compra retrasaría el avance del consumo privado, principal motor de crecimiento en el corto plazo. También las exportaciones se verían afectadas por el impacto negativo sobre la actividad económica en el resto de países. Otra vía de transmisión sería el turismo, que se resentiría del encarecimiento de los viajes en avión y del impacto general de la inflación sobre la capacidad adquisitiva

Gráfico 3**Precio del petróleo y del Mibgas**

Euros



de los visitantes —aunque es posible que este efecto fuera compensado, parcialmente, por el aumento del atractivo de nuestro país frente a otros destinos competidores cercanos a Oriente Medio, que podrían ser percibidos como más inseguros—. Una posible última vía de transmisión sería la inversión, ya que muchas decisiones

podrían paralizarse o posponerse como resultado de la incertidumbre.

La suma de todos estos efectos —teniendo también en cuenta un pequeño efecto compensatorio por el menor crecimiento de las importaciones— podría restar al PIB cinco o seis

Cuadro 1**Impacto de un hipotético incremento prolongado de los precios energéticos**

Tasas anuales de crecimiento, 2026

| | Escenario central (a) | Escenario tensionado (b) |
|-----|-----------------------|--------------------------|
| IPC | 2,4 | 3,4 |
| PIB | 2,4 | 1,9 |

Notas: (a) Precio del petróleo: 65 dólares; Mibgas: 35 euros. (b) Precio del petróleo: 83 dólares; Mibgas: 53 euros.

Fuente: Funcas.

décimas de crecimiento en 2026. El impacto sería, por tanto, de carácter estancacionario, es decir, al mismo tiempo que eleva la inflación, reduce la actividad económica.

Riesgos

La incertidumbre sigue siendo la nota dominante de un contexto internacional marcado por la transición desde un sistema multilateral basado en reglas a otro dominado por las asimetrías de poder. El conflicto en Oriente Medio es el episodio más reciente de este clima, que podría derivar en nuevas amenazas para el comercio y para las relaciones transatlánticas en general. Además, la Unión Europea no ha logrado consensuar una estrategia que le permita contrarrestar las iniciativas del ejecutivo de EE. UU., ni parece avanzar en materia de fortalecimiento

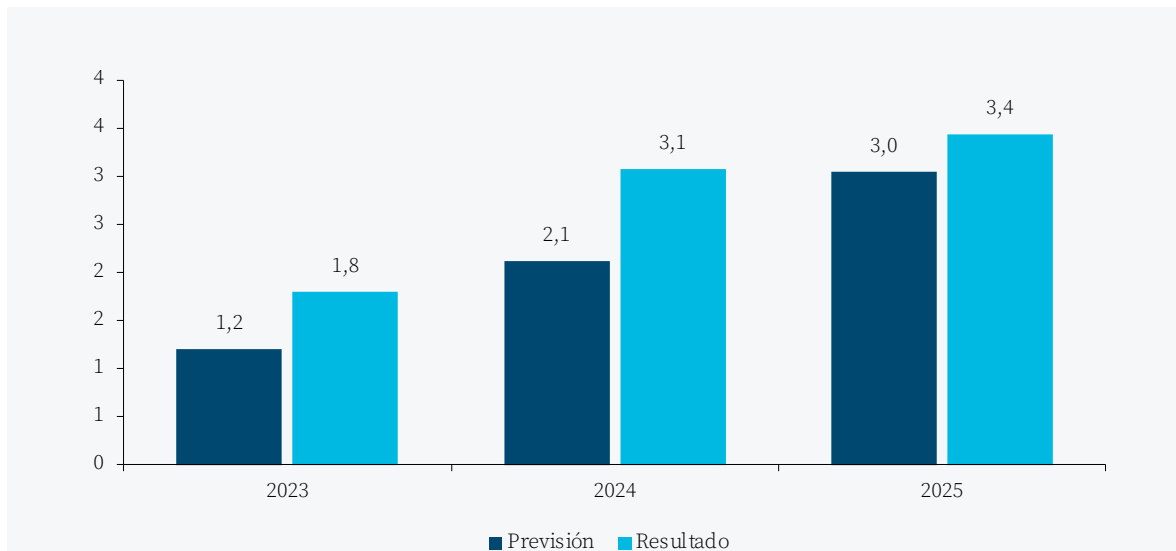
del mercado único. En el plano nacional, el turismo podría verse más afectado de lo previsto por la pérdida de competitividad. Por otra parte, la incertidumbre sigue pesando sobre la inversión empresarial, y el agotamiento de los fondos europeos podría dejar aflorar esa debilidad de manera más acusada de lo anticipado en estas previsiones.

En cuanto a los riesgos al alza, el consumo de las familias podría incrementarse más de lo previsto. Es un hecho que, en el periodo más reciente, el consumo privado ha crecido con más intensidad de lo anticipado. En el conjunto del periodo 2023-2025 avanzó un 8,5 % en términos reales, situándose todos los años por encima de la previsión (gráfico 4). Las desviaciones con respecto a las previsiones procedieron, por una parte, de un crecimiento del consumo per cápita superior a lo esperado, y por otro, de un

Gráfico 4

Crecimiento del consumo de los hogares: comparación entre la previsión en enero de cada año y el resultado final

Porcentaje



Fuente: INE y Funcas.

crecimiento demográfico también mayor de lo previsto. A su vez, el mayor crecimiento del consumo per cápita fue el resultado de un crecimiento de la renta disponible bruta que superó las expectativas, y ello a pesar de que se esperaba una tasa de ahorro inferior a la que finalmente se registró; es decir, se preveía que los hogares consumieran una mayor parte de su incremento de la renta disponible de lo que finalmente sucedió.

En el futuro, la entrada de extranjeros podría ser más intensa de lo supuesto en estas previsiones, aportando un estímulo adicional al consumo y a la actividad de los sectores con más demanda de

empleo. Por otra parte, existe una cierta incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la actual tasa de ahorro: esta se situaría en el 11 % al final del periodo de previsión, muy por encima de los valores considerados como normales hace unos años. En estas previsiones se considera que ese cambio es estructural, por factores como la inmigración o la necesidad de ahorrar más para adquirir una vivienda. Las previsiones incorporan un descenso de la tasa de ahorro en los próximos años, en consonancia con esta hipótesis. Sin embargo, pueden prevalecer factores coyunturales, que desaparecerán con el tiempo, empujando el gasto en consumo al alza.

Anexo

Previsiones económicas para España 2026-2027

Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

| | Datos observados | | | | Previsiones Funcas | | Variación de las previsiones [a] | |
|--|------------------|-----------|-----------|----------|--------------------|--------|----------------------------------|------|
| | Media | Media | Media | 2025 | 2026 | 2027 | 2026 | 2027 |
| | 2014-2019 | 2020-2022 | 2023-2024 | | | | | |
| PIB y agregados, precios constantes | | | | | | | | |
| PIB | 2,6 | 0,4 | 3,0 | 2,8 | 2,4 | 1,8 | 0,5 | 0,1 |
| Consumo final hogares e ISFLSH | 2,2 | -0,4 | 2,4 | 3,4 | 2,8 | 2,1 | 0,8 | 0,3 |
| Consumo final administraciones públicas | 1,2 | 2,6 | 3,7 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 0,4 | 0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | 5,0 | -0,9 | 4,7 | 6,3 | 5,6 | 3,4 | 2,2 | 0,8 |
| Construcción | 5,2 | -1,5 | 4,8 | 5,2 | 6,1 | 4,4 | 1,7 | 1,4 |
| Equipo y otros productos | 4,7 | -0,2 | 4,7 | 7,5 | 5,1 | 2,2 | 2,9 | 0,0 |
| Exportación bienes y servicios | 4,0 | 1,1 | 2,7 | 3,4 | 1,8 | 1,9 | 0,2 | 0,1 |
| Importación bienes y servicios | 4,4 | 1,7 | 1,4 | 6,3 | 4,2 | 3,2 | 1,8 | 1,0 |
| Demanda nacional (aportación en puntos porcentuales) | 2,6 | 0,5 | 2,4 | 3,6 | 3,1 | 2,2 | 1,0 | 0,4 |
| Saldo exterior (aportación en puntos porcentuales) | 0,0 | -0,1 | 0,5 | -0,8 | -0,7 | -0,4 | -0,5 | -0,3 |
| PIB precios corrientes: | | | | | | | | |
| - miles de mill. de euros | -- | -- | -- | 1685,8 | 1768,9 | 1838,1 | -- | -- |
| - % variación | 3,4 | 4,5 | 7,6 | 5,7 | 4,9 | 3,9 | 1,1 | 0,2 |
| Inflación, empleo y paro | | | | | | | | |
| Deflactor del PIB | 0,8 | 2,8 | 4,6 | 2,9 | 2,5 | 2,1 | 0,6 | 0,1 |
| Deflactor del consumo de los hogares | 0,7 | 2,9 | 4,3 | 2,8 | 2,5 | 2,1 | 0,5 | 0,1 |
| Remuneración por asalariado e.t.c | 1,2 | 3,4 | 4,8 | 4,3 | 3,0 | 2,6 | 0,0 | 0,0 |
| Empleo (EPA) | 2,4 | 1,3 | 2,7 | 2,6 | 2,3 | 1,3 | 0,8 | 0,2 |
| Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa) | 18,8 | 14,5 | 11,8 | 10,5 | 9,5 | 9,0 | -0,1 | -0,2 |
| Equilibrios financieros (porcentaje del PIB) | | | | | | | | |
| Tasa de ahorro nacional | 21,9 | 22,4 | 24,1 | 24,4 (b) | 24,4 | 24,4 | -0,3 | -0,5 |
| Tasa de inversión nacional | 19,6 | 21,7 | 21,1 | 21,5 | 22,2 | 22,5 | 0,3 | 0,4 |
| Saldo cta. cte. frente al resto del mundo | 2,3 | 0,7 | 3,0 | 2,9 (b) | 2,3 | 2,0 | -0,5 | -0,7 |
| Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación | 2,7 | 1,4 | 4,1 | 4,0 (b) | 3,2 | 2,3 | -0,6 | -0,7 |
| Cap. (+) o nec. (-) de financiación de las AA.PP. | -4,0 | -7,0 | -3,3 | -2,5 (b) | -2,3 | -2,2 | 0,4 | 0,4 |
| Deuda pública según PDE | 101,3 | 114,8 | 103,4 | 100,8 | 98,8 | 97,8 | 0,6 | 0,3 |
| Otras variables | | | | | | | | |
| PIB real per cápita | 2,4 | -0,1 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 0,4 | 0,1 |
| PIB Eurozona | 2,0 | 1,1 | 0,9 | 1,5 | 1,3 | 1,4 | 0,2 | -0,7 |
| Tasa de ahorro hogares (% de la RDB) | 7,2 | 13,6 | 12,2 | 12,0 (b) | 11,5 | 11,0 | -0,2 | -0,2 |
| Deuda bruta hogares (% de la RDB) | 100,5 | 86,9 | 71,1 | 67,7 (b) | 66,6 | 65,6 | -2,4 | -3,9 |
| Deuda bruta consolidada soc. no financieras (% PIB) | 84,7 | 82,4 | 64,7 | 61,2 (b) | 59,4 | 58,4 | -1,8 | -3,0 |
| EURIBOR 12 meses (% media anual) | 0,01 | 0,10 | 3,57 | 2,22 | 2,20 | 2,20 | 0,3 | 0,2 |
| Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual) | 1,58 | 0,97 | 3,31 | 3,22 | 3,25 | 3,25 | -0,1 | -0,1 |

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

Fuentes: 2014-2025: INE y BE; (b) y Previsiones 2026-2027: Funcas.

02

Daniel Gros
IEP Bocconi University



Rearmamento europeo: el potencial económico obstaculizado por el *juste retour* y los campeones nacionales

Con un PIB combinado de 20 billones de euros y una base industrial a la altura de la de Estados Unidos, la Europa ampliada posee la capacidad económica e industrial necesaria para crear fuerzas militares sólidas. Aunque el gasto en defensa está aumentando, liderado por Alemania, Polonia y los países nórdicos, estos esfuerzos de rearme siguen estando fragmentados. Persisten importantes “brechas de capacidad” en sectores de alta tecnología como la defensa aérea, el espacio y la ciberseguridad. Los avances en la creación de una base industrial de defensa europea sólida se ven frenados por el principio del *juste retour* y la preferencia por los campeones nacionales, lo que da lugar a una producción ineficiente y a costosos retrasos en los proyectos de colaboración. Para reforzar eficazmente la seguridad y apoyar a Ucrania, Europa debe superar los silos nacionales. Las principales carencias en materia de capacidad no se están abordando, como demuestran la lenta puesta en marcha del sistema europeo de defensa aérea SAMP/T y la desconexión entre las inversiones nacionales en el ámbito espacial. Estos proyectos clave deben ser prioritarios.

Antecedentes

El “pilar” europeo dentro de la OTAN representa una masa económica grande, aunque algo lenta. El PIB combinado de los miembros europeos de la OTAN asciende a unos 20 billones de euros, más de dos tercios del de Estados Unidos. El objetivo de la OTAN del 3,5 % del PIB supondría un gasto en defensa de 700.000 millones de euros, aproximadamente el doble del nivel actual (350.000 millones de euros) y, al tipo de cambio actual, no muy lejos del total actual de Estados Unidos, que ronda los 800.000 millones de euros (equivalentes a 950.000 millones de dólares estadounidenses).

No cabe duda del potencial económico de una defensa europea fuerte dentro de la alianza o en apoyo de esta.

Además, Europa también tiene la capacidad industrial para producir sus propias armas. En términos de valor de la producción industrial, la Unión Europea (UE) está a la par con los Estados Unidos, ya que la industria representa una mayor proporción del PIB de la UE.

El objetivo del 3,5 % del PIB para defensa sigue estando lejos, puesto que la media de la UE sigue estando solo ligeramente por encima del 2 %, pero incluso el pequeño aumento que se ha producido desde el inicio de la invasión a gran escala de Ucrania ya ha dado lugar a importantes cambios en el gasto relativo.

Desde 2021, el gasto en defensa a precios constantes (para eliminar el efecto del aumento de la inflación en 2022) se ha mantenido prácticamente estable en Estados Unidos (solo ha aumentado 20.000 millones en términos reales en dólares estadounidenses), mientras que el de los Estados miembros de la UE ha aumentado en 150.000 millones (si se incluye al Reino Unido y

Noruega, el aumento ascendería a 170.000 millones). Por lo tanto, la mayor parte del gasto adicional de la OTAN se está produciendo en Europa.

Este artículo comienza con una estimación aproximada del impacto macroeconómico que podría tener este aumento y de cómo se ha distribuido hasta ahora el aumento del gasto entre los Estados miembros. A continuación, aborda la cuestión de si las normas fiscales del Pacto de Estabilidad podrían suponer un obstáculo para nuevos aumentos.

El documento comienza analizando los programas de apoyo de la Unión Europea a la inversión en defensa en diversas formas (SAFE, FED, preferencia europea o de la UE por la adquisición de material militar, etc.).

A continuación, se examina críticamente cómo funcionan en la práctica los proyectos conjuntos y cómo las preferencias por los campeones nacionales han ralentizado el progreso en áreas clave de alta tecnología.

Impacto macroeconómico

Alcanzar el objetivo de la OTAN de aumentar el gasto militar hasta el 3,5 % del PIB (+ 1,5 % en infraestructura) representaría un importante impulso de la demanda, incluso si se descuenta cierta reclasificación del gasto existente.

Dado que el gasto militar se sitúa actualmente en torno al 2 % del PIB, incluso alcanzar el objetivo del 3,5 % del PIB supondría un aumento de 1,5 puntos porcentuales del PIB, es decir, unos 300.000 millones de euros más que en la actualidad. No es probable que todos los países miembros europeos alcancen este objetivo a corto plazo. Sin embargo, para los que están en camino de alcanzarlo (Alemania y los países

nórdicos), este aumento supondrá un importante impulso a la demanda interna, ya que una gran parte del aumento se gasta en el país.

Las investigaciones disponibles sugieren que cada punto porcentual del PIB en gasto militar aumenta la demanda entre 0,5 y 0,6 puntos del PIB. Por lo tanto, el aumento que aún está en proyecto debería proporcionar un impulso a la demanda equivalente a alrededor del 1 % del PIB (algo más en los países donde el aumento es mayor, como Alemania). Esto es significativo, dada la tasa de crecimiento tendencial de la UE, que se sitúa entre el 1 % y el 1,5 %.

La composición del gasto militar también está cambiando. Hasta 2022, las adquisiciones solo representaban una pequeña parte (normalmente entre el 20 % y el 25 %) del gasto militar total, y la mayor parte se destinaba al personal (incluidas las pensiones) y a los gastos de funcionamiento. En cambio, ahora una gran parte del aumento se destina a adquisiciones.

El último informe de la Agencia Europea de Defensa (AED) muestra que el gasto militar total de la UE ha aumentado de cerca de 250.000 millones de euros en 2022 a más de 350.000 millones de euros en 2025 (estimación). Si se descuenta la inflación, el aumento es menos impresionante, pero sigue siendo importante (del 1,5 % al 2,1 % del PIB en 2025).

Además, la inversión (equipamiento más I+D e I+T) se ha duplicado desde 2022 y ascendió a unos 100.000 millones de euros en 2024, lo que supone alrededor del 30 % del gasto total en defensa. Estas cifras también implican que la mitad del aumento del gasto militar se destinó a equipamiento.

Esto no debería sorprender, dado que el gasto anterior en equipamiento había estado por

debajo de los objetivos de la OTAN y que los aliados europeos han transferido parte de sus existencias y equipamiento (en su mayoría antiguo) a Ucrania. Por lo tanto, es probable que el equipamiento domine el actual aumento del gasto en defensa, ya que a corto plazo es más fácil aumentar los pedidos de nuevos tanques, artillería o municiones que encontrar miles de nuevos soldados.

Hasta ahora, el aumento global no se ha distribuido de manera uniforme. Según los datos publicados por la Agencia Europea de Defensa, tres países, Alemania, los Países Bajos y Polonia, representan en conjunto alrededor de dos tercios del aumento total de la inversión de la UE.

El gráfico 1 muestra la distribución porcentual del aumento global de la inversión militar de los países de la UE entre 2022 y 2024. Aparte de las contribuciones de Alemania, los Países Bajos y Polonia, los países escandinavos también son importantes en relación con su peso en la economía de la UE.

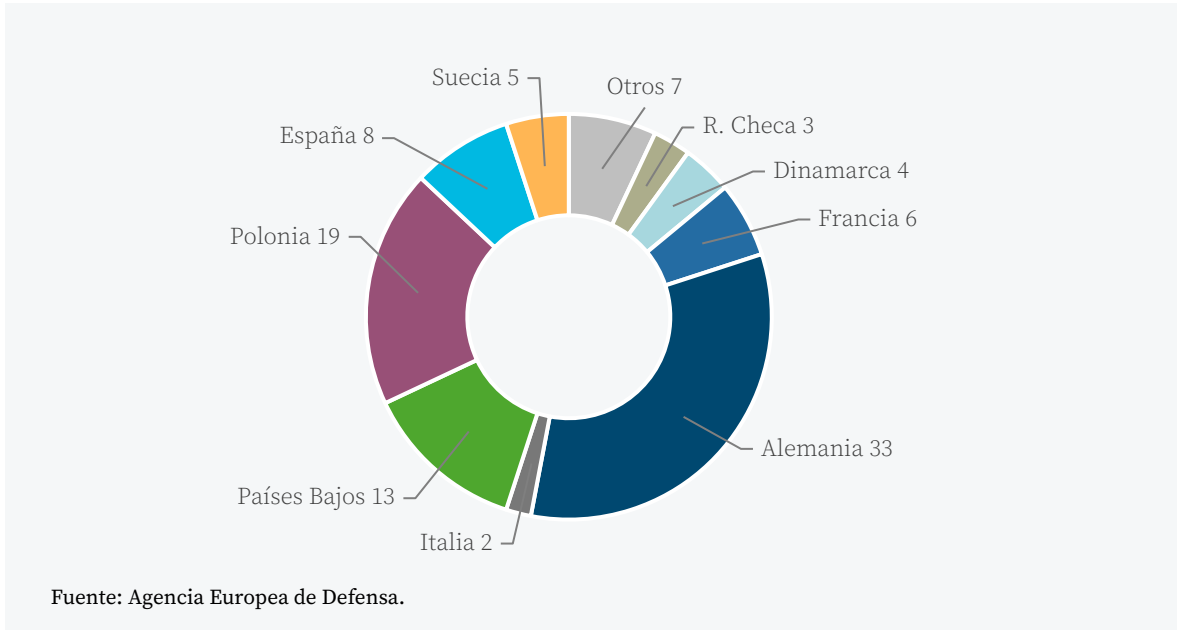
|
*Los Estados miembros del sur han
aumentado hasta ahora muy poco su gasto
en inversión en defensa, con la excepción
parcial de España*
|

La cuota alemana podría aumentar aún más en los próximos años, dado el elevado incremento previsto para los próximos años. Por el contrario, los Estados miembros del sur han aumentado hasta ahora muy poco su gasto en inversión en defensa, con la excepción parcial de España.

Los datos sobre el gasto militar siempre están sujetos a un cierto margen de error, dadas las diferentes definiciones adoptadas por las distintas organizaciones.

Gráfico 1**Participación en el aumento de la inversión en defensa, 2022-2024**

Porcentaje

**¿Las normas fiscales de la zona del euro suponen un freno al gasto en defensa?**

A los gobiernos les resulta políticamente imposible reducir otros gastos (o aumentar los impuestos) para financiar el incremento del gasto en defensa. Esto implica que gran parte del aumento se traducirá en un mayor déficit. (Alemania incluso modificó su Constitución a principios de 2025 para permitir que gran parte de su gasto en defensa se financiara al margen de su “freno al endeudamiento”).

Los Estados miembros de la zona del euro acababan de acordar en 2024 un programa plurianual para reducir los déficits a niveles más sostenibles. Aumentar los déficits ahora debido al aumento del gasto en defensa habría sido contrario a las normas del Pacto de Estabilidad y podría haber dado lugar incluso a multas en el marco del denominado procedimiento de déficit excesivo.

Por ello, la Comisión ha propuesto eximir, al menos temporalmente, hasta 1,5 puntos porcentuales del PIB de gasto adicional en defensa de las trayectorias específicas de cada país que los Estados miembros habían acordado recientemente con la Comisión. Hasta ahora, 16 Estados miembros han solicitado esta “cláusula económica nacional” (NEC), que representa alrededor del 45 % del PIB de la UE. Por lo tanto, es probable que el impacto de este ajuste de las normas fiscales sea menor.

Ayuda financiera actual de la Unión Europea para la inversión en defensa

Otro mecanismo para apoyar el aumento del gasto en defensa es la Acción de Seguridad para Europa (SAFE), en virtud de la cual la UE concederá 150.000 millones de euros en préstamos a los Estados miembros para financiar adquisicio-

nes comunes, es decir, contratos en los que participen al menos dos Estados miembros de la UE, o un Estado miembro de la UE y Ucrania (los países del EEE también pueden optar a ellos). En el caso de los activos críticos, SAFE también puede financiar las adquisiciones de los Estados miembros individuales. Lamentablemente, en la actualidad no se dispone de información sobre el alcance de esta medida. Las cifras globales sugieren que una gran parte se destinó a adquisiciones nacionales.

La primera ventaja de los préstamos SAFE es el bajo tipo de interés de los bonos de la UE. La importancia de este factor ha disminuido para países como Italia, ya que las primas de riesgo han bajado. Sin embargo, los tipos de interés de los préstamos de la UE siguen siendo más altos que los que pagan Alemania y los países nórdicos. Por eso, estos países con baja deuda no han solicitado ningún préstamo SAFE. Otra ventaja es la capacidad de la UE para proporcionar financiación a plazos muy largos, que a menudo no está disponible para los Estados miembros más pequeños y los que no pertenecen a la zona del euro.

Los 150.000 millones de euros en préstamos previstos para SAFE representan menos del 1 % del PIB de la UE. Sin embargo, esta suma es considerable en comparación con los importes aún limitados que se gastan en equipamiento de defensa. 150.000 millones de euros es más del doble del gasto anual en equipamiento e investigación de los Estados miembros que han solicitado fondos SAFE.

La demanda de *préstamos SAFE* ha sido fuerte, con 19 Estados miembros que han solicitado un total de 150 000 millones de euros¹. Todos los Estados

miembros de Europa Central y Oriental (incluida Hungría) han solicitado préstamos SAFE, además de Francia y España (los dos grandes países de la zona del euro con primas de riesgo superiores a las de la UE). Según se informa, 15 de estos planes nacionales implican la cooperación con Ucrania. La larga duración de los préstamos SAFE podría ser la razón por la que, especialmente los Estados miembros más pequeños, han solicitado cantidades muy elevadas, a menudo múltiplos de su gasto anual actual en equipamiento.

Para algunos Estados miembros más pequeños, como Letonia o Lituania, los préstamos SAFE representan una parte considerable de su PIB (cerca del 12 % en el caso de Letonia). Para países grandes como Italia o Francia, los préstamos SAFE tienen una importancia secundaria (importes equivalentes a menos del 1 % del PIB). Una mejor medida del beneficio económico de los préstamos SAFE es el importe de los pagos de intereses ahorrados.

Para los países bálticos más pequeños, con bajos índices de endeudamiento, el ahorro en intereses es de importancia secundaria, ya que sus gobiernos pueden financiarse a tipos bajos. Además, las cantidades solicitadas (y ahora aprobadas) representan múltiplos de su gasto en equipamiento (2024).

Sin embargo, para otros países, la diferencia entre los intereses de los préstamos SAFE y la deuda nacional es mayor, especialmente para Hungría. Rumanía (ambos pagan alrededor de 4 puntos porcentuales más que la UE) y Polonia (diferencial del 2,4 %), lo que se traduce en un mayor ahorro en los tipos de interés.

¹ Los principales beneficiarios son: Polonia (43.700 millones), Rumanía (16.700 millones), Francia y Hungría (16.200 millones) e Italia (14.900 millones de euros).

