

# 308

septiembre-octubre 2025  
(nueva época)

**Cuadernos  
de Información  
Económica**

Revertir el declive  
global de Europa

Impacto de los  
aranceles de Trump  
en la UE

Desafío sistémico  
de Europa

Economía española  
y los bloques  
comerciales

*Stablecoins* y UE

Resultados  
de los test de estrés

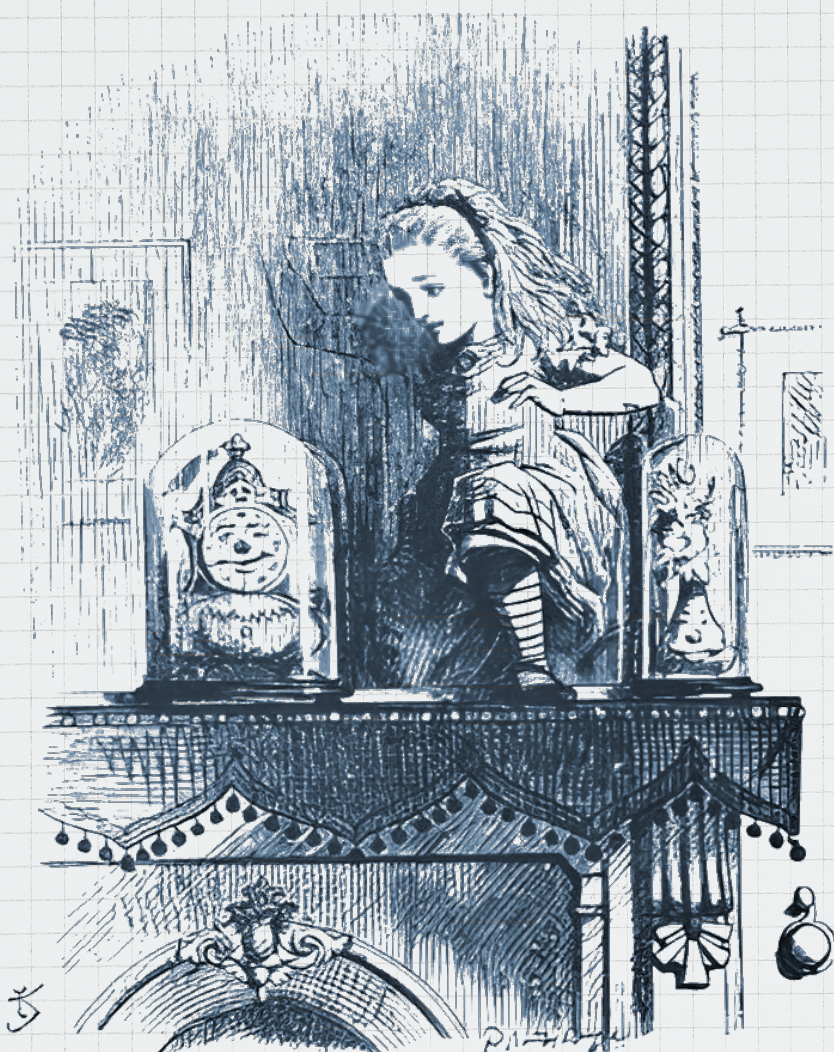
Endeudamiento  
de las empresas  
españolas

España y los Fondos  
*NextGen*

Sistema de cuidados  
en España

 **funcas**

# Economía española desde la lupa europea



**Director**

Francisco Rodríguez Fernández

**Consejo de redacción**

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

**Patronato****Presidente**

Isidro Fainé Casas

**Vicepresidente**

Antonio Jesús Romero Mora

**Secretario**

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

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.

# 308

septiembre-octubre 2025

(nueva época)

## Cuadernos de Información Económica

Economía  
española desde  
la lupa europea





# Sumario

septiembre-octubre 2025

**Pág. V**

Carta de la redacción

## SITUACIÓN ECONÓMICA Y GEOPOLÍTICA: LECCIONES DE EUROPA



**01**

**Pág. 10**

Lo que se necesitaría para revertir el declive global de Europa

**Wolfgang Münchau**



**02**

**Pág. 20**

Evaluación del impacto inicial de la política comercial de Trump en la Unión Europea

**Daniel Gros**



**03**

**Pág. 30**

El desafío sistémico de Europa o por qué subestimar a Rusia y al eje de las autocracias es un error

**Guntram Wolff**

## RETOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS



**04**

**Pág. 42**

La economía española y el auge de los bloques comerciales

**Raymond Torres**



**05**

**Pág. 52**

Las *stablecoins* respaldadas por el dólar no suponen una amenaza para la Unión Europea

**María Demertzis y Alejandro Fiorito**



**06**

**Pág. 62**

Paradójico estrés bancario en tiempos de incertidumbre

**Ángel Berges y Jesús Morales**

## FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y PÚBLICA



**07**

**Pág. 74**

El endeudamiento de las empresas españolas: análisis sectorial, por tamaño de empresa y por regiones

**Joaquín Maudos**



**08**

**Pág. 84**

Fondos *NextGen*: ¿la transformación que no llega?

**Área Financiera y de Digitalización de Funcas**



**09**

**Pág. 100**

La transformación del sistema de cuidados en España: retos institucionales y demográficos

**Marina Asensio Vázquez, Cristina García Ciria y Gonzalo López Molina**



# Carta de la Redacción

Cuando Alicia cruzó el espejo, descubrió que el mundo al otro lado era a la vez familiar y extraño. Los objetos conservaban su forma, pero no su lógica; las palabras sonaban conocidas, pero significaban otra cosa. Algo parecido le ocurre hoy a Europa —y, por extensión, a España— al mirarse en el espejo de la economía global. Las cifras parecen sólidas: superávits, empresas internacionalizadas, proyectos europeos de recuperación. Pero al girar el espejo aparecen sus contradicciones: una competitividad menguante en sectores estratégicos, una dependencia tecnológica preocupante, un mercado único fragmentado y un ciclo de inversión que no despega al ritmo necesario. En este número de *Cuadernos de Información Económica* hemos querido subrayar esa interdependencia con un propósito doble: situar los retos de España en el contexto continental y, al mismo tiempo, analizar cómo los cambios en la arquitectura económica y geopolítica de Europa condicionan nuestro margen de maniobra. El resultado es un número plural y ambicioso, en el que se incorporan nuevos participantes de gran prestigio internacional y nacional. Con sus aportaciones, la revista inaugura una etapa aún más marcada por el diálogo crítico y constructivo, imprescindible para pensar los desafíos de los próximos años.

La sección "Situación económica y geopolítica: lecciones de Europa" la abre WOLFGANG MÜNCHAU con *Lo que se necesitaría para revertir el declive global de Europa*. Su tesis es deliberadamente incómoda: no estamos ante una racha de mala suerte —pandemia, guerra, aranceles—, sino ante un déficit estructural que se manifiesta donde más duele: en tecnología, inversión y productividad. La cifra que condensa

el diagnóstico es conocida, pero sigue siendo elocuente: de las 50 mayores tecnológicas del mundo, solo cuatro son europeas, y prácticamente ninguna "nativa" de este siglo. A ese atraso lo alimentan tres hechos entrelazados: exceso regulatorio (un marco de datos e IA diseñado antes de tener campeones de datos), fragmentación financiera (mercados de capitales nacionales que no escalan) y subinversión crónica en sectores tractores. La consecuencia es vulnerabilidad: una dependencia comercial del 22,4 % del PIB —casi el doble que EE. UU.— que nos deja expuestos a choques externos, desde los aranceles de Trump hasta las disrupciones de China. El resultado ya se ve en flujos y decisiones: compromisos de inversión de empresas europeas en EE. UU. por más de 600.000 millones de euros (2025–2028), 750.000 millones de dólares en importaciones de energía y 40.000 millones en chips de IA, mientras las exportaciones chinas a la UE crecían un 8,3 % interanual en abril de 2025. La conclusión de Münchau es taxativa: sin una unión fiscal y, sobre todo, de mercados de capitales, Europa no generará la escala de inversión que exige la nueva frontera tecnológica; la política fiscal y la monetaria, por sí solas, no compensan un atasco estructural. O reformamos el "motor" o entramos en un declive gestionado —ordenado, sí, pero declive al fin—.

En segundo lugar, DANIEL GROS desmonta con datos la narrativa más estridente de la "guerra arancelaria" en *Evaluación del impacto de la política comercial de Trump en la Unión Europea*. Frente al ruido, la métrica que importa es el arancel medio efectivamente recaudado (ingresos aduaneros divididos por importaciones). Con ese termómetro, la foto se aclara: la UE ha soportado

aranceles efectivos del 6-8 %, muy por debajo del entorno del 40 % aplicado a China. De ahí que, mientras la cuota china en EE. UU. se redujo a la mitad (del 14 % al 7 %), las exportaciones europeas se mantuvieron estables en torno al 14 %, e incluso aumentaron en unos 40.000 millones de euros en el primer semestre de 2025. Gros subraya, además, que una parte sustantiva de las importaciones está exenta de derechos (materias primas, bienes sin sustituto local), lo que explica la brecha entre tipos “anunciados” y tipo medio recaudado en cada momento. El mensaje para responsables públicos y empresas es nítido: medir bien evita sobrerreacciones. No se trata de minimizar riesgos —los aranceles selectivos pueden reordenar cadenas de valor en el margen—, sino de calibrar: para la UE, hasta ahora la conmoción ha sido menor de lo que sugería la retórica, y la ventana para negociar, diversificar e invertir sigue abierta.

Cierra el bloque GUNTRAM WOLFF con *El desafío sistémico de Europa o por qué subestimar a Rusia y y al eje de las autocracias es un error*. Su argumento complementa —y tensiona— los anteriores: aun cuando los promedios macro nos favorezcan frente a China en el frente arancelario o nos comparen bien con EE. UU. en comercio, Europa se enfrenta a un rival que no juega el mismo juego. En paridad de poder adquisitivo, Rusia es la mayor economía de Europa y destina cerca del 7 % del PIB a defensa; su capacidad de concentración de recursos —económicos, industriales, informativos— le permite sostener una economía de guerra y operaciones híbridas a gran escala, de la desinformación al sabotaje de infraestructuras. China, por su parte, ha combinado control estatal de recursos con competencia feroz del sector privado para colocarse en la frontera tecnológica en vehículos eléctricos, baterías o IA. El resultado es un eje de autocracias con capacidad para imponer costes estratégicos a

Europa. La recomendación de Wolff es inequívoca: dejar de “externalizar” seguridad a EE. UU. y acelerar una agenda de defensa, tecnología y competitividad: compras conjuntas, inversión en drones, misiles y capacidades críticas, y un salto en cooperación industrial. No es una invitación al alarmismo, sino un llamamiento al realismo estratégico: democracias fuertes requieren prioridades claras y recursos movilizados.

Leídas en conjunto, estas tres piezas ofrecen una hoja de ruta exigente y coherente. Münchau nos recuerda que sin reformas de escala europea no habrá inversión suficiente en la economía que ya define la productividad: la de datos, algoritmos y chips. Gros nos advierte contra los espejismos: ni todo choque comercial es un cataclismo, ni toda cifra anunciada describe la realidad que internalizan las empresas; toca medir, priorizar y ejecutar con cabeza. Wolff nos sitúa el umbral geopolítico: sin capacidad de defensa propia, la autonomía económica pierde soporte y el mercado único navega en aguas más agitadas.

La sección "Retos económicos y financieros" se abre con el artículo de RAYMOND TORRES, *La economía española y el auge de los bloques comerciales*. El autor muestra cómo España ha logrado mantener un superávit exterior en un mundo cada vez más fragmentado, pero también cómo ese resultado encubre dos caras muy distintas. Dentro de la Unión Europea, nuestras exportaciones han crecido un 49 % desde 2019 y el saldo con los socios comunitarios alcanza ya el 5,4 % del PIB, gracias a ganancias de competitividad y costes relativos contenidos. Sin embargo, fuera de Europa, el panorama es menos halagüeño: el déficit comercial con el resto del mundo se ha agravado, sobre todo con China, donde las importaciones sextuplican a las exportaciones, y con Estados Unidos, que ha pasado de equilibrio a déficit en 2025 tras la escalada arancelaria. Torres concluye que España debe revitalizar el

mercado único, reforzar la capacidad negociadora europea y crear un entorno favorable a la inversión si quiere sostener su posición en la nueva lógica de bloques.

A continuación, MARIA DEMERTZIS y ALEJANDRO FIORITO firman *Las stablecoins respaldadas por el dólar no suponen una amenaza para la UE*. Su análisis parte de un hecho llamativo: más del 90 % de la capitalización de estas criptomonedas está vinculada al dólar, lo que refuerza la hegemonía estadounidense. Sin embargo, la mayoría de las transacciones se concentra en el propio ecosistema cripto y su uso en la economía real es todavía marginal. Además, la regulación europea (MiCA) establece límites estrictos que reducen su atractivo para usuarios europeos. Frente a ello, la verdadera apuesta está en el euro digital, llamado a ofrecer una alternativa segura, paneuropea y con respaldo público. Los autores sostienen que, más que una amenaza, las stablecoins son un recordatorio de que Europa no puede dormirse en la carrera de la innovación financiera.

El bloque se cierra con el trabajo de ÁNGEL BERGES y JESÚS MORALES, *Paradójico estrés bancario en tiempos de incertidumbre*. El texto examina las pruebas de resistencia de 2025, tanto en Europa como en Estados Unidos, y destaca un resultado inesperado: pese a la inestabilidad geopolítica y económica, los bancos han mostrado una solvencia notable. En EE. UU., los 22 grandes bancos resistirían pérdidas de más de 500.000 millones de dólares sin caer por debajo de los mínimos regulatorios. En Europa, por primera vez, las pruebas no han supuesto un drenaje mayor de capital que en ediciones anteriores. La explicación reside en la fuerte rentabilidad obtenida en los últimos ejercicios, que ha reforzado el capital de partida. El artículo refleja, en suma, cómo el sistema financiero llega más robusto que en crisis anteriores, aun en un entorno de incertidumbre creciente.

La sección "Financiación empresarial y pública" comienza con el artículo de JOAQUÍN MAUDOS, *El endeudamiento de las empresas españolas: análisis sectorial, por tamaño de empresa y por regiones*. El autor documenta el profundo despalancamiento de las compañías españolas tras la crisis financiera: la ratio deuda/PIB ha caído 25,8 puntos desde 2015, situándose en el 63,6 % en 2024, por debajo de la media europea. Sin embargo, las cifras globales esconden notables diferencias. Las grandes empresas presentan ratios mucho más elevadas que las micro. Algunos sectores —como las actividades administrativas— superan el 48 % de deuda sobre activos frente al 22 % de las industrias extractivas, y entre regiones el contraste es de más de 25 puntos entre Asturias y Galicia. La conclusión es clara: España ha corregido sus excesos pasados, pero la vulnerabilidad varía según tamaño, sector y territorio.

El Área Financiera y de Digitalización de Funcas ofrece en *Fondos NextGen: ¿la transformación que no llega?* un balance crítico del programa europeo de recuperación. España ha recibido más de 55.000 millones de euros en transferencias, lo que la sitúa a la cabeza de Europa en asignación de fondos, pero la ejecución es decepcionante: apenas un tercio de lo comprometido se ha transformado en pagos efectivos, con un 22 % de ejecución en 2024. Una parte significativa de los recursos se ha destinado a gasto corriente, limitando su impacto transformador. El artículo advierte que la complejidad administrativa y la falta de proyectos tractores ponen en riesgo la capacidad de aprovechar plenamente esta oportunidad histórica.

Cierra el número el artículo de MARINA ASENSIO VÁZQUEZ, CRISTINA GARCÍA CIRIO y GONZALO LÓPEZ MOLINA, con *La transformación del sistema de cuidados en España: retos institucionales y demográficos*. La investigación aborda un

desafío demográfico ineludible: en 2030 habrá más de 11,6 millones de mayores de 65 años y la demanda de cuidados crecerá un 27 %. Para responder, España debería duplicar la plantilla del sector hasta unos 572.000 trabajadores, lo que elevaría el gasto del 0,4 % al 0,7 % del PIB. Sin embargo, la inversión actual en cuidados de

larga duración es muy inferior a la de los países nórdicos y apenas la mitad de la media de la OCDE. El artículo concluye que el sistema debe transformarse hacia un modelo más centrado en la persona, equitativo y sostenible, capaz de absorber la presión de un envejecimiento acelerado.



# 01

**Wolfgang Münchau\***  
Director de Eurointelligence Ltd.

(\*) Su libro más reciente es *Kaput, El fin del milagro alemán*, Plataforma Editorial, 2025.



## Lo que se necesitaría para revertir el declive global de Europa

El malestar económico de Europa responde a debilidades estructurales más que a crisis coyunturales. La dependencia alemana de industrias tradicionales y el crecimiento español impulsado por la inmigración reflejan la incapacidad de la UE para generar productividad. El exceso de regulación, la fragmentación financiera y la falta de inversión la han dejado rezagada en alta tecnología: solo cuatro de las 50 mayores empresas globales son europeas. Con una apertura comercial del 22,4 % del PIB, casi el doble que EE. UU., el bloque es vulnerable a choques externos, como los aranceles de Trump, que desencadenaron compromisos europeos de 600.000 millones en EE. UU., 750.000 millones en energía y 40.000 millones en chips. Mientras, las exportaciones chinas a la UE crecieron 8,3 % interanual en abril de 2025, frente a la dificultad de las empresas europeas para vender en China. Sin reformas, ni la política fiscal ni la monetaria bastarán: solo una unión fiscal y de capitales puede evitar un declive controlado.

## Las debilidades estructurales de Europa

Hay un viejo chiste sobre Boris Yeltsin que se aplica a la situación económica de Europa, y de España en concreto. Cuando un periodista le pidió que resumiera la situación de la economía rusa en una palabra, él respondió: "Buena". Evidentemente, el periodista no esperaba que Yeltsin cumpliera con la restricción de una sola palabra, por lo que volvió a preguntarle: "De acuerdo, dos palabras". A lo que Yeltsin respondió: "No buena".

|  
*Alemania es el canario en la mina de carbón. Lo que ocurrió allí, ocurrirá en el resto de Europa con un cierto retraso*  
|

Por absurdo que parezca este ejemplo, se aplica a los países europeos. Alemania es rica, pero tiene un bajo crecimiento del PIB. En España, existe una dicotomía entre el alto crecimiento del PIB y el bajo crecimiento de la productividad. Si solo se analiza una serie temporal macroeconómica, es probable que se pierda la visión global. Y si solo se analizan los datos, es probable que no se pueda explicar por qué la situación económica ha empeorado tanto en toda Europa. Lo más probable es que invoques la excusa poco convincente de una serie de acontecimientos desafortunados: la pandemia, la guerra de Vladímir Putin y ahora los aranceles de Donald Trump. Pero la historia *de la mala suerte* se está volviendo cada vez más inverosímil. Las guerras y las pandemias son terribles, pero no hay razón para pensar que deban tener un efecto negativo persistente en el crecimiento económico. El milagro económico de Alemania se produjo después de la Segunda Guerra Mundial. Nuestra historia es más complicada.

Alemania es el canario en la mina de carbón. Lo que ocurrió allí, ocurrirá en el resto de Europa

con un cierto retraso. El declive de Alemania se debe a una serie de factores interrelacionados: una dependencia de muy pocos sectores para el crecimiento económico. En el caso de Alemania, se trataba de los automóviles, la ingeniería mecánica y los productos químicos; un sistema bancario orientado a apoyar a esas industrias, pero no a financiar nuevas empresas e industrias; una falta de inversión en industrias de alta tecnología específicamente y una falta de infraestructura financiera y física que fomentara esas inversiones; Alemania fue fundamental para que la Unión Europea (UE) aprobara la legislación sobre protección de datos –la directiva general de protección de datos y la regulación sobre inteligencia artificial– que frustra considerablemente todos los negocios basados en datos. Con el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), la UE se dotó de la legislación más restrictiva del mundo en materia de protección de datos. Aprobó su reglamento sobre inteligencia artificial (IA) antes de tener IA. Lo mismo ocurrió con las criptomonedas. Como resultado del exceso de regulación, un sistema bancario inflexible y la consiguiente falta de inversión, la UE no es un participante principal en estas industrias. De las cincuenta empresas tecnológicas más grandes, solo cuatro son europeas. Con la excepción de la sueca Spotify, ninguna de ellas se ha fundado desde cero en este siglo.

## Dependencias externas y crisis geopolíticas

Puede que los alemanes sean extremos en su cruzada antitecnológica y su disposición ludita. Todavía tienen máquinas de fax en el sector público y en las consultas médicas. Pero se trata de un problema más amplio en Europa. Como nos recordó Mario Draghi en su informe sobre la competitividad de Europa: prácticamente toda la brecha de productividad entre Estados

Unidos y la UE se debe a las industrias de alta tecnología. En un discurso pronunciado en agosto de 2025, comparó la pequeña inversión en alta tecnología en Europa, fragmentada entre los Estados miembros, con las inversiones en Estados Unidos y China, que son más de diez veces superiores. Europa carece de la infraestructura necesaria para este tipo de inversiones debido a la forma en que gestionamos nuestra economía. Si nuestras empresas actuales no generan crecimiento económico, nadie lo hará. No contamos con la infraestructura financiera y normativa necesaria para el espíritu empresarial del siglo XXI.

Excluir la alta tecnología de las comparaciones de productividad y fingir que todo va bien sería una complacencia peligrosa. Es cierto que los estadounidenses no son más productivos en los mismos sectores en los que compiten con los europeos. Estados Unidos rara vez se encuentra entre los primeros puestos de las clasificaciones mundiales de competitividad. Pero la competitividad es una métrica errónea. Y la clasificación nos da a los europeos una falsa sensación de logro. Mucho más importantes son la productividad y la innovación, ámbitos en los que nos estamos quedando atrás.

|  
*La debilidad de Europa en materia tecnológica es probablemente el mayor problema estructural manifiesto que nos frena, pero detrás de ello hay toda una serie de políticas estructurales que lo han provocado y contribuido a ello*  
|

La debilidad de Europa en materia tecnológica es probablemente el mayor problema estructural manifiesto que nos frena, pero detrás de ello hay toda una serie de políticas estructurales que lo han provocado y contribuido a ello. Esto nos

lleva al núcleo de cómo pensamos sobre Europa, sobre nuestro modelo socioeconómico europeo y sobre nuestra propia versión del capitalismo, a veces también descrita como capitalismo renano.