Cuadro 1**Asignaciones de préstamos SAFE (provisionales)**

| País | Préstamo SAFE (miles de millones de euros) | PIB 2024 (miles de millones de euros) | Relación préstamo/PIB | Diferencial | Ganancia* (Porcentaje del PIB) | Asignación SAFE/equipos |
|----------|--|---------------------------------------|-----------------------|-------------|--------------------------------|-------------------------|
| Polonia | 43,7 | 1134 | 4,8 | 240 | 1,2 | 3,2 |
| Rumanía | 16,7 | 354 | 4,1 | 410 | 2,7 | 6,6 |
| Francia | 16,2 | 2921 | 0,55 | 71 | 0,0 | 1,0 |
| Hungría | 16,2 | 206 | 6,6 | 410 | 4,4 | 7,5 |
| Italia | 14,9 | 2192 | 0,68 | 71 | 0,0 | 2,1 |
| Bélgica | 8,3 | 614 | 1,35 | 49 | 0,0 | 6,7 |
| Lituania | 6,4 | 78 | 8,2 | — | — | 7,0 |
| Portugal | 5,8 | 285 | 1,8 | 46 | 0,0 | 7,2 |
| Letonia | 5,7 | 40 | 11,9 | — | — | 10,3 |

(*) Véase la nota 3 para más detalles sobre los cálculos.

Fuentes: Comisión Europea y Agencia Europea de Defensa.

Si se utilizan estos tipos de interés para calcular el ahorro en intereses², se observa que Hungría es, con diferencia, el mayor beneficiario del programa SAFE, con una ganancia superior al 4 % del PIB³. En el caso de Rumanía, el ahorro en intereses asciende al 2,7 % del PIB y, en el de Polonia, a alrededor del 1,2 %.

Para todos los demás países, el ahorro en intereses es insignificante como porcentaje del PIB, pero el SAFE sigue cubriendo múltiplos del gasto anual. Incluso en el caso de Italia, la cantidad solicitada es de 14.000 millones de euros, el doble del gasto nacional en equipamiento, que ronda los 7.000 millones.

En el caso de Hungría, la importante subvención implícita del SAFE podría haber sido una de las consideraciones que le llevaron a no vetar en el Consejo Europeo de diciembre la emisión de bonos de la UE para apoyar financieramente a Ucrania.

El Fondo Europeo de Defensa

El Fondo Europeo de Defensa es principalmente simbólico. Tiene un presupuesto anual de alrededor de 1.000 millones de euros, hasta 2027, con un tercio destinado a la investigación colaborativa y dos tercios a proyectos de desarrollo

2 El ahorro en intereses se calculó como el ahorro anual durante 15 años del importe de los préstamos SAFE asignados, multiplicado por la diferencia entre el tipo de interés de los bonos de la UE y los bonos nacionales.

3 Las cifras aquí indicadas son las asignaciones iniciales. Queda por ver si la Comisión puede someter los pagos SAFE a alguna condición.

de capacidades colaborativas que complementan las contribuciones nacionales.

Los problemas de la adquisición conjunta: desarrollo y producción

En esta fase, el problema clave para Europa no parece ser tanto si se dispondrá de suficiente dinero y financiación, sino cómo se gastará de manera que se cubran las lagunas de capacidad y se creen estructuras de fuerzas europeas más cohesionadas. No hay soluciones totalmente satisfactorias para este problema.

|
En esta fase, el problema clave para Europa no parece ser tanto si se dispondrá de suficiente dinero y financiación, sino cómo se gastará de manera que se cubran las lagunas de capacidad y se creen estructuras de fuerzas europeas más cohesionadas
|

A menudo se menciona la adquisición conjunta como clave para aumentar la eficiencia, debido a las economías de escala y al reparto de los costes de desarrollo. Sin embargo, no deben sobreestimarse las ventajas de la adquisición conjunta.

En el caso de la mayoría de los sistemas terrestres (tanques, vehículos de combate de infantería, artillería, incluida la antiaérea móvil), los costes de desarrollo no son tan elevados y las economías de escala se agotan tras la producción de unos pocos cientos de unidades. En este ámbito, los fabricantes europeos parecen ser competitivos, aunque se podría argumentar que todavía son demasiados.

Los costes de desarrollo como fuente de ganancias de eficiencia son mucho más elevados en relación con el precio final de las plataformas

de alta tecnología, como los aviones, los activos espaciales y los buques. Es en estos ámbitos donde la adquisición conjunta podría dar lugar a un importante ahorro de costes.

Sin embargo, muchos proyectos de desarrollo multinacionales se ven afectados por retrasos y sobrecostes. Esto se debe a los incentivos a los que se enfrentan los distintos países que participan en estos proyectos, tanto en la fase de desarrollo como en la de producción.

- Desarrollo: cada uno de los países participantes (el Ministerio de Defensa, a menudo impulsado por los líderes nacionales) tiene un incentivo para insistir en añadir una capacidad adicional al avión o buque conjunto. El coste de las características adicionales y los retrasos resultantes corren a cargo de todos, mientras que el beneficio de que el avión pueda desempeñar una función importante para un país se mantiene a nivel nacional. Los representantes nacionales que dirigen estos proyectos tienden naturalmente a proponer capacidades que se corresponden con sus necesidades idiosincrásicas y la tecnología de sus campeones nacionales.
- Producción: Los principios de *juste retour* dan lugar a líneas de producción ineficientes en las que las empresas de todos los países participantes deben tener su parte “justa”.

Dos ejemplos, uno del pasado y otro del presente, ilustran estas dos desventajas fundamentales de los proyectos de colaboración.

El proyecto del transportador A300 se retrasó años y sus costes de desarrollo superaron en 30.000 millones de euros los 10.000 millones de euros presupuestados, lo que demuestra los problemas que pueden surgir en la fase de

desarrollo cuando los siete países participantes tienen requisitos muy diferentes. Con menos de 200 aviones construidos hasta ahora, los costes de desarrollo ascienden por sí solos a 150 millones por avión, del mismo orden de magnitud que los costes de producción y el precio al que se venden estos aviones. Teniendo en cuenta esta experiencia, la división entre Francia y Alemania sobre el gran proyecto europeo de cazas *FCAS* podría ser una bendición disfrazada. La competencia entre Francia y el consorcio más pequeño restante podría dar lugar a dos aviones mejores a un coste menor del que habría sido probable en un consorcio poco manejable con constantes tensiones internas.

El otro ejemplo de las desventajas de los proyectos entre gobiernos se refiere al *SAMP/T*, la versión terrestre de una familia de sistemas de defensa aérea de teatro basados en los misiles *Aster*, un proyecto que comenzó a principios de la década de 1990⁴. En este caso, solo dos países (Francia e Italia) participaron de forma en la fase de desarrollo (de las versiones terrestres), lo que podría haber facilitado el relativo éxito en el desarrollo de un sistema avanzado, que, según se informa, tiene capacidades similares a las del *Patriot* (excepto contra misiles de medio alcance). El desarrollo y la producción a gran escala de este sistema deberían haber sido una prioridad absoluta para colmar una laguna clave en materia de capacidades y habrían sido de vital importancia para Ucrania. Sin embargo, en cuatro años de guerra no se han producido sistemas adicionales.

En este caso, el problema radica en la fase de producción. El sistema es producido por

Eurosam, una empresa conjunta de *MBDA* Francia, *MBDA* Italia y el Grupo *Thales*. *MBDA* ha declarado que se necesitan 22 meses para producir misiles adicionales y entre tres y cuatro años para nuevos sistemas. Una de las razones principales es que muchos componentes deben obtenerse de proveedores específicos de los dos países participantes (Francia y Alemania). Dado que las diferentes piezas se asignan a diferentes países, algunos componentes deben enviarse varias veces a través de las fronteras, lo que genera retrasos adicionales debido a los procedimientos nacionales de control de las exportaciones que deben cumplirse cada vez.

Los Estados miembros que respaldan *Eurosam* (principalmente Francia e Italia para la variante terrestre) no se han mostrado hasta ahora dispuestos a adoptar una estructura de producción más flexible por temor a perder capacidad industrial. A pesar de la urgencia de las necesidades de Ucrania y de la necesidad geopolítica de contar con una alternativa europea a los *Patriots*, el contrato para acelerar la producción no se firmó hasta principios de 2025⁵. La razón principal de este retraso fue la necesidad de alcanzar un acuerdo entre tres gobiernos (de países con frecuentes cambios de gobierno) para modificar el acuerdo original que dio lugar al desarrollo del sistema. Además, los dos países líderes disponen de poco margen fiscal y no podían ni estaban dispuestos a financiar la inversión necesaria para aumentar la capacidad de producción.

Lamentablemente, el *SAFE* no contiene ninguna disposición sobre licitaciones competitivas. Los Estados miembros invocan habitualmente

4 Para conocer algunas novedades recientes, véase <https://www.mbd-systems.com/european-cooperation-defence-occar-contracts-eurosam-additional-sampt-ng-systems>

5 Véase este anuncio en el sitio web de la *OCCAR*: https://www.occar.int/news/occar-fsafpaams-amendment-15-contract-signature-increase-and-acceleration-of-aster-missile-production-for-france-italy-and-the-uk-2?utm_source=chatgpt.com

el artículo 346 del TFUE para evitar someter los contratos militares a licitaciones abiertas⁶.

Dado que los fondos SAFE se destinan a los gobiernos, se consolida la estructura de gobierno a gobierno de la industria de defensa europea.

Si bien la licitación plenamente competitiva puede resultar difícil para sistemas complejos, debería haber sido posible condicionar los préstamos del SAFE al establecimiento de más de una línea de producción para componentes críticos, preferiblemente fuera de los países receptores.

La lógica industrial detrás del *juste retour*

El principal problema que acosa a los grandes proyectos conjuntos no es solo la soberanía en materia militar, sino también la lógica industrial imperante. Los planificadores de defensa consideran que es su deber preservar determinadas capacidades industriales (y la propiedad intelectual) en su país. Esta tendencia es, por supuesto, más fuerte en los Estados miembros más grandes de la UE (y en el Reino Unido).

Es esta lógica industrial la que subyace a la insistencia en el principio del *juste retour*. El deseo de mantener determinadas capacidades industriales en el país es más fuerte en los ámbitos de alta tecnología, especialmente en la electrónica. Esto da lugar a un dilema: los ámbitos en los que Europa va a la zaga de los Estados Unidos (por ejemplo, la aviónica y los misiles) son aquellos en los que más se necesitan proyectos de colaboración, pero también son aquellos en los que los países se muestran más reacios a abandonar el *juste retour*.

Un nuevo enfoque para los proyectos conjuntos: desarrollo separado, pero producción europea

La experiencia sugiere que los grupos más pequeños de países, o incluso un solo país, funcionan mejor para el desarrollo de nuevos sistemas de armas. Sin embargo, una vez que se ha desarrollado y probado la nueva tecnología, otros países deberían considerar su compra y la producción debería ser competitiva, al menos en cuanto a proveedores y componentes, para poner en marcha las capacidades industriales de toda la UE. El país, o el pequeño consorcio, que haya desarrollado el nuevo producto debe, por supuesto, recibir una compensación por los costes de desarrollo y puede conservar la propiedad inte-

|
Estos grandes proyectos multinacionales crean divisiones entre países que tienen necesidades diferentes. Además, los retrasos y los sobrecostes resultantes crean una imagen pública de una Europa que no funciona
|

lectual, pero cuando otros países compran el sistema, la cadena de valor no debe limitarse al país o al grupo que lo ha desarrollado.

A primera vista, parece más “europeo” anunciar grandes proyectos conjuntos. Sin embargo, como demuestran los problemas con el ambicioso Sistema Aéreo de Combate del Futuro (FCAS), estos grandes proyectos multinacionales generan divisiones entre países que tienen necesidades diferentes. Además, los retrasos y los sobrecostes

⁶ Véase Edit Wagner (2025) "Safeguarding the Effectiveness of the Security Action for Europe through Soft Law" (Salvaguardar la eficacia de la acción de seguridad para Europa mediante el derecho indicativo), <https://iep.unibocconi.eu/safeguarding-effectiveness-security-action-europe-through-soft-law>

resultantes crean una imagen pública de una Europa que no funciona. Por lo tanto, sería mejor ser menos ambiciosos en el desarrollo de

sistemas “europeos” y concentrarse en conseguir que los países comprendan el mejor sistema, en lugar de los de sus campeones nacionales.

Conclusiones

Europa tiene los medios económicos para reforzar rápidamente su ejército y desarrollar una industria de defensa competitiva. Pero esto requiere algo más que aumentar el gasto a nivel nacional. Los productores europeos son competitivos en muchos sistemas de tecnología media, principalmente terrestres. El sector privado está invirtiendo ahora mucho en estas áreas y ampliando la producción a un ritmo rápido.

Sin embargo, siguen existiendo múltiples lagunas en materia de capacidad militar, sobre todo en ámbitos de alta tecnología como la defensa aérea y antimisiles, la ciberinteligencia y la inteligencia espacial. En varios casos

existen sistemas prometedores, capaces de colmar estas lagunas, pero no se están ampliando con la suficiente rapidez porque los Estados miembros no están dispuestos a perder el control sobre ellos, prefiriendo que sus campeones nacionales sigan siendo peces gordos en un estanque pequeño, en lugar de adaptarlos a un mercado de la UE más competitivo y mucho más grande.

Las recientes tensiones en torno a Groenlandia han puesto de manifiesto una vez más el coste geopolítico que supone para Europa no disponer de capacidades clave para defenderse y mantener a Ucrania en el terreno. Pero aún está por ver si este imperativo común podrá prevalecer sobre los intereses nacionales.

03

José García Montalvo

Catedrático de Economía UPF y profesor de investigación
de la BSE y del IVIE



¿Existe una nueva burbuja en el mercado inmobiliario español? El papel de las expectativas del precio de la vivienda en España¹

El marcado aumento de los precios de la vivienda en 2024–2025 ha reavivado el temor a la formación de una nueva burbuja inmobiliaria en España, similar a la de los años 2000. Este trabajo combina el análisis de indicadores macroeconómicos con el papel de las expectativas de los hogares sobre el precio de la vivienda en la dinámica reciente del mercado a partir de la evidencia procedente de la *Encuesta sobre Expectativas del Precio de la Vivienda en España 2025* (EPVE 2025), diseñada para ser estrictamente comparable con una encuesta previa realizada en 2005 (García-Montalvo, 2005).

¹ Este trabajo es una síntesis del estudio “¿Existe una nueva burbuja en el mercado inmobiliario español?: El papel de las expectativas del precio de la vivienda en España” apareció en la serie de Investigaciones de Funcas 26/2026.

La visión macroeconómica

Al comparar el periodo actual con la burbuja de los años 2000 desde la perspectiva macroeconómica, se constata que algunos indicadores recuerdan al pasado: precios creciendo a tasas de dos dígitos (12,7 % interanual a mediados de 2025), transacciones anualizadas cercanas a 750.000 (nivel similar a 2004) y descuentos sobre el precio de oferta muy reducidos (en torno al 6 %, próximos al 5,7 % de 2007). Sin embargo, hay diferencias cruciales: en los 2000, alrededor del 60 % de las viviendas vendidas eran nuevas, mientras que ahora solo el 22 %. Además, como se observa en el gráfico 1, en el ciclo actual se terminan unas 100.000 viviendas anuales frente a unas 230.000 nuevas familias, lo que implica un déficit acumulado desde 2020 cercano a 700.000 viviendas. En la década de los 2000, por contraposición, existía un claro exceso de

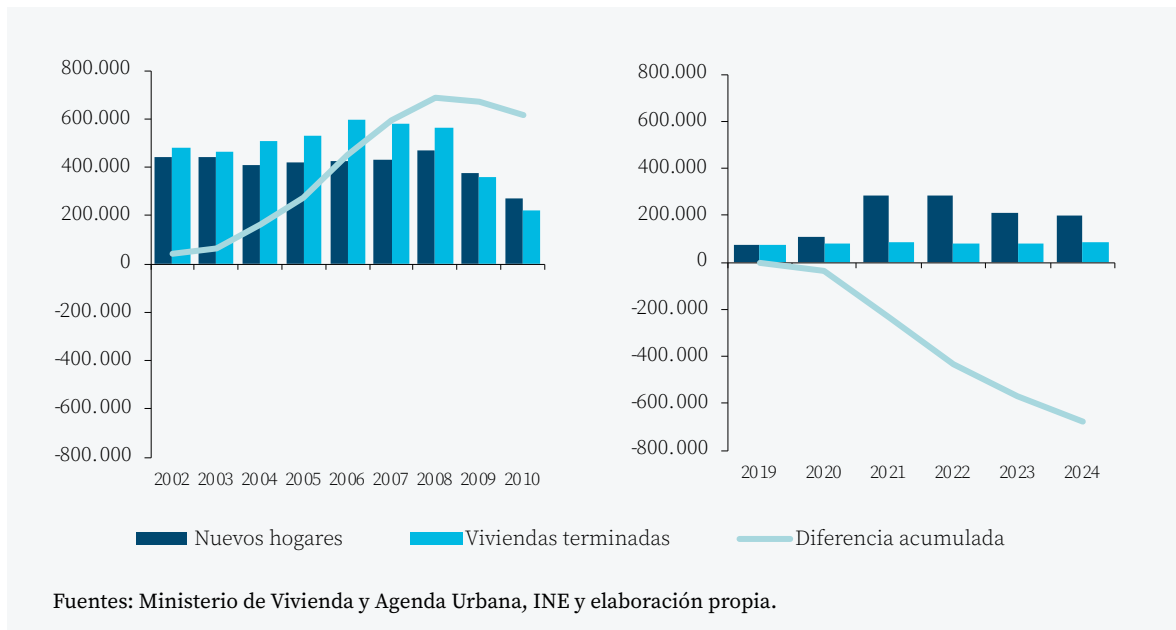
oferta (formación de unas 350.000 familias al año y construcción de unas 650.000 viviendas), por lo que el incremento del precio observado en aquel momento tenía una fuente diferente: el exceso de crédito.

Los datos de crédito refuerzan esta diferencia: en 2007, el saldo de crédito para construcción y actividades inmobiliarias alcanzaba el 41,6 % del PIB y el crédito para adquisición de vivienda de las familias el 62 %, mientras que en 2025 ambas ratios apenas llegan al 5,8 % y al 30,8 % del PIB, respectivamente, con hipotecas cuyo LTV medio ronda el 65 % y sólo un 10,9 % de préstamos por encima del 80 %, frente a la mayoría por encima del 100 % antes de la crisis. Asimismo, el Banco de España documenta indicadores macroprudenciales (LTI, LSTI, distribución de ratios elevadas, heterogeneidad de precios) muy por debajo de los niveles de la burbuja, con una heterogeneidad

Gráfico 1

Formación de hogares y viviendas terminadas: 2002-2010 versus 2019-2024

Número



Cuadro 1**Situación de las variables macroeconómicas en la actualidad y correspondencia al periodo anterior a 2008**

| | Periodo anterior a 2008 |
|---|-------------------------|
| Descuento sobre el precio de oferta (Tecnocasa) | 2007 |
| Transacciones de vivienda (MINVAU) | 4T 2004 |
| Precio real de la vivienda (MINVAU) | 3T 2003 |
| Saldo crédito adquisición de vivienda sobre el PIB | 2002 |
| Indicador sintético de riesgo del sector inmobiliario | 2001 |
| Heterogeneidad provincial de precios (p10) | 2000 |
| Saldo crédito act. Inmobiliarias y construcción sobre PIB | 1999 |
| Proporción LSI>5 | 1999 |
| Proporción LSTI>30 % | 1999 |

Fuente: Elaboración propia.

provincial que solo aumenta en el percentil alto, lo que sugiere discriminación de zonas con demanda fuerte frente a zonas débiles, en contraste con la expansión indiscriminada de los 2000. Desde la definición estándar de burbuja a nivel macroeconómico (precios injustificables por fundamentales), en la actualidad el crecimiento del PIB, el empleo, la población y la bajada de tipos explican la mayor parte de la evolución de precios, dejando una fracción no explicada relativamente reducida (48 % frente al 45 % en los 2000), y que el índice sintético de vulnerabilidad inmobiliaria del Banco de España se encuentra en niveles muy inferiores a los de 2004-2008. El cuadro 1 resume la “posición temporal” actual de cada indicador respecto al ciclo anterior: mientras el descuento, el número de transacciones y el precio real de la vivienda se sitúan en niveles comparables a 2007-2004-2003, los indicadores de crédito y riesgo se asemejan aún a 1999-2002, mostrando un ciclo de precios avanzado, pero un ciclo de crédito y riesgo muy retrasado.

La visión micro: las expectativas sobre el precio de la vivienda

Es bien conocido que las expectativas sobre el precio futuro de la vivienda condicionan las decisiones de consumo, ahorro, endeudamiento y elección entre alquilar y comprar de los individuos, actuando a través de los canales de riqueza y colateral y pudiendo amplificar los ciclos de auge y caída. Un mayor crecimiento esperado de los precios aumenta la riqueza inmobiliaria anticipada, relaja *de facto* las restricciones de crédito y eleva el endeudamiento y la inversión residencial, generando comovimientos del PIB, consumo, inversión y horas trabajadas que los modelos con expectativas extrapolativas y restricciones de colateral reproducen razonablemente bien. Las encuestas y experimentos muestran que un mayor optimismo sobre los precios futuros se asocia causalmente a mayor probabilidad de plantearse la compra, mayor exposición a activos inmobiliarios y menor ahorro, de modo que

los *shocks* en expectativas sobre crédito y vivienda pueden originar fluctuaciones importantes aun sin grandes *shocks* fundamentales.

|
*Las encuestas y experimentos muestran
 que un mayor optimismo sobre los precios
 futuros se asocia causalmente a mayor
 probabilidad de plantearse la compra*
 |

Las expectativas también tienen un papel central en la estabilidad financiera, ya que creencias demasiado optimistas alimentan aumentos autorreforzados de precios, apalancamiento y construcción, seguidos de fuertes correcciones cuando las expectativas se ajustan, y los indicadores de optimismo sobre vivienda y crédito están significativamente relacionados con el crecimiento posterior de los precios.

A nivel micro, las expectativas influyen en la decisión de compra frente a alquiler, en el momento, tamaño y localización de la vivienda, y su interacción con renta y condiciones de crédito puede intensificar la presión de demanda en mercados tensionados; asimismo, expectativas pesimistas o muy inciertas reducen inversión en vivienda y consumo de durables, con efectos que dependen de la riqueza y la posición de balance de los hogares. En la política económica, las expectativas sobre vivienda deberían ser un objeto central, ya que la comunicación de los bancos centrales influye en cómo se forman estas expectativas y porque su seguimiento aporta un indicador temprano de exuberancia que complementa las métricas de valoración y crédito, justificando su incorporación en test de estrés y reglas macroprudenciales.

Recientemente se habla de la existencia de una “vibecesión” o recesión emocional, esto es, una brecha entre unos indicadores macroeco-

nómicos relativamente sólidos y un sentimiento del consumidor muy deprimido. Desde 2020, los modelos que relacionan confianza con PIB, desempleo e inflación tienen menor capacidad explicativa del sentimiento de los consumidores, tanto en Estados Unidos como en otros países. Se han propuesto varias explicaciones: el impacto del nivel de precios acumulado desde 2020 en lugar de la inflación contemporánea; la desigualdad de la inflación, que penaliza más a los hogares de menor renta; la importancia de tipos hipotecarios y de préstamos al consumo que los ciudadanos perciben como parte de la “inflación”; la creciente polarización política amplificada por medios y redes; y la percepción de un incremento rápido del precio de la vivienda, que no se ve reflejado en los índices oficiales de precios pero que afecta a la percepción del coste de la vida que tienen los ciudadanos. En España, una estimación del índice de confianza del consumidor del CIS en función del PIB, el desempleo y la inflación muestra que el ajuste cae del 77 % (2004-2019) al 57 % cuando se incluyen datos hasta 2025. Se identifican dos episodios de “vibecesión” en los que la confianza se sitúa muy por debajo de lo predicho, coincidiendo el segundo con el acelerón del precio de la vivienda de los últimos dos años y el aumento de la preocupación ciudadana por el acceso a la vivienda. Los individuos perciben que la inflación oficial no captura adecuadamente su percepción del coste de la vida, muy afectada por el rápido incremento del precio de la vivienda.

Existen diferentes aproximaciones empíricas a la medición de expectativas de precios de vivienda: encuestas a hogares (NHS de Fannie Mae, SCE de la Fed de Nueva York, encuestas del Banco de Italia, Banco de España, ELSA, DNB, CESBCE), encuestas a expertos y profesionales, enfoques basados en la experiencia vital (Malmendier y Nagel), indicadores derivados de búsquedas *online* y modelos estructurales que infieren

expectativas a partir de datos de precios, alquileres, viviendas vacías y restricciones de signo. Los resultados agregados confirman una gran variabilidad temporal y heterogeneidad individual, una fuerte correlación entre cambios recientes de precios y revisión de expectativas, una menor volatilidad de expectativas que de precios y una tendencia a sobrereaccionar en el largo plazo al momento del mercado, tal como racionalizan modelos de expectativas extrapolativas. Varios estudios muestran que la sobrevaloración subjetiva de la propia vivienda afecta a la cartera y al consumo, reduciendo activos de riesgo y aumentando el consumo y la inversión en activos libres de riesgo, lo que refuerza la idea de que percepciones y expectativas tienen efectos reales.

A pesar de su importancia, existe escasez de información específica sobre expectativas de precios de vivienda. García Montalvo (2026) utiliza una encuesta para analizar las expectativas de los compradores recientes y futuros de vivienda a finales de 2025, comparando estos resultados con los obtenidos usando un instrumento básicamente idéntico en el año 2005 (García Montalvo, 2006). El diseño sigue la propuesta original de Case y Shiller (2003)². A diferencia del diseño de Case y Shiller, la encuesta española se centra, tanto en 2005 como en 2025, en compradores recientes y futuros compradores, con el objetivo de captar las expectativas de quienes prestan mayor atención al mercado, y se administra mediante CATI, en lugar de encuestas por internet, en un periodo temporal muy acotado para controlar el contexto informativo y minimizar sesgos derivados de la difusión escalonada de noticias. La encuesta de 2025 se realizó en noviembre de 2025 por IMOP Insights a personas que habían comprado una vivienda en los

últimos cinco años o planean comprar en el año siguiente en ocho grandes áreas metropolitanas: A Coruña, Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Murcia, Valencia y Zaragoza.

La descripción de la muestra y de los mercados locales muestra una gran disparidad entre ciudades en, por ejemplo, el crecimiento reciente del precio de la vivienda, la revalorización acumulada desde 2014, la presencia de compradores extranjeros o las compras por sociedades jurídicas. En cuanto al uso de la vivienda, la encuesta revela que alrededor del 73 % de los compradores de 2025 la destinan a residencia principal, diez puntos menos que en 2005, compensados por aumentos en la compra como segunda residencia, para alquilar y por motivos personales como la transmisión a los hijos. En el uso de la vivienda como residencia principal, los futuros compradores de la encuesta de 2025 se parecen más a los compradores de 2005 que a los compradores de 2025. Analizando el uso por nivel socioeconómico, se observa que cuanto más alto es el nivel, menor es la proporción de vivienda principal y mayor la de segunda residencia. Este patrón ya estaba presente en la encuesta de 2005. La importancia de la consideración de la vivienda como inversión rentable, muy intensa en 2005 (45,3 % declaraban que fue importante), se reduce en 2025 a un 10,4 % que la considera determinante, aunque un 40,6 % reconoce que tuvo cierta relevancia. La importancia de la vivienda como inversión es mayor en Madrid, Málaga, Murcia y Valencia, y crece desde 2021 hasta un máximo en 2024 para caer en 2025. La relevancia del aspecto de inversión de la vivienda es mayor en los niveles socioeconómicos altos y medioaltos, reproduciendo la pauta observada veinte años antes, aunque con intensidades menores.

² La necesidad de formular un cuestionario que pudiera compararse de forma precisa impuso limitaciones a la hora de modificar el instrumento original para incluir otras características como elicitación probabilística, cambio en la definición de los niveles socioeconómicos, etc.

La percepción del riesgo de comprar vivienda apenas ha variado desde 2005: alrededor del 41 % de los encuestados considera que la compra tiene un gran riesgo, proporción prácticamente idéntica a la de la encuesta anterior, mientras solamente un 22 % cree que el riesgo es muy bajo. Málaga y Murcia son las ciudades que muestran una percepción del riesgo más elevada. La evolución temporal de la percepción de riesgo indica una tendencia a la baja hasta 2024, pero aumenta mucho en 2025, coincidiendo con la aceleración de los precios. El aumento es aún mayor entre quienes todavía no han comprado, pero planean hacerlo en el siguiente año. Por nivel socioeconómico, la percepción de que la adquisición de una vivienda tiene un riesgo elevado es más frecuente en los estratos bajos, disminuyendo a medida que aumenta el nivel de renta y estatus, en un patrón semejante al de 2005.

|
En el bloque dedicado a las motivaciones de la compra, la creencia de que es buen momento para comprar porque en el futuro las casas serán más caras es el motivo más importante en 2025
|

En el bloque dedicado a las motivaciones de la compra, la creencia de que es buen momento para comprar porque en el futuro las casas serán más caras es el motivo más relevante en 2025, al igual que lo era en 2005, seguido de las dificultades para encontrar vivienda de alquiler y el temor a no poder permitirse la compra más adelante. Por ciudades, este patrón se mantiene salvo en Barcelona, donde destacan con mucha más intensidad las dificultades para encontrar alquiler como motor de la decisión, lo que coincide con la gran tensión del mercado local de alquiler de viviendas. La evolución por año de compra muestra que hasta 2025 el motivo

dominante es la expectativa de mayores precios futuros, pero entre los futuros compradores, el factor principal, con gran diferencia, pasan a ser las dificultades para encontrar vivienda en alquiler. Por nivel socioeconómico, en los grupos alto y medioalto, el primer motivo sigue siendo la expectativa de mayores precios, mientras que en la clase media las dificultades para encontrar alquiler se sitúan prácticamente al mismo nivel y en la clase medibaja la dificultad de encontrar vivienda en alquiler pasa a ser la razón principal de compra.

Respecto a la atribución causal del aumento de precios, en 2025 los encuestados señalan en primer lugar el aumento del precio del suelo, en segundo la presencia de compradores extranjeros de alto poder adquisitivo y en tercer lugar el incremento de los costes de construcción. Otros factores como los bajos tipos de interés, la escasa rentabilidad bursátil, el dinero negro o el aumento de la capacidad adquisitiva se consideran menos importantes. Esta jerarquía contrasta con 2005, cuando, tras el precio del suelo, las causas más citadas eran los bajos tipos y el dinero negro, lo que sugiere un desplazamiento en la narrativa desde la demanda y la financiación hacia los problemas de oferta y la presión de la demanda externa de alto poder adquisitivo. Existen diferencias geográficas: en Barcelona, A Coruña, Madrid y Murcia se enfatiza más el papel de los compradores extranjeros, mientras que en Bilbao, Málaga, Valencia y Zaragoza se sitúa el precio del suelo como factor fundamental.

El análisis de percepciones y expectativas cuantitativas del precio de la vivienda muestra que los encuestados sobrestiman notablemente el aumento reciente de precios y esperan revalorizaciones muy elevadas a medio plazo. Por ciudades, la percepción del incremento de precios en España en los últimos 12 meses se sitúa en

torno al 26,6 %, aproximadamente el doble de las cifras oficiales. La expectativa de incremento para 2026 ronda el 16 % en la ciudad, mientras que la expectativa de revalorización media en España en los próximos diez años se acerca al 27 %, cifras en muchos casos superiores a las de 2005. Por nivel socioeconómico, tanto las percepciones contemporáneas como las expectativas de crecimiento futuro aumentan clara y sistemáticamente a medida que desciende el nivel socioeconómico. Este patrón ya estaba presente en 2005, pero ahora es más intenso, de forma que los estratos más bajos presentan percepciones y expectativas de subida muy altas.

Otro elemento interesante es la percepción de sobrevaloración en el precio de la vivienda. Cerca del 89 % de los encuestados cree que la vivienda está sobrevalorada, porcentaje muy alto y similar al 94,5 % observado en 2005. No obstante, en 2025, en torno al 30 % de quienes perciben sobrevaloración piensa que esta supera el 50 %, frente al 40 % de 2005. Las ciudades que lideran hoy la percepción de mayor sobrevaloración son Málaga y Valencia, mientras que en 2005 eran Barcelona y Madrid, lo que indica un desplazamiento de los focos percibidos de tensión. La encuesta de 2025 también recoge información sobre la carga hipotecaria, la forma de compra y los apoyos familiares. Alrededor del 25 % de los encuestados señala haber recibido, o esperar recibir, ayuda familiar para la compra, cinco puntos más que en 2005, con mayores tasas de ayuda en los niveles socioeconómicos altos y medioaltos. Un 48 % de los encuestados señalan que deberán devolver la ayuda.

El análisis econométrico de la percepción del crecimiento del precio de la vivienda muestra que los factores demográficos (edad, género y nivel de estudios) son estadísticamente significativos. Los jóvenes tienen una percepción de crecimiento del precio de la vivienda superior a la

de los mayores, mientras los hombres y las personas que tienen estudios universitarios tienen percepciones de menor crecimiento del precio de la vivienda. Los precios, medidos por las estadísticas oficiales, no tienen un efecto significativo en la percepción del crecimiento del precio. Por su parte, las características demográficas no son significativas en la explicación de las expectativas futuras del precio de la vivienda una vez se incluye la percepción del precio de la vivienda durante el último año, o el gap entre la percepción y el incremento de precio efectivamente producido. Esto indica que existe un mecanismo claramente extrapolativo de las percepciones actuales sobre las expectativas con independencia del crecimiento real de precios.

|
En la actualidad, los datos macroeconómicos no muestran ninguna indicación de que exista una burbuja crediticia en el sector inmobiliario residencial, pero las expectativas de los hogares sobre el precio de la vivienda son muy elevadas
|

En resumen, podemos concluir que en 2005 tanto las variables macroeconómicas como las expectativas de los compradores apuntaban a la formación de una gran burbuja crediticia. En la actualidad, los datos macroeconómicos no muestran ninguna indicación de que exista una burbuja crediticia en el sector inmobiliario residencial, pero las expectativas de los hogares sobre el precio de la vivienda son muy elevadas, con unas percepciones que doblan el crecimiento de los precios y se extrapolan al futuro. Las familias mantienen expectativas muy intensas de crecimiento futuro del precio de la vivienda, subestiman el riesgo de corrección y muestran patrones extrapolativos y FOMO que afectan a su comportamiento de compra,

reducen la intensidad de la negociación y pueden alimentar una dinámica de precios autorreforzada similar a la de 2007. La diferencia es que, en la actualidad, los criterios de concesión de crédito se mantienen exigentes, a diferencia del periodo que culminó en la crisis financiera de 2007, y no es previsible que cambien en el futuro. Por tanto, el crédito será esta vez un factor limitante del impacto de las expectativas de crecimiento del precio en los precios de mercado de la vivienda. Esta combinación de ausencia de

burbuja macro junto a expectativas de precios muy elevadas subraya la importancia de monitorizar las expectativas del precio de la vivienda, incorporarlas explícitamente al diseño de la política macroprudencial y de comunicación, y favorecer solo políticas que tengan efectos positivos sobre la oferta (especialmente en alquiler) para evitar que el aumento de precios y la “recesión emocional” asociada a dicho incremento deriven en problemas de estabilidad financiera y cohesión social.

Referencias

CASE, K. y SHILLER, R. (2003). Is there a bubble in the housing market? *Brooking Panel on Economic Activity*, 2, 299–362.

GARCÍA MONTALVO, J. (2006). Deconstruyendo la burbuja inmobiliaria. *Papeles de Economía Española*, 109, 44-75. <https://www.funcas.es/articulos/deconstruyendo-la-burbuja-expectativas-de-revalorizacion-y-precio-de-la-vivienda-en-espana/>

GARCÍA MONTALVO, J. (2026). *¿Existe una nueva burbuja en el mercado inmobiliario español?: El papel de las expectativas del precio de la vivienda en España*. Investigaciones de Funcas 26/2026. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/existe-una-nueva-burbuja-en-el-mercado-inmobiliario-espanol-el-papel-de-las-expectativas-del-precio-de-la-vivienda-en-espana/

04

Francisco Rodríguez-Fernández
Universidad de Granada y Funcas



Políticas de vivienda en Europa: efectos a largo plazo y lecciones para España¹

Las políticas de vivienda aplicadas en Europa desde 2000 muestran un patrón consistente: sus efectos a largo plazo divergen, con frecuencia de forma opuesta, de sus efectos a corto plazo. La evidencia empírica disponible indica que los controles de alquiler generan escasez y reducen la inversión; los subsidios a la demanda se capitalizan en precios cuando la oferta es inelástica; y los modelos de vivienda social de gran escala solo han funcionado bajo condiciones históricas muy particulares. El caso español es singularmente preocupante: el modelo VPO en propiedad con desprotección automática ha creado un parque de alquiler social de apenas el 2 % del total, mientras que la Ley por el Derecho a la Vivienda de 2023 replica errores ya documentados. La única política que puede tener eficacia sostenida en el largo plazo para los problemas actuales de acceso es el aumento de la oferta disponible. Sin liberar suelo, agilizar licencias y dar seguridad jurídica a los promotores, será difícil que se resuelva.

¹ Este artículo es una versión reducida de una investigación más extensa del mismo autor para Funcas (https://www.funcas.es/documentos_trabajo/politicas-de-vivienda-en-europa-efectos-a-largo-plazo-y-lecciones-para-espana/). La versión completa incluye cuadros comparativos detallados con la tipología de instrumentos de política de vivienda, cronología de políticas españolas y evaluación empírica comparada.

Introducción: la vivienda como problema a largo plazo

La vivienda volvió a ocupar el centro del debate económico y político europeo en la segunda década de este siglo. Tras el colapso de la burbuja de 2007-2008, muchos países esperaban que los precios se normalizarían. No fue así. Desde mediados de los años diez, y con especial virulencia después de la pandemia, los precios del alquiler y de la compra han alcanzado máximos históricos en la mayoría de las capitales europeas. En España, los alquileres en las grandes ciudades acumularon subidas del 50-70 % en términos nominales entre 2015 y 2025, con incrementos reales muy superiores a los salarios, según datos del Banco de España y del INE.

La reacción política ha sido con frecuencia excesivamente cortoplacista y enfocada a la demanda. Los gobiernos han desplegado controles de alquileres, subsidios a inquilinos jóvenes, bonos de compra y leyes de vivienda urgentes que en muchos casos comparten una característica preocupante: producen efectos a corto plazo que divergen marcadamente de sus consecuencias a largo plazo. Este artículo examina la evidencia comparada sobre las principales políticas de vivienda aplicadas en Europa desde 2000, analiza el caso español y extrae lecciones para el diseño de una política habitacional más efectiva y duradera.

El panorama europeo: diversidad de modelos y convergencia de problemas

La raíz común: regulación que contrae la oferta privada

Antes de examinar las respuestas políticas, conviene identificar la causa subyacente de la crisis de asequibilidad. En la gran mayoría de las

ciudades europeas con precios elevados, el denominador común no es la especulación financiera —como ocurrió en 2008—, sino la escasez crónica de vivienda nueva (Ezquiaga, 2024). Esta escasez no es accidental: es el resultado directo de normativas urbanísticas restrictivas, procesos de licencias lentos y fragmentados, protecciones patrimoniales excesivas y, en muchos casos, controles de precios que desincentivan la construcción de alquiler privado. Cualquier política que ignore este bloqueo estructural de la oferta privada estará seguramente condenada al fracaso, con independencia de cuántos subsidios se destinen a la demanda o cuántos controles de precio se impongan.

Controles de alquiler: alivio aparente, efectos adversos documentados

Los controles de alquiler de “segunda generación” han experimentado un notable renacimiento en Europa desde 2015. Alemania introdujo el *Mietpreisbremse* ese año; Francia reimplantó el *encadrement des loyers* en París en 2019; Berlín ensayó entre 2020 y 2021 una congelación completa (*Mietendeckel*) que fue declarada inconstitucional; España aprobó en 2023 su Ley por el Derecho a la Vivienda con un régimen de zonas tensionadas.

La evidencia empírica es hoy considerablemente más sólida que hace una década. La revisión de Kholodilin (2024) sobre más de 200 estudios empíricos concluye que los controles generan un amplio espectro de efectos adversos. El hallazgo más relevante es el “efecto derrame”: cuando solo una parte del parque está regulada, los alquileres del mercado libre tienden a subir como consecuencia de la reducción de la oferta disponible en el segmento regulado. Mense *et al.* (2022) documentan este mecanismo para el caso alemán: el *Mietpreisbremse* redujo los alquileres en los contratos afectados, pero generó un

aumento robusto y estadísticamente significativo de los alquileres en el segmento libre. El caso del *Mietendeckel* berlinés es aún más instructivo: cuando el Tribunal Constitucional Federal anuló la ley, los precios repuntaron de inmediato, demostrando que el efecto había sido puramente temporal.

A largo plazo, Kholodilin y Kohl (2023) analizan datos de 16 países para el período 1910-2016 y encuentran que regulaciones más restrictivas del mercado de alquiler se asocian con menor inversión residencial y menos vivienda construida. Los controles no son simplemente ineficaces: reducen la oferta disponible, penalizan la movilidad de los inquilinos, incentivan el fraude y desvían la atención política de las reformas que realmente harían falta.

Vivienda social: el caso de Viena y sus limitaciones

En el extremo opuesto del espectro se sitúan los modelos de vivienda social de gran escala. Viena es el ejemplo más citado: alrededor del 50 % de la población vienesa vive en vivienda subvencionada. Lo que distingue al modelo vienés no es solo su escala, sino su permanencia: el parque municipal no se vende ni se desprotege con el paso del tiempo. Friesenecker y Kazepov (2021) documentan el efecto estabilizador que ejerce este parque sobre el conjunto del mercado privado vienés. Sin embargo, el modelo vienés presenta tensiones crecientes y es difícilmente exportable. Sus condiciones —continuidad política de más de un siglo, financiación estable mediante un impuesto afectado sobre salarios, cultura cívica de alta confianza institucional— no se dan en otros países europeos. Más aún, el propio modelo enfrenta hoy problemas de *golden handcuffs* (inquilinos sin incentivos a moverse), uso por hogares de altos ingresos y reducción de la movilidad laboral.

|
Los controles no son simplemente ineficaces: reducen la oferta disponible, penalizan la movilidad de los inquilinos, incentivan el fraude y desvían la atención política de las reformas que realmente harían falta
|

El caso neerlandés ilustra los riesgos: con el mayor parque proporcional de vivienda social de Europa (históricamente por encima del 30 %), en 2015 debió restringir el acceso por una resolución de la UE. El resultado fue “residualización forzada”, listas de espera de 8-15 años en Ámsterdam y una subida del mercado privado de alquiler de más del 65 % entre 2015 y 2023.

Los subsidios a la demanda: efectos adversos

Los subsidios directos al alquiler constituyen un instrumento extendido en Europa. Su ventaja es la flexibilidad; su debilidad estructural es que, en mercados con oferta inelástica, tienden a capitalizarse en los precios. La *Cour des Comptes* francesa ha documentado repetidamente que una fracción significativa de las ayudas se transfiere a los propietarios en forma de rentas más elevadas. Un sistema de subsidios a la demanda en un mercado sin elasticidad de oferta equivale, en parte, a una transferencia de recursos públicos al sector propietario.

El caso español: de la cultura de la propiedad a la generación inquilina

Las raíces del modelo

Para entender las políticas de vivienda en España del siglo XXI, es imprescindible comprender la especificidad del modelo heredado.

España no construyó un parque significativo de alquiler social en las décadas de posguerra. El franquismo promovió activamente la propiedad privada, y esa orientación se mantuvo durante la Transición y en las sucesivas décadas democráticas. El instrumento central fue la Vivienda de Protección Oficial (VPO): subvencionada y destinada mayoritariamente a la compra, pero con una protección temporal. Transcurrido un período de entre 10 y 30 años, las VPO se incorporan automáticamente al mercado libre. Este mecanismo singular implica que el parque protegido se consume a medida que se crea. El resultado acumulado es que en 2025 España cuenta con un parque de alquiler social de apenas el 1,5-2 % del total de viviendas, frente a una media de la UE-27 del 10,5 %. España ha invertido décadas de recursos públicos en un sistema que, lejos de crear un parque permanente de vivienda asequible, alimenta el mercado libre con viviendas que se descalifican automáticamente.

|
España ha invertido décadas de recursos públicos en un sistema que, lejos de crear un parque permanente de vivienda asequible, alimenta el mercado libre con viviendas que se descalifican automáticamente
 |

La generación inquilina

Una de las consecuencias más relevantes y menos discutidas de las políticas de vivienda españolas del último cuarto de siglo es su impacto distributivo intergeneracional. Salas-Rojo (2024) documenta un cambio estructural de primer orden: la tasa de propiedad de los hogares de entre 30 y 34 años ha caído más de 20 puntos porcentuales entre 2002 y 2022. Al mismo tiempo, la proporción de hogares mayores de 70 años con segunda residencia creció del 30 % al

50 % en el mismo período. En 2022, el 65,9 % de los jóvenes de entre 18 y 34 años residía aún en el domicilio familiar, frente al 53 % en 2008. Este fenómeno tiene consecuencias económicas más allá de la equidad: retrasa la formación de hogares, reduce la movilidad geográfica y laboral, concentra el riesgo habitacional en el mercado privado de alquiler y genera presión política sobre instrumentos —controles de precio, subsidios al alquiler— cuya eficacia a largo plazo es limitada (véase Torres, 2022 y 2023; González Simón, 2025).

La Ley por el Derecho a la Vivienda (2023): un primer balance

La Ley 12/2023 nace para intentar dar respuesta a los problemas de accesibilidad, pero ha sido controvertida. Sus disposiciones más discutidas son el régimen de zonas de mercado residencial tensionado y la ampliación de los derechos de los inquilinos. Dos años después de su entrada en vigor, el balance es el de una ley con impacto asimétrico y generalmente negativo en el territorio. El riesgo sistémico más importante es que replica el patrón ya documentado en otras latitudes: alivio aparente a corto plazo para algunos inquilinos ya instalados, reducción real de la oferta formal de alquiler, presión al alza sobre los segmentos no regulados y desplazamiento de la inversión hacia otros usos como venta, alquiler turístico o vivienda vacía.

El estudio de Pérez García (2025) sobre Cataluña, que ya disponía de regulación autonómica previa, encuentra que la regulación se asocia con una reducción del crecimiento de los precios solo a corto plazo, pero también con una caída significativa del número de contratos de alquiler formalizados. Más aún, la ley no aborda en absoluto el problema de fondo: la escasez de vivienda. No simplifica licencias, no libera suelo,

no reduce trabas administrativas, no ofrece seguridad jurídica a los promotores. Sin una expansión paralela y sostenida de la oferta, la regulación de los precios no resolverá nada: simplemente redistribuirá la escasez de forma más opaca.

Lecciones de la evidencia comparada

El error del cortoplacismo

Quizá la lección más general que emerge de la literatura es que los efectos de las políticas de vivienda a largo plazo divergen sistemáticamente de sus efectos a corto plazo, y con frecuencia van en sentido contrario al pretendido. Los subsidios a la demanda mejoran el acceso individual de los beneficiarios a corto plazo, pero se capitalizan en precios y son fiscalmente insostenibles sin un correlato de oferta. Los controles de alquiler alivian la carga de los inquilinos actuales, pero reducen la oferta disponible para los futuros. Toda intervención que abarata un bien sin aumentar su oferta genera escasez en algún punto de la cadena.

El fallo estructural español: la desprotección automática

España necesita una revisión profunda del paradigma VPO. Paradójicamente, cuanta más VPO se construye, más aumenta el déficit de parque accesible permanente, porque la desprotección automática supera la producción nueva. La lección del modelo vienés no es que España deba replicarlo —sería probablemente inviable—, sino que cualquier modelo de vivienda asequible requiere un parque que no desaparezca con el tiempo. Ese parque no tiene por qué ser público: la experiencia de Japón, Suiza y los Países Bajos muestra que es posible mantener precios

contenidos combinando regulación ágil, procesos de licencias rápidos, zonificación flexible y mercados privados competitivos.

La vivienda turística: un debate sobredimensionado

Uno de los debates más ruidosos —y posiblemente más sobredimensionados— es el de la vivienda turística. La evidencia disponible sugiere que este fenómeno actúa como factor amplificador en determinados barrios o ciudades muy concretas, pero difícilmente puede explicar por sí solo un problema de escasez que afecta a prácticamente todas las grandes áreas urbanas europeas. Desde un punto de vista económico, gravar la actividad mediante tasas turísticas adicionales tiene efectos limitados sobre la oferta residencial permanente: en mercados con demanda turística elevada, estos costes tienden a trasladarse a precios o a reducir marginalmente la actividad sin liberar *stock* significativo para alquiler tradicional. Si el objetivo es proteger el parque residencial, las herramientas más efectivas no son fiscales, sino regulatorias: limitar la concesión de nuevas licencias, revisar las existentes y redefinir criterios urbanísticos que distingan entre uso residencial y uso económico del suelo. Sin un aumento sustancial de la oferta total, focalizar el debate en la vivienda turística corre el riesgo de convertirse en un sustituto cómodo de reformas más estructurales.

La alternativa generalmente ignorada: liberar la oferta privada

El debate español sobre vivienda adolece de un sesgo persistente hacia la intervención regulatoria y redistributiva, y de una ausencia casi total de discusión sobre cómo aumentar la oferta. No se discute por qué se construyen tan pocas viviendas

nuevas, por qué los procesos de licencias duran años, por qué el suelo urbanizable es tan escaso en las grandes ciudades, o por qué un promotor que quiera construir alquiler asequible se enfrenta a una maraña normativa que hace el proyecto inviable. La experiencia internacional muestra que los países que han logrado contener los precios de la vivienda sin recurrir a parques sociales masivos lo han hecho mediante tres instrumentos complementarios: zonificación flexible que permite densificar y cambiar usos en respuesta a la demanda; procesos administrativos rápidos y predecibles para licencias de obra y cambios de uso; y seguridad jurídica para arrendadores e inquilinos que incentive contratos largos y estables.

|
El debate español sobre vivienda adolece de un sesgo persistente hacia la intervención regulatoria y redistributiva, y de una ausencia casi total de discusión sobre cómo aumentar la oferta
 |

Ninguno de estos tres elementos está presente en España. Mientras el debate público se centra en expropiar pisos vacíos o topar alquileres, las ciudades españolas siguen teniendo normativas urbanísticas de los años setenta, procesos de licencias que tardan dos años y un marco legal del alquiler que cambia cada legislatura².

Conclusiones

La evidencia empírica acumulada sobre las políticas de vivienda europeas en el siglo XXI permite extraer conclusiones que trascienden las controversias ideológicas en las que este debate suele enquistarse:

La primera es que los efectos a largo plazo de las políticas de vivienda son sistemáticamente distintos —y a menudo opuestos— a sus efectos a corto plazo. Esto hace que la evaluación política de estas medidas, que tiende a concentrarse en los efectos inmediatos, sea estructuralmente sesgada hacia la sobrevaloración de instrumentos que producen alivio momentáneo a costa de agravar el problema subyacente.

La segunda es que el único factor común a todos los mercados de vivienda que han logrado

contener precios desde la crisis financiera, y a largo plazo, es la abundancia relativa de oferta. España ha fracasado en ambos frentes: no tiene parque social significativo ni facilita que el sector privado construya a la escala necesaria.

La tercera es que el caso español es singularmente preocupante. Un modelo histórico basado en vivienda protegida en propiedad con protección temporal ha dejado, tras una inversión pública significativa durante décadas, un parque de alquiler social de apenas el 2 % del total.

España tiene hoy una ventaja que no tuvo en 2008: sabe dónde está el problema. Se trata, simple y llanamente, de que faltan viviendas en las ciudades donde hay empleo. Resolver ese problema no requiere inventar modelos institucionales complejos ni importar soluciones

² La versión extensa de esta investigación incluye un cuadro comparativo detallado (cuadro 3) con las lecciones específicas derivadas para la política española (https://www.funcas.es/documentos_trabajo/politicas-de-vivienda-en-europa-efectos-a-largo-plazo-y-lecciones-para-espana/)

de otros países con historias muy distintas. Requiere algo mucho más prosaico: liberar suelo, acelerar licencias, dar seguridad jurídica y dejar que se construya. Sin oferta,

no hay política de vivienda que funcione. Con oferta suficiente, muchas de las intervenciones que hoy se debaten dejarían de ser necesarias.