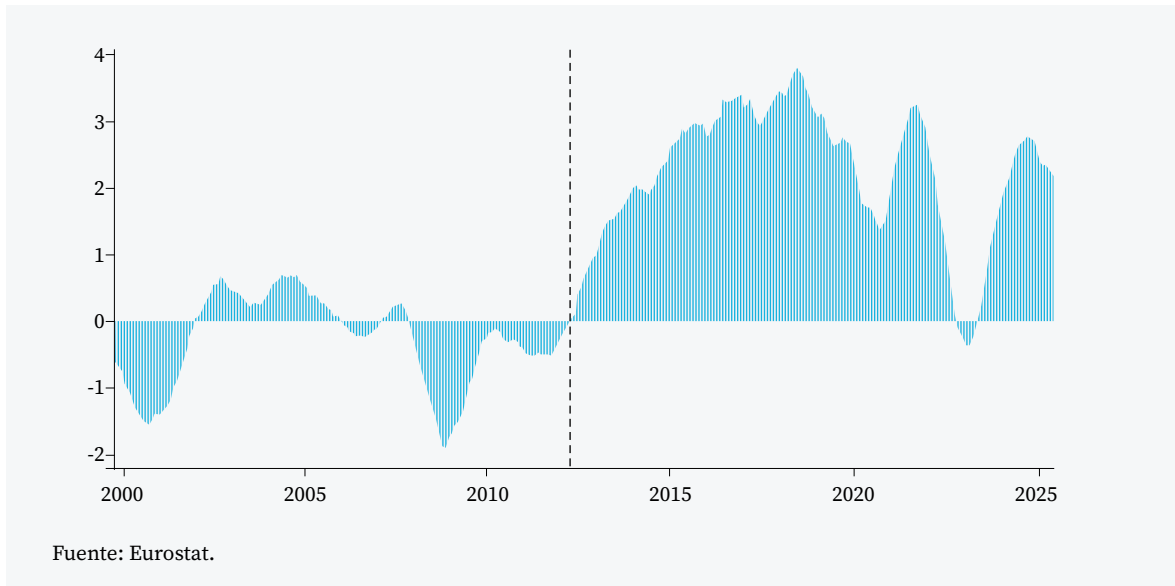
El mundo que nos rodea ha cambiado. China ha pasado de ser un consumidor de exportaciones europeas a un competidor agresivo en tecnologías clave como las baterías y los coches eléctricos, la inteligencia artificial y los paneles solares. Este es posiblemente el más importante de todos los cambios en nuestro entorno externo. Los aranceles de Donald Trump son otro. No podemos descartar las crisis externas si se convierten en permanentes. La guerra de Rusia en Ucrania exige un mayor gasto en defensa en los países geográficamente cercanos a Rusia. Comprendo la visión crítica de España sobre el objetivo de gasto en defensa del 5 % de la OTAN. Tiene más sentido para Polonia y Alemania que para España e Italia, países que en este momento deberían centrarse en la reforma económica.

Creo que los aranceles de Trump serán permanentes. Las impugnaciones legales podrían afectar a algunos de ellos. Pero lo cierto es que los ingresos por aranceles se están convirtiendo en una parte fundamental de la política fiscal estadounidense de cara al futuro. Durarán más que Trump.

Hace una década, un artículo sobre la economía europea se habría centrado en la política monetaria y fiscal y en la estabilidad financiera. Estas siguen desempeñando un papel importante en nuestra historia, pero no el papel casi exclusivo que tenían antes. La política fiscal y monetaria no está en condiciones de compensar estas perturbaciones. La expansión fiscal durante la pandemia, ayudada por la suspensión del pacto de estabilidad, logró compensar la perturbación directa. Pero la eurozona no volvió a su anterior

**Gráfico 1****Déficit por cuenta corriente de la eurozona**

En porcentaje del PIB



trayectoria de crecimiento. Por importantes que sean, las políticas fiscales y monetarias no pueden revertir una recesión estructural.

Lo que los macroeconomistas deberían haber previsto, pero no lo hicieron, fueron las graves consecuencias de los superávits estructurales por cuenta corriente de la eurozona. Desde la crisis de la eurozona, esta ha registrado superávits importantes y persistentes frente al resto del mundo, como demuestra de forma clara el gráfico 1.

La ruptura se produjo en 2012, en el punto álgido de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. Hasta entonces, la posición de la cuenta corriente de la eurozona era saludable. Fluctuaba entre pequeños déficits y superávits. Pero más importante que su tamaño relativo era la falta de persistencia. Subían y bajaban, y volvían a subir. Así es como debe ser. Después de 2012, la eurozona adoptó una austeridad sincronizada como contrapartida al respaldo de Mario Draghi,

que a partir de 2015 se convirtió en compras de activos que solo se detuvieron en 2023. Los superávits por cuenta corriente cayeron brevemente durante la pandemia, ya que las empresas europeas tuvieron dificultades para exportar. Pero se recuperaron poco después.

En la última década, era habitual que los medios de comunicación alemanes celebraran los grandes superávits de exportación. En esencia, se trataba de una celebración del desequilibrio. El problema de este desequilibrio es que hizo a Europa aún más dependiente de otros, y esa dependencia se ha convertido en el motor más importante del declive económico estructural de Europa. La primera conmoción fue el referéndum sobre el Brexit en el Reino Unido. La pandemia puso de manifiesto las vulnerabilidades de la cadena de suministro. La invasión de Ucrania por parte de Rusia puso de manifiesto la dependencia de Europa del gas ruso. Las políticas de sanciones contra Rusia acabaron

perjudicando más a una Europa vulnerable que a una Rusia ágil. En un año, Vladímir Putin transformó Rusia en una economía de guerra y cerró acuerdos estratégicos con China, Corea del Norte, India e Irán. Lo que le quedaba a Europa era su dependencia de Estados Unidos, pero con el segundo mandato de Donald Trump, esa relación también parece cada vez más frágil. Trump ha cambiado la posición de Estados Unidos en Ucrania, pasando de ser el mayor apoyo financiero de Ucrania a ser un árbitro neutral. Trump ha impuesto un arancel generalizado del 15 % a todas las exportaciones europeas, y del 50 % al acero y el aluminio, y un arancel prorrateado a los productos que contienen esos metales. La UE se ha comprometido a reducir sus aranceles sobre los productos estadounidenses. He oído sugerir que la UE acordó de manera informal no aplicar su ley de mercados digitales a las empresas tecnológicas estadounidenses. La UE también acordó aumentar sus inversiones en Estados Unidos hasta 600.000 millones de euros hasta 2028. Eso se traduce en 170.000 millones de dólares al año, además de los 100.000 millones que las empresas de la UE ya invierten cada año. Se trata de un aumento enorme, sobre todo si se tiene en cuenta que es probable que el superávit de las exportaciones europeas disminuya como consecuencia de los aranceles. El déficit comercial de Estados Unidos con la UE fue de 235.900 millones de dólares en 2024. La razón de estas inversiones es neutralizar el superávit.

La UE también se comprometió a gastar 750.000 millones de dólares en gas natural licuado y productos de energía nuclear hasta 2028, lo que supone aproximadamente 200.000 millones de dólares al año. Esta cifra se compara con las exportaciones anuales de energía de EE. UU. a la UE, que rondan los 80.000 millones de dólares. La UE también se ha comprometido a invertir 40.000 millones de dólares en chips de inteligencia artificial de EE. UU. para sus centros de

datos. Es imposible que la UE pueda cumplir todas estas promesas. Queda por ver qué hará Donald Trump cuando quede claro que la UE no está cumpliendo su parte de este pacto Faustiano. Pero, de una forma u otra, podemos concluir con seguridad que la era de los superávits comerciales de Europa frente a EE. UU. ha terminado definitivamente. De los países que absorbían los superávits comerciales de Europa en el pasado, la India es ahora el último que queda. Pero esto tampoco es un gran consuelo.

El Reino Unido mantuvo su déficit con la UE desde el Brexit, pero ya no está tan integrado en las cadenas de suministro industriales. Dada la persistente debilidad de la economía británica, es posible que no esté en condiciones de mantener su déficit comercial exterior moderadamente elevado, del 2,6 % del PIB en 2024. Y, a largo plazo, sería razonable esperar que el Reino Unido diversificara su comercio fuera de la UE. Por ejemplo, al relajar sus aranceles y restricciones a la importación de productos agrícolas estadounidenses, cabe esperar un aumento de las importaciones de Estados Unidos al Reino Unido, en detrimento de los competidores europeos.

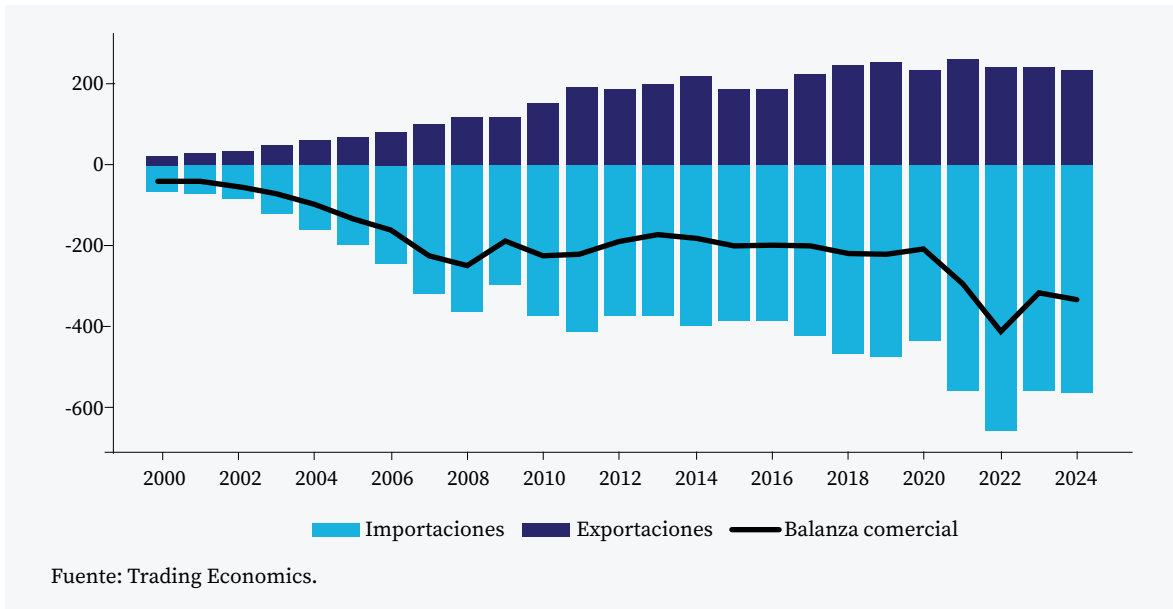
China ha registrado un superávit comercial bilateral con la UE a lo largo de este siglo (gráfico 2). Pero no ha sido hasta 2007-2008 cuando estos superávits han alcanzado un volumen considerable.

Hay indicios de que se está produciendo una segunda crisis china que aún no se refleja en el gráfico anterior. Después de que Donald Trump anunciara sus aranceles del "Día de la Liberación" el 2 de abril, China desvió su comercio hacia la UE. Según los datos de las aduanas chinas, China registró un aumento del 8,3 % en el crecimiento de las exportaciones a la UE, en términos interanuales, en abril, con cifras del 4,8 %, 5,8 % y 7,2 % para los meses siguientes.

## Gráfico 2

**Comercio bilateral entre la UE y China**

Miles de millones de euros



Las importaciones chinas procedentes de la UE descendieron un 5,6 % en enero-febrero de 2025 en comparación con el año anterior. Hay indicios anecdóticos que sugieren que las empresas europeas, especialmente las automovilísticas, están teniendo dificultades para vender en China.

Dedico tanto tiempo al aspecto externo porque es el cambio del entorno externo lo que impulsa nuestro rendimiento económico. Europa depende mucho más del resto del mundo que Estados Unidos<sup>1</sup>. En términos del PIB, el comercio total solo representa el 12,7 % en Estados Unidos, pero el 22,4 % en la UE. Estas cifras excluyen el comercio intracomunitario.

Aparte de nuestras dependencias externas, que se reflejan en los datos anteriores, la UE también

tiene algunas dependencias internas que debemos tener en cuenta. Polonia y otros países de Europa Central y Oriental dependen en gran medida de la industria alemana, como proveedores de la cadena de suministro. La española SEAT forma parte del grupo Volkswagen, al igual que la checa Skoda. El papel de Alemania como centro industrial de la UE hace que el resto de Europa dependa más de la economía alemana de lo que cabría esperar, dado que Alemania representa aproximadamente el 24,5 % del PIB de la UE.

Esta doble dependencia, de la UE respecto a Alemania y de Alemania respecto a Estados Unidos y China, puede producir un efecto dominó que afecte a la actividad económica y a la política económica.

<sup>1</sup> Datos de Eurostat extraídos de: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Value\\_of\\_international\\_trade\\_in\\_goods\\_and\\_services,\\_selected\\_countries,\\_2023\\_\(EUR\\_billion\)\\_GL2024.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Value_of_international_trade_in_goods_and_services,_selected_countries,_2023_(EUR_billion)_GL2024.png)

Como consecuencia política, la UE debería reducir las dependencias económicas unilaterales del resto del mundo. Estos cambios requerirían algo más que simples ajustes en las políticas existentes, sino un reinicio del funcionamiento de la UE y de la elaboración de políticas económicas. Las inversiones necesarias, tanto en el sector privado como en el público, superan lo que pueden aportar el sector público y el sector financiero. No hay que culpar a los bancos. No es su trabajo financiar empresas privadas arriesgadas. La Comisión Europea no dispone de presupuesto para proyectos de inversión multimillonarios. Basta con fijarse en el fondo de recuperación. Elogiado por muchos como el momento hamiltoniano de Europa, fue otro proyecto de inversión del tipo "demasiado poco, demasiado tarde". Dado que la deuda de la UE se financia con las futuras contribuciones de los miembros, constituye una transferencia intragubernamental, lo que limita su atractivo político entre los contribuyentes netos al presupuesto de la UE. No es de extrañar que los países del norte de Europa se resistan a ella.

### **Límites políticos y argumentos a favor de la unión fiscal**

Hace tiempo llegué a la conclusión de que los problemas económicos de Europa son irresolubles sin la creación de una unión fiscal en toda regla, que funcione de forma independiente de los Estados miembros. Es la combinación de una unión fiscal, junto con poderes limitados para recaudar impuestos, y una unión de los mercados de capitales inmobiliarios, lo que puede aprovechar las inversiones necesarias. Ambas cosas son también necesarias para que el euro pueda competir con el dólar. Los economistas han perdido demasiado tiempo elaborando planes ingeniosos para los eurobonos híbridos. Los inversores saben distinguir entre la deuda

soberana y las estructuras financieras excesivamente complejas, en las que nadie sabe quién debe qué a quién. Si el objetivo es alcanzar a Estados Unidos y China en la tecnología del siglo XXI y afirmar el poder económico de Europa a nivel mundial, la creación de una unión fiscal es la única alternativa.

Aunque todo el mundo, sin excepción, se beneficiaría de tal construcción a largo plazo, las percepciones podrían variar a corto plazo. Los alemanes temerían, naturalmente, que la UE aumentara demasiado su deuda. España podría engañarse a sí misma pensando que su actual buen rendimiento económico continuaría para siempre y que no es necesario cambiar el funcionamiento de la UE. Italia y Alemania no querrían aceptar una unión de mercados de capitales en la que perderían el control sobre su sistema bancario. ¿Quién más, aparte de los bancos italianos, querría mantener la deuda soberana italiana a los tipos poco atractivos actuales? Si se produjera una crisis del euro, no quedaría ningún banco nacional que actuara como amortiguador para los gobiernos. Considero que esto es una característica de la unión fiscal europea, no un defecto.

No niego que habría muchos perdedores. El camino hacia nuevas inversiones y hacia la resiliencia pasa por la destrucción creativa schumpeteriana. En este nuevo mundo, las empresas con bajo rendimiento desaparecerán, incluso si se trata de la industria automovilística. Ese no es el caso hoy en día.

### **El problema de la acción colectiva en Europa y la ilusión del crecimiento en España**

Llevo varias décadas participando en debates del tipo "Lo que Europa debe hacer". Con la introducción del euro, la UE redujo sus ambiciones de

unión política. Sin ella, no creo que haya una solución que pueda cumplir el objetivo. Los planes de inversión no son titulares de periódico. La UE es muy buena generando titulares positivos, pero todas sus iniciativas de inversión han fracasado en última instancia. El fondo de inversión Juncker, de 300.000 millones de euros, fue un truco de magia cuando se lanzó en 2014. No consiguió nuevas inversiones. Las subvenciones de 300.000 millones de euros del fondo de recuperación al menos eran dinero real. Pero los países de la UE tardaron cinco años en gastar solo la mitad. Tampoco hay indicios demostrables de que haya aumentado la productividad. En cambio, la UE acabó perjudicando a la economía al aprobar regulaciones restrictivas a través de su burocrático Pacto Verde y su cruzada contra la tecnología. Si no hay voluntad de avanzar hacia una unión fiscal y de mercados de capitales, que no intente regular más que el resto del mundo, no hay mucho que podamos hacer salvo gestionar nuestro declive.

Por ahora, España tiene la suerte de poder generar crecimiento del PIB, pero esto se debe

principalmente a la inmigración. España tiene la suerte de que muchos inmigrantes hablan español. Los alemanes y los holandeses no disfrutan de ese privilegio. Estoy totalmente a favor de la inmigración altamente cualificada, pero las economías no pueden crecer de forma sostenible basándose únicamente en la inmigración. Sabemos que la política se entromete. La productividad es una medida mucho más importante para la dinámica subyacente. En esta medida, España no es mejor que el resto.

|  
*La UE es muy buena generando titulares positivos, pero todas sus iniciativas de inversión han fracasado en última instancia*  
|

Por eso tenemos un problema de acción colectiva. He defendido la política y la fiscalidad europeas a lo largo de mi carrera periodística, que comenzó a mediados de la década de 1980. Me temo que esta es una batalla que mis compañeros conspiradores y yo estamos perdiendo.



# 02

**Daniel Gros**  
IEP Bocconi



## Evaluación del impacto inicial de la política comercial de Trump en la Unión Europea

Este artículo examina los efectos iniciales de la política arancelaria de Donald Trump sobre la Unión Europea (UE). Aunque los anuncios de tarifas recíprocas parecían presagiar un choque comercial, en la práctica el impacto ha sido limitado. Los aranceles efectivos aplicados a las exportaciones europeas se sitúan entre el 6 y el 8 %, bastante por debajo de los que soporta China, cercanas al 40 %. Esta diferencia explica que, mientras la cuota de mercado china en Estados Unidos se ha reducido a la mitad (del 14 % al 7 %), las exportaciones europeas se han mantenido estables en torno al 14 %. Durante el primer semestre de 2025, las ventas de la UE a Estados Unidos aumentaron en unos 40.000 millones de euros respecto al año anterior, lo que refleja que, pese a la retórica proteccionista, las empresas europeas han conservado un acceso relativamente ventajoso al mercado estadounidense. En conjunto, los datos muestran que la llamada “guerra arancelaria” ha sido más ruidosa que real, con efectos concentrados en China y un margen de maniobra amplio para la UE.

## Introducción

Hasta ahora, todo va bien. Los aranceles “recíprocos”, aparentemente trascendentales, anunciados por el presidente estadounidense Trump y parcialmente aplicados desde abril, han tenido hasta ahora un impacto mínimo en los flujos comerciales. Las importaciones estadounidenses se han estabilizado tras la fiebre de marzo por adelantarse a los aranceles, y la cuota de mercado de la UE se ha mantenido constante, con un aumento de las exportaciones de la UE a EE. UU. de unos 40.000 millones de euros durante el primer semestre de este año.

El reciente “acuerdo marco” entre la UE y EE. UU. ha sido ampliamente criticado como una capitulación. Sin embargo, su aplicación solo confirmaría la posición relativamente ventajosa de la UE en términos de acceso al mercado estadounidense, ya que los tipos arancelarios a los que se enfrentan los exportadores de la UE siguen siendo muy inferiores a los de China y también ligeramente inferiores a los de otros competidores asiáticos, como Corea o Japón. Solo Canadá y México se encuentran en una posición significativamente mejor que la UE, ya que la mayor parte de sus exportaciones a los Estados Unidos siguen estando libres de aranceles. Pero estas dos economías son demasiado pequeñas para constituir competidores significativos. Algunos informes sugieren que Trump se ha “ablandado” con China y trata peor a los aliados de Estados Unidos. Los datos sugieren lo contrario. Los aranceles medios sobre China rondan el 40 %, frente a menos del 10 % para el resto del mundo.

## Cómo medir los aranceles en (casi) tiempo real

La política arancelaria de Trump consiste en una desconcertante sucesión de anuncios de

aranceles elevados, a menudo seguidos de vagos “acuerdos” con aranceles nominales mucho más bajos que los aranceles “recíprocos” anunciados el 2 de abril. Al mismo tiempo, a menudo no está claro si los tipos anunciados se aplican realmente.

Dados los rápidos cambios en los aranceles, tanto anunciados como aplicados, es difícil obtener una visión general de la situación de la política comercial de Estados Unidos. Estados Unidos utiliza el Sistema Armonizado de la OMC, que, en su nivel más detallado (10 dígitos), cuenta con unas 20.000 líneas arancelarias. Además, dado que cada uno de los más de 150 socios comerciales de Estados Unidos puede enfrentarse ahora a diferentes niveles arancelarios, podría haber hasta tres millones de tipos arancelarios diferentes que considerar. Para elaborar una visión general de la política arancelaria estadounidense en forma de arancel medio, habría que combinar las líneas arancelarias con los datos sobre las importaciones bilaterales, lo que requeriría potencialmente otros tres millones de datos. Por lo tanto, incluso calcular un simple arancel medio para los Estados Unidos no es una tarea sencilla.

Afortunadamente, existe un enfoque mucho más sencillo para evaluar el carácter restrictivo de las políticas arancelarias de Estados Unidos. Basta con dividir los ingresos arancelarios por las importaciones. Esta sencilla relación entre dos cifras representa el arancel medio efectivo realmente aplicado, en contraposición a los aranceles anunciados. El Tesoro de Estados Unidos publica datos sobre los ingresos aduaneros y las importaciones con un retraso de unas seis semanas. Esta fuente puede proporcionar, por tanto, una estimación cercana a los datos en tiempo real.

La relación entre los ingresos aduaneros y las importaciones se denomina a veces “tipo arancelario efectivo” o “tipo medio recaudado”. Esta

medida arroja a menudo resultados muy diferentes de los tipos arancelarios medios estimados por basarse en los anuncios políticos de Trump<sup>1</sup>. Por ejemplo, al anunciar la pausa de tres meses en los aranceles recíprocos el 9 de abril, el presidente anunció que durante este periodo todos los países se enfrentarían a un arancel básico del 10 %, con tipos mucho más altos para China. Esto debería haber significado que el tipo arancelario medio debería estar por encima del 10 %. Sin embargo, el tipo medio recaudado en mayo/junio se mantuvo (en todos los países) en torno al 9 %.

### Tipos medios frente a tipos imponibles

La mayoría de los países eximen a una parte considerable de las importaciones del pago de derechos. Este es el caso típico de las importaciones de materias primas, para las que no hay productores nacionales que proteger. Incluso Trump sigue este patrón. Estas importaciones denominadas “no sujetas a derechos” deben tenerse en cuenta cuando se quiere medir las distorsiones causadas por los aranceles.