Referencias

- EZQUIAGA, I. (2024). *El sistema ya no financia burbujas: escasez de vivienda y caída del crédito*. Estudios de la Fundación, 102. Funcas.
- FRIESENECKER, M. y KAZEPOV, Y. (2021). Housing Vienna: the socio-spatial effects of inclusionary and exclusionary mechanisms of housing provision. *Social Inclusion*, 9(2), 77-90.
- GONZÁLEZ SIMÓN, M. Á. (2025). Lecciones europeas para las políticas de vivienda en España. *Cuadernos de Información Económica*, 305, 54-66. <https://www.funcas.es/articulos/lecciones-europeas-para-las-politicas-de-vivienda-en-espana/>
- KHOLODILIN, K. y KOHL, S. (2023). Do rent controls and other tenancy regulations affect new construction?. *International Journal of Housing Policy*, 23(4), 671-691.
- KHOLODILIN, K. A. (2024). Rent control effects through the lens of empirical research. *Journal of Housing Economics*, 63, 101983.
- MENSE, A.; MICHELSEN, C. y KHOLODILIN, K. (2022). Rent control, market segmentation, and misallocation. *Journal of Urban Economics*, 134, 103513.
- PÉREZ GARCÍA, L. (2025). Effectiveness of Rent Controls: Evidence from Spain. *Working paper*, arXiv:2602.08631.
- TORRES, R. (2022). El mercado de la vivienda ante el cambio de ciclo económico. *Cuadernos de Información Económica*, 290, 1-6. <https://www.funcas.es/articulos/el-mercado-de-la-vivienda-ante-el-riesgo-de-recesion/>
- TORRES, R. (2023). El acceso de los jóvenes a la vivienda. *Cuadernos de Información Económica*, 296, 25-32. <https://www.funcas.es/articulos/el-acceso-de-los-jovenes-a-la-vivienda/>
- SALAS-ROJO, P. (2024). Intergenerational wealth transfers and housing in Spain. *Working Paper*. Banco de España.

05

Desiderio Romero-Jordán
Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



Radiografía del elevado sobreesfuerzo de los jóvenes para alquilar vivienda

Alrededor del 50 % de los jóvenes menores de 35 años emancipados vive de alquiler. En esta cohorte, el alquiler es un fenómeno marcadamente urbano: seis de cada diez hogares residen en municipios de más de 100.000 habitantes. A medio plazo, el porcentaje de jóvenes inmigrantes no europeos que vive de alquiler superará al porcentaje correspondiente entre los nacidos en España. El sobreesfuerzo de los jóvenes que alquilan vivienda (incluyendo comunidad, energía y agua) ha empeorado tras la pandemia, consumiendo, actualmente, alrededor del 35 % de su presupuesto. El *ranking* de las comunidades autónomas/ciudades autónomas con mayor nivel de sobreesfuerzo está liderado por Baleares, seguido de Asturias, Cataluña, País Vasco, Ceuta y Madrid. En el extremo opuesto se encuentran Murcia, La Rioja y Galicia. No hay mejoras a la vista en el nivel de sobreesfuerzo al que deberán hacer frente los jóvenes en 2026 para alquilar vivienda.

La opción del alquiler: en máximos entre los jóvenes

El elevado precio de la vivienda en propiedad ha empujado a muchos jóvenes hacia el alquiler¹. Esta opción no ha mejorado su acceso a la vivienda. Desde 2019, el precio medio del alquiler ha aumentado alrededor de un 40 % (Idealista, 2025a)². Sin embargo, la capacidad económica de los menores de 35 años, medida por su gasto total, se ha incrementado un 23,5 %. Precisamente, este artículo analiza el esfuerzo económico que deben hacer los jóvenes pertenecientes a esta cohorte de edad para alquilar vivienda. Para este propósito, empleamos los microdatos de la *Encuesta de Presupuestos Familiares* correspondientes a los años 2015 a 2024. En adelante, identificamos la edad del hogar con la del sustentador principal.

Como punto de partida, el cuadro 1 muestra la evolución del peso del alquiler dentro de cada una de las cohortes de edad. En los años 2023–2024, el porcentaje de jóvenes de menos de 35 años que vive de alquiler está próximo al 50 %. Dicha proporción es muy superior a la del resto de cohortes. Como se puede ver, le sigue en importancia el rango de 35 a 45 años con un porcentaje del 33,6 % en 2024. El peso decrece rápidamente para el resto de las cohortes de más edad hasta situarse en el 8,2 % en los mayores de 65 años. En perspectiva temporal, los datos de la última década permiten extraer varias conclusiones para los menores de 35 años. La pandemia frenó en seco el crecimiento del peso del alquiler, aunque se recuperó posteriormente. El nivel

alcanzado en 2024 es incluso superior al de 2019 (48,9 % frente a un 47,9 %). Los datos referidos a 2023–2024 muestran una estabilización del alquiler entre los más jóvenes que se ha afianzado como la principal vía de acceso a la vivienda en la cohorte más joven. En 2024, la propiedad de vivienda supone el 39,8 % y la cesión, gratuita o semigratuita, de viviendas el 11,3 %.

El alquiler entre los jóvenes es un fenómeno marcadamente urbano, concentrándose en municipios de tamaño grande, especialmente en capitales de provincia. En 2024, alrededor de seis de cada diez hogares jóvenes residían en municipios de más de 100.000 habitantes, consecuencia de las mejores oportunidades laborales —alrededor de la mitad residía en capitales de provincia³. Tras la pandemia, el efecto combinado de altos precios e insuficiente oferta está expulsando a los jóvenes hacia municipios limítrofes de tamaño mediano-grande (50.000 a 100.000 habitantes). Este movimiento permitiría compatibilizar un acceso menos costoso a la vivienda con el mantenimiento de oportunidades en el mercado de trabajo. No obstante, esta alternativa está tensionando los precios en municipios limítrofes de grandes capitales, como por ejemplo Madrid, Barcelona, Valencia o Sevilla (Marrero, 2025). El desplazamiento hacia zonas anexas a las grandes metrópolis es un fenómeno común en los países de la OCDE, que albergan hasta el 50 % de la población y han contribuido al 60 % de la creación total de empleo en los últimos quince años (OCDE, 2016). Para reducir la escasez de oferta dirigida a menores de 35 años, la Ley de Derecho a la Vivienda de 2023 introdujo

1 En España, la edad media de emancipación está muy próxima a los 30 años.

2 Además, se ha producido una fuerte caída en la oferta. En grandes ciudades como Madrid y Barcelona, la caída del *stock* de vivienda en alquiler permanente ha sido del 41 % (Idealista, 2025b).

3 Debe tenerse en cuenta que 13 de las 50 capitales de provincia españolas no superan los 100.000 habitantes; tampoco en las dos ciudades autónomas Ceuta y Melilla. Asimismo, existen municipios, especialmente concentrados en Madrid y Barcelona, que superan holgadamente los 100.000 habitantes.

Cuadro 1**Distribución del alquiler de vivienda dentro de cada cohorte de edad**

| Cohortes | Prepandemia | | | | Pospandemia | | | | Δ 2019–2024 | Δ 2015–2024 |
|--------------|-------------|------|------|------|-------------|------|------|------|-----------------------|-----------------------|
| | 2015 | 2017 | 2019 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | | |
| <35 años | 39,5 | 42,9 | 47,9 | 37,3 | 42,7 | 49,4 | 48,9 | 1,0 | 9,4 | |
| 35 a 45 años | 23,7 | 26,6 | 27,1 | 26,0 | 26,9 | 29,7 | 33,6 | 6,5 | 9,8 | |
| 46 a 55 años | 14,8 | 16,5 | 15,6 | 15,8 | 17,3 | 20,1 | 20,6 | 5,0 | 5,8 | |
| 56 a 65 años | 9,5 | 11,0 | 11,1 | 9,9 | 10,9 | 11,6 | 11,0 | -0,1 | 1,5 | |
| >65 años | 6,7 | 7,1 | 7,3 | 7,2 | 7,5 | 8,1 | 8,2 | 0,9 | 1,5 | |
| Total | 18,8 | 20,8 | 21,8 | 19,2 | 21,0 | 19,9 | 20,5 | -1,3 | 1,6 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

Cuadro 2**Porcentaje de hogares que alquilan vivienda según el municipio de residencia**

| Tamaño de los municipios de residencia (habitantes) | Prepandemia | | | | Pospandemia | | | | Δ 2019–2024 | Δ 2015–2024 |
|--|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|------|-----------------------|-----------------------|
| | 2015 | 2017 | 2019 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | | |
| >=100.000 | 55,9 | 52,9 | 53,4 | 54,4 | 59,4 | 63,1 | 58,8 | 5,4 | 2,9 | |
| 50.000 – 100.000 | 11,9 | 13,5 | 13,7 | 9,6 | 11,3 | 12,4 | 12,2 | -1,5 | 0,3 | |
| 20.000 – 50.000 | 14,4 | 15,5 | 15,8 | 15,2 | 11,3 | 9,9 | 10,3 | -5,4 | -4,1 | |
| 10.000 – 20.000 | 6,6 | 6,9 | 9,3 | 8,5 | 4,5 | 4,2 | 8,7 | -0,5 | 2,2 | |
| <10.000 | 11,2 | 11,3 | 7,9 | 12,4 | 13,4 | 10,4 | 10,3 | 2,4 | -0,9 | |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | — | — | |

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

una bonificación fiscal en el IRPF de hasta el 70 % para los propietarios que alquilaran viviendas a estas cohortes de edad en zonas de mercado residencial tensionado. No existe, hasta donde conocemos, evidencia sobre el resultado específico de esta medida, aunque el impacto

se prevé reducido⁴. El motivo es que la oferta depende de factores estructurales sobre los que no han operado mejoras. Uno de los factores de mayor peso es la falta de seguridad jurídica de los arrendadores particulares en los casos de impago (OCU, 2023).

⁴ Bajo este mismo enfoque, el gobierno tiene previsto poner en marcha una bonificación del 100 % en el IRPF para los propietarios que renueven los contratos sin subir la renta.

Hogares inmigrantes cerca de liderar la demanda de alquiler entre los jóvenes

En la última década, en términos de hogares que alquilan vivienda, los menores de 35 años han reducido su peso en el total de hogares, pasando del 31,5 % en 2015 al 25,2 % en 2024 (ver cuadro 3). Entre los hogares jóvenes (cuadro 4), el grupo mayoritario corresponde a aquellos con el sustentador principal nacido en España, aunque ha reducido su peso en casi diez desde 2015 (del 59,1 % al 50,2 %). Los hogares con sustentador

Es de esperar que, en un horizonte de medio plazo, el porcentaje de hogares jóvenes inmigrantes no europeos que alquila vivienda superará al de los nacidos en España

nacido en el resto del mundo (principalmente Europa y África) aumentan del 30,3 % al 40,4 %. Por últimos, el grupo de nacidos en otros países europeos se mantienen de forma estable

Cuadro 3

Porcentaje de hogares que alquilan vivienda cada año por tramos de edad

| Cohortes | Prepandemia | | | | Pospandemia | | | | Δ 2019–2024 | Δ 2015–2024 |
|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|------|-----------------------|-----------------------|
| | 2015 | 2017 | 2019 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | | |
| <35 años | 31,5 | 28,5 | 29,5 | 22,6 | 24,9 | 26,2 | 25,2 | -4,3 | -6,2 | |
| 35 a 45 años | 32,4 | 32,3 | 31,8 | 35,1 | 31,6 | 29,7 | 31,7 | -0,1 | -0,8 | |
| 46 a 55 años | 18,5 | 19,4 | 19,2 | 21,6 | 22,6 | 23,5 | 22,9 | 3,8 | 4,4 | |
| 56 a 65 años | 9,0 | 10,3 | 10,3 | 10,9 | 11,3 | 10,8 | 9,8 | -0,5 | 0,8 | |
| >65 años | 8,6 | 9,5 | 9,3 | 9,9 | 9,7 | 9,8 | 10,4 | 1,2 | 1,8 | |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | — | — | |

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

Cuadro 4

Porcentaje de hogares de <35 años que alquilan vivienda cada año según país de nacimiento del sustentador principal

| Cohortes | Prepandemia | | | | Pospandemia | | | | Δ 2019–2024 | Δ 2015–2024 |
|-----------------|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-----------------------|-----------------------|
| | 2015 | 2017 | 2019 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | | |
| España | 59,1 | 61,0 | 61,8 | 59,2 | 54,4 | 49,0 | 50,2 | -11,5 | -8,9 | |
| Resto UE | 9,6 | 9,3 | 9,5 | 5,9 | 9,7 | 8,7 | 6,1 | -3,3 | -3,5 | |
| Resto Europa | 1,02 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 3,3 | 2,0 | 2,2 | |
| Resto del mundo | 30,3 | 28,4 | 27,5 | 33,7 | 34,4 | 40,9 | 40,4 | 12,9 | 10,1 | |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | — | — | |

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

alrededor del 10 %. AIREF (2025) estima que el flujo promedio anual de inmigrantes se situará en 288.000 personas hasta 2050. Estos cambios demográficos supondrán una recomposición en el peso de los jóvenes que alquilan vivienda según su lugar de nacimiento⁵. Es de esperar que, en un horizonte de medio plazo, el porcentaje de hogares jóvenes inmigrantes no europeos que alquila vivienda superará al de los nacidos en España.

El sobreesfuerzo por alquilar se estabiliza (de momento) alrededor del 35 %

En este trabajo empleamos dos medidas complementarias para medir la proporción de recursos que destinan los hogares al alquiler. Una

|
*Tras la pandemia, alrededor de un
 tercio del gasto total de los hogares (Ea)
 corresponde al pago del alquiler*
 |

es el esfuerzo (Ea) computado como el peso del gasto del alquiler de la vivienda principal sobre el gasto total de los hogares. Adicionalmente, de acuerdo con la propuesta de la Ley de Vivienda de 2023, calculamos el sobreesfuerzo (Eaex) en cuyo cálculo se tienen en cuenta, además del alquiler, los gastos en comunidad, agua y energía.

Tras la pandemia, alrededor de un tercio del gasto total de los hogares (Ea) corresponde al pago del alquiler⁶. El nivel promedio de sobreesfuerzo, Eaex, se situó en el período pospandemia en el 36 % empujado por los elevados precios de energía y alimentos, consecuencia de la invasión de Ucrania y de la crisis energética. La comparación de los periodos pre y pospandemia muestra un claro empeoramiento en los niveles de esfuerzo/sobreesfuerzo de los hogares jóvenes que alquilan. En promedio, tanto los niveles de Ea como de Eaex aumentaron entre 3 y 4 puntos. La situación podría moderarse en 2026 si el crecimiento de precios se estabiliza. En este sentido, el informe de diciembre de Fotocasa (2025) considera que el mercado del alquiler podría estar cerca de alcanzar su punto máximo de

Cuadro 5

Esfuerzo/sobreesfuerzo de los jóvenes para alquilar vivienda

| | Prepandemia | | | | Pospandemia | | | |
|----------------------------------|-------------|------|------|------|-------------|------|------|--|
| | 2015 | 2017 | 2019 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | |
| Esfuerzo (Ea) | 25,9 | 25,5 | 26,5 | 30,8 | 29,3 | 29,2 | 27,6 | |
| Sobreesfuerzo (Eaex) | 31,9 | 31,5 | 32,3 | 37,4 | 36,0 | 35,5 | 35,0 | |
| % de hogares jóvenes con Ea>30 | 31,1 | 28,8 | 32,9 | 41,8 | 45,4 | 47,6 | 38,1 | |
| % de hogares jóvenes con Eaex>30 | 47,1 | 44,1 | 50,1 | 59,7 | 60,0 | 61,8 | 58,0 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

5 El progresivo envejecimiento de la población española ha reducido la población de 20 a 35 años nacida en España en 870,8 miles de personas. Contrariamente, la población inmigrante en ese rango de edad aumentó en 875,4 miles de personas.

6 El gasto total de los hogares incluye toda la cesta de consumo, excluyendo el alquiler imputado.

Cuadro 6

Porcentaje de hogares jóvenes con Eaex>30 según país de nacimiento y tipo de hogar

| Tipo de hogar | España | No-europeos | p-valor |
|------------------|--------|-------------|----------|
| Solo un adulto | 60,7 | 84,5 | 0,010*** |
| Pareja sin hijos | 48,4 | 59,0 | 0,375 |
| Pareja con hijos | 32,1 | 61,3 | 0,008*** |
| Padre/madre solo | 45,2 | 48,5 | 0,878 |

Nota: *** significatividad al 1 %.

Fuente: elaboración propia a partir de los microdatos de INE (2025).

crecimiento, tras tres años consecutivos marcados por cifras récord.

En 2024, cerca de cuatro de cada diez hogares jóvenes superó el umbral del 30 % en *Ea*, traspasando la línea roja de tensión financiera (cuadro 5). El problema es más evidente cuando consideramos *Eaex*, donde cerca de seis de cada diez jóvenes superan el citado umbral del 30 %. Estos resultados reflejan la situación de vulnerabilidad financiera a la que se enfrentan los jóvenes que alquilan vivienda. Este problema se ha agravado en la última década. En 2015, alrededor de cinco de cada diez hogares tenían un valor de *Eaex* superior al 30 %. En 2024, esta proporción ha escalado a una cifra próxima a seis de cada diez hogares.

El nivel de tensión financiera es más intenso en los hogares inmigrantes, con independencia de la tipología de hogar (cuadro 6). No obstante, las diferencias solo son estadísticamente significativas para jóvenes que viven solos, así como en las parejas con hijos. Como muestra el cuadro 6, más del 84 % de jóvenes inmigrantes que viven solos soportan un *Eaex*>30, mientras

que, en los nacidos en España, el porcentaje es del 60,7 %. En el caso de parejas con hijos, los porcentajes son del 61,3 % frente al 32,1 %. El aumento del sobreesfuerzo cronifica la tensión financiera de los jóvenes que ya viven de alquiler y supone una fuerte barrera a quienes desean emanciparse.

Importantes diferencias territoriales en sobreesfuerzo

El nivel medio de sobreesfuerzo, *Eaex*, oscila entre el 47,6 % de Baleares y el 25,9 % de Galicia (gráfico 1). En diez comunidades autónomas/ciudades autónomas, el valor de *Eaex* supera el 30 %. Concretamente, Baleares, Asturias, Cataluña, País Vasco, Ceuta, Madrid, Cantabria, Navarra, Extremadura, Comunidad Valenciana, Castilla-La Mancha y Aragón. Bajo la cobertura de la Ley 12/2003 de Derecho a la Vivienda, Cataluña, País Vasco y Navarra han declarado zonas de mercado residencial tensionado a algunos municipios de sus territorios⁷. Las limitaciones en los precios implementadas en esas comunidades no parecen haber mejorado el

7 Esta declaración, que es potestativa de las comunidades, exige, además de que *Eaex*> 30 %, que el precio del alquiler haya crecido en los 5 años previos al menos 3 puntos porcentuales por encima del IPC acumulado de la comunidad autónoma.

Gráfico 1

Nivel de sobreesfuerzo (Eaex)

Detalles

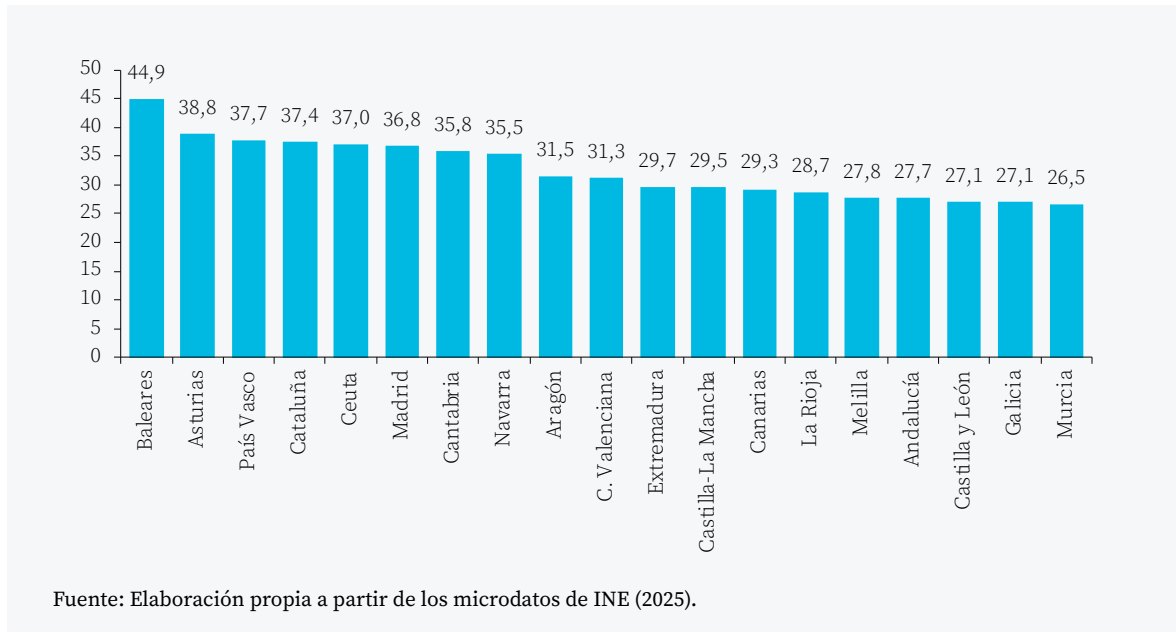
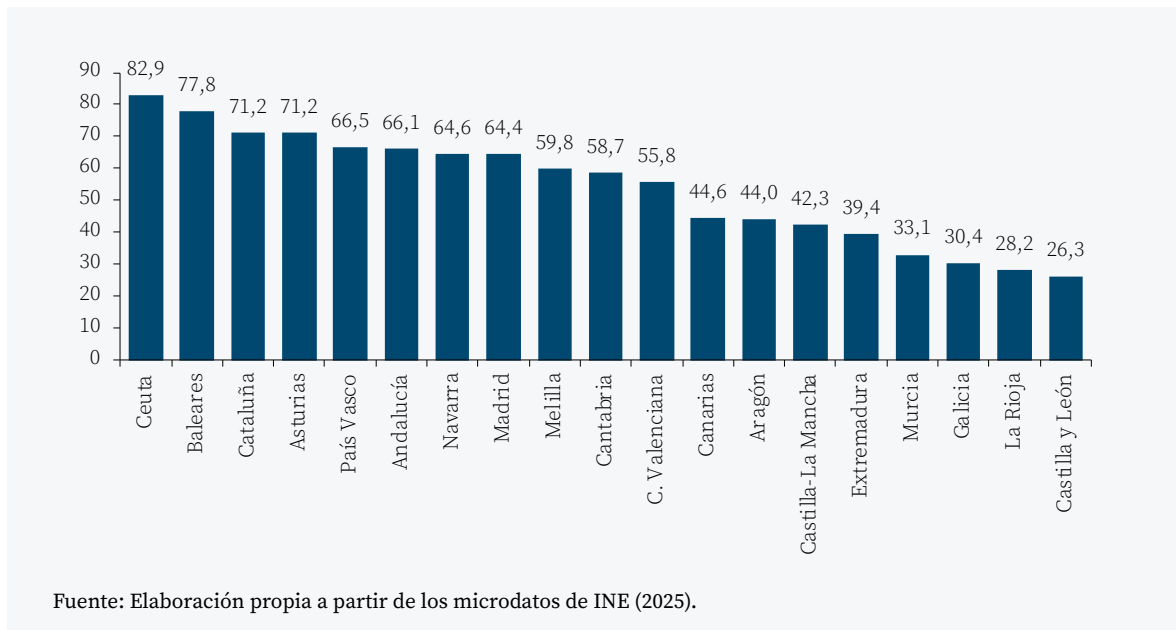


Gráfico 2

Porcentaje de hogares con Eaex>30 en 2024

Detalles



nivel promedio de sobreesfuerzo en los jóvenes que alquilan vivienda. Asimismo, para el caso de Cataluña, el resultado de estas medidas solo ha reducido el alquiler de las viviendas más caras (Montalvo *et al.*, 2023). En el extremo opuesto en términos de sobreesfuerzo se encuentran Castilla y León, Galicia y Murcia con niveles inferiores al 28 %.

Las ciudades/comunidades autónomas con mayor porcentaje de hogares con sobreesfuerzo superior al 30 % son Ceuta (83 %), Baleares (82 %), Cataluña (73 %), Asturias (69 %), País Vasco

(68 %), Andalucía (62 %) y Madrid (61 %). En el extremo opuesto se encuentran Murcia (29 %), La Rioja (28 %) y Castilla y León (25 %). Como muestra el gráfico 2, tener un nivel elevado de Eaex predispone a una mayor proporción de hogares con Eaex por encima del umbral del 30 %. En este mismo sentido, las comunidades con Eaex más bajo concentran también un menor porcentaje de hogares con Eaex > 30. Las diferencias en niveles de esfuerzo/sobreesfuerzo indican que el problema del alquiler de la vivienda en los jóvenes no puede afrontarse de forma uniforme en todas las comunidades autónomas.

Referencias

FOTOCASA. (2025). El alquiler sube un 7,4 % interanual en noviembre, la menor subida del año. Blog de Fotocasa. <https://blogprofesional.fotocasa.es/alquiler-noviembre-menor-subida-del-año/>

IDEALISTA. (2025a). Histórico de los precios del alquiler en España. <https://www.idealista.com/sala-de-prensa/informes-precio-vivienda/alquiler/historico/>

IDEALISTA. (2025b). Cinco años de alquiler en Madrid y Barcelona: precios récord, mayor esfuerzo con menos stock y más demanda. <https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2024/06/14/817721-cinco-anos-de-alquiler-en-madrid-y-barcelona-precios-record-mayor-esfuerzo-con>

INE. (2025). *Encuesta de Presupuestos Familiares, olas 2015 a 2024*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176806&menu=ultiDatos&idp=1254735976608

MARRERO, D. (2025, 18 de diciembre). *La competencia por alquilar se traslada a las zonas asequibles en la periferia de las grandes capitales*. *idealista/news*. [La competencia por alquilar se traslada a las zonas asequibles en la periferia de las grandes capitales — idealista/news](https://www.idealista.com/news/la-competencia-por-alquilar-se-traslada-a-las-zonas-asequibles-en-la-periferia-de-las-grandes-capitales)

OCDE. (2016). *OECD regions at a glance 2016*. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-regions-at-a-glance-2016_reg_glance-2016-en.html

OCU. (2023). Estudio sobre el acceso a la vivienda en alquiler. [Estudio sobre el acceso a la vivienda en alquiler | OCU fincas y casas](https://www.ocu.es/estudios/estudio-sobre-el-acceso-a-la-vivienda-en-alquiler)

ROMERO-JORDÁN, D. (2024). ¿Cuál el esfuerzo por vivir de alquiler en España? Evolución y diferencias por comunidades autónomas. *Cuadernos de Información Económica*, 299, 41–50. <https://www.funcas.es/articulos/cual-el-esfuerzo-por-vivir-de-alquiler-en-espana-evolucion-y-diferencias-por-comunidades-autonomas/>

06

Marina Asensio y Daniel Manzano
AFI, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Desigualdad y transferencia intergeneracional de riqueza en España: evidencia reciente y perspectivas demográficas

Existe una evidencia cada vez mayor de una creciente concentración de la riqueza en determinadas cohortes de edad, fenómeno que se extiende también al interior de las propias generaciones mediante un aumento de la brecha intrageneracional. Utilizando microdatos de la *Encuesta Financiera de las Familias*, este trabajo analiza cómo ambas dimensiones de la desigualdad de la riqueza se han intensificado en España en las últimas décadas, identificando como factores clave los ajustes de renta derivados de la crisis financiera y, especialmente, la evolución del precio de la vivienda, en la que se materializa la mayor parte del patrimonio de los hogares.

Introducción

En las últimas décadas, la desigualdad económica ha vuelto a ocupar un lugar central en el debate académico y de política económica. Aunque el foco se ha situado con frecuencia en la distribución de la renta, la evidencia disponible sugiere que la desigualdad de la riqueza presenta una magnitud y una dinámica propias, con implicaciones más persistentes para la movilidad social y la igualdad de oportunidades. En particular, la riqueza tiende a concentrarse con mayor intensidad que la renta y a reproducirse en el tiempo mediante mecanismos de acumulación, revalorización de activos y transmisión intergeneracional (Anghel *et al.*, 2018; Palomino *et al.*, 2021).

España constituye un caso de especial interés por dos razones. En primer lugar, la estructura del patrimonio de los hogares se caracteriza por un peso muy elevado de los activos inmobiliarios, lo que hace que la evolución del precio de la vivienda resulte determinante en la dinámica de acumulación patrimonial. En segundo lugar, el periodo posterior a la crisis financiera estuvo marcado por ajustes de renta y por un entorno que ha dificultado el acceso de los jóvenes a la vivienda en propiedad, condicionando su capacidad de ahorro y, por extensión, de acumulación de riqueza.

Desde una perspectiva generacional, la evidencia reciente apunta a una ampliación de la brecha de riqueza entre cohortes de edad. Las generaciones de mayor edad han concentrado una proporción creciente del patrimonio total, mientras que las generaciones más jóvenes han visto limitada su capacidad de acumulación, en un contexto de mayores dificultades de acceso a la vivienda en propiedad, episodios de ajuste de renta tras la crisis financiera y un mayor recurso al mercado del alquiler. Paralelamente, dentro

de cada generación se observa un aumento de la desigualdad patrimonial, especialmente entre los hogares más jóvenes, lo que sugiere que la brecha de riqueza no solo es intergeneracional, sino también intrageneracional.

Más allá de estas dinámicas de acumulación, la transferencia intergeneracional de riqueza emerge como un elemento clave para entender la evolución futura de la desigualdad. El envejecimiento de la población y la configuración demográfica de las cohortes implicadas condicionan el volumen de patrimonio potencialmente transmisible y su distribución entre los hogares receptores. Sin embargo, el impacto de estas transferencias no es neutro desde el punto de vista distributivo y puede, bajo determinadas condiciones, contribuir a reforzar la desigualdad existente.

El objetivo de este artículo es analizar de forma integrada la brecha de riqueza inter e intrageneracional en España y el papel que desempeña la transferencia de riqueza entre generaciones. Utilizando microdatos de la *Encuesta Financiera de las Familias*, se examinan los factores que han contribuido a la ampliación de estas brechas en las últimas décadas y se exploran, con una perspectiva prospectiva, las implicaciones demográficas y distributivas del proceso de transmisión patrimonial actualmente en curso.

Datos y enfoque empírico

El análisis empírico de este trabajo se basa en los microdatos de la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF), elaborada periódicamente por el Banco de España. La EFF constituye la principal fuente de información para el estudio de la riqueza de los hogares españoles, al ofrecer datos detallados sobre la composición del patrimonio, el endeudamiento, la renta y las características

sociodemográficas de los hogares, con un elevado grado de comparabilidad temporal.

La encuesta se realiza con periodicidad bienal y presenta una estructura muestral especialmente adecuada para el análisis de la desigualdad patrimonial, al sobrerrepresentar a los hogares situados en los tramos superiores de la distribución de la riqueza, que son un porcentaje pequeño en la población total. Además, la EFF incorpora un diseño de panel longitudinal que permite seguir a una parte de los hogares a lo largo del tiempo, lo que resulta particularmente útil para analizar la evolución de la riqueza a lo largo del ciclo vital y los procesos de acumulación y desacumulación patrimonial.

El enfoque adoptado combina dos estrategias complementarias. En primer lugar, se emplea un análisis por cohortes de edad del cabeza de familia, lo que permite examinar la distribución de la riqueza entre generaciones y comparar la posición patrimonial de distintas cohortes en momentos equivalentes del ciclo vital. En segundo lugar, se analiza la distribución interna de la riqueza dentro de cada cohorte mediante indicadores de concentración y comparaciones por decilas, con el fin de capturar la dimensión intrageneracional de la desigualdad.

Este análisis se complementa con ejercicios estilizados de transmisión intergeneracional de riqueza. Sin pretender estimar efectos causales estructurales, estos ejercicios permiten cuantificar de forma transparente el papel relativo de dos elementos: (i) la acumulación patrimonial previa (incluida la revalorización de activos) y (ii) los factores demográficos (tamaño relativo de cohortes donantes y receptoras) en la riqueza transmitida por persona.

El trabajo adopta, por tanto, un enfoque descriptivo-analítico, orientado a caracterizar

los mecanismos económicos y demográficos que subyacen a la evolución de la desigualdad patrimonial en España y a discutir sus implicaciones económicas y sociales.

Brecha de riqueza intergeneracional: acumulación patrimonial, revalorización inmobiliaria y divergencia generacional

La evidencia empírica disponible para España muestra que la desigualdad de la riqueza entre generaciones se ha intensificado de forma significativa desde comienzos del siglo XXI. Esta ampliación de la brecha intergeneracional no es únicamente el reflejo de diferencias normales en el ciclo vital —según las cuales los hogares acumulan patrimonio a medida que envejecen—, sino que responde a dinámicas estructurales que han favorecido una acumulación desigual de riqueza entre cohortes.

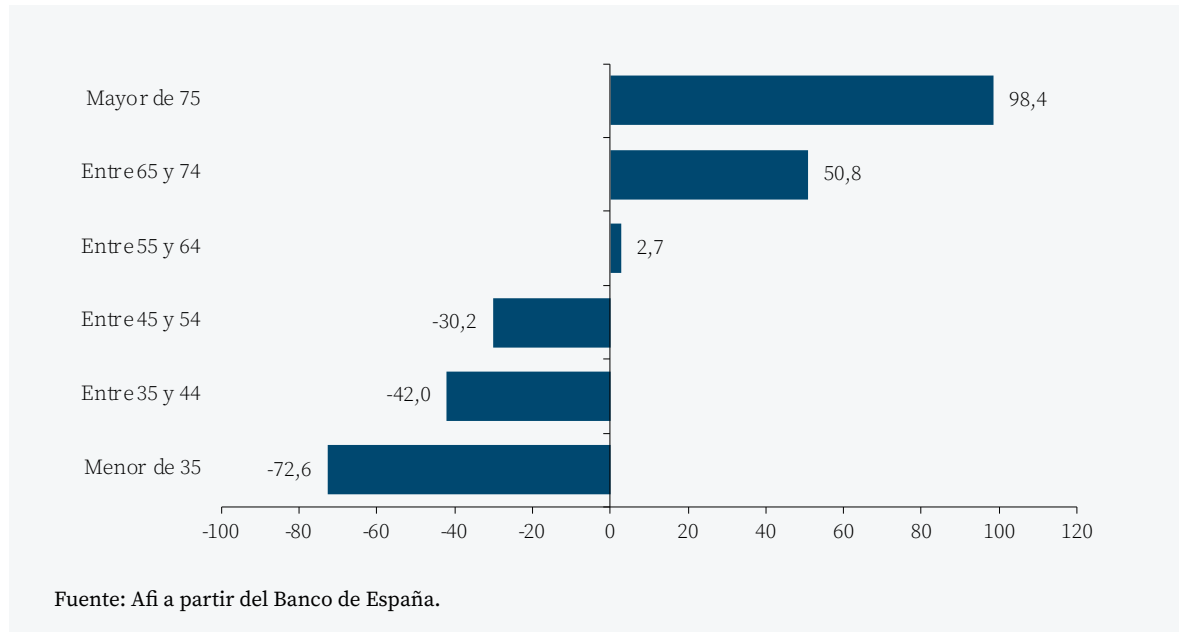
|
Desde principios de siglo, los hogares encabezados por personas mayores de 65 años han incrementado de forma sostenida su participación en la riqueza total, mientras que las cohortes más jóvenes han visto reducirse su peso relativo
|

Un primer indicador de esta divergencia es la evolución de la concentración de la riqueza neta por grupos de edad. Desde principios de siglo, los hogares encabezados por personas mayores de 65 años han incrementado de forma sostenida su participación en la riqueza total, mientras que las cohortes más jóvenes han visto reducirse su peso relativo. Este desplazamiento no puede explicarse únicamente por el envejecimiento poblacional, sino que refleja también una evolución muy dispar del valor del patrimonio entre generaciones. En términos reales, entre 2002 y 2022, la riqueza

Gráfico 1

Tasa de variación de la riqueza neta mediana real por grupos de edad, 2002-2022

Porcentaje



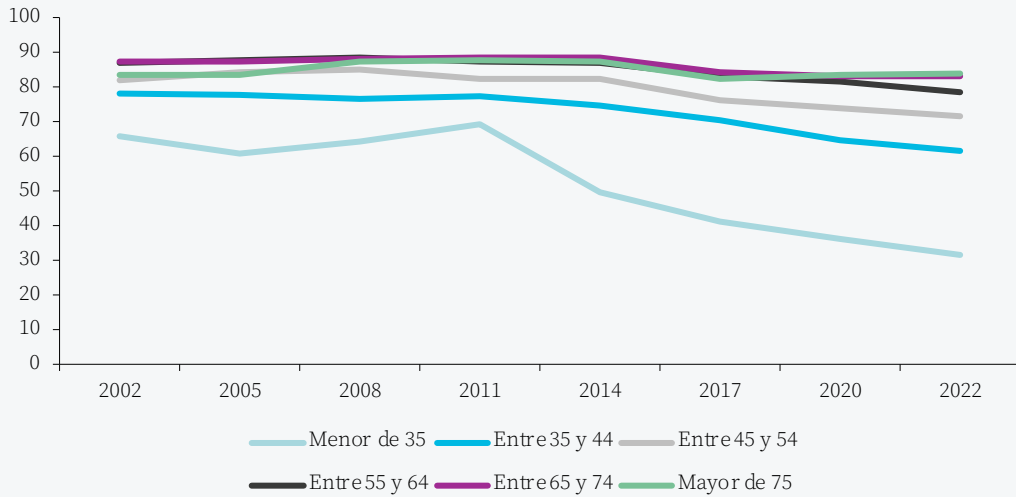
neta mediana se redujo para todos los hogares menores de 54 años, mientras que ha aumentado significativamente para los mayores de 65.

En España, el patrimonio inmobiliario constituye el principal componente de la riqueza de los hogares

La vivienda desempeña un papel central en esta dinámica. En España, el patrimonio inmobiliario constituye el principal componente de la riqueza de los hogares, de modo que las diferencias en la tenencia y en el momento de acceso a la vivienda en propiedad tienen efectos persistentes sobre la acumulación patrimonial. Las generaciones de mayor edad presentan tasas de propiedad de la vivienda principal sistemáticamente elevadas, a las que se añade una mayor

presencia de segundas residencias u otros activos inmobiliarios. Por el contrario, las cohortes más jóvenes han experimentado un fuerte descenso en la proporción de hogares propietarios.

Esta divergencia en la tenencia de activos inmobiliarios ha actuado como un potente mecanismo amplificador de la brecha de riqueza intergeneracional. La revalorización del precio de la vivienda registrada en distintos episodios desde comienzos de siglo ha beneficiado de forma desproporcionada a los hogares que ya eran propietarios, reforzando su posición patrimonial, mientras que los hogares excluidos del mercado de compraventa han quedado al margen de este proceso de apreciación. De este modo, la vivienda opera simultáneamente como causa y consecuencia de la desigualdad patrimonial entre generaciones: el aumento de precios dificulta el acceso de los jóvenes a la propiedad

Gráfico 2**Tenencia de vivienda principal por cohorte de edad del cabeza de familia**
Porcentaje de hogares poseedores

Fuente: Afi a partir del Banco de España.

y, al mismo tiempo, incrementa la riqueza de quienes ya poseen activos inmobiliarios.

A esta dinámica patrimonial se suma la evolución de la renta. Aunque la desigualdad de renta es inferior a la de la riqueza, su comportamiento también ha contribuido a la ampliación de la brecha generacional. Las cohortes de mayor edad son las únicas cuya renta mediana real es actualmente superior a la registrada a comienzos de siglo, mientras que los hogares jóvenes han sufrido un deterioro relativo tras la crisis financiera, con efectos persistentes sobre su capacidad de ahorro. La combinación de menor renta disponible y mayores costes de acceso a la vivienda ha limitado de forma estructural la acumulación de riqueza de las generaciones más jóvenes.

El resultado agregado es una brecha intergeneracional que va más allá de lo esperable por el

mero efecto edad. Comparaciones entre generaciones en un mismo punto del ciclo vital muestran que los hogares jóvenes actuales acumulan menos riqueza que las generaciones precedentes cuando tenían una edad equivalente. Este punto de partida desigual constituye el marco sobre el que operan, como se analiza en los siguientes apartados, tanto el aumento de la desigualdad intrageneracional como el proceso de transferencia de riqueza entre generaciones.

Brecha intrageneracional: desigualdad dentro de las generaciones y el efecto patrimonial de la vivienda

El análisis de la brecha de riqueza intergeneracional muestra diferencias significativas entre cohortes de edad, pero ofrece solo una visión parcial de la dinámica de la desigualdad

patrimonial. Para comprender plenamente su alcance es necesario examinar cómo se distribuye la riqueza dentro de cada generación, esto es, analizar la brecha intrageneracional. La evidencia reciente para España indica que esta dimensión de la desigualdad no solo es relevante, sino que se ha intensificado de forma notable en las últimas décadas, especialmente entre las generaciones más jóvenes.

Un primer ejercicio ilustrativo consiste en comparar la distribución de la riqueza de distintas generaciones en un mismo punto del ciclo vital. Al analizar la riqueza neta de los hogares encabezados por personas menores de 45 años, se observa que la generación *millennial* presenta niveles de riqueza claramente inferiores a los que acumulaba la generación del *baby boom* cuando se encontraba en una edad equivalente a comienzos de siglo. Esta diferencia se manifiesta a

lo largo de toda la distribución y no únicamente en los tramos de menor riqueza, lo que sugiere un deterioro generalizado de la posición patrimonial relativa de los *millennials* respecto a generaciones anteriores.

|
La generación millennial presenta niveles de riqueza claramente inferiores a los que acumulaba la generación del baby boom cuando se encontraba en una edad equivalente a comienzos de siglo
 |

Más allá de esta comparación en niveles, resulta especialmente relevante el análisis de la distribución interna de la riqueza dentro de cada cohorte. La evidencia muestra que la concentración de la riqueza entre los *millennials* en 2022 es superior a la que se observaba entre los

Gráfico 3

Distribución de la riqueza neta entre hogares *millennials* en 2022 frente hogares *boomers* en 2002

Miles de euros reales de 2022

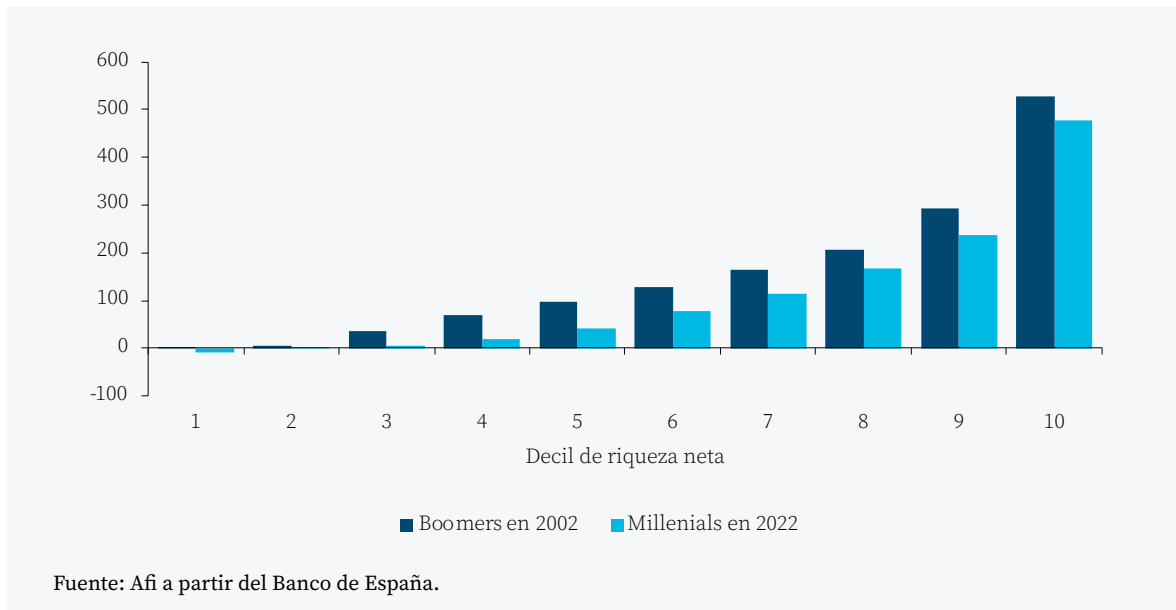
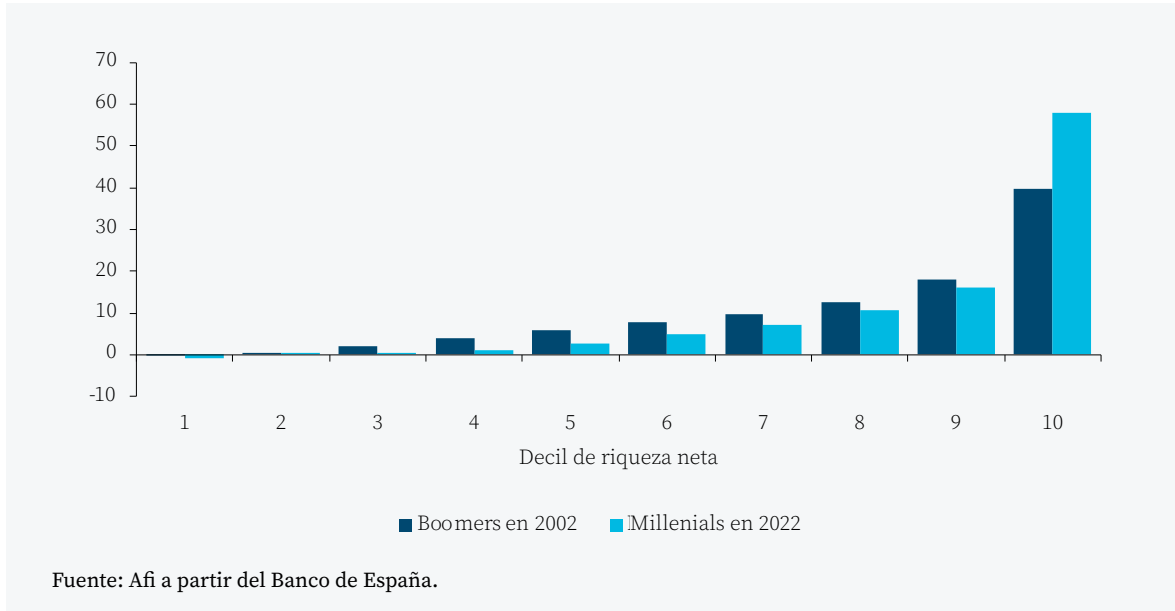


Gráfico 4

Distribución de la riqueza neta entre hogares *millennials* en 2022 frente hogares *boomers* en 2002

Porcentaje de riqueza neta total que posee cada decil



baby-boomers cuando estos se encontraban en una fase similar de su ciclo vital (2002). En concreto, el 58% del patrimonio neto de la generación *millennial* se concentra en la decila superior de la distribución, mientras la mitad inferior concentra conjuntamente menos del 4% de la riqueza total acumulada por su generación.

Si comparamos esta brecha intrageneracional con aquella que se producía en 2002 entre los hogares con cabeza de familia *boomer*, encontramos una distribución mucho más equitativa entre decilas. En esta generación, el 10% de los hogares de mayor riqueza neta acumulaba menos del 40% de la riqueza neta de su generación, y la mitad inferior, el 12,2%.

La vivienda desempeña un papel central en esta dinámica de desigualdad intrageneracional. Dado el peso predominante del patrimonio

inmobiliario, la condición de ser propietario o no se convierte en un factor clave de diferenciación patrimonial. Los hogares jóvenes que han logrado acceder a la vivienda en propiedad —frecuentemente con apoyo familiar o mediante transferencias— se benefician de un doble efecto: por un lado, de la revalorización del activo inmobiliario y, por otro, de una mayor capacidad de ahorro al reducir su exposición a los elevados costes del alquiler.

Por el contrario, una proporción creciente de hogares jóvenes se ve abocada al mercado del alquiler como régimen de tenencia predominante. El encarecimiento sostenido de los alquileres en las principales áreas urbanas ha incrementado la tasa de esfuerzo asociada a la vivienda para estos colectivos, reduciendo su capacidad de ahorro y, en consecuencia, su potencial de acumulación patrimonial. Este mecanismo genera

una dinámica de cronificación de la desigualdad: los hogares que no acceden a la propiedad quedan atrapados en un régimen de tenencia que limita su capacidad de construir patrimonio, ampliando progresivamente la brecha con respecto a los propietarios.

En este contexto, el aumento del peso de la población nacida en el extranjero en las cohortes jóvenes adquiere relevancia adicional, ya que estos hogares presentan, en promedio, menores niveles de riqueza y menor probabilidad de recibir transferencias intergeneracionales. En suma, la creciente desigualdad dentro de las generaciones —especialmente entre los *millennials*— condiciona el impacto que tendrá la transferencia intergeneracional de riqueza en las próximas décadas.

Transferencia intergeneracional de riqueza: demografía, herencias y perspectivas para las próximas generaciones

La ampliación de la brecha de riqueza entre generaciones no responde únicamente a diferencias en los procesos de acumulación a lo largo del ciclo vital, sino que también se ve condicionada por la dinámica con la que tiene lugar la transferencia intergeneracional del patrimonio previamente acumulado. En España, este proceso viene determinado por dos factores principales: la elevada concentración inicial de la riqueza y la estructura demográfica de las cohortes implicadas en la transmisión.

Desde una perspectiva retrospectiva, es posible ilustrar el peso relativo de ambos factores mediante ejercicios estilizados basados en los microdatos de la EFF, que consisten en calcular la herencia que recibirían, en promedio, las personas de entre 45 y 65 (donatarios) si repartiéramos

en un año dado el patrimonio acumulado por las personas mayores de 65 (donantes). Este ejercicio de hipotética transmisión de riqueza entre generaciones permite dimensionar cuán importante es la demografía sobre el trasvase de riqueza, así como el efecto de la revalorización patrimonial.

Comparando las situaciones de 2002 y 2022, esta herencia promedio pasaría de los 91.000 euros reales a principios de siglo a 177.000 euros en 2022, un aumento del 95 %, lo que se debe, esencialmente, a la revalorización de la riqueza acumulada durante este periodo por los que conforman la generación donante (los mayores de 65 años en 2022). De hecho, en ausencia de tan extraordinaria revalorización patrimonial, la herencia promedio se habría reducido, situándose en torno a los 81.000 euros reales en 2022, que es un 11 % menos de lo que habría percibido la generación precedente en 2002.