Una variante útil del tipo efectivo es el tipo medio gravable, definido como los ingresos aduaneros divididos por las importaciones *gravables*. Este tipo es más alto que el tipo arancelario medio, y la diferencia entre ambos depende de la proporción de importaciones gravables en el total de las importaciones. En el caso de Canadá y México, esta diferencia es esencial para ir más allá de los titulares.

|  
*Cualquier estructura arancelaria desigual que combine tipos cero para algunas importaciones con tipos muy elevados para el resto de las importaciones incurrirá en mayores costes de eficiencia total que un arancel uniforme que distribuya la carga fiscal de manera uniforme entre todas las importaciones*  
 |

Un principio general ampliamente aceptado en economía implica que es mejor aplicar un impuesto moderado a toda la economía que gravar muy fuertemente a algunos sectores y eximir a otros. En política comercial, esto significa que cualquier estructura arancelaria desigual que combine tipos cero para algunas importaciones con tipos muy elevados para el resto de las importaciones incurrirá en mayores costes de eficiencia total que un arancel uniforme que distribuya la carga fiscal de manera uniforme entre todas las importaciones (Gros, 2025a). Esta es una de las razones por las que la Ley Smoot-Hawley de 1930 fue tan destructiva. Imponía aranceles de alrededor del 60 % a una variedad de productos que representaban aproximadamente un tercio de las importaciones estadounidenses de la época. Por lo tanto, el tipo arancelario medio de la Ley Smoot-Hawley se suele situar en torno al 20 %. Sin embargo, el efecto distorsionador fue mucho mayor que un tipo arancelario uniforme del 20 %. Gros (2025a) muestra que se puede aproximar el efecto distorsionador de aplicar un arancel elevado a una fracción  $1/n$  de todas las importaciones multiplicando el tipo arancelario

<sup>1</sup> Muchas estimaciones combinan datos de importaciones pasadas con tipos anunciados para calcular el tipo arancelario medio. Pero ambos elementos dan lugar a sobreestimaciones. La estimación de julio del laboratorio presupuestario de Yale llega a una estimación de un arancel medio de alrededor del 17 %, aunque también contiene un gráfico con los ingresos aduaneros como porcentaje de las importaciones que sugeriría un valor mucho más bajo. <https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-july-23-2025>. Para la UE, véase Barata da Rocha, Bolvin, N., and Poitiers, N. “El impacto económico de los aranceles de Trump en Europa: una evaluación inicial”, Bruegel, 17 de abril de 2025. <https://www.bruegel.org/analysis/economic-impact-trumps-tariffs-europe-initial-assessment>

medio por la raíz cuadrada de  $n$ . En el caso de Smoot Hawley, esto significa que sus efectos distorsionadores eran equivalentes a un tipo arancelario uniforme del  $20\% \cdot \sqrt{3}$  o alrededor del 34 %. Los aranceles de Trump siguen estando muy por debajo de este punto de referencia (excepto en el caso de China).

El fuerte aumento de los ingresos aduaneros recaudados durante el último mes ha suscitado gran interés. Sin embargo, los ingresos recaudados tanto en mayo como en junio se han mantenido por debajo del 10 % de las importaciones y, en junio de 2025, algo menos de la mitad (46 %) de las importaciones estadounidenses estaban sujetas a derechos. Así pues, el tipo medio aplicable era, con cerca del 20 %, más del doble del tipo medio efectivo. En julio, los ingresos mensuales por aranceles aumentaron cerca de 26.000 millones de dólares, lo que sigue representando solo entre el 10 % y el 11 % de las importaciones (de mercancías). Si se aplica la fórmula anterior para calcular el efecto distorsionador del arancel actual (tipo del 20 % sobre aproximadamente la mitad de las importaciones) en los Estados Unidos, se obtiene el equivalente a un tipo arancelario de alrededor del 14 % sobre todas las importaciones ( $10\% \cdot \sqrt{2}$ ).

### Los diferentes socios comerciales reciben un trato diferente

Tanto el tipo medio efectivo como el tipo medio recaudado sobre las importaciones sujetas a derechos de aduana también pueden calcularse sobre una base bilateral. Para un país que sigue el principio de nación más favorecida de la OMC, debería haber poca diferencia en los tipos entre los socios comerciales. Sin embargo, Trump está ignorando descaradamente los principios de la NMF. Por lo tanto, existen grandes diferencias entre países en el tipo arancelario

medio bilateral. La primera diferencia es entre China y el resto del mundo. Más del 80 % de las importaciones estadounidenses procedentes de China están ahora sujetas a derechos, con tipos que rondan en su mayoría el 40 %.

Entre los demás socios comerciales, los tipos impositivos son mucho más bajos, normalmente en torno al 20 %. Pero hay grandes diferencias en la proporción de sus exportaciones a los Estados Unidos sujetas a derechos. Alrededor del 60 % de las exportaciones de la UE a los Estados Unidos están sujetas a derechos, pero en el caso de Canadá y México esta proporción es inferior al 20 %.

Pueden surgir otras diferencias en los tipos efectivos debido a las diferencias en la composición del comercio. Por ejemplo, las importaciones procedentes de los Estados del Golfo consisten principalmente en productos petrolíferos que están exentos de derechos, mientras que las importaciones procedentes de Bangladesh residen principalmente en productos textiles que ya habían estado sujetos a aranceles sustanciales en el pasado. Con Trump, estas diferencias entre países se han intensificado en un orden de magnitud.

|  
*En la actualidad más de cuatro quintas partes de las exportaciones chinas a los Estados Unidos están sujetas a derechos de aduana*  
 |

El cuadro 1 ofrece una visión general de los dos conceptos de tipos arancelarios medios para los Estados Unidos y, como nota a pie de página, la proporción de importaciones sujetas a derechos en tres momentos distintos: 1933 (tras la Ley Hawley), 2015 (antes de Trump) y los últimos datos disponibles. Hace diez años, la diferencia

**Cuadro 1****Aranceles medios efectivos y recaudados, EE. UU.**

En porcentaje

	1933	2015		2025	
	Smooth Hawley	R de W	China	R o W	China
Arancel efectivo medio	19,6	1,1	3,0	6	37
Arancel medio recaudado	59,1	4,0	6,8	14	44
Porcentaje de importaciones sujetas a derechos de aduana	33,2	27,5	44,0	44	86

Fuente: Cálculos propios basados en datos del Tesoro de los Estados Unidos.

entre los tipos aplicados a China y al resto del mundo era de unos 2 puntos porcentuales, mientras que ahora se acerca a los 30 puntos porcentuales en ambas medidas.

Las cifras del cuadro 1 sugieren que China ya se enfrenta a tipos arancelarios del mismo orden de magnitud que los aranceles de Smooth Hawley<sup>2</sup>. La principal diferencia es que, en la actualidad más de cuatro quintas partes de las exportaciones chinas a los Estados Unidos están sujetas a derechos de aduana (Smooth Hawley había eximido al 60 % de las importaciones de todos los aranceles). La media del resto del mundo sigue siendo mucho más baja. Pero incluso aquí hay grandes diferencias entre los distintos países.

En general, las diferencias entre países son mucho mayores en lo que respecta a los tipos medios que a los tipos imponibles. Por ejemplo, Canadá y México siguen teniendo tipos medios efectivos muy bajos (entre el 2 % y el 4 %, respectivamente),

*En el caso de la UE se observa un fenómeno similar, pero mucho más atenuado: el tipo medio de los productos sujetos a derechos de aduana es del 13 %, pero el tipo efectivo global es solo del 8 % debido a la proporción aún relativamente elevada de exportaciones a los Estados Unidos que no están sujetas a derechos de aduana*

ya que la mayor parte de sus exportaciones a los Estados Unidos están exentas de derechos. Las elevadas cifras globales de algunos productos específicos, como el acero, no modifican mucho este promedio, ya que la participación de estos sectores en el comercio con los Estados Unidos es limitada. Los tipos aplicables a los productos sujetos a derechos son relativamente elevados (más del 20 % en ambos casos). La atención pública se centra naturalmente en estos tipos elevados, pero su impacto global debería ser limitado.

<sup>2</sup> Sobre las consecuencias económicas de Smoot Hawley, véase Gros (2025b).

## Cuadro 2

**Aranceles medios efectivos y recaudados: la UE frente a sus competidores**

	<b>Arancel medio implícito: derechos (% de las importaciones)</b>	<b>Arancel medio implícito recaudado: derechos (% de importaciones sujetas a aranceles)</b>	<b>Importaciones sujetas a derechos (% del total de importaciones)</b>
China	37	44	86
Canadá	2	21	8
México	4	25	16
Japón	14	18	84
UE	6	13	61
Reino Unido	7	11	62
India	6	12	55
Corea del Sur	12	17	67
Vietnam	7	15	54
Otros	5	12	51
Total mundial	9	20	47
Resto del mundo - China	6	14	44

Fuente: Tesoro de Estados Unidos.

Sorprendentemente, la cuota de las exportaciones japonesas a los Estados Unidos que están sujetas a derechos de aduana es del 80 %, similar a la de China, pero los tipos son mucho más bajos (en promedio, alrededor del 15 %).

En el caso de la UE se observa un fenómeno similar, pero mucho más atenuado: el tipo medio de los productos sujetos a derechos de aduana es del 13 %, pero el tipo efectivo global es solo del 8 % debido a la proporción todavía relativamente elevada de exportaciones a los Estados Unidos que no están sujetas a derechos de aduana (por ejemplo, los productos farmacéuticos). La diferencia entre la UE y el Reino Unido es mínima, pero es posible que los datos aún no reflejen el impacto del acuerdo entre el Reino Unido y los Estados Unidos. En términos más generales, la UE parece tener un acceso más fácil al mercado

estadounidense en comparación con sus principales rivales asiáticos desarrollados, Japón y Corea del Sur. Además, los productores de la UE tienen una ventaja muy grande con respecto a su rival más importante, China, que se enfrenta a un tipo medio efectivo, unos 30 puntos porcentuales más alto.

Estos tipos arancelarios relativos sugieren que México y Canadá serán los principales beneficiarios de la política comercial de Trump, ya que los exportadores de estos dos países deberían poder captar cuotas de mercado adicionales en el (cada vez más reducido) mercado de importación estadounidense. Los exportadores de la UE deberían poder mantener sus cuotas de mercado en los Estados Unidos, ya que ganan terreno a China; además, el aumento de las exportaciones canadienses y mexicanas a los Estados Unidos

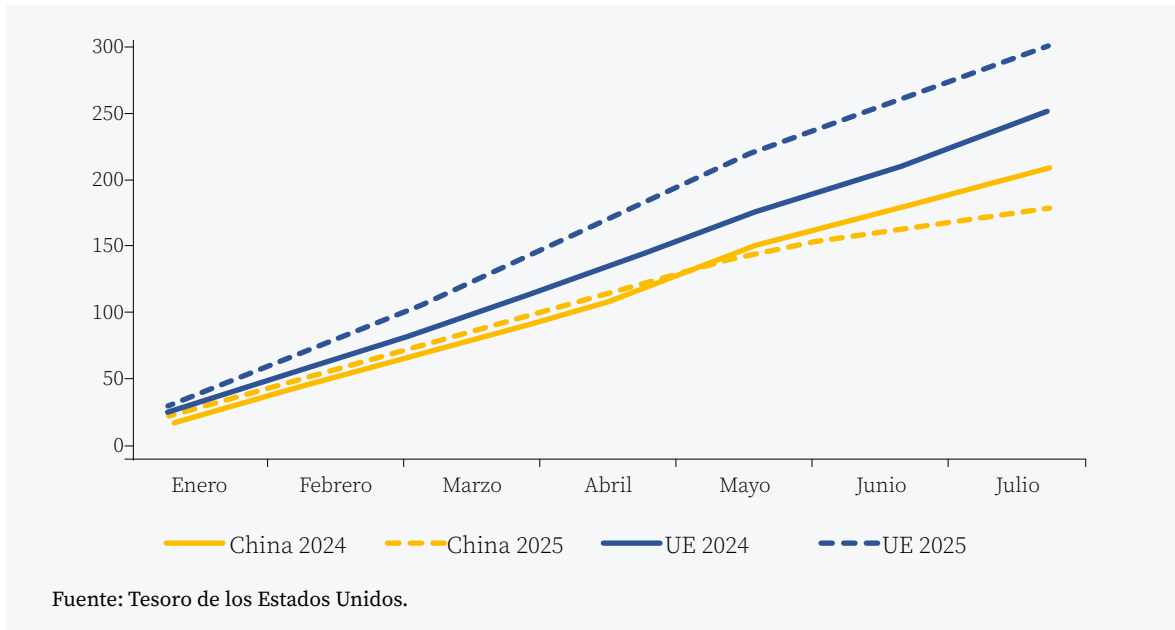
podría requerir más maquinaria y otros insumos de Europa. Dado que EE. UU. es el mayor mercado de exportación de la UE, cabría esperar un impacto negativo significativo de los aranceles. Sin embargo, hasta la fecha, esto no se ha materializado. Los distintos Estados miembros tienen distinta exposición a EE. UU. Alemania presenta la mayor exposición, con exportaciones a EE. UU. que representan casi el 3,5 % del PIB; para Francia, solo el 1,8 % del PIB; y para España, el mercado estadounidense es aún menos importante, representando aproximadamente el 1 % del PIB. Se observa una estrecha correlación entre la importancia de las exportaciones a EE. UU. y la reacción de los responsables políticos nacionales al acuerdo comercial entre la UE y EE. UU. En países con poca exposición a EE. UU., como Francia y España, la reacción ha sido mucho más negativa que en Alemania, que presenta la mayor exposición.

### Repercusión en los flujos comerciales

Algunos de los aranceles de Trump llevan varios meses en vigor. Por lo tanto, ya debería ser posible observar un primer impacto. Los datos a muy corto plazo son difíciles de interpretar, ya que durante el mes de marzo las importaciones aumentaron considerablemente en un intento de adelantarse a los aranceles inminentes. Sin embargo, este “pico” debería haberse compensado ya con la disminución de las importaciones, a medida que los comerciantes reducen sus existencias. Sin embargo, sorprendentemente, esto aún no ha sucedido. Las importaciones totales del primer semestre de 2025 siguen estando algo por encima del valor del año pasado. La principal razón de este escaso impacto de los aranceles sobre las importaciones podría ser el hecho de que, como se documenta aquí, los aranceles medios

Gráfico 1

### Exportaciones acumuladas a EE. UU. 2025 frente a 2024



se han mantenido hasta ahora muy por debajo de los valores muy elevados anunciados a principios de abril.

Sin embargo, las diferencias entre países son mucho mayores que la media (una media de alrededor del 10 %, pero China se acerca al 40 % frente a la UE, que está por debajo del 10 %). Por lo tanto, cabría esperar que se produjeran cambios sustanciales en las cuotas de mercado, incluso

si las importaciones se mantuvieran prácticamente sin cambios. De hecho, esto es lo que se observa en el caso de China, cuya cuota en las importaciones estadounidenses ha disminuido considerablemente (de alrededor del 14 % al 7 %), mientras que la de la UE se ha mantenido prácticamente constante en el 14 %. El gráfico 1 muestra la evolución de la divergencia en las exportaciones acumuladas a los Estados Unidos por parte de la UE y China.

### Conclusiones

El impacto de la guerra arancelaria de Trump ha sido hasta ahora bastante limitado. Las importaciones estadounidenses parecen bastante estables, excepto las procedentes de China. La principal razón de este impacto limitado es que los tipos arancelarios medios se han mantenido por debajo del 10 % para la mayoría de los países (pero cerca del 40 % para China). Los responsables políticos y los medios de comunicación han centrado su atención en los productos con aranceles elevados. Sin embargo, su importancia global es limitada si se utilizan los datos sobre los ingresos arancelarios recopilados tal y como se propone aquí.

Las exportaciones a EE. UU. representan aproximadamente el 2,8 % del PIB de la UE.

Por lo tanto, una caída drástica de estas exportaciones podría haber tenido un impacto significativo en la economía europea. Sin embargo, esto no ha sucedido. Las exportaciones a EE. UU. han sido superiores en unos 40.000 millones de euros durante el primer semestre de este año a las de 2024, lo que ha supuesto un pequeño impulso positivo para la economía de la UE, por lo demás aletargada. Sin embargo, las exportaciones chinas a EE. UU. han disminuido en unos 20.000 millones de dólares. Por lo tanto, la idea generalizada de que EE. UU. ha adoptado una postura blanda con China y ha golpeado con especial dureza a sus aliados no se ve confirmada por los datos. En resumen, parece que, salvo por la distribución de cuotas de mercado, los aranceles de Trump han sido notablemente ineficaces.

### Referencias

GROS, D. (2025a). El coste de los aranceles «recíprocos» de Trump. *IEP Policy Brief*, n.º 40. <https://iep.unibocconi.eu/publications/policy-briefs/policy-brief-n40-cost-trumps-reciprocal-tariffs>

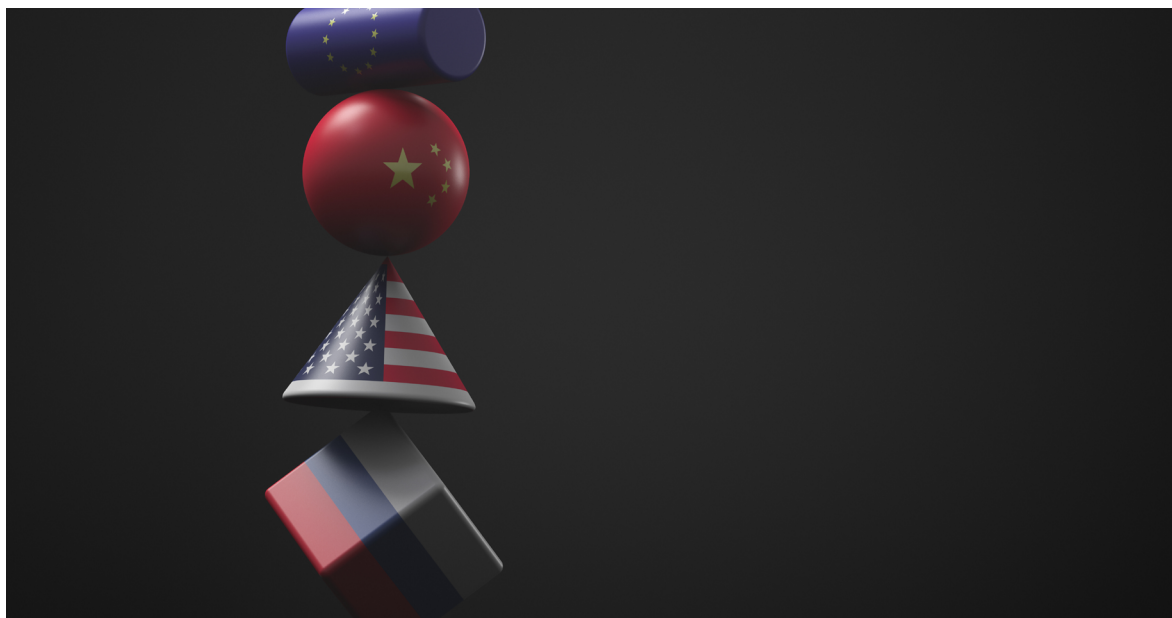
GROS, D. (2025b). *¿Se puede evitar una guerra comercial mundial?* Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-right-response-to-trump-tariffs-can-avert-a-trade-war-by-daniel-gros-2025-04/spanish>



# 03

**Guntram Wolff**

Solvay Brussels School de la Universidad Libre de Bruselas  
y Bruegel



## El desafío sistémico de Europa o por qué subestimar a Rusia y al eje de las autocracias es un error

Este artículo muestra los riesgos de subestimar a Rusia y al eje de autocracias liderado junto a China. Aunque su PIB en dólares sea menor que el de Italia, en paridad de poder adquisitivo Rusia es la mayor economía de Europa y mantiene una capacidad militar comparable a la del conjunto europeo. Su estrategia geopolítica, centrada en el control regional y la concentración de recursos, le permite sostener una economía de guerra a gran escala, intensificar operaciones híbridas y desestabilizar a Occidente. A la vez, China desafía el modelo europeo combinando intervención estatal y dinamismo privado. Frente a este doble reto, Europa no puede confiar en un apoyo indefinido de EE. UU. y necesita una estrategia audaz: aumentar el gasto en defensa con adquisiciones conjuntas, invertir en tecnologías como drones y misiles, reforzar la cooperación militar y renovar su competitividad económica. La supervivencia democrática depende de movilizar recursos en seguridad y crecimiento.

## Introducción: ilusiones sobre las democracias y las autocracias

Los debates públicos sobre la contienda entre democracias y autocracias suelen estar empañados por ilusiones y conceptos erróneos. Por un lado, existe la reconfortante idea de que las democracias liberales, en virtud de su peso económico y su atractivo moral, están destinadas a prevalecer. Por otro lado, hay un coro cada vez mayor que afirma que las autocracias son más eficaces, más resistentes y más adecuadas para las rivalidades geopolíticas del siglo XXI. Ambas opiniones son engañosas y pueden impedir que Europa afronte con claridad su desafío sistémico.

¿Cómo puede un país con una economía más pequeña que la de Italia desestabilizar todo un continente? De hecho, según las medidas convencionales, el PIB de Rusia es menor que el de Italia. Esto alimenta la idea errónea generalizada —de la que se hizo eco Barack Obama, quien calificó a Rusia de “potencia regional”<sup>1</sup>— de que Europa puede imponerse fácilmente a Moscú. Sin embargo, esta opinión oculta más de lo que revela. Al menos desde 2005<sup>2</sup>, Vladímir Putin ha calificado sistemáticamente el colapso de la Unión Soviética como una “tragedia geopolítica”, y sus políticas muestran una determinación persistente por restaurar el poder ruso que contradice el aparente tamaño económico del país. La ambición geopolítica de Putin se resume en su llamada *estrategia de los cinco mares*, una visión que consiste en afirmar la influencia rusa en los mares Negro, Caspio, Azov, Báltico y Blanco como escenarios de poder interconectados<sup>3</sup>. La incógnita es clara: ¿cómo puede un Estado que parece menor sobre el papel sostener un desafío geopolítico tan importante?

Una segunda idea errónea aumenta aún más la confusión: la creencia de que las autocracias disfrutan de ventajas sistémicas sobre las democracias. Los comentaristas suelen señalar el auge de China como prueba de ello. Y aunque el auge de China es realmente impresionante, no debe entenderse como un patrón general para las autocracias. La investigación empírica de Funke *et al.* (2023) documenta cómo a los países con líderes populistas les va peor. El PIB per cápita de China sigue siendo inferior al de los países occidentales avanzados y los niveles de consumo son aún más bajos. Pocos ciudadanos estarían dispuestos a renunciar a la libertad a cambio de un régimen autocrático. Sin embargo, el hecho de que vivir en una democracia sea más cómodo, tanto en términos de libertades personales como de rendimiento económico del país, no significa automáticamente que las democracias prevalezcan en un desafío sistémico. Tanto dentro de los países occidentales como fuera de ellos, el modelo democrático es cuestionado, incluso si las autocracias se enfrentan a numerosas desventajas.

Cuando los conceptos erróneos nos llevan a subestimar a adversarios como Rusia, las consecuencias estratégicas para Europa pueden ser graves. Por lo tanto, en la siguiente sección nos proponemos comprender las fuentes de los conceptos erróneos y aclarar los datos. A continuación, desarrollamos una agenda política para Europa centrada en la seguridad y el rearme.

## Orígenes de los conceptos erróneos geopolíticos

Hay cuatro fuentes principales de conceptos erróneos que llevan a subestimar el desafío

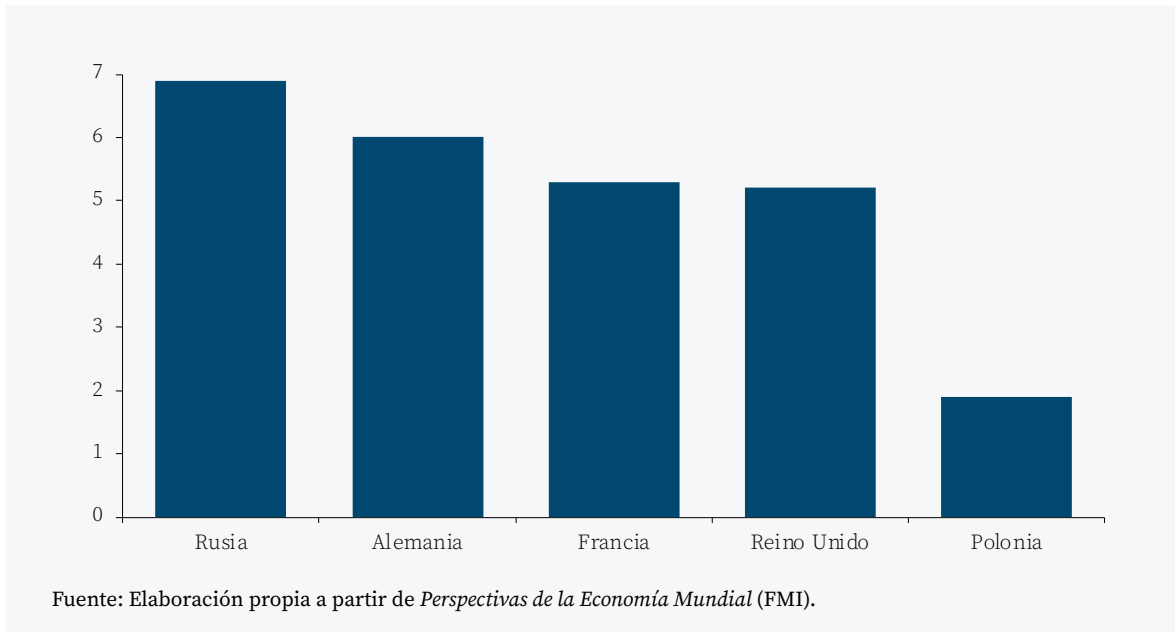
1 <https://www.youtube.com/watch?v=PBJKbaqMEzI>

2 <https://www.nbcnews.com/id/wbna7632057>

3 Para ver un documental, consulte: <https://www.arte.tv/en/videos/119518-000-A/putin-and-the-five-seas-war/>

**Gráfico 1****Producto interior bruto en paridad de poder adquisitivo**

En billones de dólares estadounidenses



sistémico al que se enfrenta Europa. En primer lugar, Rusia sigue siendo la mayor economía de Europa en paridad de poder adquisitivo (gráfico 1), a pesar de su tamaño relativamente pequeño en términos de PIB convencional. Normalmente, el tamaño de las economías se compara en términos de PIB medido en dólares estadounidenses. Sin embargo, esa comparación solo es útil si se quiere comparar la capacidad de comprar bienes comercializados internacionalmente. En términos de capacidad para producir bienes y contratar soldados, lo que importa es la paridad del poder adquisitivo (PPA), es decir, una medida del PIB ajustada a las principales diferencias en los niveles de precios. Según esa medida, Rusia tiene una economía mayor incluso que Alemania.

Obviamente, Rusia es una economía más pequeña que la de la Unión Europea (UE) o Europa

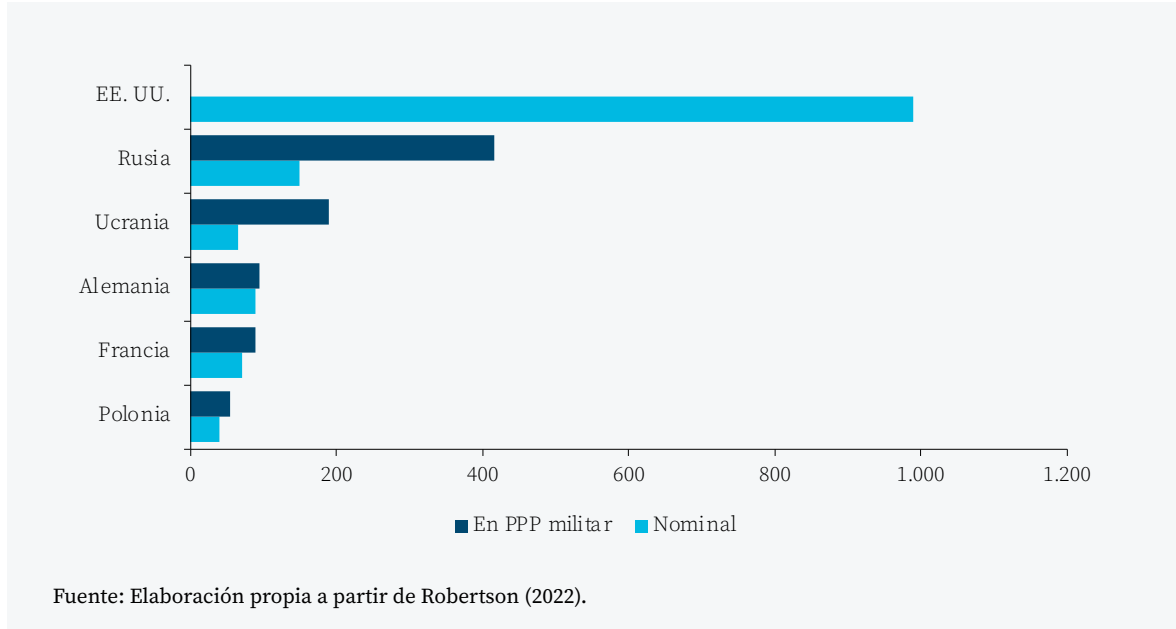
Occidental juntas. Por lo tanto, volveremos a la importancia de poner en común de manera eficaz los recursos de los países europeos para prevalecer en este conflicto sistémico.

En segundo lugar, resulta útil comparar el gasto en defensa de las principales potencias y documentar la importancia de las diferencias de precio tanto del equipo militar como de los soldados. La denominada PPA militar desarrollada por Robertson (2022) se aplica al gasto en defensa y se muestra en el gráfico 2. Como revela el gráfico, la economía de guerra de Rusia es grande en comparación con la de Europa y está creciendo. La economía de guerra de Rusia ha aumentado aún más la producción de bienes militares y ha podido acceder a la tecnología avanzada occidental a pesar de las sanciones (Hilgenstock *et al.*, 2025; Bilousova *et al.*, 2024). La comparación del gasto militar en PPA muestra que Rusia está

## Gráfico 2

**Gasto en defensa en PPA militar para los principales países de la OTAN, Ucrania y Rusia en 2024**

En miles de millones de dólares estadounidenses



a la par con los países europeos en su conjunto. Según el IISS (International Institute for Strategic Studies), Europa gastó incluso menos que Rusia en términos de PPA en 2024<sup>4</sup>.

En tercer lugar, la guerra en Ucrania consume grandes cantidades de equipo militar por ambas partes y ambas sufren numerosas bajas. En un desafío sistémico, la capacidad política para concentrar los recursos en fines específicos será, por lo tanto, decisiva. Rusia ha dedicado importantes recursos a su producción militar. Gasta casi el 7 % de su PIB en su ejército y más del 35 % de su presupuesto federal, cifras muy superiores a las de Europa Occidental. También obliga a un gran número de sus ciudadanos a luchar en Ucrania, con numerosas bajas.

La importancia de la concentración de recursos para la rivalidad sistémica va más allá del gasto militar. El libro de Belton (2022) *Putin's people* documenta cómo el KGB recuperó Rusia y luego se enfrentó a Occidente. Es una obra maestra que muestra cómo Putin adquirió el control financiero y político de una economía vasta y rica en recursos. La capacidad de utilizar estos recursos es un activo estratégico muy valioso, por ejemplo, cuando se trata de operaciones de influencia y actos de guerra híbrida. Edwards y Seidenstein (2025) documentan la enorme escala de las operaciones de sabotaje de Rusia contra las infraestructuras críticas de Europa, que ahora afectan a países de toda Europa. También están aumentando las operaciones de influencia y los ciberataques (Demertzis y Wolff, 2020).

4 <https://www.politico.eu/article/russian-defense-spending-overtakes-europe-study-finds/>

Por último, mientras que los líderes populistas pueden no tener economías con buenos resultados, la autocracia china está centrada y decidida a lograr un alto crecimiento y desafiar a Europa. De hecho, China ha encontrado un modelo especial que combina una intervención estatal severa basada en el control de recursos masivos con una feroz competencia del sector privado. Este modelo de crecimiento impulsado por el Estado ha impulsado una rápida innovación y crecimiento, y China se encuentra ahora a la vanguardia tecnológica en varios productos, como por ejemplo los coches eléctricos. Esto supone un desafío directo al modelo económico europeo, incluso si la supresión del consumo y los altos niveles de desigualdad significan que muchos en China ni siquiera se benefician mucho del milagro económico.

En resumen, las autocracias no están mejorando y, sin duda, las condiciones para los ciudadanos pueden ser bastante duras, ya sea en términos económicos o de libertades personales. Pero las autocracias tienen la capacidad de concentrar recursos para perseguir objetivos estratégicos. La combinación de una Rusia determinada geopolíticamente con grandes capacidades militares y el auge económico de China representan un desafío fundamental para Europa, más aún en un momento en el que no se puede confiar en Estados Unidos como socio fiable.

### Qué hay que hacer

En resumen, la configuración de un nuevo orden mundial está en marcha. China y Rusia lideran los cambios, y su nueva confianza quedó quizás mejor reflejada en el reciente desfile militar en Pekín, en el que también participó el dictador norcoreano Kim. Mientras tanto, Estados Unidos se está retirando del mundo<sup>5</sup>. Estos son retos

fundamentales para la Unión Europea y todos los países de Europa occidental. Es probable que un cambio gradual y progresivo sea insuficiente. En cambio, se necesita una estrategia audaz tanto para la capacidad de defensa como para la capacidad de crecimiento. El desafío político definitivo es garantizar que nuestras democracias den prioridad a la seguridad y al crecimiento, aceptando y gestionando así las inevitables concesiones. Por lo tanto, el desafío no es solo una cuestión de medios, sino también un desafío directo al sistema. En última instancia, las democracias deben demostrar que pueden gestionar y dar prioridad a lo que es necesario para su propia supervivencia.

|  
*La configuración de un nuevo orden mundial está en marcha. China y Rusia lideran los cambios*  
|

### Impulsar las capacidades militares europeas

Europa debe dar un paso al frente para hacer frente a su desafío sistémico. Esto es aún más importante si se tiene en cuenta que es de esperar que parte de los aproximadamente 80.000 soldados estadounidenses destinados en Europa abandonen el continente en los próximos años.

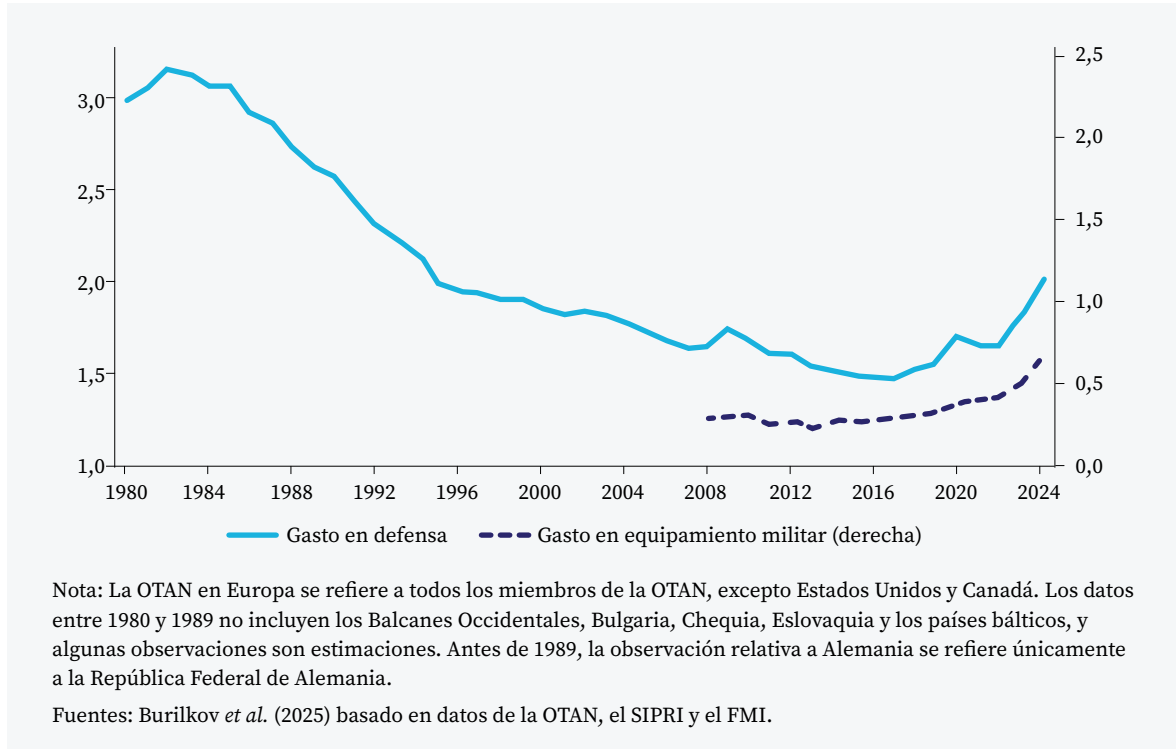
Por supuesto, las democracias europeas no han permanecido inactivas en los últimos años. Desde la invasión de la península de Crimea por parte de Rusia en 2014 y, en particular, desde la invasión a gran escala y la guerra en curso en Ucrania desde 2022, el gasto en defensa ha aumentado (gráfico 3). Como parte importante del aumento del gasto en defensa, el gasto en equipamiento militar se ha más que duplicado.

5 <https://www.politico.com/news/2025/09/05/pentagon-national-defense-strategy-china-homeland-western-hemisphere-00546310>

## Gráfico 3

**Gasto en defensa en la OTAN Europa y gasto en equipamiento militar**

En porcentaje del PIB



|  
*Dado que el gasto en defensa está  
 aumentando, será importante garantizar  
 una estrategia europea de rearme eficaz*  
 |

El gasto en defensa aumentará aún más con los nuevos compromisos de la OTAN de alcanzar el 3,5 % del PIB. Esto supone una carga fiscal considerable para las sociedades europeas. Sin embargo, dado que el gasto en defensa está aumentando, será importante garantizar una estrategia europea de rearme eficaz. En una nueva investigación original, hemos estudiado en detalle las adquisiciones militares en Alemania, el Reino Unido y Polonia, así como con una granularidad más limitada en Francia (Burilkov *et al.*,

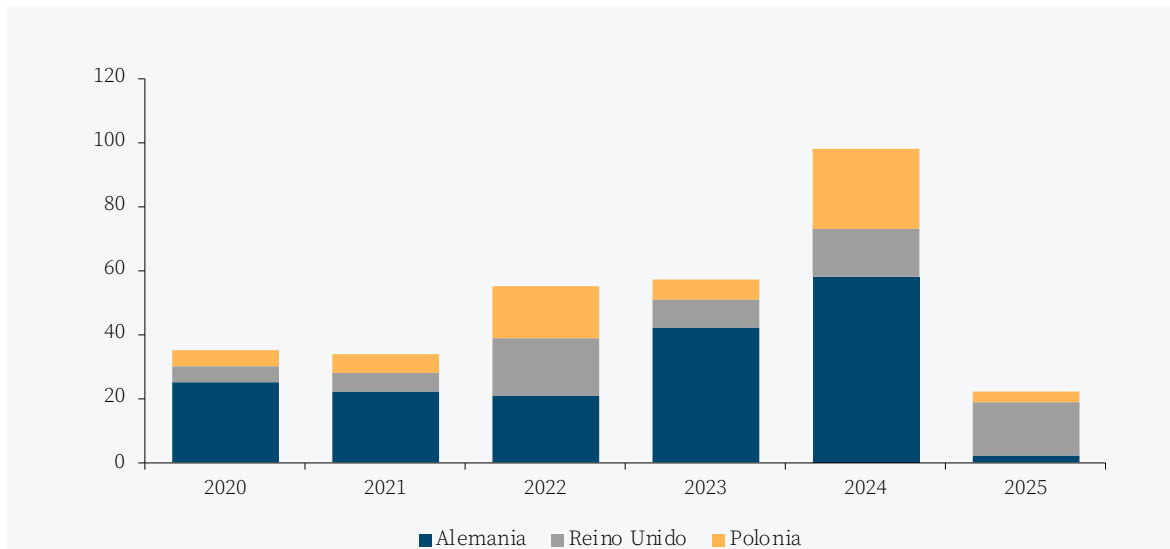
2025). El gráfico 4 ofrece un resumen del aumento de los importes de las adquisiciones y documenta que, dentro de Europa, Alemania se ha convertido en un país líder en la adquisición de equipo militar. Nuestro estudio detallado muestra importantes lagunas en la agenda de modernización de las fuerzas armadas europeas, a pesar del aumento de las cifras de adquisiciones.

Un mayor gasto militar no se traduce automáticamente e inmediatamente en capacidades militares, especialmente si la base industrial de defensa está sometida a tensiones. El aumento de los precios del equipo militar podría absorber gran parte del incremento presupuestario, lo que ocurrirá especialmente si la oferta es limitada, es decir, si la elasticidad de la oferta de equipo es baja, una

Gráfico 4

## Resumen del valor de las adquisiciones por país desde enero de 2020 hasta abril de 2025

En miles de millones de euros



Nota: Este gráfico muestra el resumen del rastreador de adquisiciones militares de Kiel para Alemania, el Reino Unido y Polonia para los años 2020-2025 en miles de millones de euros. Excluimos a Francia porque no hay suficientes datos monetarios disponibles para hacer un análisis comparable con los demás países. En el caso de todos los países, no hay forma de verificar cuánto gasto en adquisiciones militares nos estamos perdiendo, y no conocemos ningún método viable para comparar los datos. Por lo tanto, nuestros resultados deben interpretarse con cautela y como un límite inferior.

Fuente: Rastreador de adquisiciones militares de Kiel, segunda publicación, Wolff *et al.* (2025a).

cuestión que también ha destacado el antiguo comandante en jefe de las fuerzas estadounidenses en Europa (Cavoli, 2025). Burilkov *et al.* (2024) documentan que la base industrial de defensa militar estadounidense se enfrenta actualmente a tensiones considerables, como se puede observar en los retrasos en las entregas. El gasto y la entrega no se corresponden automáticamente, ya que muchos productos complejos se entregan solo años después de que se inicien los pagos. Y lo que es más importante, el gasto en equipamiento podría centrarse en el tipo de equipamiento equivocado. La modernización plantea un reto a los procesos de adquisición tradicionales, lo que sin duda supone un problema importante en Europa.

Por ejemplo, la compra de impresoras 3D para la producción masiva de drones podría ser más eficaz que el desarrollo de nuevos sistemas de armas avanzados, pero requeriría romper con las tradiciones. Por último, el gasto en equipamiento podría limitarse a compensar la depreciación de las existencias de equipamiento actuales y a llenar los vacíos en las existencias agotadas de Europa tras décadas de dividendos de la paz.

Sin embargo, en el lado positivo, cabe destacar que Ucrania está aumentando su producción con su propia base industrial de defensa. La producción en masa de drones —incluidos modelos de muy largo alcance—, misiles de crucero, tanques y

artillería, ha compensado las fluctuaciones en las entregas de armas occidentales. Esta “estrategia del puercoespín” ha contribuido en gran medida a que Ucrania pueda seguir resistiendo de forma organizada. También es un buen augurio para la capacidad de Ucrania después de la guerra de resistir cualquier posible nueva agresión rusa, así como para el potencial de Ucrania de convertirse en un importante contribuyente al ecosistema de defensa europeo en general (Kirkegaard, 2025).

Mientras tanto, la dependencia de la producción y la tecnología extranjeras es una preocupación creciente en Europa. Se trata de un reto tecnológico formidable, ya que la adquisición y la producción nacionales siguen estando dominadas por la tecnología establecida, a pesar de las crecientes pruebas de que, en la guerra entre iguales, la tecnología establecida desempeña un papel menor que los drones y los misiles. Europa debe centrarse urgentemente en una estrategia de modernización que haga mayor hincapié en los misiles, los drones y los sistemas automáticos. También debe reducir su dependencia geopolítica de los Estados Unidos, que quizá sea más visible en la importación de equipos militares de alta tecnología.

|  
*La dependencia de la producción y la tecnología extranjeras es una preocupación creciente en Europa. Se trata de un reto tecnológico formidable, ya que la adquisición y la producción nacionales siguen estando dominadas por la tecnología establecida*  
|

Por último, a medida que las naciones europeas se rearman, no deben olvidar, precisamente, las dimensiones europeas de ese rearme. Una de esas dimensiones se refiere a las estructuras de mercado de los productos de defensa: la gobernanza europea en materia de armamento

debe cambiar para garantizar la reducción de los costes y la disponibilidad de financiación (por ejemplo, Wolff *et al.*, 2025). Las compras conjuntas son fundamentales para garantizar la escala, mientras que la competencia es necesaria para asegurar el liderazgo tecnológico; ambas son fundamentales para reducir los precios en un momento de creciente demanda.

La otra dimensión va mucho más allá del aumento de las compras conjuntas de equipos y el desarrollo conjunto de nuevas tecnologías. En última instancia, los países europeos deben plantearse una cooperación militar europea más profunda para poner en común sus recursos de forma más eficaz. Conceptualmente, se pueden concebir dos modelos extremos. En uno de ellos, solo Estados Unidos tiene la capacidad de liderar en el contexto de la OTAN. En la actualidad, Estados Unidos actúa como soporte que garantiza la cooperación entre los países europeos e interviene con sus propias capacidades cuando la disuasión de los países europeos por sí solos no es creíble. El otro extremo sería un ejército europeo totalmente integrado con un único mando político y militar europeo.

El primero se ha convertido en una dependencia insostenible de un aliado en el que los países europeos ya no confían. El segundo sigue siendo un objetivo poco realista, dadas las limitadas ambiciones políticas de nuestros actuales dirigentes. Por lo tanto, los responsables políticos deberían trabajar en la zona gris que se encuentra entre estos dos extremos. El siguiente paso lógico sería disponer de más activos estratégicos de propiedad conjunta, como satélites de inteligencia, para reducir la carga fiscal que supone el rearme de cada país europeo. Unas estructuras de mando más integradas entre los ejércitos europeos, siguiendo el modelo de la OTAN, representarían una profundización más ambiciosa de la cooperación.

## Conclusiones

Europa se enfrenta al mayor desafío sistémico desde el fin de la Guerra Fría. Si bien las medidas del PIB en dólares estadounidenses sugieren que Rusia es relativamente pequeña, hemos demostrado que su gasto en defensa es mucho mayor y, medido en PPA, su economía sigue siendo la más grande del continente. La idea errónea de que las autocracias acabarán fracasando ignora su capacidad para concentrar la riqueza y el poder con el fin de perseguir objetivos geopolíticos nacionales y extranjeros.