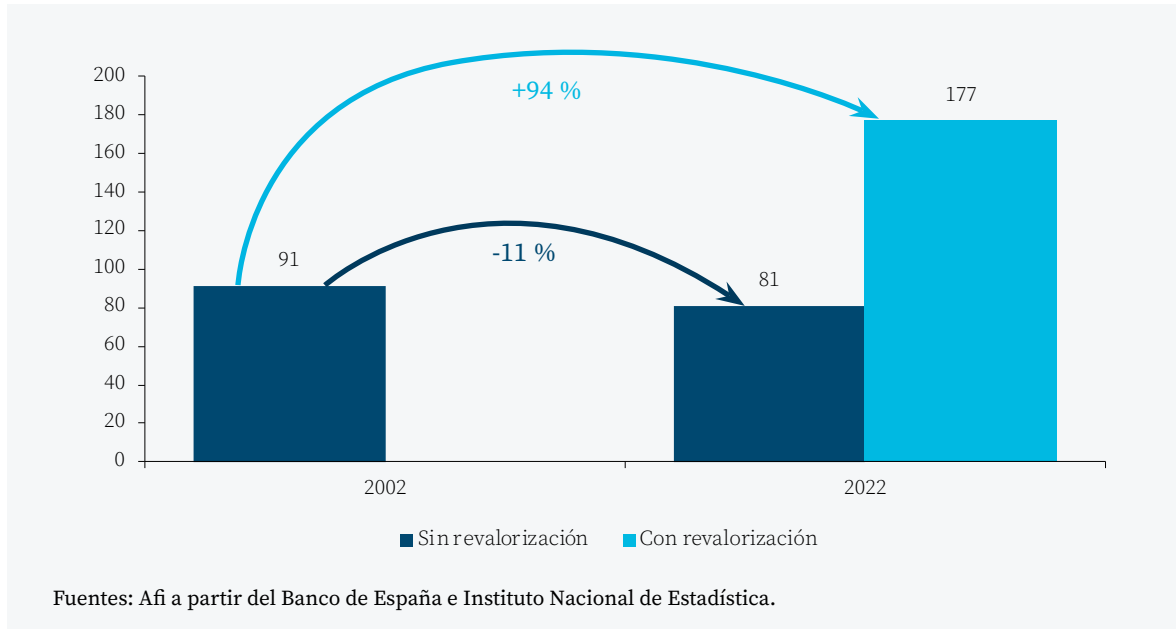
Este último hecho se debe a que la generación donataria —la generación *boomer* actual— es mucho más numerosa que la anterior: la ratio de donatario por persona donante ha aumentado del 1,30 en 2002 al 1,51 en apenas 20 años. En otras palabras, el aumento de la generación donataria respecto de la donante impacta negativamente en la transmisión media per cápita de riqueza.

Este ejercicio pone de manifiesto una cuestión clave: la transferencia intergeneracional de riqueza no es mecánicamente igualadora. En ausencia de revalorización real de los activos, el simple aumento del tamaño relativo de las generaciones receptoras reduce la riqueza transmitida per cápita. Es, por tanto, la dinámica de los precios de los activos —y en particular de la vivienda— la que en el caso que se ha ilustrado compensa y supera ese efecto demográfico adverso en el pasado reciente.

Gráfico 5

Riqueza bruta acumulada por la cohorte mayor de 65 años entre población de entre 45 y 65 años

Miles de euros reales de 2022



Con una perspectiva prospectiva, el efecto de la demografía funcionará en sentido contrario. Las proyecciones demográficas apuntan a que las generaciones que suceden a los *baby-boomers* serán sensiblemente menos numerosas. Bajo supuestos conservadores de estabilidad del valor real del patrimonio¹, esta reducción del tamaño relativo de las cohortes receptoras implicaría un aumento significativo de la riqueza potencialmente transmitida por persona hacia *millennials* y generación Z.

Los resultados de este ejercicio evidencian que la disminución de la ratio de donatarios por donante —que pasaría a ser del 1,51 al 1,07 %— elevaría la herencia media de los *millennial* en

un 41% entre 2022 y 2042. Una herencia promedio que, considerando una revalorización de tan solo el 1% anual, podría elevarse en casi un 69% con respecto a la recibida por la generación precedente en 2022.

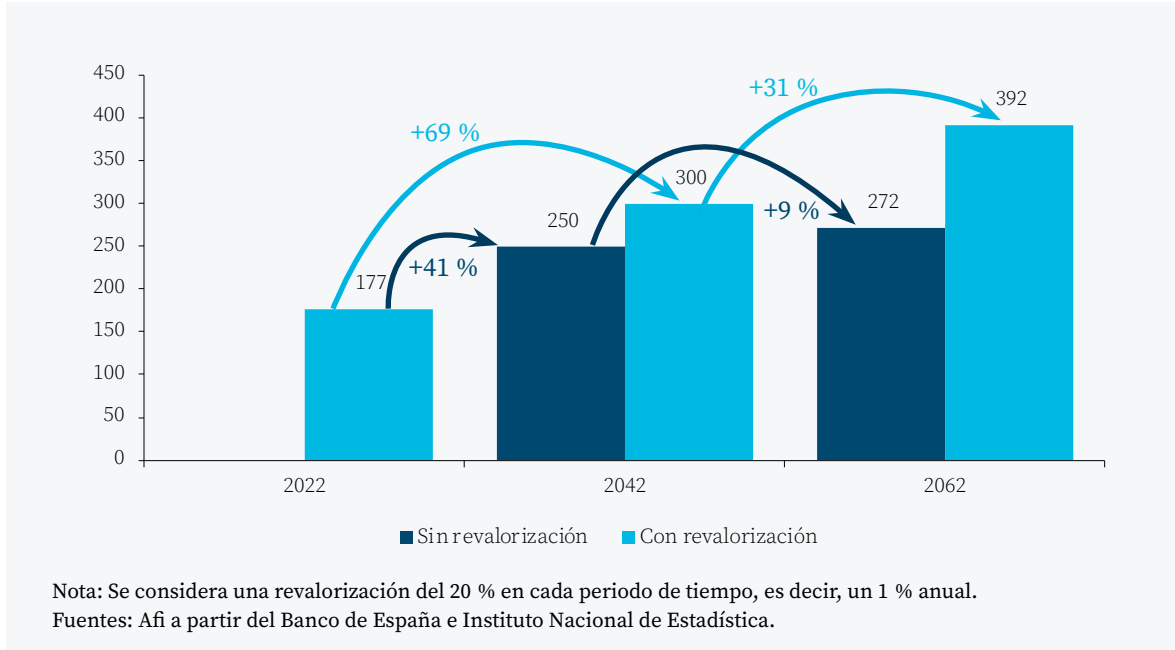
No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela. En primer lugar, porque descansan en medias que ocultan una elevada heterogeneidad en la distribución de la riqueza. La evidencia muestra que la acumulación patrimonial está fuertemente concentrada en la parte alta de la distribución, de modo que una proporción significativa de los hogares no dispone de patrimonio relevante que transmitir. En este contexto, las herencias y donaciones tienden a

¹ La estimación “sin revalorización” asume que no hay acumulación en términos reales, para identificar el puro factor demográfico. El segundo supuesto, “con revalorización”, considera una acumulación del 1 % anual en términos reales. Este segundo ejercicio no supone ningún intento de anticipación del potencial de revalorización, sino únicamente un ejercicio de simulación de lo que cada punto porcentual de acumulación añadiría al efecto demográfico derivado del diferente tamaño de las generaciones sucesivas.

Gráfico 6

Riqueza bruta acumulada por la cohorte mayor de 65 años entre población de entre 45 y 65 años

Miles de euros reales de 2022



reproducir y amplificar la desigualdad inicial, beneficiando de manera desproporcionada a los descendientes de los hogares más ricos.

|
La evidencia sugiere que, aunque el envejecimiento y el tamaño reducido de las generaciones futuras podrían favorecer una mayor transmisión media de riqueza, este proceso no corregirá automáticamente las desigualdades existentes
|

En segundo lugar, la creciente desigualdad intrageneracional refuerza este efecto. A medida que aumenta la concentración de la riqueza en las decilas superiores, la transmisión intergeneracional deja de operar como un mecanismo de redistribución amplia y pasa a convertirse en un factor

adicional de polarización patrimonial. A estos elementos se añade el aumento del peso de la población nacida en el extranjero en las cohortes jóvenes: dado su menor nivel medio de riqueza y su menor probabilidad de recibir transferencias, su mayor presencia incrementa la dispersión de la riqueza per cápita dentro de una misma cohorte.

En conjunto, la evidencia sugiere que, aunque el envejecimiento y el tamaño reducido de las generaciones futuras podrían favorecer una mayor transmisión media de riqueza, este proceso no corregirá automáticamente las desigualdades existentes. Por el contrario, en ausencia de mecanismos compensadores, la combinación de concentración patrimonial, desigualdad intrageneracional y cambios demográficos podría reforzar la polarización de la riqueza en las próximas décadas.

Conclusiones: transferencia de riqueza y desigualdad

El análisis desarrollado en este artículo muestra que la desigualdad de la riqueza en España presenta una doble dimensión —intergeneracional e intrageneracional— que se ha intensificado de forma significativa desde comienzos del siglo XXI. A diferencia de la desigualdad de renta, la desigualdad patrimonial tiende a ser más persistente y a amplificarse en el tiempo, debido tanto a los procesos de acumulación y revalorización de los activos como a los mecanismos de transmisión intergeneracional.

Desde una perspectiva intergeneracional, la evidencia confirma una creciente divergencia en la acumulación patrimonial entre cohortes. Las generaciones de mayor edad han concentrado una proporción creciente de la riqueza total, impulsadas fundamentalmente por la revalorización de los activos inmobiliarios y por una evolución relativamente más favorable de la renta. Por el contrario, las generaciones más jóvenes han visto limitada su capacidad de acumulación, en un contexto de mayores dificultades de acceso a la vivienda en propiedad, deterioro relativo de la renta tras la crisis financiera y un mayor recurso al mercado del alquiler.

El análisis intrageneracional revela, además, que la desigualdad no solo se amplía entre generaciones, sino también dentro de

ellas, especialmente entre los *millennials*. La creciente concentración de la riqueza en la parte alta de la distribución y la dualidad entre propietarios y no propietarios de vivienda generan trayectorias patrimoniales cada vez más divergentes desde edades tempranas.

La transferencia intergeneracional de riqueza, lejos de operar como un mecanismo automático de corrección de estas desigualdades, puede contribuir a amplificarlas. Aunque la demografía apunta a que las generaciones futuras podrían recibir una mayor riqueza media per cápita, este efecto agregado oculta una elevada heterogeneidad asociada a la concentración inicial del patrimonio y a la distribución sesgada de las herencias.

En conjunto, los resultados sugieren que la evolución futura de la desigualdad patrimonial en España dependerá no solo del volumen de riqueza transmitida entre generaciones, sino también de cómo se distribuya dicha transferencia y de las condiciones de acceso a los principales activos de acumulación, en particular la vivienda. Comprender estos mecanismos resulta esencial para anticipar los retos económicos y sociales asociados al envejecimiento de la población y al relevo generacional, así como para diseñar políticas públicas que favorezcan una mayor igualdad de oportunidades en un contexto de creciente concentración patrimonial.

Referencias

ALVARGONZALEZ, P., ASENSIO, M., BARCELÓ, C., BOVER, O., COBREROS, L., CRESPO, L., EL AMRANI, N., GARCÍA-URIBE, S., GENTO, C., GÓMEZ, M., URCELAY, P., VILLANUEVA, E. y VOZMEDIANO, E. (2024). The Spanish Survey of Household Finances (EFF): Description and Methods Of The 2020 Wave. *Documentos ocasionales*. nº 2405, Banco de España.

ANGHEL, B., BASSO, H., BOVER, O., CASADO, J.M., HOSPIDO, L., IZQUIERDO, M., KATARYNIUK, I.A., LACUESTA, A., MONTERO, J.M. y VOZMEDIANO, E. (2018). Income, consumption and wealth inequality in Spain. *SERIEs*, 9, 351–387. <https://doi.org/10.1007/s13209-018-0185-1>

FUNDACIÓN AFI EMILIO ONTIVEROS. (2023). *Finanzas de los hogares 2000-2022: Escaso ahorro y mayor brecha generacional*. Madrid: Fundación Afi.

FUNDACIÓN AFI EMILIO ONTIVEROS. (2024). *Demografía, vivienda y brechas de riqueza*. Madrid: Fundación Afi.

PALOMINO, J. C., MARRERO, G. A., NOLAN, B., RODRÍGUEZ, J. G. (2022). Wealth inequality, intergenerational transfers, and family background. *Oxford Economic Papers*, 74(3), 643-670. <https://doi.org/10.1093/oep/gpab052>

07

Ángel Berges, Jesús Morales, Ricardo Goizueta
AFI, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Exceso de capital bancario

Cuando está de plena actualidad el debate sobre simplificación regulatoria (en el caso europeo), o incluso desregulación (en el de USA o UK), sobre todo en términos de requerimientos de capital, no deja de ser paradójico constatar que toda la banca europea, si bien la española en menor medida, mantiene niveles de capital muy por encima de los exigidos por el marco regulatorio actualmente vigente, incluyendo las exigencias añadidas por el supervisor. Estas (conocidas como P2R y P2G) se derivan, en el marco del SREP de una evaluación integral, prospectiva y sensible al perfil de riesgo individual de cada entidad, incorporando tanto escenarios adversos como la capacidad de absorción de pérdidas a lo largo del ciclo económico, por lo que cabe poner en cuestión la extendida práctica en toda la banca europea, aunque mucho menos en España, de mantener tan elevados excesos de capital. En este contexto, el artículo analiza la relación entre capital regulatorio y supervisor exigido, exceso mantenido sobre el mismo, rentabilidad ajustada a riesgo y valoración de las entidades financieras, para indagar si la acumulación de elevados niveles de capital excedentarios u ociosos tiende a generar efectos adversos sobre la creación de valor para el accionista. Dado que el capital constituye el recurso de financiación más costoso y menos diversificable, su sobredimensionamiento podría traducirse en una destrucción de rentabilidad y de valoración desde la perspectiva de los inversores.

El cambio de paradigma en la supervisión bancaria

Casi dos décadas transcurridas desde la gran crisis financiera, la supervisión bancaria europea se ha movido —con notable éxito— desde un paradigma centrado en cerrar grietas mediante capas sucesivas de requerimientos regulatorios hacia otro en el que el desafío principal ya no es solo elevar el listón de resiliencia, sino también evitar que la complejidad acumulada distorsione incentivos, opaque la señal regulatoria y erosione la eficiencia. En ese giro se enmarca el impulso político-institucional a la simplificación: en marzo de 2025 el Consejo de Gobierno del BCE constituyó el Grupo de Trabajo de Alto Nivel sobre Simplificación (HLTF, por sus siglas en inglés) para formular recomendaciones orientadas a reducir complejidades del marco prudencial, supervisor e informativo que puedan estar imponiendo cargas desproporcionadas y, en última instancia, limitando la capacidad del sistema bancario para financiar a la economía real sin merma de estabilidad. El respaldo del Consejo de Gobierno en diciembre de 2025 a las propuestas del HLTF convierte esa agenda en un hito: la simplificación deja de ser un deseable retórico y pasa a ser un vector explícito de política supervisora.

El HLTF no plantea una contrarreforma que ponga en peligro la máxima de preservar la estabilidad del sistema financiero, sino una adaptación del marco regulatorio bajo una serie de principios rectores que acotan el alcance de la simplificación: (i) mantener los niveles actuales de resiliencia; (ii) preservar la eficacia para cumplir objetivos microprudenciales, macroprudenciales y de resolución; (iii) fomentar armonización e integración financiera europea; y (iv) sostener la cooperación internacional y la implementación plena de Basilea III. Es decir, el “cambio de paradigma” no es bajar el listón,

sino cambiar el modo de llegar a él: menos complejidad, más coherencia, mayor predictibilidad para bancos e inversores y, sobre todo, una supervisión más selectiva y basada en riesgo, que canalice los esfuerzos (tanto de los supervisores como de los supervisados) hacia los focos materiales y los riesgos emergentes.

Esa ambición se traduce en tres grandes ejes —regulación, supervisión y divulgación— que, leídos en conjunto, apuntan a un objetivo común: recuperar claridad en la señal prudencial.

|
La complejidad no es neutral: puede dificultar la planificación de capital y hacer más complejo el diálogo entre el banco y los supervisores, así como la interpretación por el mercado
|

En regulación, el HLTF identifica una “sobrearquitectura” europea en las exigencias de capital, con más elementos que los exigibles bajo el estándar internacional de Basilea y con aplicación heterogénea entre jurisdicciones. De ahí su recomendación de reducir el número de componentes (por ejemplo, fusionando colchones en dos grandes categorías: liberables y no liberables) y de simplificar también el marco de apalancamiento, donde la UE incorpora capas adicionales frente a Basilea. La tesis de fondo es que cuando se multiplican los recargos de capital con calibraciones potencialmente solapadas, aumenta la incertidumbre sobre la exigencia efectiva y se dificulta la evaluación externa del “capital disponible” y del margen de maniobra ante restricciones de distribución (MDA). En otras palabras, la complejidad no es neutral: puede dificultar la planificación de capital y hacer más complejo el diálogo entre el banco y los supervisores, así como la interpretación por el mercado.

En supervisión, se apuesta por avanzar hacia una lógica de proporcionalidad y enfoque basado en el riesgo. El HLTF propone ampliar el perímetro de supervisión para entidades pequeñas y no complejas y, al mismo tiempo, sugiere revisar la obligatoriedad de determinados requerimientos, sustituyéndolos por esquemas más flexibles sin vaciar los objetivos prudenciales. En paralelo, el propio Consejo de Gobierno vincula esta agenda con el programa interno de reforma del SREP y su extensión mediante una cultura de supervisión más unificada dentro del MUS y herramientas analíticas mejoradas para evaluar impacto y eficacia supervisora.

En materia de divulgación, el HLTF plantea un ecosistema de *single request/report once*. La idea de un sistema integrado donde el mismo conjunto de información sirva para fines estadísticos, prudenciales y de resolución es una apuesta por la estandarización, que evite redundancias y priorice la reutilización y la trazabilidad de los datos, con umbrales de materialidad para inventarios públicos de requerimientos no sensibles y revisiones periódicas.

Esta reorientación del marco regulatorio-supervisor persigue mantener intacta la estabilidad del sistema financiero, pero incrementando la transparencia, proporcionalidad y el enfoque basado en riesgos; abre el debate a replantear una práctica extendida en la industria: la acumulación de capital por encima de lo exigido por los supervisores como norma prudencial *de facto*.

Es en el marco de dicho debate que este artículo aborda, desde una perspectiva empírica, si existe una brecha entre el capital que el marco prudencial considera suficiente y el capital adicional que las entidades deciden mantener como “buffer” discrecional, y cómo esa diferencia se traduce, en última instancia, en creación o destrucción de valor para el accionista.

El vínculo estructural: ROE, COE y creación de valor para el accionista

Desde la perspectiva de la valoración bancaria, el precio de mercado de un banco es la expresión descontada de su capacidad esperada de generar beneficios futuros sobre el capital aportado.

La monitorización de métricas como el *price-to-book value* (PTB) —relación existente entre el precio de una acción en los mercados financieros y el precio de una acción en libros— permite entender si el mercado valora a la compañía por encima o por debajo de su valor contable y, por extensión, viene a expresar una función creciente del diferencial entre la rentabilidad generada por el banco (ROE) y la rentabilidad exigida por sus accionistas (COE).

En cualquier empresa, financiarse con fondos propios es más caro que hacerlo con cargo a deuda de terceros. La razón es que el capital no solo cubre una función de financiación, como el resto del pasivo, sino que también lleva asociada una función económica o de garantía, por la que el capital responde de las primeras pérdidas en el caso de que estas se produzcan.

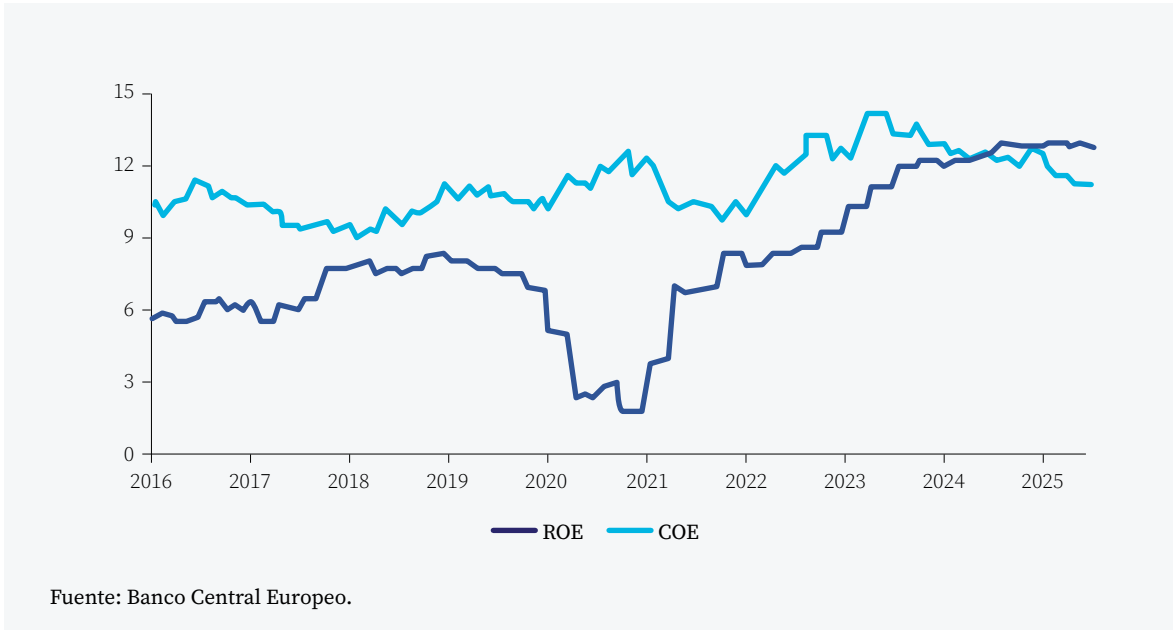
Esta lógica de absorción de primeras pérdidas es precisamente la que fundamenta que la rentabilidad exigida por los accionistas o coste del *equity* (COE) incorpore una prima de riesgo superior a la de otras fuentes de financiación. El hecho de que la banca, a diferencia de otros sectores de actividad, esté sometida a requerimientos mínimos de capital, incrementa la asimetría para los inversores e impacta de manera directa en su valoración.

De esta forma, cuando el sector bancario no alcanza niveles de rentabilidad mínima que compensen esa mayor prima de riesgo del capital —ROE inferior a COE—, la valoración bursátil

Gráfico 1

ROE y COE en banca cotizada de la eurozona, 2016-2025

Porcentajes



se sitúa por debajo del valor en libros —PTB inferior a 1—.

En el gráfico 1 se observa cómo la banca europea generó durante mucho tiempo una rentabilidad (ROE) muy inferior a la exigida por el mercado (COE). Con el nuevo marco de tipos de interés en respuesta al repunte inflacionista de 2022, el ROE comenzó a elevarse de forma sistemática, superando claramente al COE durante los dos últimos años. La respuesta del mercado ha sido un fuerte incremento de la valoración (PTB), desde niveles muy inferiores a 1, hasta superar claramente dicho nivel y acercarse a 2 en los bancos mejor valorados, entre ellos los españoles.

Es relevante subrayar que el PTB no reacciona únicamente al nivel actual del ROE, sino a la expectativa de su sostenibilidad futura descontada al COE. Por ello, incluso en ejercicios puntuales de mejora, mientras el mercado no percibe un

cambio estructural en la capacidad de generación de rentabilidad, las valoraciones permanecen deprimidas. Este marco conceptual permite reinterpretar la discusión sobre capital “excedentario”. Cuando un banco aumenta su base de capital sin una expansión equivalente de beneficios, el efecto automático es una dilución del ROE (mayor denominador).

Para que el PTB no se resienta, ese movimiento tendría que venir acompañado de una reducción suficiente del COE —por menor riesgo percibido, menor volatilidad de resultados o menor probabilidad de eventos de cola— y/o un incremento de la tasa de crecimiento estructural. Si el exceso de capital no produce ninguno de esos dos efectos de forma material, entonces tenderá a reducir los flujos de caja descontados y, por tanto, a presionar a la baja el PTB. La relación ROE–COE–PTB formaliza, por tanto, la lógica que está detrás de la creación de valor bancaria: el

mercado no premia el capital por sí mismo, sino la capacidad de convertirlo en rentabilidad sostenible a largo plazo.

Exceso de capital e impacto en valoración

Habida cuenta de que, en la práctica, la mayoría de los bancos de la eurozona mantienen niveles de capital de primer nivel (CET1) superiores a los que les son exigidos por el marco prudencial y por el supervisor —incluidas las exigencias idiosincrásicas derivadas de un proceso SREP prospectivo y sensible al perfil de riesgo—, resulta pertinente preguntarse si ese “buffer” discrecional adicional es interpretado por el mercado como un seguro eficiente (reducción del riesgo y del COE) o, por el contrario, como capital ocioso con coste de oportunidad (dilución del ROE y compresión del diferencial ROE-COE).

Para explorar empíricamente esta relación, hemos analizado una muestra de los mayores bancos cotizados de la eurozona, incluyendo a los 16 grupos con activos superiores a 200.000 millones de euros, y que representan aproximadamente el 54 % de los activos bancarios de la eurozona¹.

En un primer análisis (gráfico 2), relacionamos la ratio de valoración (PTB) con el ratio de capital de primer nivel (CET1). Por construcción, esta

métrica mezcla tres componentes: (i) el capital necesario para cumplir los requerimientos mínimos; (ii) el capital que el banco mantiene por precaución o estrategia; y (iii) diferencias de modelo de negocio, composición de activos y densidad de activos ponderados por riesgo (RWA) que hacen que un mismo CET1 no sea comparable en términos de holgura prudencial.

El resultado obtenido, correlación negativa del -58 % y un R^2 del 34 % sugiere que el mercado, en promedio, asocia mayor CET1 con menores múltiplos, pero también deja claro que el CET1 aislado es una medida imperfecta en la determinación de la valoración, ya que no distingue entre capital exigido y capital excedentario.

Por ello abordamos una relación alternativa (gráfico 3), que vincula el PTB con el exceso de capital medido como el diferencial entre el CET1 observado y la suma de los requisitos mínimos de capital, incluyendo los colchones regulatorios (conservación, anticíclico, sistémico), requisitos por importancia sistémica (O-SII/G-SII), P2R y una estimación de P2G basada en los resultados de las pruebas de resistencia de la EBA².