Por lo tanto, Europa no debe hacerse ilusiones. Las democracias europeas deben demostrar su capacidad para movilizar recursos para los retos clave de mejorar la seguridad e impulsar el crecimiento, al tiempo que se protege el clima. El doble reto de una guerra en Europa y el desafío directo de China al modelo económico de la UE requiere una acción audaz. Aquí hemos esbozado la dimensión militar y hemos defendido: (1) inversiones específicas en nuevas tecnologías que sean más eficaces

en la guerra moderna; (2) una estrategia audaz para impulsar las tecnologías nacionales y reducir la dependencia excesiva de la tecnología militar estadounidense; (3) una estrategia europea de rearme centrada en la escala a través de la adquisición conjunta y un enfoque de gobernanza europea para reducir los costes fiscales en un momento en el que aumentan los presupuestos de defensa y, por último, pero no por ello menos importante, (4) un debate serio sobre cómo se puede mejorar de forma eficaz y rápida la cooperación militar entre los países europeos.

En el ámbito económico, los retos son igualmente importantes y han sido esbozados por Letta (2024) y Draghi (2024). La conclusión es que, en una época de cambios sustanciales, las sociedades europeas deben volver a aprender la importancia de la adaptación, la destrucción creativa y la innovación. Esta movilización de recursos supone un coste importante para las sociedades, por lo que la cuestión del reparto de la carga cobra una importancia fundamental.

## Referencias

- BELTON, C. (2022). *Putin's People: How the KGB Took Back Russia and Then Took On the West*. Nueva York: Farrar, Straus and Giroux.
- BILOUSOVA, O., HILGENSTOCK, B., RIBAKOVA, E., SHAPOVAL, N., VLAYSUK, A., y VLASIUK, V. (2024). *Retos de la aplicación de los controles a la exportación: cómo Rusia sigue importando componentes para su producción militar*. Kiev, Ucrania: Instituto KSE. <https://kse.ua/wp-content/uploads/2024/01/Challenges-of-Export-Controls-Enforcement.pdf>
- BURILKOV, A., BUSHNELL, K., MEJINO-LÓPEZ, J., MORGAN, T., y WOLFF, G. (2025). ¿Listos para la guerra en 2030? Esfuerzos europeos de rearme frente a Rusia. Informe de Kiel, 3. <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/fit-for-war-by-2030-european-rearmament-efforts-vis-a-vis-russia-34350/>
- BURILKOV, A., MEJINO-LÓPEZ, J., y WOLFF, G. B. (2024). La base industrial de defensa de EE. UU. ya no puede abastecer de forma fiable a Europa. *Bruegel Analysis*. <https://www.bruegel.org/sites/default/files/2024-12/the-us-defence-industrial-base-can-no-longer-reliably-supply-europe-10561.pdf>
- CAVOLI, CH. G. (2025). Declaración del general Christopher G. Cavoli, Ejército de los Estados Unidos, Mando Europeo de los Estados Unidos, 3 de abril de 2025. Senado de los Estados Unidos. [https://www.armed-services.senate.gov/imo/media/doc/general\\_cavoli\\_opening\\_statements.pdf](https://www.armed-services.senate.gov/imo/media/doc/general_cavoli_opening_statements.pdf)
- DEMERTZIS, M., y WOLFF, G. (2020). Hybrid and cybersecurity threats and the European Union's financial system (Amenazas híbridas y de ciberseguridad y el sistema financiero de la Unión Europea). *Journal of Financial Regulation*, 6(2), 306-316. Oxford University Press. <http://dx.doi.org/10.1093/jfr/fjaa006>
- DRAGHI, M. (2024). *El futuro de la competitividad europea*. [https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report\\_en](https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en)
- EDWARDS, CH., y SEIDENSTEIN, N. (2025). La magnitud de las operaciones de sabotaje rusas contra las infraestructuras críticas de Europa. *Research papers*. IISS. <https://www.iiss.org/research-paper/2025/08/the-scale-of-russian-sabotage-operations-against-europes-critical-infrastructure/>
- FUNKE, M., SCHULARICK, M., y TREBESCH, C. (2023). Populist Leaders and the Economy. *American Economic Review* 113(12), 3249-3288. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20202045>
- HILGENSTOCK, B., RIBAKOVA, E., VLASYUK, A., y WOLFF, G. (2025). Enforcing export controls learning from and using the financial system (Aplicar controles a la exportación aprendiendo del sistema financiero y utilizándolo). *Global Policy*, 16, 190-199. <https://doi.org/10.1111/1758-5899.13463>
- KIRKEGAARD, J. F. (2025). Ucrania: el arsenal asequible de la democracia europea. *Policy Brief*, 10/2025. Bruegel. <https://www.bruegel.org/policy-brief/ukraine-european-democracys-affordable-arsenal>
- LETTA, E. (2024). Much more than a market. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- OBAMA, B. (25 de marzo de 2014). Rusia es una potencia regional que actúa desde la debilidad y no desde la fuerza. <https://www.youtube.com/watch?v=PBJKbaqMEzI>
- ROBERTSON, P. (2022). El equilibrio militar real: comparaciones internacionales del gasto en defensa. *Review of Income and Wealth*, 68(3), 797-818. <https://doi.org/10.1111/roiw.12536>
- WOLFF, G., BURILKOV, A., BUSHNELL, K., KHARITONOV, I., MEJINO-LÓPEZ, J., y MORGAN, T. (2025). *Kiel military procurement tracker – release 2.0*. Instituto Kiel. <https://www.ifw-kiel.de/publications/kielmilitary-procurement-tracker-33232/>
- WOLFF, G., STEINBACH, A., y ZETTELMEYER, J. (2025). La gobernanza y la financiación del rearme europeo. *Policy Brief*, 15/2025. Bruegel. <https://www.bruegel.org/policy-brief/governance-and-funding-european-rearmament>



# 04

**Raymond Torres**

Director de coyuntura y análisis internacional de Funcas



## La economía española y el auge de los bloques comerciales

La globalización ha experimentado importantes cambios en los últimos años, particularmente desde el inicio del segundo mandato del presidente Donald Trump. El comercio mundial y la inversión internacional obedecen cada vez más a una lógica de bloques, evidenciando el debilitamiento del multilateralismo. En este contexto, la economía española ha logrado mantener un sólido superávit exterior, si bien este resultado encubre dos realidades contrastadas. Por una parte, el saldo comercial con la UE ha mejorado, gracias a que las ganancias de competitividad frente a los socios comunitarios han compensado la atonía del mercado único. Por otra parte, la balanza con EE. UU. y China se ha deteriorado fuertemente, particularmente desde el inicio de la guerra comercial y como consecuencia de las carencias del modelo exportador español. Todo ello requiere revitalizar el mercado único, reforzar la capacidad negociadora de la UE, y generar condiciones favorables a la inversión en España.

## Introducción

El giro de la política comercial emprendido por la Administración Trump desde su entrada en funciones a inicios de año mueve los cimientos de la globalización, entendida esta como un proceso de integración económica entre países. Además de elevar los aranceles hasta niveles nunca vistos desde la creación de las instituciones de Bretton Woods en el siglo pasado, las medidas impuestas por la primera potencia mundial alteran los fundamentos de la economía global, haciendo prevalecer las asimetrías de poder en lugar de la ventaja comparativa, garantía esta última de mayores beneficios económicos para todos los países<sup>1</sup>.

La ofensiva arancelaria de EE. UU., sin embargo, viene precedida de múltiples señales de debilitamiento del sistema multilateral. El comercio internacional ha tendido a “regionalizarse”, es decir, la integración se ha profundizado en el seno de los bloques geopolíticos. El número de acuerdos regionales se ha multiplicado por seis en los últimos 25 años, generando una fragmentación del sistema<sup>2</sup>. En el periodo más reciente, la propia Organización Mundial de Comercio (OMC) ha perdido capacidad de acción como consecuencia de la cuasi parálisis de su sistema de resolución de conflictos. Por otra parte, la pugna por el liderazgo tecnológico se ha exacerbado, dando lugar a un número creciente de restricciones comerciales, particularmente desde la pandemia<sup>3</sup>.

El objetivo de este trabajo es examinar cómo estos cambios han alterado la posición de la economía española en los últimos cinco años, tanto en el seno de la Unión Europea (UE), el bloque

comercial en que se inserta nuestra economía, como en relación con el resto del mundo.

## Un posicionamiento competitivo favorable en el menguante mercado europeo

Diversos estudios apuntan a una reconfiguración de las cadenas de suministro, particularmente desde la pandemia (véase por ejemplo, Blanga-Gubbay y Rubínová, 2023). Muchas empresas han optado por estrategias de *friendshoring*, relocalizando la producción hacia países aliados o cercanos geográficamente para reducir riesgos en un contexto internacional tenso. De ahí la importancia de analizar la evolución de la posición de España en el seno del mercado único, bloque comercial del que forma parte.

|  
*Los datos apuntan a una tendencia positiva: los exportadores españoles han ganado cuota de mercado en la UE en el último lustro. Entre 2019 y el primer trimestre de 2025, el valor de las exportaciones totales de bienes y servicios a la UE se incrementó un 49 %*  
|

En este respecto, los datos apuntan a una tendencia positiva: los exportadores españoles han ganado cuota de mercado en la UE en el último lustro. Entre 2019 y el primer trimestre de 2025, el valor de las exportaciones totales de bienes y servicios a la UE se incrementó un 49 %, una tasa superior a los registros de Alemania, Francia e Italia (gráfico 1). La evolución es también favorable en el segmento de bienes, si bien el

1 Para un precedente histórico del actual momento de unilateralismo, véase Hirschman (1980).

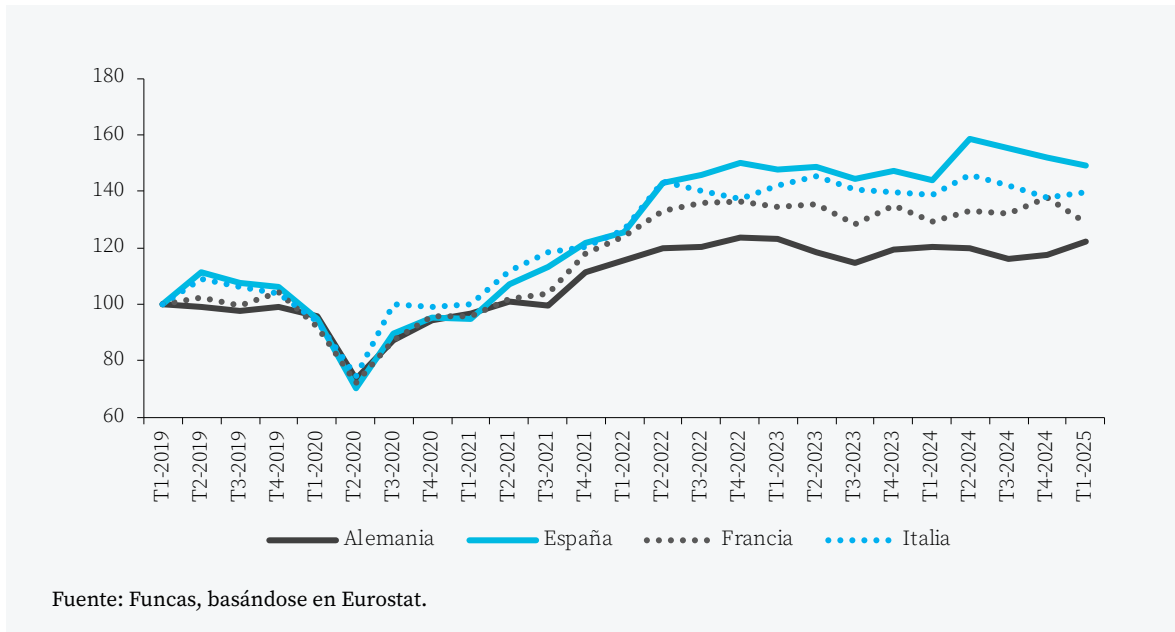
2 Para la escalada de acuerdos regionales, véase: <https://rtais.wto.org>

3 El portal de Global Trade Alert registra las restricciones comerciales, así como los países que las originan (<https://globaltradealert.org>).

Gráfico 1

**Exportaciones a la UE, en precios corrientes**

Primer trimestre de 2019=100



incremento es menor (+37 %) y se ha producido un leve descenso en el último año. En el caso de los servicios, el crecimiento es más intenso (+92 %) y no parece haberse interrumpido pese a la moderación del turismo recientemente registrada, poniendo de manifiesto la fortaleza de los servicios no turísticos.

Por otra parte, como las importaciones han crecido menos que las exportaciones, el saldo comercial con la UE arroja un superávit creciente, pasando del 3,1 % del PIB en el periodo 2015-2019 al 5,4 % en 2024, un valor que prácticamente se mantiene a tenor de las informaciones disponibles para el primer trimestre de este año. Por comparación, el excedente de la balanza comercial entre Alemania y la UE ha tendido

a reducirse, mientras que Francia e Italia encadenan números rojos (cuadro 1).

Los bajos costes relativos de producción han contribuido a la solidez del superávit con la UE, impulsando las exportaciones y reduciendo la elasticidad de las importaciones con respecto a la demanda interna<sup>4</sup>. Los costes laborales descendieron durante el periodo de ajuste posterior a la crisis financiera, y el diferencial con respecto a los principales socios comunitarios se ha mantenido sin grandes cambios en el periodo reciente. Por otra parte, la moderación de los costes energéticos, en términos relativos, desde el estallido de la guerra en Ucrania ha añadido un plus de competitividad, contribuyendo a explicar las mejoras de cuota de mercado en la UE.

4 Durante los tres últimos años la elasticidad de las importaciones con respecto a la demanda interna se ha situado por debajo de 1, un valor inferior a la elasticidad histórica, que se sitúa en torno a 1,2. (véase Torres *et al.*, 2025).

**Cuadro 1****Balanza de bienes y servicios con países de la UE**

Porcentaje sobre el PIB

	2015-2019	2020-2022	2023	2024	2025 T1
Alemania	1,8	0,9	0,4	0,5	1,2
<b>España</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>
Francia	-2,0	-1,6	-1,1	-0,4	-0,6
Italia	-0,6	-0,9	-0,7	-0,7	-1,2

Fuente: Funcas, basándose en Eurostat.

Si bien los resultados en Europa del sector exportador español son positivos, el diagnóstico debe ser matizado a la luz de la evolución del mercado único, ya que la economía europea arrastra un crecimiento muy débil, algo que de por sí tiende a lastrar el comercio intraeuropeo. Además del débil comportamiento de la demanda, la persistencia de barreras al comercio y a la inversión, junto con el incremento de las ayudas de Estado, suponen un factor adicional de fragmentación.

|  
*De cara al futuro, las ganancias de cuotas de exportación podrían ser insuficientes para compensar la atonía de la economía comunitaria, agravada por la fragmentación rampante que desgarró el mercado único*  
 |

Es un hecho que el comercio intraeuropeo ha crecido menos que el comercio con el resto del mundo, particularmente en el periodo más reciente (gráfico 2). En el primer semestre de este año, el comercio intraeuropeo de bienes creció un escaso 1,3 % con respecto al mismo periodo del pasado ejercicio. Esto es 3,4 veces menos que las exportaciones del conjunto de la UE hacia

países terceros (comercio extra-UE). En el caso de España, los envíos de bienes hacia otros países de la UE cayeron un 1 %, mientras que las exportaciones extra-UE se incrementaron un 1,6 %.

Por tanto, de cara al futuro, las ganancias de cuotas de exportación podrían ser insuficientes para compensar la atonía de la economía comunitaria, agravada por la fragmentación rampante que desgarró el mercado único, y la escalada arancelaria instaurada por el recién sellado acuerdo entre EE. UU. y la UE. Dicho acuerdo, además de afectar directamente las exportaciones, podría también perpetuar el clima de incertidumbre, pesar sobre las decisiones de inversión y ensombrecer las perspectivas europeas.

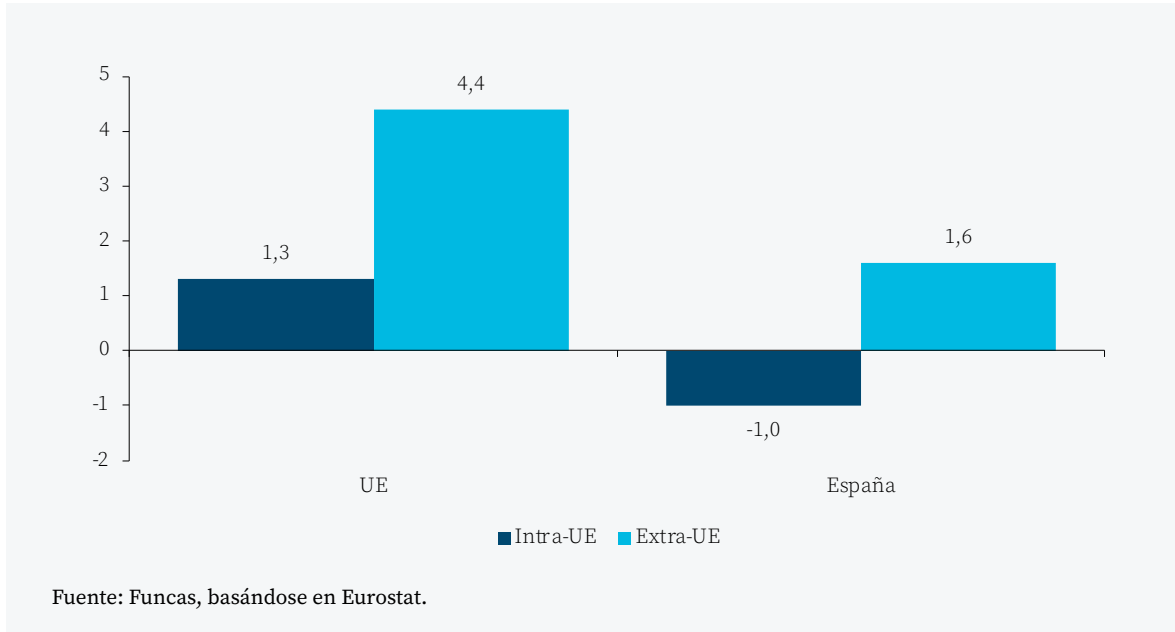
**Un déficit con EE. UU. y China, tanto cuantitativo como cualitativo**

A la inversa de los buenos resultados cosechados en la UE, nuestro sector exportador registra un déficit creciente con el resto de los países, que se ha acrecentado con la guerra comercial. En los últimos cinco años el saldo de la balanza comercial global (o no-UE) de bienes y servicios

**Gráfico 2**

**El debilitamiento del mercado europeo con respecto al mercado global**

Crecimiento interanual del comercio intra-UE y extra-UE de bienes, enero-junio de 2025



se ha mantenido en terreno negativo, con una tendencia a agravarse en el periodo más reciente (cuadro 2). Esta posición deficitaria contrasta con los excedentes de Alemania e Italia, y las oscilaciones en torno al equilibrio de Francia.

Por otra parte, el creciente desequilibrio de los intercambios con el área no-UE procede del segmento de bienes, cuyas exportaciones tienden a crecer menos que las importaciones, generando un saldo negativo que se ha duplicado en los

**Cuadro 2**

**Balanza de bienes y servicios con países no-UE**

Porcentaje sobre el PIB

	2015-2019	2020-2022	2023	2024	2025 T1
Alemania	4,8	3,5	3,5	3,3	2,7
<b>España</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,3</b>
Francia	1,4	-0,2	-0,3	0,3	-0,9
Italia	3,5	2,0	2,2	3,3	2,3

Fuente: Funcas, basándose en Eurostat.

últimos cinco años hasta superar el 5 % del PIB en el primer trimestre del presente ejercicio. Los servicios arrojan un superávit relativamente constante en el tiempo, cercano al 2 % del PIB, que no compensa el deterioro de la balanza de bienes.

Dentro del área no-UE, destaca el abultado y creciente déficit con China (gráfico 3). Parece haberse producido una intensificación de la entrada de productos procedentes del gigante asiático, coincidiendo con el recrudecimiento de la guerra comercial. En cuanto a EE. UU., el saldo total de bienes y servicios ha pasado de equilibrio, a una posición deficitaria en el primer trimestre de 2025, algo que refleja los primeros efectos de los aranceles. En todo caso, la aceleración de los envíos en anticipación del endurecimiento tarifario no parece haberse producido en el caso de España a nivel agregado. Finalmente, los intercambios con el resto de terceros países

presentan un saldo positivo, que no obstante tiende a disminuir.

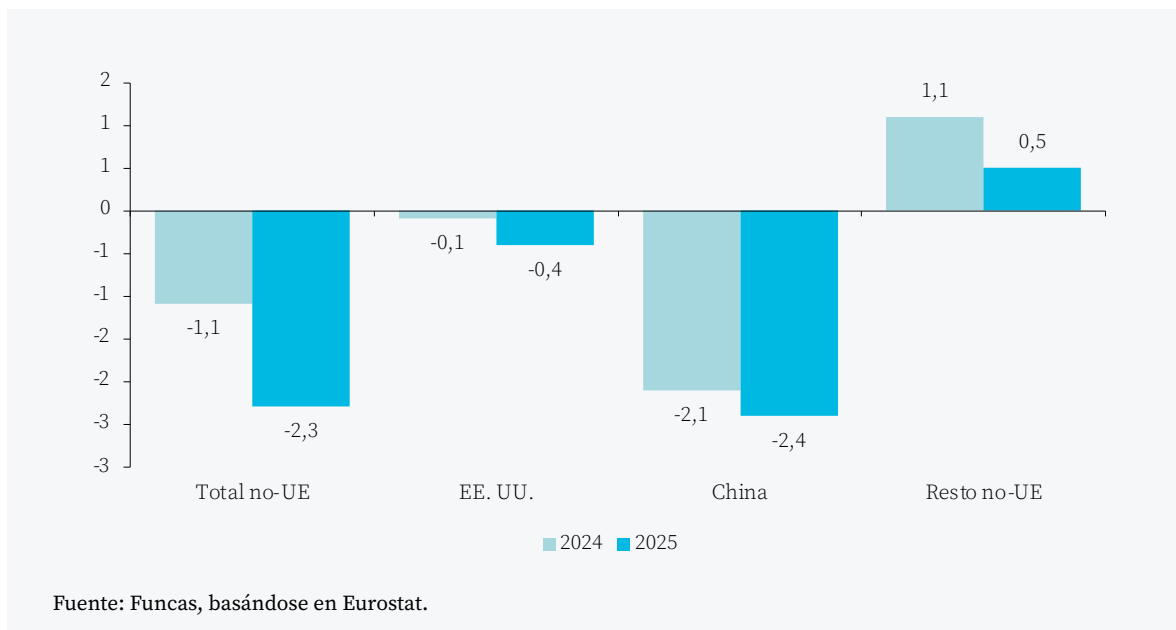
El peor comportamiento del comercio con el área no-UE se refleja también en la composición de los intercambios, particularmente con China. Entre los sectores más pujantes en nuestras exportaciones al país asiático, que se elevan a cerca de 7.500 millones de euros, se encuentran los productos cárnicos, los minerales, los productos del cobre, así como los productos farmacéuticos y alguna maquinaria. En sentido inverso, compramos a China productos electrónicos, maquinaria, vehículos, productos químicos orgánicos, así como prendas de vestir. Y el total de importaciones asciende a 45.000 millones, es decir, seis veces más de lo que exportamos.

La pauta sectorial de los intercambios con EE. UU. parece menos marcada. Vendemos grasas animales y minerales, pero también maquinaria

### Gráfico 3

## Desglose de la balanza española de bienes y servicios con el área no-UE

En porcentaje del PIB, primer trimestre de 2024 y de 2025



eléctrica, otros aparatos y productos farmacéuticos (entre los cinco sectores con más peso en las exportaciones). Y compramos carburante, aeronaves, aparatos ópticos, maquinaria y productos farmacéuticos. Eso sí, las diferencias de especialización se perciben con más nitidez en los servicios: el sector digital norteamericano ocupa un lugar destacado en nuestras importaciones, mientras nuestras exportaciones de servicios son menos intensivas en tecnología.

### **Implicaciones para la política económica**

En suma, la economía española no es inmune al proceso de reconfiguración de la globalización que se ha acelerado en tiempos recientes. El mantenimiento de un superávit externo, unido al crecimiento sostenido del PIB, son buenas noticias, que sin embargo, encubren dos realidades dispares.

|  
*El comportamiento de nuestro sector exterior fuera de Europa es menos boyante. Además del déficit de conjunto, agravado por la ofensiva arancelaria, la pauta de especialización no es favorable a la economía española*  
|

Por un lado, los buenos resultados del comercio exterior se deben principalmente a la mejora de penetración de las exportaciones en la UE, fruto de un posicionamiento competitivo favorable frente a los otros grandes socios comunitarios. Por otro lado, el comportamiento de nuestro

sector exterior fuera de Europa es menos boyante. Además del déficit de conjunto, agravado por la ofensiva arancelaria, la pauta de especialización no es favorable a la economía española.

De cara al futuro, la persistente fragmentación del mercado único, junto con el débil avance de la demanda en la eurozona, ensombrecen las perspectivas del comercio exterior en su flanco positivo. Para evitar el declive, y así sostener el motor europeo del crecimiento ante los desafíos globales, es crucial reactivar el mercado único mediante reformas e inversiones mancomunadas en bienes públicos, tal y como lo señala el informe Draghi. Diversos estudios apuntan a los beneficios para la economía española de reformas inspiradas en dicho informe (Torres y González Simón, 2025).

Los desequilibrios ponen de manifiesto la importancia de la inversión, variable clave para acelerar la adaptación tecnológica, mejorar la productividad y contrarrestar el deterioro de los términos de intercambio en los mercados globales. Si bien la inversión empresarial ha repuntado en los últimos tres trimestres, su nivel es todavía insuficiente para impulsar las transiciones. Preocupa que la inversión directa extranjera, que podría jugar un papel clave de complemento, esté descendiendo: en lo que va de año (con datos de enero a mayo), la entrada de IED ha caído un 32 % con respecto al mismo periodo de 2024 y un 39 % frente a 2023. En suma, las disrupciones del comercio mundial ponen de manifiesto la necesidad de un nuevo ciclo de reformas y de inversión, tanto a nivel español como europeo.

## Referencias

BLANGA-GUBBAY, M., y RUBÍNOVÁ, S. (2023). Is the global economy fragmenting? *WTO Staff Working Papers*, ERSD-2023-10. World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/280428/1/1873031211.pdf>

HIRSCHMAN, A. (1980). *National Power and the Structure of Foreign Trade*. 1st ed. JSTOR. University of California Press. <https://doi.org/10.2307/jj.15976659>

TORRES, R., FERNÁNDEZ, M. J., y GÓMEZ DÍAZ, F. (2025). La economía española ante la guerra comercial. *Cuadernos de Información Económica*, No. 306 (mayo-junio 2025). <https://www.funcas.es/articulos/la-economia-espanola-ante-la-guerra-comercial/>

TORRES, R., y GONZÁLEZ SIMÓN, M. A. (2025). El Informe Draghi y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, No. 304 (enero-febrero 2025). <https://www.funcas.es/articulos/el-informe-draghi-y-la-economia-espanola/>



# 05

**Maria Demertzis y Alejandro Fiorito\***  
The Conference Board

(\*) Este artículo se ha beneficiado de los comentarios del analista principal de política económica PJ Tabit y del vicepresidente de política pública John Gardner, del Comité para el Desarrollo Económico, así como de Nicola Bilotta, investigador asociado sénior del Instituto Universitario Europeo. Una versión en inglés de este documento fue publicada originalmente por The Conference Board.



## Las *stablecoins* respaldadas por el dólar no suponen una amenaza para la Unión Europea

Este artículo analiza por qué es improbable que las *stablecoins* respaldadas por el dólar se afiancen en la zona del euro, pese al impulso regulatorio y político de EE. UU. para promoverlas. Una posible adopción masiva en Europa genera preguntas sobre riesgos para la estabilidad financiera, la suficiencia del marco normativo y una posible interferencia con el objetivo del BCE de reforzar la autonomía de los sistemas de pagos. Tres factores mitigan estas preocupaciones: los riesgos de tipo de cambio y de emisor de las *stablecoins*, la regulación europea (MiCA) que ya desincentiva su expansión y sigue ajustándose a nuevos retos y el euro digital que emerge como competidor directo, al ofrecer una solución paneuropea y apoyar la innovación.

## Estados Unidos está impulsando las “monedas estables”

Las *stablecoins* (“monedas estables” en español), la segunda generación de criptomonedas, tenían por objeto resolver las violentas fluctuaciones de precios que hacían que las monedas de primera generación, como el bitcóin, fueran una forma de intercambio poco fiable. Al vincular su valor a un activo estable, principalmente bonos del Tesoro estadounidense y depósitos en dólares, las monedas estables pretendían ofrecer previsibilidad y estabilidad de precios y, por lo tanto, servir como un instrumento de pago más útil. Sin embargo, hasta hace poco, el uso de las monedas estables era limitado y específico. Los datos sugieren que, en 2024, el 88 % de las transacciones con monedas estables estaban relacionadas con el comercio de criptomonedas, y solo el 6 % eran pagos. Estas han sido herramientas de intermediación financiera en los mercados de criptomonedas, no una forma de pago en la economía real, ya que el valor medio de las transacciones con *stablecoins* sigue siendo elevado: una transacción media con Visa o PayPal ronda los 50 o 60 dólares, mientras que una transacción media con *stablecoins* supera los 4.100 dólares, según K33 Research (basándose en cifras de 2023). Sin embargo, la reciente iniciativa de Estados Unidos de proporcionar un marco regulatorio para las *stablecoins* ha reavivado el debate sobre su uso más amplio.

La certeza regulatoria es uno de los tres ingredientes institucionales principales para que los instrumentos financieros tengan éxito a largo plazo, siendo los otros dos la posibilidad de recurso legal y el respaldo de reservas. A pesar de carecer claramente de los dos primeros, la capitalización de las *stablecoins* ha aumentado sustancialmente. El mercado de las *stablecoins* está dominado por dos actores, USDT y USDC, que juntos representan el 90 % de la capitalización total. Actualmente, tienen una capitalización combi-

nada de 219.000 millones de dólares, más de 45 veces superior a su capitalización de 2019, que era de 5.000 millones de dólares. Estas dos *stablecoins* han representado más del 40 % del volumen total de operaciones con criptomonedas durante los últimos cinco años (gráfico 1a), y los flujos transfronterizos de *stablecoins* han aumentado considerablemente, representando más del 60 % del total de flujos de criptomonedas en el segundo trimestre de 2024 (gráfico 1b).

|  
*En combinación con un entorno normativo favorable en los Estados Unidos, esta reciente expansión ha suscitado preocupación en la UE sobre lo que significaría una posible adopción repentina para los consumidores, la estabilidad financiera e incluso la soberanía monetaria*  
|

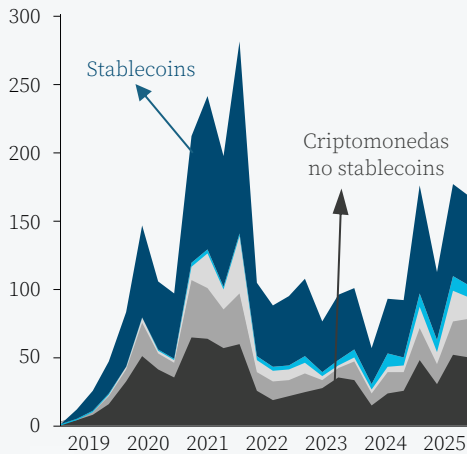
Las monedas estables, que representan el 99 % de la capitalización del sector, están vinculadas al dólar estadounidense y mantienen esta vinculación mediante la tenencia de activos de bajo riesgo en dólares (como bonos del Tesoro de EE. UU.). Son emitidas por instituciones privadas y cerca del 80 % de sus transacciones se realizan fuera de EE. UU., lo que las somete a marcos normativos diferentes (o a ninguno). También existen monedas estables vinculadas al euro, pero su cuota de mercado es mucho menor: en junio de 2025, la EURC, la moneda estable vinculada al euro emitida por Circle, tenía una capitalización de alrededor de 200 millones de dólares estadounidenses, 300 veces inferior a la de la moneda estable vinculada al dólar de Circle, la USDC (alrededor de 60.000 millones de dólares estadounidenses).

En combinación con un entorno normativo favorable en los Estados Unidos, esta reciente

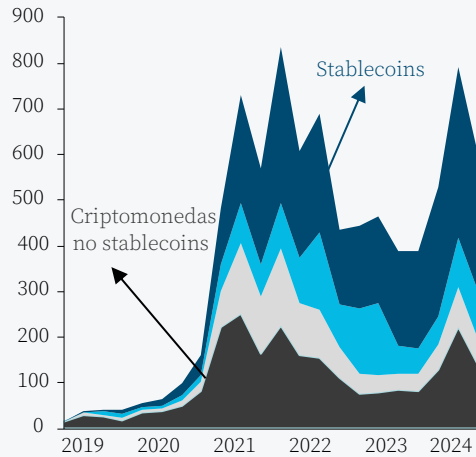
**Gráfico 1**

**Aumenta el uso de las stablecoins**

**a. Volumen medio diario de operaciones con las principales criptomonedas (miles de millones de dólares)**



**b. Flujos transfronterizos de criptomonedas (miles de millones de dólares)**



■ Bitc6n   ■ Ethereum   ■ Otras criptodivisas   ■ USDC   ■ USDT

Nota: En el caso del gr1fico 1a, los datos trimestrales corresponden al periodo comprendido hasta mayo de 2025 para las diez principales criptomonedas. El USDT y el USDC son las dos mayores monedas estables, y representan el 90 % de la capitalizaci6n total de las monedas estables. El gr1fico 1b se ha reproducido a partir de datos del BIS (2025).

Fuentes: BIS y Coingecko.

expansi6n ha suscitado preocupaci6n en la UE sobre lo que una posible adopci6n repentina significar1a para los consumidores, la estabilidad financiera e incluso la soberan1a monetaria. La UE est1a en proceso de aplicar la normativa MiCA, que establece un r1gimen de gobernanza con estrictos requisitos de reserva y derechos de reembolso, as1 como posibles l1mites a la emisi6n masiva de monedas estables para preservar la estabilidad financiera. Sin embargo, ha surgido un nuevo debate sobre si la normativa actual es suficiente para salvaguardar la estabilidad financiera y la soberan1a monetaria.

**Las iniciativas estadounidenses est1an cambiando el panorama**

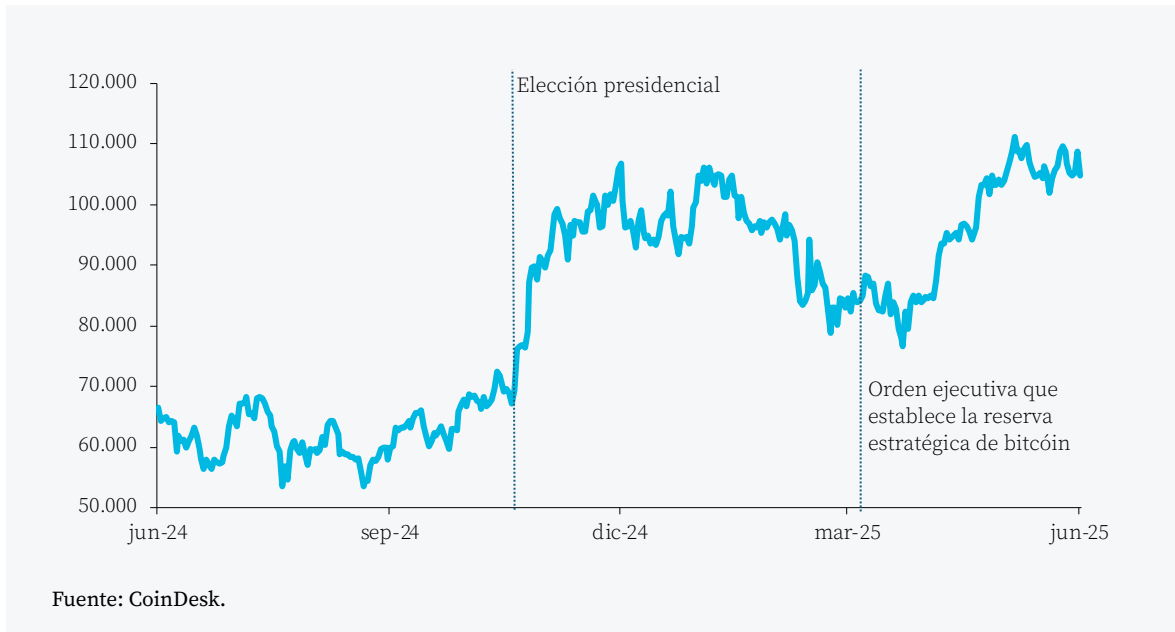
El reciente impulso de la actual administraci6n estadounidense ha atra1do una atenci6n adicional hacia los cryptoactivos, con un aumento del 70 % en el precio del bitc6n durante el 1ltimo a1o (gr1fico 2).

En este 1mbito, las monedas estables han adquirido una mayor relevancia en los 1ltimos meses. En Estados Unidos, adem1s de las 6rdenes ejecutivas relacionadas con el papel de las

## Gráfico 2

**El bitcóin es un activo inestable**

En dólares estadounidenses



criptomonedas como posible activo de reserva y tecnología financiera digital, se han presentado y debatido propuestas legislativas centradas en las monedas estables en el Senado y en la Cámara de Representantes. El proyecto de ley del Senado ha sido aprobado tras un intento fallido y, aunque el debate aún continúa, estas iniciativas han generado una mayor actividad en los mercados y han avivado el debate entre los responsables políticos europeos.

Es importante destacar que el papel de la Reserva Federal de los Estados Unidos en las recientes propuestas políticas ha sido limitado, otorgando una mayor autoridad reguladora a otras instituciones, y que los Estados Unidos han dejado de explorar la posibilidad de crear una moneda digital del banco central (CBDC) para el comercio

minorista, el equivalente gubernamental de las monedas estables. De hecho, una orden ejecutiva tiene como objetivo “proteger a los estadounidenses de los riesgos de las monedas digitales de los bancos centrales” con medidas que incluyen “prohibir el establecimiento, la emisión, la circulación y el uso de una CBDC dentro de la jurisdicción de los Estados Unidos”. Esto contrasta fuertemente con los esfuerzos de la zona del euro por avanzar con un euro digital (CBDC minorista)<sup>1</sup>.

### ¿Pueden las monedas estables impulsar el papel internacional del dólar?

Una consecuencia clave de los recientes cambios normativos es la posibilidad de que las *stablecoins*

<sup>1</sup> Las CBDC, como moneda digital emitida públicamente, se consideran una alternativa o incluso una competidora de las *stablecoins*. Sin embargo, el BCE ha argumentado que el euro digital promoverá la innovación en el sector privado.

respaldadas por el dólar impulsen aún más la relevancia del dólar en los mercados financieros internacionales.

Los argumentos que respaldan esta opinión señalan que las *stablecoins* respaldadas por el dólar podrían: 1) aumentar el acceso y la demanda de deuda estadounidense como activo de reserva comúnmente utilizado para respaldar el valor estable de la moneda; 2) competir con otras monedas fiduciarias digitales, concretamente las CBDC, y/o 3) reducir la volatilidad de las criptomonedas, impulsando el mercado de activos digitales de forma más generalizada.

|  
*Hay evidencia de que el volumen de flujos de monedas estables es muy sensible a las condiciones monetarias de EE. UU. y que una regulación más estricta en determinadas jurisdicciones puede provocar cambios en los flujos transfronterizos y alejarlos de estas jurisdicciones*  
|

Hay evidencia de que el volumen de flujos de monedas estables es muy sensible a las condiciones monetarias de EE. UU. y que una regulación más estricta en determinadas jurisdicciones puede provocar cambios en los flujos transfronterizos y alejarlos de estas jurisdicciones. Una regulación más “favorable a las criptomonedas” esto podría consolidar el dominio de EE. UU. en este ámbito.

## **¿Qué significan las monedas estables respaldadas por Estados Unidos para el euro?**

En teoría, la proliferación de las *stablecoins* puede afectar tanto a la estabilidad financiera como a la soberanía monetaria europea. El BCE ha afirmado que las *stablecoins* respaldadas por el dólar podrían dar lugar a la sustitución de los depósitos bancarios e incluso a la sustitución de la moneda (dolarización) en países con “fundamentos débiles”. El BCE también está preocupado por “el traslado de los depósitos en euros a Estados Unidos” y por “un mayor fortalecimiento del papel del dólar en los pagos transfronterizos”. Además, si las monedas estables se convirtieran en “sistémicas” y hubiera una repentina y elevada demanda de reembolsos (es decir, una carrera por los bonos del Tesoro estadounidense) podría tener “repercusiones en otras partes del sistema financiero mundial”<sup>2</sup>.

Más allá de estas preocupaciones por la estabilidad financiera, el BCE lleva tiempo haciendo hincapié en la necesidad de una mayor autonomía de los sistemas monetarios y de pago. En un informe de 2019, el BCE advirtió de que el 70 % de todos los pagos realizados en la zona del euro son intermediados por empresas no pertenecientes a la UE. Según el BCE, esto es un signo de una concentración de poder poco saludable y de una dependencia excesiva de empresas no nacionales. Si las *stablecoins* respaldadas por el dólar se popularizaran, podrían aumentar aún más esta dependencia excesiva del exterior e interferir con prioridades estratégicas europeas como la soberanía monetaria y la seguridad de los sistemas de pago<sup>3</sup>. Sin embargo, el uso de

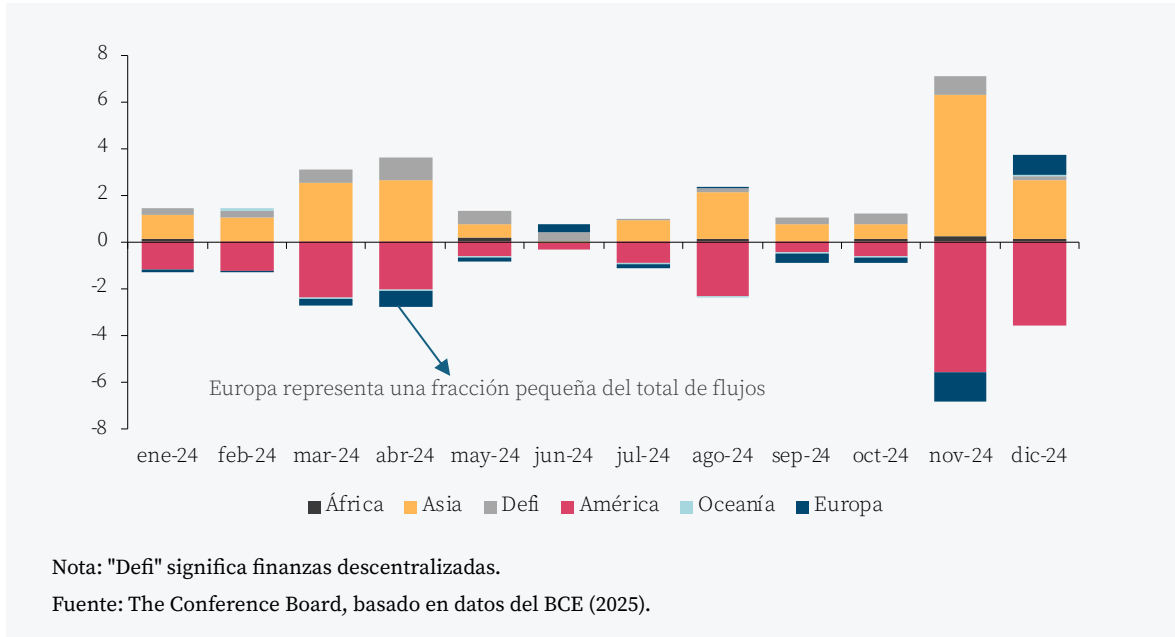
2 De hecho, las *stablecoins* en su conjunto son el décimo mayor tenedor de deuda estadounidense a corto plazo, superando a países como Suiza y China.

3 Cabe destacar que, en la actualidad, 13 países de la zona del euro dependen de proveedores no europeos para sus sistemas de pago. Otro motivo de preocupación para el BCE sería el hecho de que perderían parte de su función de liquidación, ya que las finanzas descentralizadas no requieren la liquidación del banco central.

## Gráfico 3

**El uso de monedas estables en Europa sigue siendo limitado**

Flujos en 2024 en miles de millones de dólares estadounidenses para las *stablecoins* respaldadas por el dólar



*stablecoins* en Europa sigue siendo muy inferior al de otras regiones (gráfico 3).

### Poca necesidad de monedas estables respaldadas por el dólar para uso minorista y mayorista en la UE

En la UE, las *stablecoins* se han utilizado hasta ahora principalmente para comprar otros criptoactivos como instrumentos de cobertura, y quienes sigan utilizándolas lo harán bajo la autoridad reguladora de MiCA. La pregunta que queda por responder es si podrían utilizarse más ampliamente como métodos de pago junto a las opciones existentes.

En el ámbito minorista, no vemos razones de peso para esperar un uso generalizado de las *stablecoins* respaldadas por el dólar en la zona del

euro. Estas *stablecoins* conllevan tanto un riesgo de tipo de cambio (del euro al dólar) como un riesgo específico del emisor (contraparte): existe el riesgo del tipo de cambio, de mantener un activo que depende del valor del dólar estadounidense y de la deuda de EE. UU., pero también el riesgo de solvencia y liquidez del emisor. Dado que los dólares son fácilmente accesibles en la UE y no se utilizan generalmente con fines minoristas, es poco probable que los consumidores pasen a pagar con monedas estables. Además, como señala el BCE, las monedas estables tienen “costes de transacción más elevados en comparación con las redes de pago centralizadas” y su precio puede fluctuar “de manera similar a los activos especulativos”.