La relación es mucho más clara en este caso: coeficiente de correlación negativo (-67 %), R^2 del 45,4 % y un p-valor en la variable explicativa (excedente de capital) del 0,4 % —en estadística se suele aceptar el poder explicativo de la variable

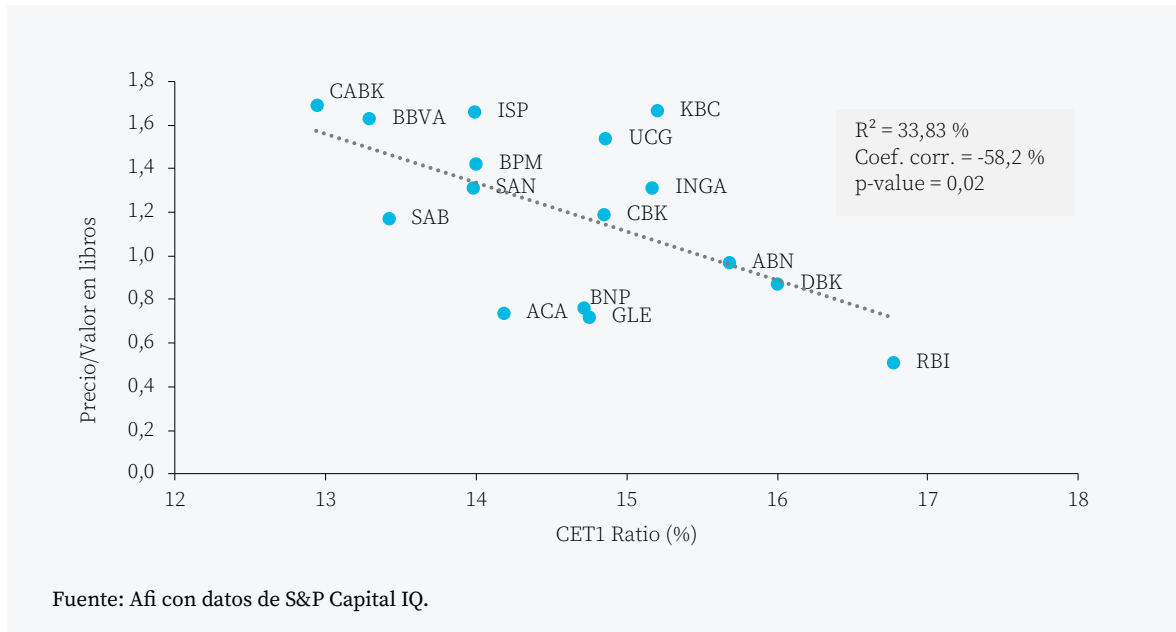
1 Se incluyen en esta muestra los siguientes grupos bancarios: BNP Paribas S.A. (BNP), Groupe Crédit Agricole (ACA), Banco Santander, S.A. (SAN), Société Générale S.A. (GLE), Deutsche Bank AG (DBK), ING Groep N.V. (INGA), Intesa Sanpaolo S.p.A. (ISP), UniCredit S.p.A. (UCG), Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA), CaixaBank, S.A. (CABK), COMMERZBANK Aktiengesellschaft (CBK), ABN AMRO Bank N.V. (ABN), KBC Group NV (KBC), Banco de Sabadell, S.A. (SAB), Raiffeisen Bank International AG (RBI) y Banco BPM S.p.A. (BPM). De esta muestra ha sido excluido el grupo austriaco Erste Group por presentar un comportamiento atípico.

2 Para la estimación del P2G se ha seguido el enfoque utilizado por el BCE, que clasifica a las entidades en cuatro “buckets” de orientación de capital en función del nivel de caída de capital observada en la última edición de las pruebas de resistencia bienales coordinadas por la EBA.

Dado que el supervisor no publica el nivel exacto de P2G asignado a cada entidad, pero sí el nivel de caída de capital en el test de estrés, a efectos de cálculo se ha tomado como referencia el punto medio del intervalo P2G asociado a cada categoría de *capital depletion*.

Gráfico 2

Relación entre PTB y ratio CET1 en la banca de la eurozona cotizada de más de 200.000 millones de euros en activos, 3T-2025



exógena cuando su p-valor está por debajo del 5 %—. El modelo sugiere que el mercado penaliza más claramente el capital excedentario que el capital en términos absolutos. Dicho de otro modo, la señal que parece importar en mayor medida en la valoración bancaria no es “cuánto CET1 tienes”, sino “cuánto CET1 mantienes por encima de lo que, tras el SREP y los colchones aplicables, es prudencialmente razonable”.

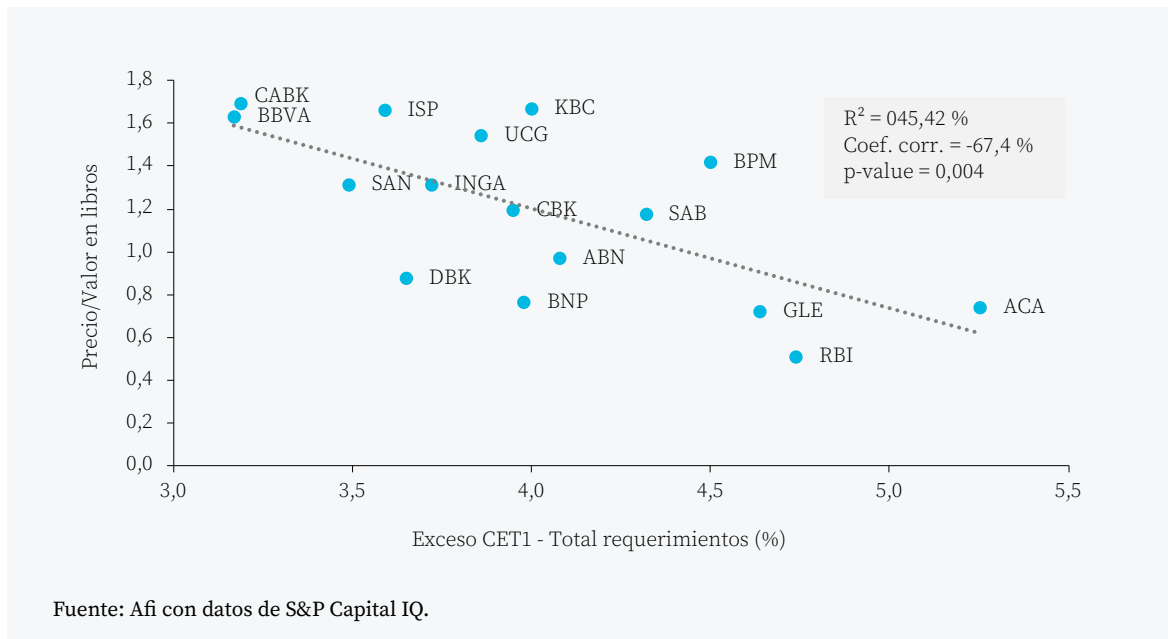
Esta lectura es consistente con el racional de fondo: si el umbral supervisor ya incorpora una evaluación prospectiva de riesgos (escenarios adversos, capacidad de absorción de pérdidas, vulnerabilidades idiosincrásicas), el capital adicional puede ser interpretado por el mercado como redundante, salvo que aporte beneficios claros en términos de menor COE o mayor crecimiento rentable. En ausencia de esa compensación, ese exceso tendería a actuar como “lastre”

sobre la rentabilidad del capital y, por esa vía, sobre el PTB.

Finalmente, cabe señalar cómo los bancos españoles se sitúan en la parte superior izquierda del gráfico, lo que es indicativo de un menor exceso de capital, valorado de forma diferencial por el mercado. Dicho resultado permite contrarrestar la lectura que a menudo se hace de la banca española como la menos capitalizada de Europa, y que no debería realizarse sobre el capital total mantenido, sino sobre el exceso frente al requerido por el supervisor. Al fin y al cabo, si tras más de una década de supervisión europea esta ha ganado credibilidad con su enfoque *forward looking*, no parece apropiado mantener niveles de capital muy por encima de los requeridos por el supervisor, máxime cuando el mercado no solo no lo premia, sino que parece penalizarlo.

Gráfico 3

Relación entre PTB y exceso CET1 sobre requerimientos regulatorios y supervisores en la banca de la eurozona cotizada de más de 200.000 millones de euros en activos, 3T-2025



Fuente: Afi con datos de S&P Capital IQ.

Conclusiones

La evidencia obtenida permite apuntar en la dirección de que cuanto mayor sea el capital excedentario respecto del umbral prudencial efectivo, mayor será la probabilidad de que se trate de capital con coste de oportunidad y, por ende, asociado a menores múltiplos de valoración. Este resultado es coherente con el marco teórico desarrollado en este artículo: el mercado no premia el capital por acumulación, sino su capacidad de transformarse en rentabilidad económica sostenible por encima del coste exigido por los accionistas.

Lo más informativo del ejercicio no es solo el signo de la relación, sino cómo cambia su potencia explicativa a medida que la variable de capital se aproxima a la magnitud que realmente importa para el inversor: el capital que excede (o no) el umbral prudencial relevante. Ello sugiere que el mercado distingue entre capital necesario para cumplir con un marco prudencial ya calibrado en clave prospectiva y capital adicional, cuya justificación económica debe acreditarse en términos de menor riesgo o mayor rentabilidad futura.

La cuestión es especialmente relevante porque supervisor e inversor no analizan el

capital bajo el mismo enfoque. El primero fija los requerimientos sobre la base de métricas prospectivas que tratan de anticipar la capacidad de absorción de pérdidas a lo largo del ciclo económico. El segundo, en cambio, evalúa el capital adicional por su impacto en la creación de valor: si contribuye a mejorar de forma sostenible la rentabilidad ajustada a riesgo o a reducir el coste del capital.

En última instancia, para el accionista, un euro retenido en la entidad en forma de reservas voluntarias solo tiene sentido económico si genera una rentabilidad superior a la que podría obtener invirtiéndolo en otros

activos con un perfil de riesgo comparable. Si ese capital adicional no mejora el ROE esperado ni reduce de manera apreciable el COE, la lógica financiera apunta a que debería ser redistribuido —vía dividendos o recompras— en lugar de permanecer como capital ocioso dentro del balance.

Esta conclusión, además, es especialmente pertinente en el debate actual de simplificación regulatoria: si la arquitectura de capital pretende ser más transparente y predecible, la propia noción de exceso debería ser más observable y, con ello, generar una mayor disciplina de mercado tanto para bancos como para inversores.

08

Santiago Lago Peñas*

Universidade de Santiago de Compostela y Funcas

* El autor agradece los comentarios de Xoaquín Fernández Leiceaga y María Cadaval Sampedro, así como la ayuda de investigación de Alejandro Domínguez.



La reforma de la financiación autonómica: ¿ha llegado la hora?

El artículo analiza la propuesta de reforma del sistema de financiación autonómica presentada por el Ministerio de Hacienda en enero de 2026. El análisis sugiere que la nueva propuesta mantiene una lógica federal y reforma el modelo vigente. Destaca la reducción de la dispersión en recursos por habitante ajustado, favoreciendo especialmente a comunidades infrafinanciadas como Comunidad Valenciana, Murcia, Andalucía y Castilla-La Mancha. No obstante, introduce elementos controvertidos, como el fondo climático y el tramo IVA pymes, que generan dudas sobre su justificación y efectos redistributivos. El impacto financiero sería elevado —hasta 21.000 millones adicionales— aunque el efecto neto real sería menor al considerar el crecimiento tendencial de ingresos. La reforma produce ganancias muy desiguales entre territorios.

Introducción

El 30 de julio de 2024, el Partit dels Socialistes de Catalunya (PSC) y Esquerra Republicana de Catalunya (ERC) alcanzaron un acuerdo para facilitar la investidura del candidato socialista a la Generalitat, Salvador Illa. En su parte financiera, el pacto implicaba un cambio radical en el modelo de financiación de las comunidades autónomas (CC. AA.) de régimen común. Como se argumentó en Lago Peñas (2024), la literalidad del documento situaba a Cataluña en el ámbito de los modelos de naturaleza confederal, como los de País Vasco y Navarra.

Aunque el acuerdo no llegó a entrar en vigor, ha servido de punto de partida de los trabajos del Ministerio de Hacienda para desarrollar una propuesta extensible al conjunto de Comunidades de régimen común. El documento final fue presentado por la ministra el 9 de enero de 2026 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2026). El objetivo de este artículo es analizar sus elementos fundamentales y sus posibles efectos y resultados. Para ello, el resto del trabajo se organiza en tres secciones. En la segunda se presentan los aspectos más destacables de la propuesta; en el tercer epígrafe se discute el impacto en los recursos de la Administración central y las CC. AA.; y en la cuarta se aborda la economía política de la propuesta de reforma.

Los elementos principales de la propuesta

En primer lugar, la propuesta se aleja del enfoque rupturista y confederal del acuerdo de 2024, para apostar por una reforma del modelo actual.

Frente a la concertación tributaria y la bilateralidad asimétrica, se vuelve a una lógica de hacienda autonómica de tipo federal.

Un segundo elemento positivo es que se reduciría sustancialmente la dispersión en los recursos por habitante ajustado que proporciona el modelo vigente¹. Y lo hace, porque los territorios que hoy se sitúan por debajo de la media mejorarían significativamente más (Comunidad Valenciana, Murcia, Castilla-La Mancha y Andalucía), pero también porque las Comunidades con valores más alejados de la media (La Rioja, Cantabria, Extremadura) se hallan entre las cuatro que recibirían menos recursos adicionales en términos per cápita. Además, mantiene la consideración de necesidades y costes a través del cálculo de la población ajustada; aunque algunos de los cambios introducidos son discutibles.

|
*Seguramente sería más razonable
 partir de un análisis previo riguroso
 y completo de necesidades ante los eventos
 extremos previsibles (inundaciones,
 temporales, incendios...) y del diseño
 de las herramientas más apropiadas*
 |

A partir de aquí comienza la zona de grises. La eliminación de los fondos de convergencia y de las modulaciones supone un avance en cuanto a simplicidad y transparencia. También lo es acercar el momento de percepción de los recursos a su devengo, evitando las distorsiones e incentivos perversos que provocan las liquidaciones con retraso de dos años. Desafortunadamente, aparecen nuevas piezas en el modelo que van en

¹ La forma en la que en el modelo español se incorporan las diferencias interterritoriales en el coste y las necesidades de gasto de los servicios públicos es mediante el uso de los llamados habitantes ajustados, que son una medida de población que corrige el número de residentes de cada comunidad autónoma ponderándolo por variables como la edad de la población, la dispersión, la superficie o la insularidad.

la dirección contraria. Es el caso del fondo climático y del llamado tramo IVA pymes².

|
En cuanto al IVA pymes, no está clara su ventaja en el terreno de la autonomía y la corresponsabilidad
|

El primero busca reforzar la capacidad financiera de las CC. AA. más afectadas por eventos extremos, pero lo hace mediante la inyección de recursos incondicionados, recurre a una regla de reparto basada en una incidencia territorial no fundamentada y se anticipa a la elaboración de una estrategia nacional y global de preparación y respuesta: seguramente sería más razonable partir de un análisis previo riguroso y completo de necesidades ante los eventos extremos previsibles (inundaciones, temporales, incendios...) y del diseño de las herramientas más apropiadas. Solo como resultado final del proceso podría identificarse la necesidad de transferir recursos adicionales a las haciendas autonómicas, que deberían ser de tipo condicionado y compensatorio, para garantizar la adicionalidad, y en cuantía acorde con las estimaciones apuntadas.

En cuanto al IVA pymes, no está clara su ventaja en el terreno de la autonomía y la corresponsabilidad, y genera la sensación de que se trata de un artefacto que, en última instancia, persigue orientar la distribución de los recursos del sistema: una sola región recibiría tres cuartas partes de los recursos asignados mediante la distribución de este mecanismo.

En el caso de la autonomía tributaria y la corresponsabilidad fiscal sucede algo similar. La

propuesta aumenta la participación autonómica en grandes figuras e integra o reordena recursos que en el modelo vigente operan como añadidos, al margen del reparto principal: impuesto sobre patrimonio neto, sobre depósitos bancarios, sobre actividades del juego y sobre depósitos de residuos. Sin embargo, el tramo IVA pymes complica el sistema y no aporta nada en términos de corresponsabilidad fiscal; como tampoco lo hace el incremento en la participación en el IVA. Además, superar el umbral simbólico del 50 % de la cesión del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) plantea dudas, porque se trata de una herramienta tributaria fundamental también para el gobierno central.

Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda pretende actualizar los cálculos de las recaudaciones normativas; esto es, la estimación teórica de ingresos fiscales por esfuerzo homogéneo entre autonomías, lo que sería positivo para calcular adecuadamente los importes de las transferencias de nivelación. En la actualidad, existe un desfase en impuestos como sucesiones y donaciones y transmisiones patrimoniales, con recaudaciones normativas obsoletas y alejadas de las potenciales (a veces al alza, otras a la baja); y es necesario hacer los cálculos para los nuevos tributos integrados.

Las consecuencias financieras de la propuesta

Según el Ministerio de Hacienda, en 2027 (año previsto de entrada en vigor) el modelo aportaría cerca de 21.000 millones netos adicionales, alrededor del 1,2 % del PIB nominal proyectado para España. Nunca se habían puesto sobre la mesa tantos recursos adicionales en un proceso de

² El tramo IVA pymes es un mecanismo voluntario por el que una comunidad autónoma puede recibir una parte de la recaudación del IVA generado por las pymes en su territorio, calculada como la diferencia entre el peso del IVA liquidado por esas pymes y su índice de consumo.

|
La AIREF proyecta que, con las actuales reglas fiscales europeas, tanto el límite anual al gasto computable como el límite acumulado serán sobrepasados a partir de 2027, lo que obligará a realizar ajustes adicionales
|

reforma. Sin duda, esta transferencia de recursos estrecharía el margen de la Administración central en un momento de presiones crecientes sobre su gasto; en particular, en pensiones, defensa e intereses de deuda. La necesidad de seguir reduciendo el déficit estructural para prepararse ante una coyuntura económica y recaudatoria menos favorable que la que ha vivido España en el último trienio obliga a trasladar el impacto a una planificación fiscal a medio plazo ya en tensión: la AIREF proyecta que, con las actuales reglas fiscales europeas, tanto el límite anual al gasto computable como el límite acumulado serán sobrepasados a partir de 2027, lo que obligará a realizar ajustes adicionales (Lago Peñas, 2025b).

En todo caso, conviene tener presente dos cuestiones para relativizar el incremento de la financiación que supondría la propuesta. La primera es que parte del aumento corresponde a recaudación de tributos que ya reciben las comunidades, con un importe que se aproxima a los 3.200 millones de euros, lo que reduciría la cifra anterior hasta menos de 18.000 millones. La segunda es que, incluso sin reforma, el sistema está proporcionando aumentos sustanciales de recursos. De acuerdo con los datos del Ministerio de Hacienda, las entregas a cuenta han aumentado respecto al ejercicio previo un promedio de 10.900 millones en los últimos tres ejercicios (2024-2026). Por tanto, si el contrafactual es lo que recibirían adicionalmente las CC. AA. en 2027 respecto a un escenario sin reforma, la ganancia neta se situaría alrededor de 10.000 millones, si se tiene en cuenta que, previsiblemente,

el aumento de las entregas a cuenta se reduzca respecto a la media del trienio anterior, por el efecto de la desaceleración económica.

Cuando la atención se desplaza al reparto de esos recursos adicionales entre las autonomías, se registran diferencias muy amplias. El gráfico 1 muestra que ninguna comunidad pierde recursos en términos per cápita, por la aplicación del criterio de *statu quo*, pero las ganancias son muy dispares, hasta alcanzar los 600 euros por habitante en la Comunidad Valenciana. En otras palabras, se produce un cambio sustancial en la financiación relativa de la mayoría de las CC. AA.

El gráfico 2 permite identificar mejor los cambios de posición. En este caso, las cifras se ponderan por los habitantes ajustados. Emergen dos patrones. El primero es que las CC. AA. que estaban más lejos, por arriba y por debajo del valor 100, convergen hacia la media. Es el caso de Cantabria, La Rioja y Extremadura, en un extremo de la distribución; y la Comunidad Valenciana, Murcia, Andalucía y Castilla-La Mancha en el opuesto. El recorrido de la variable pasa de 90-122 a 96-112, si excluimos Canarias, por las particularidades derivadas de su régimen tributario especial. El segundo patrón es que las CC. AA. con mayor capacidad fiscal se sitúan entre las que más ganan, al margen de las infrafinanciadas. Destacadamente Cataluña, pero también Illes Balears y Madrid. Sigue sin cumplirse el criterio de no reordenación de forma generalizada (sí para Cataluña), pero se avanza en esa dirección. Un resultado al que contribuyen la pérdida relativa de otras CC. AA. con capacidad fiscal por debajo de la media, como Castilla y León, Asturias y Galicia.

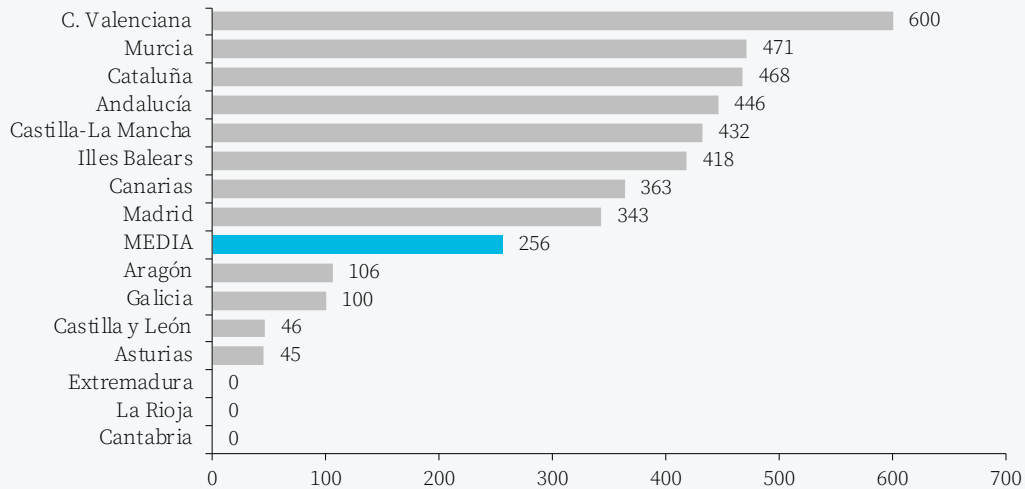
La economía política del acuerdo

La economía política de la propuesta del Ministerio de Hacienda anticipa una tramitación

Gráfico 1

Ganancias absolutas por habitante entre el modelo actual y el propuesto

Euros por habitante



Nota: Para la financiación del modelo vigente se incluyen los recursos fuera del sistema que las CC. AA. recibieron en 2023 (impuesto de patrimonio; impuesto sobre depósitos de residuos en vertederos y la compensación que Andalucía, Canarias y Extremadura reciben por el impuesto sobre depósitos bancarios).

Fuente: Elaboración propia y datos de la liquidación de los recursos del sistema de financiación autonómica 2023 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2025).

compleja, por una razón principal: aunque el diseño evita pérdidas nominales, las ganancias son muy asimétricas y, por tanto, generan “perdedores políticos”. Haber optado por una propuesta esencialmente cuantificada y cerrada facilita el escrutinio técnico, pero también activa una lógica de saldo inmediato: cada territorio calcula su ganancia y se posiciona con una racionalidad de suma cero, incluso si el agregado mejora.

Los principales ganadores serían las CC. AA. que hoy se hallan en la cola de la clasificación por financiación por habitante ajustado, así como Cataluña. La presión de ésta a favor del criterio de no reordenación hace que avance varios puestos en el ranking de financiación por habitante ajustado. Aunque en menor grado, ese empuje

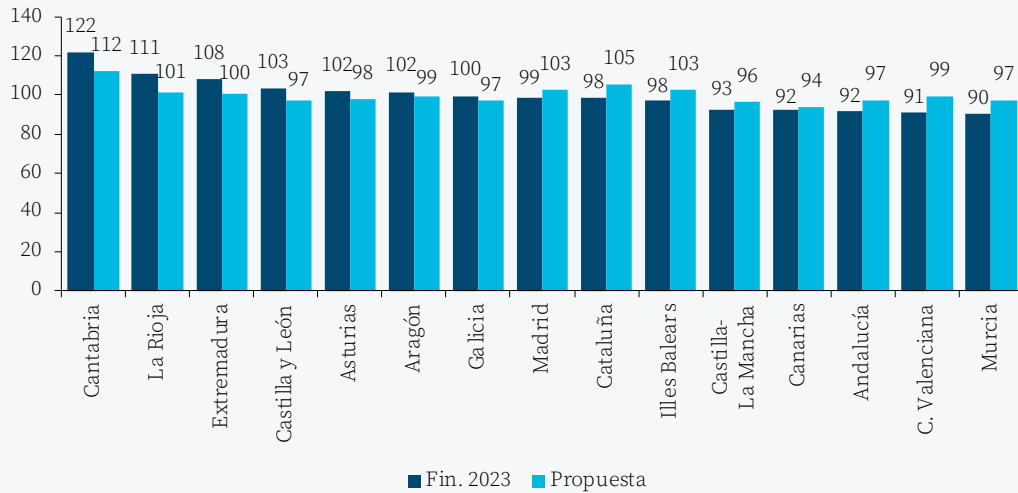
también favorece a la Comunidad de Madrid y Baleares. Tras la igualación, las comunidades con mayor capacidad tributaria retendrían una parte mayor de su ventaja inicial, reforzando la correlación entre potencial fiscal y recursos finales. En la medida en que una parte sustancial de comunidades autónomas no son favorables a la aplicación del criterio de no reordenación, se anticipa un conflicto en este vector.

La propuesta exige la modificación de leyes orgánicas y, por tanto, una mayoría absoluta de 176 diputados en el Congreso de los Diputados. En las reformas anteriores, el acuerdo político se producía con los gobiernos autonómicos y en el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF). El papel del Congreso era, en esencia, convertir ese acuerdo

Gráfico 2

Nivel relativo en la financiación por habitante ajustado. Liquidación de 2023 y modelo propuesto

Media de la financiación por habitante ajustado=100



Nota: Para la financiación del modelo vigente se incluyen los recursos fuera del sistema que las CC. AA. ya recibieron en 2023 (impuesto de patrimonio; impuesto sobre depósitos de residuos en vertederos y la compensación que Andalucía, Canarias y Extremadura reciben por el impuesto sobre depósitos bancarios).