Los servicios de pago actuales en la UE están experimentando una gran mejora (por ejemplo, con el Reglamento sobre pagos instantáneos) que

reducirá los costes de las transacciones en toda la zona del euro. Además, la UE está avanzando rápidamente en la creación de un euro digital, la cual resolvería los obstáculos que aún existen en los pagos digitales entre países de la UE y fomentaría las iniciativas privadas para mejorar la interoperabilidad transfronteriza de los pagos minoristas. Estos esfuerzos podrían eliminar la brecha tecnológica con las monedas estables en términos de velocidad de transacción.

|  
*La UE, motivada por el deseo de una mayor autonomía en sus sistemas de pago, también tratará de reducir su dependencia del dólar ofreciendo métodos de pago competitivos basados en el euro que resulten atractivos para los consumidores y los minoristas, así como un euro digital al por mayor*  
|

Los pagos mayoristas con monedas estables respaldadas por el dólar dentro de la zona del euro tampoco es probable que se popularicen por las mismas razones, es decir, la necesidad de asumir los riesgos cambiarios y de emisión. Donde las monedas estables podrían tener cierto interés es en los pagos transfronterizos en dólares con países fuera de la UE. Dado que el dólar domina los flujos financieros internacionales (en todas las jurisdicciones y para todos los usos, desde la facturación comercial hasta los préstamos internacionales, la deuda, los depósitos y las reservas), el suministro de dólares usando una tecnología de registros distribuidos puede ofrecer una alternativa más rápida (de media, un pago SWIFT tarda varios días en liquidarse). Naturalmente, la existencia del riesgo del emisor tendría que reflejarse en el coste de la transacción, pero cabría prever que este coste disminuyera a medida que las monedas estables ganaran popularidad.

No obstante, el papel internacional del dólar se ve actualmente cuestionado por la necesidad de Europa de diversificar y reforzar su soberanía estratégica. La UE, motivada por el deseo de una mayor autonomía en sus sistemas de pago, también tratará de reducir su dependencia del dólar ofreciendo métodos de pago competitivos basados en el euro que resulten atractivos para los consumidores y los minoristas, así como un euro digital al por mayor.

### **¿Es suficiente la normativa de la UE?**

A pesar de la introducción de normas exhaustivas a través del marco MiCA, el nuevo interés por las *stablecoins* respaldadas por el dólar ha reavivado el debate en Europa. La normativa MiCA estará plenamente operativa en julio de 2026, pero mientras tanto se está aplicando en una “fase de transición”, en la que las jurisdicciones de los Estados miembros mantienen una discrecionalidad sustancial para aplicar procedimientos de autorización simplificados.

Además, los requisitos de MiCA se centran en la base de clientes europea, pero la falta de armonización entre los marcos normativos (en los Estados Unidos y otras jurisdicciones en las que pueden tener su sede u operar los emisores de monedas estables) suscita preocupaciones sobre la protección de los consumidores y la estabilidad financiera. Por ejemplo, dado que las monedas estables actúan como moneda fiduciaria digital y, por lo tanto, son fungibles, un emisor podría introducir la misma moneda en Europa y en un mercado secundario. Si bien los requisitos de capital y reservas de MiCA serían aplicables a la actividad europea de un emisor de este tipo, los clientes europeos estarían expuestos a los riesgos regulatorios y macroeconómicos de otras jurisdicciones en las que se emite la moneda estable (se han señalado problemas potenciales similares en los EE. UU.).

Más allá de la exposición a los riesgos de otras jurisdicciones, la falta de armonización normativa en materia de activos fungibles crea un margen para el arbitraje regulatorio. Si las *stablecoins* emitidas fuera de la UE son intercambiables con las versiones aprobadas por la UE, los titulares extranjeros podrían acceder a las reservas mantenidas en la UE durante las turbulencias del mercado. Esto genera imprevisibilidad en el riesgo y aumenta el coste de la regulación de forma asimétrica, lo que en sí mismo supone un riesgo para los bancos y la estabilidad financiera. Se espera que la Comisión Europea anuncie nuevas directrices sobre cómo abordar esta zona gris.

Sin embargo, la MiCA ha disuadido a algunos emisores de monedas estables. A principios de este año, Tether, el mayor emisor de monedas estables, que representa cerca del 90 % de la capitalización total del mercado de monedas estables, fue excluido de la mayoría de las bolsas europeas tras negarse a cumplir con la MiCA. En general, sigue siendo cierto que, en comparación con la normativa actual de Estados Unidos (GENIUS), la MiCA es mucho más estricta, ya que el proyecto de ley GENIUS, aprobado por el Senado en junio, establece un régimen regulatorio para los emisores de monedas estables en Estados Unidos con menos requisitos y protecciones para los consumidores que la MiCA (véase cuadro 1 para comparar ambas normativas).

Hasta ahora, el marco regulatorio utilizado en la UE ha disuadido la proliferación de estas tecnologías nuevas y sin probar, pero las mejoras tecnológicas en los sistemas de pago son rápidas y no se debe dar por sentado que la normativa existente ha anticipado adecuadamente los riesgos futuros. El BCE seguirá supervisando estos avances con el objetivo de garantizar “mismo negocio, mismos riesgos, mismas reglas”.

## Perspectivas: iniciativas públicas y privadas

La innegable popularidad de las finanzas descentralizadas y las monedas estables proviene de la tecnología que las respalda, y el potencial de las monedas digitales es reconocido por las instituciones públicas y privadas.

El panorama de los pagos internacionales está abierto a nuevos actores y nuevos métodos de formas difíciles de predecir. Las recientes noticias sobre la posibilidad de que Walmart y Amazon emitan sus propias monedas estables en Estados Unidos tuvieron un impacto directo en el precio de las acciones de Visa y Mastercard, y el gigante financiero J.P. Morgan lanzó un “token de depósito” para inversores institucionales.

Mientras tanto, el esfuerzo del BCE para crear un euro digital proporcionará una infraestructura y una estandarización de los pagos lista para ser utilizada por el sector privado. Las autoridades europeas esperan que esto fomente la innovación privada y acelere la unión bancaria y la interoperabilidad de los sistemas de pago. De hecho, las instituciones financieras ya están aumentando la colaboración para mejorar la interoperabilidad de los pagos transfronterizos dentro de la zona del euro, y el BCE está abierto a ampliar el euro digital para mejorar los pagos transfronterizos más allá de Europa.

Persisten las dudas sobre el uso de las monedas estables para los pagos transfronterizos fuera de la zona del euro y sobre si se consolidarán soluciones viables, públicas o privadas, a medio plazo. Sin embargo, todas las partes interesadas, las empresas, los reguladores y los responsables políticos deben ser conscientes de los riesgos y las ventajas de las finanzas descentralizadas y seguir de cerca la evolución tanto del sector público como del privado.

**Cuadro 1**

**Diferencias clave entre las normativas de la UE (MiCA) y EE. UU. (GENIUS)**

	MiCA (UE)	GENIUS (EE. UU.)
Capacidad para limitar la emisión	El BCE puede limitar la emisión de monedas estables no vinculadas al euro si "suponen una amenaza para el buen funcionamiento de los sistemas de pago, la transmisión de la política monetaria o la soberanía monetaria".	No se ha debatido.
Regulación en función del tamaño	"Emisores significativos" evaluados por la Autoridad Bancaria Europea (ABE).	Ninguna a nivel federal.
Requisitos de liquidez	Al menos el 30 % de los fondos depositados en una cuenta bancaria separada y el resto invertido en "instrumentos financieros de alta liquidez".	"Amplia gama de activos de reserva potenciales".
Requisitos de capital	2 % de capital ordinario de nivel 1 + 3 % para "tokens de dinero electrónico significativos" + posibilidad de imponer hasta un 40 % de recargo prudencial.	Decisión tomada por el "regulador federal principal" + "posibilidad de introducir colchones a medida".
Facultades de supervisión	"Amplios". "Pueden exigir el suministro de información; modificar o suspender ofertas u operaciones".	"En caso de infracciones", puede "suspender".
Emisores extranjeros	"Solo las entidades de crédito y de dinero electrónico con licencia de la UE pueden ofrecer al público o solicitar la admisión a cotización de <i>tokens</i> de dinero electrónico (...) las <i>stablecoins</i> sin licencia no pueden cotizar en plataformas de comercio de criptomonedas que cumplan con el MiCAR [reglamento MiCA], pero sigue siendo posible su mera custodia y transferencia; posibilidad de que los proveedores de servicios de pago acepten <i>stablecoins</i> sin licencia de la UE como medio de pago".	"Posibilidad de solicitar una decisión <i>ad hoc</i> del Secretario del Tesoro en la que se declare que el régimen regulador y supervisor del país extranjero emisor es comparable a los requisitos establecidos en la Ley GENIUS".
Reembolso	No se permiten comisiones por reembolsos.	Se permiten comisiones por reembolso.

Nota: Las celdas sombreadas indican una regulación más estricta. Las disposiciones de la Ley GENIUS son de la versión aprobada por el Senado el 23 de junio de 2025.

Fuente: Basado en Klooster *et al.* (2025).

# 06

**Ángel Berges y Jesús Morales**  
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



## Paradójico estrés bancario en tiempos de incertidumbre

Durante la primera mitad del presente año, las autoridades supervisoras en Europa y Estados Unidos han efectuado sendos ejercicios de estrés para medir la capacidad de resistencia bancaria a episodios de crisis económica en un entorno marcado por la incertidumbre geopolítica y las tensiones comerciales. La gran paradoja de los ejercicios desarrollados este año radica en que los resultados son considerablemente mejores de lo que cabría pensar en semejante contexto de incertidumbre. Ello es debido, por un lado, a la buena situación de la banca tras tres años de excelentes resultados y prudente recapitalización y, por otro, a una senda de escenarios cuantitativos que exhibe una gran resiliencia, pese a ese entorno de gran incertidumbre. No es de extrañar que, ante dicha paradoja, los supervisores incorporen en los ejercicios algunos elementos de ajuste complementarios a los escenarios cuantitativos y a la metodología de aplicación de estos. Con ello, van perfeccionando las pruebas y adecuándolas a entornos más impredecibles, pero al mismo tiempo someten a las entidades a una mucho mayor complejidad en la elaboración de sus proyecciones.

## Cronología de pruebas de resistencia en Europa y Estados Unidos

En este artículo se analizan las últimas pruebas de estrés, contrastando los enfoques de la Fed y el BCE, así como ambos frente a ejercicios anteriores, y con especial consideración de los elementos de ajuste complementarios de los escenarios y metodologías convencionales.

Con las últimas publicaciones de resultados de los test de estrés a la banca en Europa y los Estados Unidos, se abre un período de reflexión hasta el lanzamiento de las próximas ediciones de estos ejercicios, relacionado con el aprendizaje que la industria bancaria y los propios supervisores extraen de la prueba más importante en la medición de la salud del sector.

En la génesis de estos exámenes los supervisores marcaban como prioritaria la identificación de las entidades que podían ver comprometida su capitalización y, por tanto, su viabilidad, ante episodios de baja probabilidad de ocurrencia, pero gran severidad, como aquellos que se sucedieron tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Esta fórmula se conocía como *pass or fail* y, de alguna forma, el mercado podía interpretar el ejercicio como un indicador adelantado de la viabilidad de cada una de las compañías evaluadas.

El ejercicio no tardaría en evolucionar para minimizar el estigma hacia aquellos bancos que podían estar expuestos a un mayor deterioro de capital bajo escenarios más adversos, generando una suerte de profecía autocumplida, pero al mismo tiempo para evitar la manipulación de las metodologías por aquellas entidades que se sometían a la prueba y que, por razones lógicas, querían ofrecer el mejor resultado de entre sus competidores.

Esa evolución, emprendida por los supervisores tanto en Europa como en Estados Unidos,

consistió en desarrollar fórmulas orientadas a apoyar el cálculo de los requerimientos de capital mínimo que se exigen a las entidades de crédito. De esta forma, los supervisores pasaron a establecer mayores exigencias de solvencia a las entidades que registrasen resultados más débiles ante episodios de más severidad, por ser un indicativo de la mayor fragilidad del negocio de ese banco, y, en definitiva, por ver comprometida la capacidad para cumplir la función bancaria esencial: garantizar la concesión de financiación y la captación del ahorro.

Desde dicho planteamiento, y apoyados en escenarios macroeconómicos y financieros cada vez más severos, los supervisores han venido publicando los resultados de las sucesivas ediciones de los test de estrés bajo una tendencia cada vez más penalizadora para la banca. Este movimiento es especialmente relevante en Europa donde la banca que se somete al ejercicio lo hace cada vez con un mayor deterioro de capital en el escenario de tensión: entre los años 2014 y 2023 el recorte de capital en el escenario adverso se veía incrementado desde los -2,6 puntos porcentuales hasta los -4,6 puntos porcentuales.

|  
*El sistema bancario ha venido exhibiendo coeficientes de capital de primer nivel (CET1) cada vez más elevados en el escenario de tensión, porque las entidades de crédito son hoy más solventes*  
|

A pesar de lo anterior, el sistema bancario ha venido exhibiendo coeficientes de capital de primer nivel (CET1) cada vez más elevados en el escenario de tensión, porque las entidades de crédito son hoy más solventes. En otras palabras: aunque el supervisor bancario establece un “peaje” cada vez mayor para superar las pruebas de estrés, o precisamente por ello, las entidades han incrementado

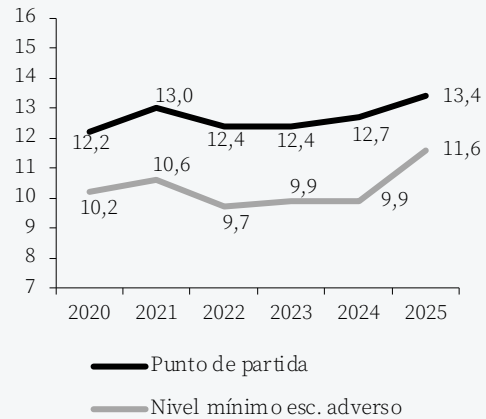
## Gráfico 1

**Evolución de capital de primer nivel (CET1) en los últimos test de estrés en Europa y EE. UU.: año de punto de partida vs. escenario adverso**

a. Capital de primer nivel (CET1) en el histórico de ST-EBA (Europa)



b. Capital de primer nivel (CET1) en el histórico de ST-Fed (EE. UU.)



Fuentes: Afi con datos de EBA y Fed.

sustancialmente el capital, lo que permite afrontar con mayor solidez estos escenarios de tensión.

Como se puede observar en el gráfico 1, tanto la banca europea como la estadounidense han vivido un fortalecimiento sostenido de sus coeficientes CET1 en los últimos años, especialmente en Europa, apoyadas por la disminución del perfil de riesgo de sus activos<sup>1</sup>.

Como consecuencia de lo anterior, aunque las pruebas de resistencia hayan venido acompañadas de un mayor deterioro de capital, los niveles de capitalización igualmente son más elevados en los escenarios de tensión.

**El cambio de paradigma observado en las últimas ediciones del test de estrés**

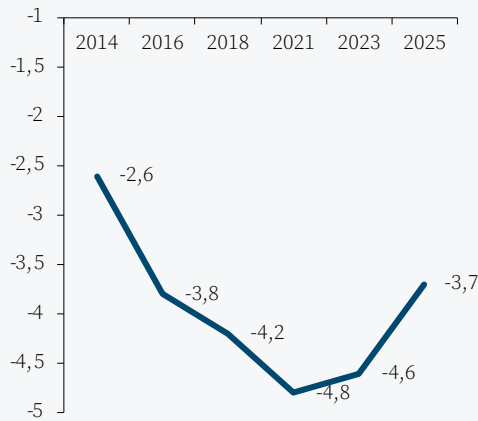
La tendencia anterior se ha roto por primera vez y de manera muy clara en las ediciones realizadas durante el año 2025 en Europa y Estados Unidos, bajo la definición metodológica y la coordinación de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y la Reserva Federal (Fed), respectivamente. En esta edición, el nivel de caída de capital bajo un hipotético escenario de tensión es inferior al registrado en las ediciones anteriores, como se observa en el gráfico 2. El cambio de tendencia no solo implica que la banca superaría un escenario de tensión más capitalizada, sino

<sup>1</sup> Las métricas de solvencia que prescribe el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se han establecido tomando en el numerador los fondos propios computables (siendo los de mejor calidad el capital y las reservas) y en el denominador los activos ponderados por riesgo. Por tanto: a menor tamaño del activo con riesgo o menor perfil de riesgo de las inversiones en balance, si se mantienen estables los fondos propios, se incrementarán los coeficientes de capital.

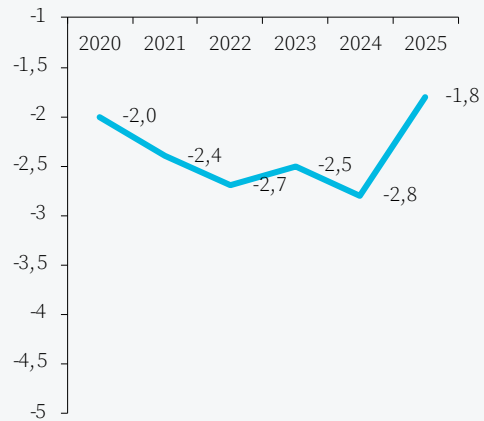
## Gráfico 2

## Deterioro de capital CET1 en los últimos test de estrés en Europa y EE. UU. (diferencia entre año de partida y escenario adverso)

a. Deterioro de capital CET1 en el histórico de ST-EBA (Europa)



b. Deterioro de capital CET1 en el histórico de ST-Fed (EE. UU.)



Fuentes: Afi con datos de EBA y Fed.

que el impacto del escenario sería, por primera vez en los últimos años, más reducido.

*La irrupción de riesgos emergentes, especialmente el agravamiento de las tensiones geopolíticas, han motivado que los escenarios de estrés diseñados por la EBA y la Fed sean los más duros de los últimos años*

La razón que explica el menor deterioro de capital, en contra de lo que cabría esperar, no parece radicar en que las variables económicas utilizadas en la definición del escenario adverso tengan un mejor comportamiento que las que se utilizaron en las ediciones anteriores. Como muestra el gráfico 3, el nivel de deterioro del PIB

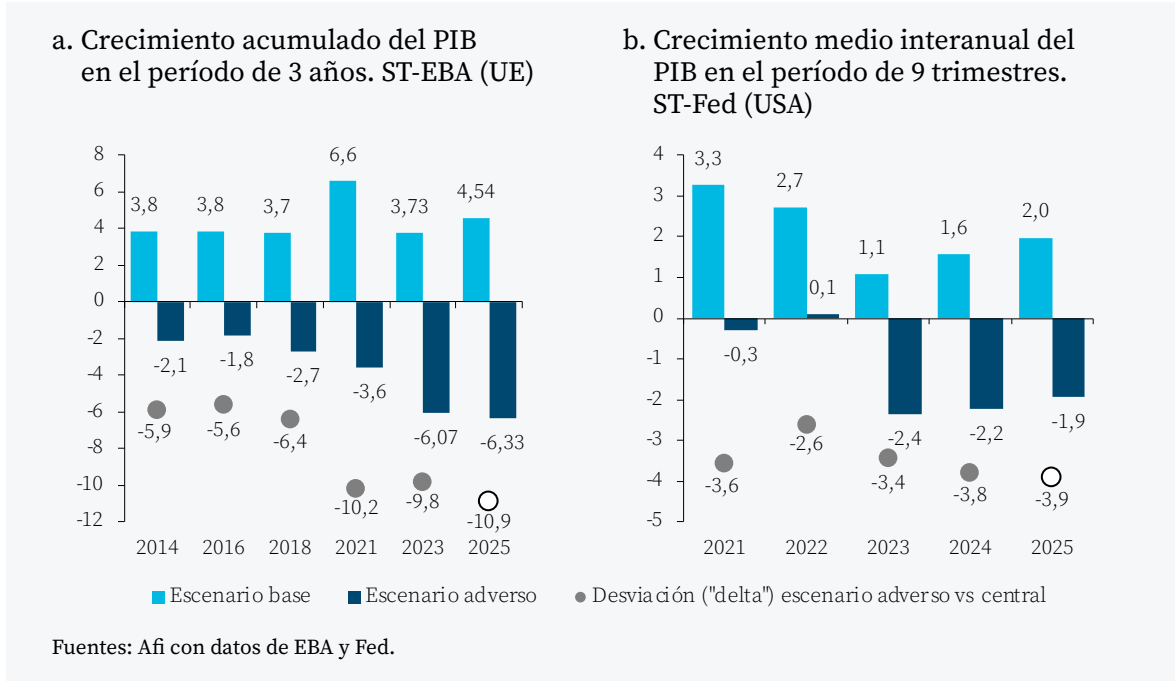
–principal indicador económico en la evaluación del tensionamiento del escenario– no es menor en el ejercicio de 2025 que en las ediciones previas de la prueba.

Por el contrario, la irrupción de riesgos emergentes, especialmente el agravamiento de las tensiones geopolíticas, han motivado que los escenarios de estrés diseñados por la EBA y la Fed sean los más duros de los últimos años en términos de desviación o “delta” entre el crecimiento esperado en el escenario central y el escenario adverso, lo que resulta coherente con un entorno marcado por un mayor nivel de incertidumbre.

Por tanto, es necesario detenerse en el análisis de resultados para entender el mejor comportamiento observado en 2025 y la mayor solidez de la banca ante estos escenarios más duros:

Gráfico 3

**Evolución del PIB en la previsión utilizada en los escenarios central y adverso de los últimos test de estrés en Europa y EE.UU.**



**Resultados del test de estrés de la Fed de 2025**

Los 22 grandes bancos sometidos al ejercicio enfrentarían más de 550.000 millones de dólares en pérdidas en el escenario “severamente adverso”.

Ese impacto en pérdidas se traduce en una reducción del capital CET1 agregado desde el 13,4 % registrado en el cuarto trimestre de 2024, punto de partida del ejercicio de estrés, al mínimo previsto del 11,6 %, antes de repuntar hasta el 12,7 % al final del horizonte de proyección.

Los coeficientes de capital CET1 de todos los bancos se mantienen por encima de los niveles mínimos regulatorios exigidos durante todo el horizonte de proyección.

La Fed apunta a varios factores para comprender la menor caída de CET1 en el ejercicio de este año (-1,8 pp) respecto a la observada en ediciones recientes del ejercicio. De entre los diferentes factores, el más importante es el relacionado con una proyección de ingresos antes de provisiones (PPNR) significativamente más alta, fundamentalmente como resultado de los niveles de rentabilidad que viene presentando el sector bancario y dada la utilización de modelos *top down* sensibles a datos recientes.

La Fed indica que, durante el último año, la rentabilidad bancaria ha mejorado, en gran medida gracias a la actividad de los mercados de capitales y a la fortaleza de los márgenes financieros, lo que se traduce en una mayor capitalización orgánica en el horizonte de nueve trimestres que prescribe el ejercicio.

Adicionalmente, hay otros tres factores –de menor importancia– que también contribuyen a explicar el mejor comportamiento relativo de la banca estadounidense en el ejercicio de estrés:

- El menor deterioro de la cartera crediticia como resultado de un escenario ligeramente menos severo bajo hipótesis anticíclicas, dado que el año 2024 se registró una ligera desaceleración de la economía estadounidense y que, en consecuencia, alguna variable macroeconómica como la tasa de paro experimenta ligeras mejoras en los niveles de llegada.
- El cambio en el tratamiento de inversiones en private equity: Hasta la edición anterior registraban su impacto en el *global market shock* (más penalizador) y en esta edición han pasado a considerarse inversiones a largo plazo (*banking book*) sujetas a la evolución global del escenario.
- La incorporación de resultados atípicos en la cartera de negociación, impulsada por las mejores posiciones de partida de las entidades sujetas al ejercicio con información de cierre de 2024.