Fuente. Elaboración propia y datos de la liquidación de los recursos del sistema de financiación autonómica 2023 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2025).

en ley. En esta ocasión, puede existir la tentación de hacerlo de otra manera. Con una amplia mayoría de gobiernos autonómicos en manos del PP y una posición territorial previsiblemente crítica, el incentivo del Gobierno central puede ser poner menos énfasis en un acuerdo robusto con los ejecutivos autonómicos y más en construir, directamente, una mayoría parlamentaria. El riesgo es doble. Primero, ir en la dirección contraria

de lo que necesitan las instituciones para la gobernanza multinivel españolas. Porque una buena gobernanza del Estado de las Autonomías pasa por reforzar el CPFF, la Conferencia de Presidentes y las Conferencias sectoriales (Lago Peñas, 2025a). Segundo, esta estrategia fía el éxito a la consecución de una difícil mayoría absoluta en el Congreso de los Diputados, dada la elevada fragmentación parlamentaria.

Referencias

LAGO PEÑAS, S. (2024). La reforma de la financiación autonómica y el pacto catalán. *Cuadernos de Información Económica*, 303, 20-26. <https://www.funcas.es/articulos/la-reforma-de-la-financiacion-autonomica-y-el-pacto-catalan/>

LAGO PEÑAS, S. (2025a). *La gobernanza fiscal multinivel en España: Análisis y propuestas de reforma*. Investigaciones de Funcas, 12-2025. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/la-gobernanza-fiscal-multinivel-en-espana-analisis-y-propuestas-de-reforma/

LAGO PEÑAS, S. (2025b). Coyuntura presupuestaria: una inercia favorable. *Cuadernos de Información Económica*, 309, 32-39. <https://www.funcas.es/articulos/coyuntura-presupuestaria-una-inercia-favorable/>

MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (2025). *Liquidación de los presupuestos de las Comunidades Autónomas de 2023*. Secretaría General de Coordinación Autonómica y Local. <https://serviciostelematicosextr.hacienda.gob.es/SGCIEF/PublicacionLiquidaciones/aspx/menuInicio.aspx>

MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (2026). *Propuesta del nuevo modelo de financiación autonómica*, 9 de enero de 2026. <https://www.hacienda.gob.es/es-ES/Prensa/Noticias/Paginas/2026/20260109-NP-FINANCIACION-AUTONOMICA.aspx>

09

Aleix Calveras

Universitat de les Illes Balears



Efectos de la aplicación de un impuesto turístico

La saturación turística, o *overtourism*, plantea crecientes desafíos para la sostenibilidad social y ambiental de los destinos turísticos más populares. Este artículo analiza el potencial del impuesto turístico como herramienta de gestión para contener la masificación y, simultáneamente, reforzar la competitividad del destino. Frente a la dicotomía habitual entre crecimiento económico y calidad de vida local, se argumenta que un impuesto turístico bien diseñado puede reducir la congestión, mejorar la experiencia del visitante, favoreciendo un turismo de mayor valor añadido y, con ello, mejorar la competitividad de las empresas y del destino en su conjunto. El artículo concluye con un estudio del caso de las Islas Baleares, donde ya se aplica un impuesto turístico con resultados aún limitados.

Introducción

La saturación turística, conocida en inglés como *overtourism* (Peeters *et al.*, 2018), representa un desafío cada vez más importante para los destinos turísticos populares a nivel global. Las Islas Baleares, al igual que otros destinos europeos, se enfrentan de forma creciente y urgente a esta problemática. Este artículo analiza cómo un impuesto turístico puede ayudar a los destinos a frenar la masificación y, al mismo tiempo, reforzar su competitividad. El debate suele plantearse como una elección entre más ingresos y empleo o más costes sociales y ambientales (vivienda cara, congestión, degradación). Pero no tiene por qué ser así: un impuesto bien diseñado puede aliviar la saturación y generar beneficios tanto para la población residente como para las empresas. Si un impuesto turístico logra mejorar la experiencia de quienes visitan el destino, este puede atraer una demanda más orientada a perfiles que valoran más la calidad y están dispuestos a pagar por ella¹.

La saturación turística y sus consecuencias

Desde el final de la pandemia COVID-19, el fenómeno de la masificación o saturación turística ha reaparecido con fuerza como un reto central para numerosos destinos, tanto en Europa como en España. El término “saturación turística” (Peeters *et al.*, 2018) hace referencia a situaciones de congestión en los destinos provocadas por la sobreexplotación de sus recursos comunes (playas, infraestructuras viarias, espacios naturales y urbanos) como consecuencia de la actividad turística (ver, por ejemplo, Picó *et al.*, 2022).

La existencia de saturación no depende únicamente del número absoluto de visitantes, sino también de otros factores como la duración de la estancia o la capacidad de carga del destino (McCool y Lime, 2001). Por ello, el diagnóstico de saturación turística debe realizarse a escala local o de destino, no de país en su conjunto, ya que existen importantes diferencias entre destinos dentro de un mismo país. En este sentido, la situación de Mallorca y de Asturias es claramente distinta. Para una medición precisa de la saturación, se han propuesto, entre otros, indicadores como la densidad turística (visitantes por km²) y la intensidad turística (visitantes por residente), que permiten una lectura más adecuada del fenómeno (Peeters *et al.*, 2018).

Los impactos de la saturación turística se manifiestan en varios niveles. En primer lugar, afectan directamente a los residentes: problemas de movilidad, encarecimiento de la vivienda, transformación de barrios tradicionales, pérdida de comercio local, entre otros. En segundo lugar, existe evidencia empírica que muestra que la congestión turística reduce la satisfacción de los visitantes y puede dañar la sostenibilidad del destino. En Yucatán, por ejemplo, la tolerancia a la saturación cae a medida que aumenta la afluencia, sobre todo entre turistas internacionales, más sensibles a la calidad ambiental y la tranquilidad (Enseñat-Soberanis *et al.*, 2020). En la Costa del Sol, un 26 % de los visitantes percibía exceso de turistas, y este rechazo puede estar infraestimado porque parte de quienes lo sufren ya no regresan (Jurado *et al.*, 2013). Conviene resaltar, además, cómo los perfiles más sensibles a la masificación suelen tener mayor nivel educativo, mayor poder adquisitivo y mayor gasto potencial, por lo que preservar una experiencia de calidad es clave para la competitividad (Jurado *et al.*, 2013).

1 Véase Calveras (2026), de futura publicación en Funcas, como referencia más amplia de este artículo.

El impuesto turístico y su lógica

Antes que nada, señalar lo obvio: el sector turístico, compuesto a su vez por distintos subsectores como el transporte, alojamiento, entretenimiento, restauración, etc., hace frente a la misma tipología de impuestos que el resto de la economía: impuesto sobre sociedades, IRPF, IVA, etc. Sin embargo, vale la pena también destacar que el IVA de hoteles, restauración y transporte aéreo doméstico es solamente del 10 % frente al IVA general del 21 %. No es absurdo, por lo tanto, afirmar que el sector está, de hecho, subvencionado.

En cualquier caso, por impuesto turístico (también conocido como “tasa turística”), normalmente se hace referencia a los impuestos al alojamiento que cargan una cantidad por persona y pernocta (PwC, 2017). En el informe *The Impact of Taxes on the Competitiveness of European Tourism* (PwC, 2017) se muestra cómo “estas tasas son bajas en comparación con los precios de los hoteles” y “van desde un mínimo de 0,10 euros (en Bulgaria) hasta un máximo de 7,50 euros (en Bélgica) por persona y noche, situándose la media entre 0,40 euros y 2,50 euros” (PwC, 2017: pp. 36-37, tabla 5).

Un impuesto turístico puede tener distintas lógicas no incompatibles entre sí (ver Gago *et al.*, 2009):

1. Lógica recaudatoria: precio que pagan los turistas por el disfrute de bienes comunes “gratuitos” en el destino (seguridad, carreteras, playas, etc.).
2. Lógica reparadora: utilización del dinero para reparar daños medioambientales y sociales derivados de las externalidades negativas de la actividad turística (limpiar playas, invertir en vivienda pública, etc.).
3. Lógica *pigouviana*: alteración del comportamiento de los agentes forzando la internalización de sus costes externos y reduciendo la afluencia turística al destino (Baumol y Oates, 1988).

Mientras que la cuantía de los impuestos turísticos existentes indica que no son pigouvianos y tendrán, si acaso, un impacto muy menor en modificar el comportamiento de los potenciales turistas, a continuación se pretende destacar el potencial de esta lógica *pigouviana* para, más allá de recaudar y compensar externalidades, reducir la saturación y reforzar la competitividad del destino y de sus empresas.

|
La cuantía de los impuestos turísticos existentes indica que no son pigouvianos y tendrán, si acaso, un impacto muy menor en modificar el comportamiento de los potenciales turistas
 |

Competitividad turística ante el impuesto

Una de las críticas del sector empresarial al establecimiento de un impuesto turístico es por su supuesto efecto negativo en la competitividad del destino. Esta es, por ejemplo, la visión del índice de competitividad turística Monitur desarrollado por Exceltur (alianza de las principales empresas turísticas españolas) para medir la competitividad turística de las CC.AA. españolas.

Monitur define la competitividad turística como la capacidad de las comunidades autónomas para consolidar un posicionamiento turístico diferencial y sostenible en el tiempo, que armonice el crecimiento económico, la creación de empleo y el bienestar social. Esta aproximación es correcta: la competitividad de un destino no es solamente la competitividad o rentabilidad de

sus empresas, también incluye el bienestar social en la región y aspectos medioambientales (Ramos y Rey-Maquieira, 2024).

Para medir la competitividad, el índice utiliza 90 indicadores objetivos, entre ellos la presencia, o no, de impuestos turísticos, computándolos de forma negativa en caso de existir, es decir, suponiendo que reducen la competitividad turística de la CC. AA. Cataluña y Baleares, en particular, son penalizadas en el *ranking* de competitividad en los índices del año 2018 y 2023 por haber establecido y mantenido sendos impuestos turísticos.

Esta aproximación de Exceltur y Monitor es, sin embargo, doblemente errónea. La relación entre la competitividad de una región o país y su nivel de presión fiscal no es unívoca, dependiendo de distintos factores; por ejemplo, de cómo se gasta o invierte la recaudación, tal y como explicó hace ya años Paul Krugman (Krugman, 2005; véase también Medeiros *et al.*, 2019). Pero no solamente eso. Dado que la saturación turística en un destino es perjudicial tanto para la calidad de vida de los residentes como para la satisfacción de los turistas y, con ello, el negocio de sus empresas, un impuesto turístico podría contribuir positivamente a la competitividad del destino, inclusive de sus empresas.

Calveras y Sakovics (2025) muestran que, en destinos con elevada congestión, un impuesto turístico bien calibrado puede ser óptimo incluso desde la perspectiva de la rentabilidad empresarial. Al encarecer el coste total del viaje, el impuesto reduce la presión turística y, con ello, la saturación, una mejora especialmente apreciada por visitantes con mayor capacidad de gasto. Esa menor congestión eleva la calidad percibida del destino y puede aumentar la disposición a pagar de los segmentos que valoran más la experiencia, con efectos

potencialmente positivos sobre los ingresos y márgenes del sector. Para que este mecanismo refuerce realmente la competitividad, es necesario que se reconfigure la composición de la demanda. En particular, debe desincentivar relativamente a los perfiles con menor disposición a pagar y favorecer la llegada de turistas que sí estén dispuestos a pagar más por una experiencia superior.

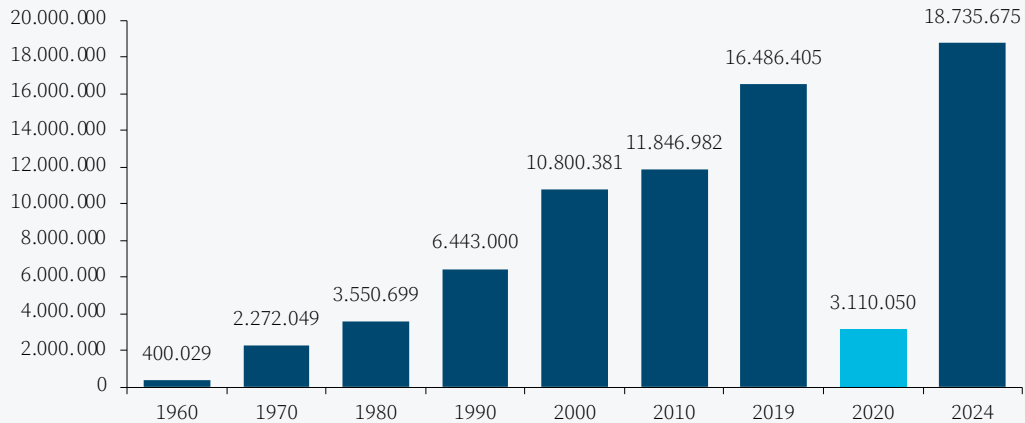
Así, el índice Monitor de Exceltur parte de una base teórica errónea al asumir una relación necesariamente negativa entre presión fiscal y competitividad turística, sin considerar el grado de saturación del destino. En la misma línea, también es cuestionable el planteamiento de PwC (2017) en su *Recomendación 1*: “La reducción de impuestos al turismo puede aumentar la competitividad de los destinos turísticos y generar beneficios económicos más amplios”, al omitir dos aspectos clave. Por un lado, el potencial de inversión y redistribución asociado a la recaudación; por otro, la capacidad de estos impuestos para reducir la saturación y, con ello, generar valor económico y mejorar la competitividad del destino.

El caso de las Islas Baleares

Las Islas Baleares constituyen un destino turístico maduro. El gráfico 1 refleja el notable aumento que ha experimentado tanto la oferta como la demanda turística: el volumen de visitantes se ha multiplicado en las últimas décadas. Peeters *et al.* (2018) identifican a Mallorca como un caso claro de saturación turística. En 2017, la isla (con menos de un millón de habitantes) recibió más de 11 millones de turistas, cerca de 46 millones de pernoctaciones y más de 1,5 millones de cruceristas. La intensidad turística fue muy elevada: 14,9 visitantes diarios por cada 100 residentes y 35,6 turistas por km².

Gráfico 1

Número de turistas en las Islas Baleares



Fuente: Elaboración propia con datos Caib, Ibestat.

En 2017, la isla (con menos de un millón de habitantes) recibió más de 11 millones de turistas, cerca de 46 millones de pernoctaciones y más de 1,5 millones de cruceristas. La intensidad turística fue muy elevada: 14,9 visitantes diarios por cada 100 residentes y 35,6 turistas por km²

Frente a esta realidad: ¿qué papel puede y/o debería desempeñar el impuesto turístico? El impuesto de turismo sostenible (ITS) existente en Baleares se aprobó en el año 2016 por el gobierno autonómico, duplicándose sus importes en 2018. Así, el ITS actualmente tiene un rango de entre 1 euro y 4 euros por persona/noche en función del tipo de alojamiento y su categoría (ver CAIB, 2025).

¿Cuál debería ser el importe del impuesto para combatir la supuesta saturación turística existente en Baleares, es decir, con el objetivo de afectar a la demanda turística? Nótese que el

propósito del presente ejercicio no es calcular el impuesto óptimo en términos de bienestar social, sino estimar el incremento “necesario” del ITS para conseguir una determinada reducción porcentual de la demanda turística. El análisis que se desarrolla sigue el enfoque de Rosselló y Sansó (2017) en su evaluación del impacto de la creación del impuesto turístico sostenible (ITS) en las Islas Baleares en el 2016. Para ello, utilizaron un modelo de demanda turística con elasticidad-precio constante, y con el número de pernoctaciones como medida de la demanda y el gasto por persona y día como aproximación del precio.

Centrándonos en los años 2019 y 2024, los datos del Ibestat indican cómo el número de pernoctaciones o estancias turísticas en Baleares, es respectivamente 109.469.735 y 119.982.802 en el total de temporada, y de 91.447.867 y 96.991.686 para temporada alta. Las cifras indican un incremento significativo de la presión turística en ese periodo, concretamente un 9,6 % en el total

y un 6,06 % en temporada alta². En lo que respecta al gasto turístico, por persona y día, a partir de datos de Ibestat se obtiene que la media ponderada para la temporada alta del año 2024 es de 195 euros.

En este ejercicio se contempla incrementar el ITS en una misma cuantía fija para todas sus categorías para lo que hay buenas razones además de su sencillez: incrementar relativamente más la imposición de los segmentos de menor categoría da incentivos a la industria turística para mejorar la calidad de su oferta, reforzando así la competitividad del destino (Calveras y Sakovics, 2024).

Se asume que el ITS solamente se incrementa en temporada alta (mayo-octubre), aunque podría ser también razonable eliminarlo en temporada baja (período en el que actualmente está bonificado). Cálculos simples muestran que el incremento “necesario” del impuesto es $\tau^* = -\frac{195}{\varepsilon} \frac{\text{euros}}{r}$, donde, recordemos, 195 euros es el gasto por persona y día (aproximación al precio actual de los servicios turísticos); ε es la elasticidad precio de la demanda y r es la reducción porcentual de la demanda que se pretende conseguir³.

El cuadro 1 muestra los resultados según los escenarios contemplados. Por ejemplo, reducir las pernoctaciones de temporada alta del año

2024 al nivel de 2019 supondría una reducción del 5,71 %. Rosselló y Sansó (2016) consideran elasticidades de -0,5 y -1, mientras que el *Informe relativo al impacto económico* elaborado por el Gobierno balear al aprobar en 2016 el ITS consideró una elasticidad de -0,47. Nótese también que Rosselló y Santana, 2024, usando el coste de los visados, encuentran que la elasticidad precio de la demanda sería incluso menor, entre -0,27 y -0,625.

Un escenario plausible y conservador sería considerar elasticidades precio entre -0,5 y -0,8, junto a una reducción de la demanda turística basada en los niveles del último año previo a la pandemia. El cuadro 1 muestra en este caso que el incremento del impuesto necesario para reducir la demanda un 5,71 % (“regresar” al año 2019) estaría entre 15 y 20 euros, aproximadamente⁴. Dos aspectos sugieren que el Cuadro subestimaría el aumento del impuesto necesario para bajar la afluencia turística. Por un lado, el asumir que el impuesto se trasladaría totalmente al turista en incrementos de precios y, por el otro, una posible sobreestimación de la elasticidad precio de la demanda al no contemplar las elasticidades de renta de los mercados emisores que, para el caso de Baleares, apuntan a un perfil de demanda de “calidad” y menos sensible al precio (véase CaixaBank Research, 2025; Inchausti-Sintes *et al.*, 2021).

2 Las estancias contabilizadas se realizaron tanto en alojamientos de mercado (hoteles, apartamentos turísticos, etc.), como fuera del mercado (segundas residencias, casas de familiares, etc.). El impuesto turístico, en su actual diseño, solamente afecta a los primeros. Los datos de Ibestat muestran que el porcentaje de visitantes a las Islas Baleares que utilizan estos alojamientos en temporada alta no ha variado significativamente entre 2019 y 2024, con cifras entre 85-90 %.

3 A partir de un incremento del impuesto, se producirá una reducción R respecto de la demanda del año base considerado, el año 2024. Concretamente, $R = D_{2024} \cdot x \cdot \varepsilon$, donde $x = \tau/G$ es el incremento porcentual en el gasto G (o precio), y ε es la elasticidad precio de la demanda. ¿Qué reducción porcentual en el número de pernoctaciones se pretende conseguir mediante el incremento del impuesto? Tomando la demanda turística del año 2024 como referente, una reducción porcentual de r significa que $D_{2024} - \bar{D} / D_{2024} = r$ donde \bar{D} es el nuevo nivel de demanda después del incremento del impuesto. Entonces, dado que $\bar{D} = D_{2024} + R$, y $x = \tau/G$, se obtiene que el incremento ‘deseable’ (o necesario) del ITS es $\tau^* = -(G/\varepsilon)r$.

4 Cabe señalar que el aumento del ITS solo afectará a los visitantes que se alojen en establecimientos de mercado y que no están exentos (como los menores de 16 años).

Cuadro 1

Incremento necesario del impuesto según reducción de la demanda deseada r y la elasticidad-precio ε

Euros

| ε/r | 3 % | 5,71 % (Demanda 2019) | 9 % |
|-----------------|------|--------------------------|------|
| -0,2 | 29,3 | 55,7 | 87,8 |
| -0,5 | 11,7 | 22,3 | 35,1 |
| -0,8 | 7,3 | 13,9 | 21,9 |
| -1 | 5,9 | 11,1 | 17,6 |

Fuente: elaboración propia con datos Ibestat.

Conclusión y comentarios finales

El impuesto turístico no es una solución milagrosa frente a la saturación, pero probablemente sea la herramienta más eficaz disponible. Para que tenga un efecto apreciable sobre la demanda, su cuantía debería superar claramente los niveles actuales. Según la estimación realizada, para ello en

|
*Para que tenga un efecto apreciable
sobre la demanda, su cuantía debería
superar claramente los niveles
actuales*
|

Baleares sería necesario un incremento mínimo de entre 15 y 20 euros. Aunque esta cifra pueda parecer elevada, sigue siendo moderada en comparación con el gasto diario por turista y con la tarifa hotelera media de julio de 2024 (183 euros, Ibestat). De hecho, su magnitud sería similar al efecto de pasar del IVA reducido actual del 10 %

al tipo general del 21 %. En todo caso, su implantación podría plantearse de manera gradual durante varios años, permitiendo evaluar resultados y ajustar el diseño conforme a la evidencia.

Unos apuntes finales. En primer lugar, una subida significativa del impuesto exige reforzar el control de la posible evasión fiscal (alquiler ilegal, fraude) e incluso valorar mecanismos de cobro difíciles de eludir, como tasas en puertos o aeropuertos. En segundo lugar, no conviene tratarlo como una herramienta única: su combinación con límites de oferta en hoteles y alquiler vacacional puede ser más eficaz y, además, facilitar acuerdos políticos. Por último, el impuesto sirve tanto para aliviar la congestión actual como para prevenir la futura, aunque por sí solo no resolverá otras presiones estructurales, como el crecimiento de la población residente, las segundas residencias o el auge de los nómadas digitales.

Referencias

- BAUMOL, W. J. y OATES, W. E. (1988). *The Theory of Environmental Policy* (2nd ed.). Cambridge University Press.
- BLANCO-ROMERO, A., Blázquez-Salom, M. y Fletcher, R. (2023). Fair vs. fake touristic degrowth. *Tourism Recreation Research*, 50(2), 435-439.
- CAIB. (2025). https://www.caib.es/sites/oie/es/impost_turisme_sostenible/
- CAIXABANK RESEARCH. (2025). El sector turístico español: 1S 2025 sin signos de agotamiento íclico. Turismo-Informe Sectorial. https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2025/01/15/91184/78729-is-turismo-1s-2025-cast_web.pdf
- CALVERAS, A. (2026). *Un impuesto turístico contra la saturación y por la competitividad. El caso de las Islas Baleares*. Investigaciones de Funcas, 31/2026. Próxima publicación.
- CALVERAS, A. y SÁKOVICS, J. (2025). A tourist tax in a vertically segmented destination with congestion effects. *SERIEs*, 1-23.
- ENSEÑAT-SOBERANIS, F., BLANCO-GREGORY, R. y MONDRAGÓN-MEJÍA, J. A. (2020). Percepción de congestión y dimensión social de la capacidad de carga en cenotes de Yucatán. *Cuadernos de Turismo*, (45), 93-112. <https://doi.org/10.6018/turismo.426051>
- GAGO, A., LABANDEIRA, X., PICOS, F. y RODRÍGUEZ, M. (2009). Specific and general taxation of tourism activities. Evidence from Spain. *Tourism Management*, 30(3), 381-392.
- INCHAUSTI-SINTES, F., VOLTES-DORTA, A., & SUAU-SÁNCHEZ, P. (2021). The income elasticity gap and its implications for economic growth and tourism development: the Balearic vs the Canary Islands. *Current Issues in Tourism*, 24(1), 98-116.
- KRUGMAN, P. (2005). "Toyota, Moving Northward". *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2005/07/25/opinion/toyota-moving-northward.html>
- MCCOOL, S. F. y LIME, D. W. (2001). Tourism carrying capacity: Tempting fantasy or useful reality? *Journal of Sustainable Tourism*, 9(5), 372-388.
- MEDEIROS, V., GONÇALVES, L. y CAMARGOS, E. (2019). La competitividad y sus factores determinantes: un análisis sistémico para países en desarrollo. *Revista de la CEPAL*, 129(8).
- MIRALLES, C. C., BARIONI, D., MANCINI, M. S., JORDÀ, J. C., ROURA, M. B., SALAS, S. P. ... y GALLI, A. (2023). The footprint of tourism: A review of water, carbon, and ecological footprint applications to the tourism sector. *Journal of Cleaner Production*, 422, 138568.
- PEETERS, P., GÖSSLING, S., KLIJS, J., MILANO, C., NOVELLI, M., DIJKMANS, C., EIJGELAAR, E., HARTMAN, S., HESLINGA, J., ISAAC, R., MITAS, O., MORETTI, S., NAWIJN, J., PAPP, B. y POSTMA, A. (2018). Research for TRAN Committee—Overtourism: impact and possible policy responses, European Parliament, Policy Department for Structural and Cohesion Policies, Brussels. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/30617bd1-29c2-11e9-8d04-01aa75ed71a1/language-en>
- PICÓ GUTIÉRREZ, V., SÁNCHEZ AGUILERA, D., & COLL RAMIS, M. À. (2022). Políticas públicas y overtourism en destinos urbanos: un análisis comparado entre Barcelona y Palma. *Cuadernos de Turismo*, 49, 189-207. <https://doi.org/10.6018/turismo.521871>
- RAMOS, V., REY-MAQUIEIRA, J. (2024). Destination Competitiveness. In J. JAFARI y H. XIAO (eds) *Encyclopedia of Tourism*. Cham.: Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-74923-1_54
- ROSSELLÓ, J. y SANSÓ, A. (2017). Taxing tourism: The effects of an accommodation tax on tourism demand in the Balearic Island (Spain). *Cuadernos económicos de ICE*, 93.
- ROSSELLÓ, J., & SANTANA-GALLEGO, M. (2024). The effect of visa types on international tourism. *Economic Modelling*, 137, 106757.

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 310. La debilidad de la inversión productiva

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 15, N.º 1 (2026). Investment and productivity in an era of change and uncertainty

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 31. Febrero (2026). Inversiones sostenibles en tiempos revueltos

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/Publicaciones> | publica@funcas.es

cecabank



www.cecabank.es



Funcas

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

publica@funcas.es

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

ISSN: 2254-3422



97722543427