## Resultados del test de estrés de la EBA de 2025

En el caso europeo, los 64 grandes bancos<sup>2</sup> sometidos al ejercicio enfrentarían más de 547.000

millones de euros en pérdidas en el escenario adverso.

A pesar del mayor impacto de las pérdidas por riesgo de crédito, mercado y operacional en términos absolutos para el conjunto de la muestra europea (547.000 millones de euros), frente al resultado de la prueba realizada en 2023 (496.000 millones de euros), el impacto en capital es de -3,7 pp, inferior al estimado en el ejercicio anterior (-4,6 pp).

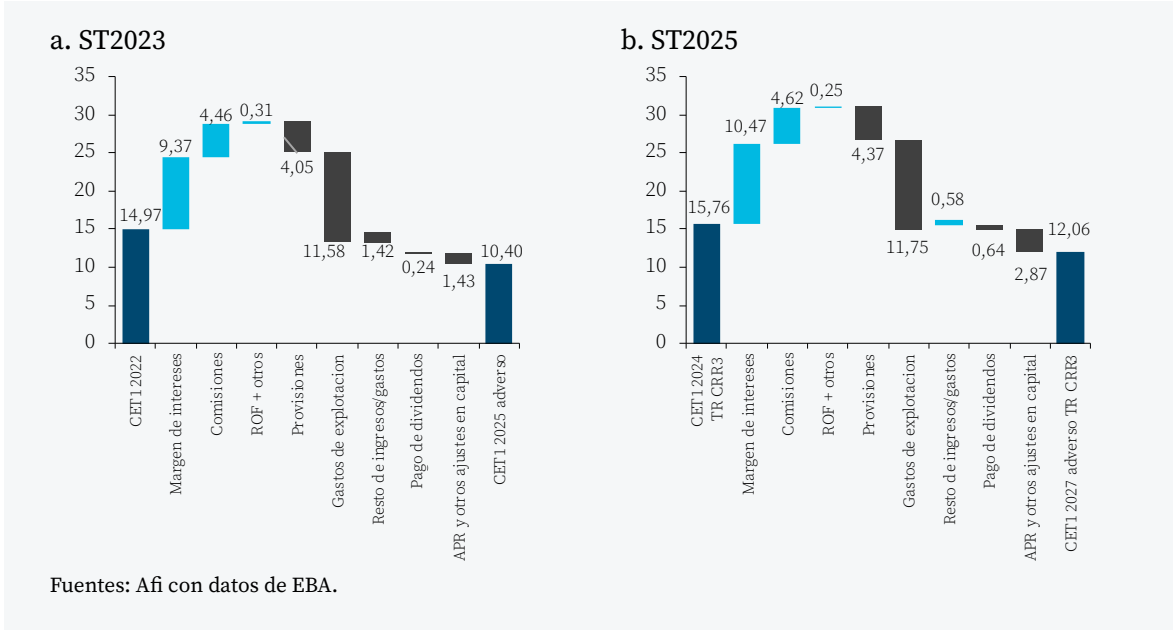
La razón fundamental detrás del mejor comportamiento observado en la prueba de este año –con el menor deterioro de capital desde que se lanzara el ejercicio en 2014– obedece a la mayor capacidad de generación de rentabilidad, en un entorno de tipos estructuralmente más altos, lo que se traduce en el incremento de la contribución del margen a la capitalización orgánica.

La metodología de la EBA prescribe que el margen de intereses proyectado en el escenario adverso no podrá superar en ningún momento el que se registraba en el último ejercicio previo al punto de partida. En la medida en que la banca europea ha pasado de capitalizar un nivel de margen de intereses sobre el activo ponderado por riesgo (en adelante: NII s/RWA) de 3,5 puntos porcentuales en 2022 a un NII s/RWA de 4,1 puntos porcentuales en 2024, el nivel máximo de margen de intereses que puede capitalizar la banca europea ha aumentado de 10,5 puntos

2 Nótese que la EBA, responsable del diseño de la metodología del ejercicio, divulga los resultados únicamente para los bancos de mayor tamaño en la Unión Europea y Noruega. El Banco Central Europeo hace suya esta metodología para todas las entidades que están directamente acogidas a su directa supervisión en el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), lo que produce que, en la práctica, haya tres grupos de bancos: (i) aquellos bancos que ya estén recogidos en el perímetro de publicación de la EBA por ser entidades de mayor tamaño en el conjunto de la Unión Europea y estén domiciliadas en países pertenecientes al SSM; (ii) aquellos bancos que siendo significativos en el SSM no son suficientemente grandes como para participar en la publicación de la EBA, pero de los que el BCE informa resultados por horquillas, y (iii) aquellos bancos que no están dentro del alcance del BCE y de los que únicamente publica información la EBA por ser entidades domiciliadas en países de la Unión Europea no pertenecientes al SSM y Noruega.

Gráfico 4

**Descomposición del capital de primer nivel CET1, escenario adverso, ST-EBA (conjunto banca europea), ST2023 y ST2025**



porcentuales en 2023 a 12,3 puntos porcentuales en 2025<sup>3</sup>.

Como se observa en el gráfico 4, el deterioro de capital para el conjunto de la banca europea entre las ediciones de 2023 y 2025 se ha reducido en 89 puntos básicos, al tiempo que la contribución del margen financiero al capital se ha incrementado en 110 puntos básicos. Esta comparativa hace del margen financiero una de las partidas que mejor comportamiento presenta en la descomposición del capital respecto a la edición de 2023, junto con la proyección del resto de ingresos y gastos, que se ve positivamente afectada por las menores contribuciones al

fondo de garantía de depósitos y al fondo único de resolución durante el año 2024.

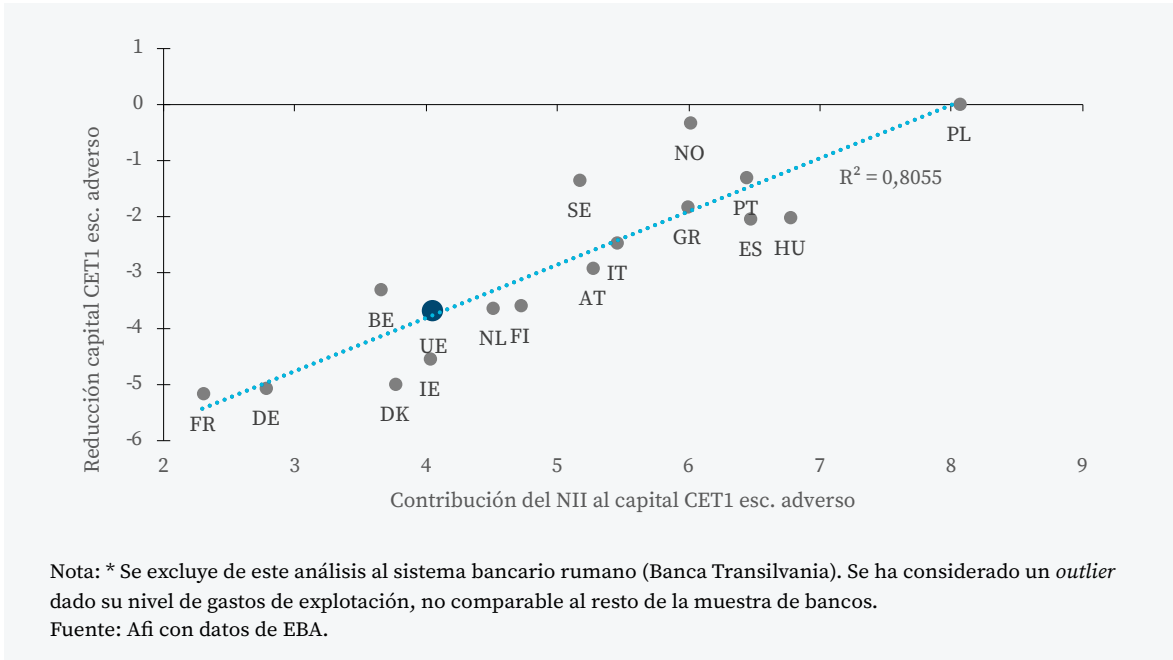
De lo anterior se desprende que el incremento de los márgenes, incluso con diferencias importantes entre entidades financieras, es responsable de la mayor capitalización orgánica y, en definitiva, la mayor capacidad de absorción de las pérdidas potenciales que se derivan de un episodio teórico de tensión. Como se observa en el gráfico 5, los sistemas bancarios que presentan una mayor capitalización orgánica por la vía de la contribución de los márgenes financieros, es decir, los que son más rentables bajo un escenario de tensión, son también los más resilientes

3 Dado que no se puede proyectar un margen de intereses superior al del punto de partida y que se proyectan tres años, el máximo margen de intereses al que puede optar la banca será equivalente a  $NII\ s/RWA^*3$ , o lo que es lo mismo:  $3,5pp^*3=10,5pp$  (ST-2023) y  $4,1pp^*3=12,3pp$  (ST-2025), para el conjunto de la banca europea.

## Gráfico 5

## Comparación entre reducción del capital CET1 y contribución del margen de intereses al capital en el escenario adverso del ST2025\*

Porcentaje



en términos de menor consumo de recurso propios en el escenario adverso.

### La respuesta supervisora para preservar los requerimientos de capital en el marco de la estabilidad financiera

Como se ha identificado en el apartado anterior, el aspecto fundamental para entender el cambio de paradigma en los test de estrés radica en el incremento de la rentabilidad que se ha observado en el sector bancario en los últimos años, consecuencia del repunte de los tipos y su impacto en márgenes financieros.

Aunque con diferencias metodológicas, los supervisores de la Fed y los del BCE/EBA, apoyan sus modelos estadísticos en la información

reciente para sustentar los modelos de previsión, lo que desencadena resultados más positivos cuando los datos previos han sido igualmente favorables:

- En el caso americano, bajo un enfoque *top down* que prioriza la utilización de un modelo único para todos los bancos desarrollado por la propia Fed y con la información de punto de partida que proporcionan las entidades.
- En el caso europeo, bajo una metodología *bottom up* en el que los bancos están llamados a desarrollar sus propias estimaciones sobre la base de la información contable y prudencial del ejercicio anterior, aunque siguiendo de cerca las pautas que marca el regulador y, eventualmente, ajustando las

proyecciones en aquellas estimaciones que se desvían de los niveles que el supervisor entiende como razonables.

Una y otra aproximación han estado sujetas a una revisión permanente, que justifican los supervisores por la necesidad de calibrar mejor sus modelos y capturar nuevos eventos de riesgo que no estuvieran adecuadamente cubiertos por las metodologías previas. Así, por ejemplo, en la primavera de 2023, cuando algunos bancos regionales en Estados Unidos sufrieron episodios de resolución causados por riesgo de liquidez y riesgo de tipos de interés, la Fed y la EBA acometieron ejercicios exploratorios para conocer el impacto que podría llegar a tener una fuerte subida de tipos de interés en minusvalías latentes de las carteras de renta fija a coste amortizado.

En esta ocasión, y a la luz de unos resultados históricamente positivos, los supervisores han desarrollado propuestas que podrían conducir al endurecimiento de la prueba o, al menos, a limitar la flexibilidad de los requerimientos de capital:

### El ajuste de los resultados en el ST de la Fed

En abril de este año, el Consejo de Gobernadores de la Fed propuso una nueva fórmula para evaluar los resultados de las pruebas de resistencia y su incorporación en el requerimiento de capital orientada a minimizar la volatilidad en las exigencias de solvencia mínima.

Bajo esta nueva fórmula se promediarían los resultados del ejercicio de estrés de este año con los de la prueba de resistencia de 2024 de cara al cálculo del colchón de capital de resistencia exigido a cada banco. Como se observaba en el gráfico 1, si se promedian los resultados de 2024 y 2025, se produciría una disminución agregada

del capital de 2,3 puntos porcentuales (en lugar de los 1,8 puntos porcentuales correspondientes al ejercicio de 2025).

Asimismo, el Consejo de Gobernadores de la Fed ha expresado su interés en mejorar la transparencia del proceso de elaboración de pruebas de resistencia mediante la divulgación y la solicitud de comentarios públicos sobre los modelos utilizados y el marco de diseño de escenarios que determinan las pérdidas e ingresos hipotéticos en escenarios de tensión. A través de este nuevo enfoque, el Consejo desea mejorar la captación de riesgos y el rendimiento de los modelos en futuros ejercicios de estrés.

### La prospección de nuevos riesgos en el ST del BCE

El BCE ha anunciado que la evaluación del impacto de los riesgos geopolíticos, que forma parte de su hoja de ruta sobre expectativas supervisoras para el trienio 2025-2027, irá acompañada del desarrollo de análisis de escenarios y test de estrés.

|  
*El BCE ha anunciado que la evaluación del impacto de los riesgos geopolíticos, que forma parte de su hoja de ruta sobre expectativas supervisoras para el trienio 2025-2027*  
|

Este diagnóstico llega en un momento de inflexión para los test estrés en Europa, ante el debate abierto en el seno de la EBA acerca del futuro de las pruebas de resistencia y de nuevas obligaciones cualificadas para las entidades en materia de captura de información y diseño de metodologías, especialmente de los conocidos como riesgos emergentes o *unknown-unknowns*.

Aunque en las dos últimas ediciones de la prueba de resistencia bienal se han incorporado escenarios económico-financieros basados en factores de riesgo geopolítico (Ucrania, Oriente Medio, guerra arancelaria), no hay un análisis causal del comportamiento geopolítico en el negocio bancario y el supervisor espera mayor grado de concreción por parte del sector. Por esa razón, la presidenta del Consejo de Supervisión del BCE (Claudia Buch) anunciaba en el Parlamento

Europeo que en 2026 se llevará a cabo un ejercicio de estrés temático sobre riesgos geopolíticos.

Está previsto que, en dicho ejercicio temático, el BCE solicite de las entidades la evaluación de escenarios geopolíticos específicos que podrían afectar gravemente a su solvencia. De este modo, se dará continuidad al trabajo iniciado en las pruebas de resistencia realizadas este año con la EBA.

## Conclusión

Los resultados de los ejercicios de estrés realizados en 2025 por la Fed y la EBA evidencian un cambio de paradigma en la evaluación de la resiliencia bancaria. A pesar de escenarios más severos, el menor deterioro de capital observado responde a una mayor capacidad de generación de rentabilidad, especialmente por el fortalecimiento de los márgenes financieros. Este fenómeno ha permitido una capitalización orgánica más robusta, que mejora la absorción de pérdidas potenciales y refuerza la solvencia del sistema bancario.

Sin embargo, este desempeño positivo no debe interpretarse como una garantía permanente. La creciente complejidad de los escenarios de estrés –con la incorporación de riesgos emergentes como los

geopolíticos, el endurecimiento de los marcos metodológicos y la introducción de elementos discrecionales por parte de los supervisores– exige a las entidades financieras una actitud proactiva y constante en el seguimiento de sus fortalezas y debilidades.

En este contexto, se vuelve imprescindible que la industria bancaria desarrolle capacidades internas para anticipar y adaptarse a los cambios en los ejercicios de estrés. Esto implica no solo mejorar la calidad de sus proyecciones, sino también integrar de forma sistemática el análisis de nuevos riesgos en sus modelos internos. Solo de este modo podrán preservar su papel esencial en la economía, asegurando la estabilidad financiera y reforzando la confianza del mercado en un entorno de creciente incertidumbre.



# 07

## **Joaquín Maudos**

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



# El endeudamiento de las empresas españolas: análisis sectorial, por tamaño de empresa y por regiones

El objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente del endeudamiento de las empresas españolas, primero desde una comparativa internacional, para luego focalizar el análisis en las diferencias que hay en España entre sectores, tamaño de empresas y regiones. Los resultados muestran el intenso desapalancamiento realizado hasta situar las ratios deuda/PIB y deuda/excedente bruto por debajo de las medias europeas, que también se refleja en la caída del peso de la deuda en el activo neto de las empresas. Ese peso aumenta conforme crece el tamaño de las empresas, de forma que la ratio de las grandes (39,3 %) es 17 pp superior al de las microempresas. El rango de variación entre sectores es importante, y alcanza un máximo del 48,7 % en el sector de las actividades administrativas y uno mínimo del 22 % en las industrias extractivas. Es de destacar la intensa caída del endeudamiento en el sector de la construcción e inmobiliario. Por regiones, hay diferencias considerables, de forma que el valor máximo (42,5 % en Asturias) multiplica por un factor de 2,6 el mínimo (16,2 % en Galicia).

## Introducción

Las empresas financian parte de sus inversiones y crecimiento recurriendo al endeudamiento externo, ya sea en forma de deuda o de préstamo. Por tanto, el recurso al endeudamiento no debe ser visto como algo negativo. Sin embargo, cuando el endeudamiento es excesivo, la empresa es más vulnerable a *shocks* externos, como puede ser una subida del coste de la financiación o un cambio de ciclo que impacte negativamente en sus ventas y, por tanto, en la capacidad de pago de la deuda. Si el endeudamiento es excesivo, la capacidad de cumplir con los compromisos de pago se reduce y también la de hacer frente a imprevistos (al ser la empresa menos solvente), a la vez que la empresa ve cuestionada su imagen y credibilidad frente a acreedores y clientes.

Estos aspectos negativos del excesivo endeudamiento se han puesto de manifiesto en las burbujas crediticias del pasado, que alimentaron un aumento excesivo de la deuda de las empresas (y también de las familias) que, una vez pinchan, desencadenan crisis económicas de gran envergadura. Esa historia es común en muchos países y España no es una excepción, como así ocurrió con la crisis financiera de 2008 que dio lugar a una importante destrucción de riqueza y empleo. Por eso es tan relevante monitorizar la evolución de los ratios de endeudamiento, incluyendo también la del sector público.

Como se demuestra en este artículo, atrás han quedado los excesivos niveles de endeudamiento del pasado reciente (con la formación de una burbuja crediticia e inmobiliaria), en lo que al sector privado se refiere. La dinámica de la

deuda pública y privada tiene orígenes distintos (en el caso de la pública, el déficit público) y nuestro centro de atención en este trabajo va a ser la deuda de las empresas, en concreto del sector privado no financiero.

El principal valor añadido del trabajo es analizar las importantes diferencias que hay en la ratio de endeudamiento (aproximada por la ratio deuda/activo neto)<sup>1</sup> de las empresas españolas en varias dimensiones: por ramas de actividad, por tamaño empresarial y por regiones. Como se podrá comprobar, los agregados siempre enmascararán diferencias considerables en cualquiera de estas tres dimensiones analizadas.

El análisis es posible gracias a la disponibilidad desde hace poco de una nueva fuente de datos del Banco de España como es B-Explora<sup>2</sup> que contiene información entre otras de esta variable (deuda/activo) con amplia cobertura temporal, siendo 2023 el último dato disponible. Con estos datos, se ofrecen en este trabajo análisis por sectores, tamaño de empresas y regiones.

Con este objetivo, el artículo se estructura de la forma siguiente. En primer lugar, se sitúa a España en el contexto europeo en lo que a la ratio deuda/PIB de las empresas se refiere, constatándose el intenso esfuerzo de desapalancamiento realizado en España hasta situarse por debajo de las medias europeas. A continuación, el foco se pone en la sostenibilidad de esa deuda, a través del análisis también comparativo europeo de la ratio deuda/excedente bruto de explotación de las empresas. En los apartados siguientes, el centro de atención es la ratio deuda/activo de las empresas españolas, con análisis de su evolución

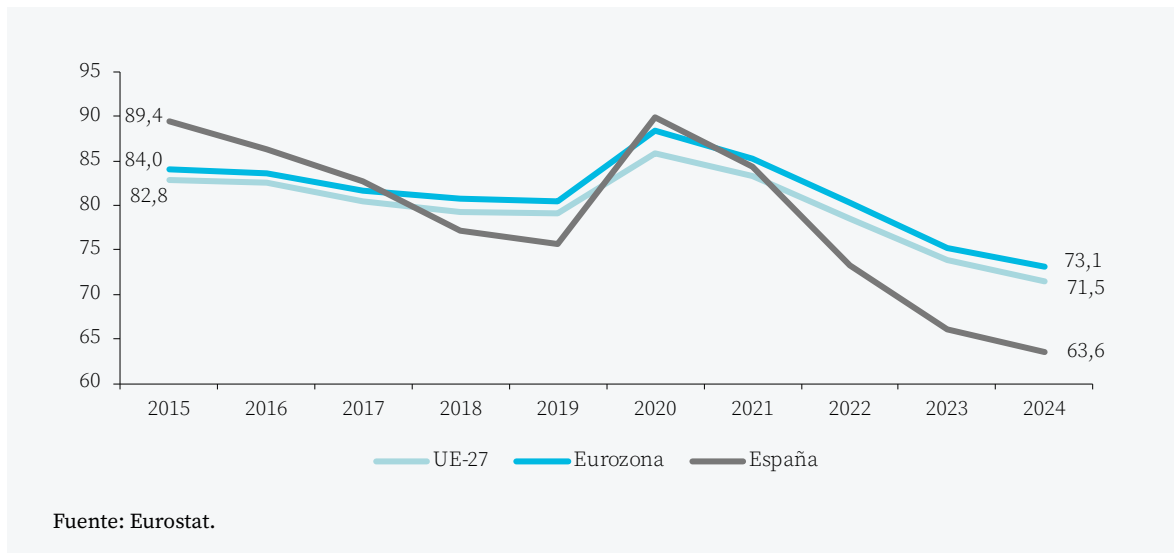
1 Ratio de endeudamiento=(recursos ajenos con coste)/(recursos propios+recursos ajenos con coste+ajuste para valorar a precios de mercado el inmovilizado material).

2 <https://www.bde.es/wbe/es/estadisticas/relacionados/visualizaciones-de-datos/sociedades-no-financieras---central-de-balances/bexplora-las-estadisticas-de-la-central-de-balances/bexplora-las-estadisticas-de-sociedades-no-financieras.html>

Gráfico 1

**Deuda empresarial (consolidada)/PIB**

Porcentaje



temporal, por tamaño de empresa, ramas de actividad y regiones. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

### Endeudamiento de las empresas: España en el contexto europeo

Como muestra el gráfico 1, las empresas españolas han hecho un esfuerzo intenso de desapalancamiento en la última década. Así, si en 2015 la ratio deuda (consolidada)<sup>3</sup>/PIB del sector empresarial no financiero se situaba en España 6,6 puntos porcentuales por encima de la media de la UE-27 (89,4 % vs. 82,8 %), a finales de 2024 se sitúa 7,9 pp pero por debajo (con un valor del 63,6 %, 9,5 pp menos que la eurozona). Fue en 2017 cuando consiguió converger a la media europea para, a partir de ahí (salvo en el año excepcional de la pandemia como consecuencia del

hundimiento del PIB), divergir cada vez más de las medias europeas, alcanzándose la máxima brecha en 2024. Así, el balance 2015-2024 supone un esfuerzo de desapalancamiento de 25,8 pp en España, más que duplicando la caída tanto de la UE-27 (11,3 pp) como de eurozona (10,9 pp). En 2024, España ocupa la posición diez en el *ranking* (de menor a mayor) de la ratio deuda/PIB de las empresas de la UE-27, con un rango de variación que oscila de un valor máximo del 278 % en Luxemburgo a uno mínimo del 27,6 % en Rumania. En el caso de los principales países de la eurozona, Alemania se sitúa en el 59,1 %, Francia en el 90,9 % e Italia en el 55,9 %.

La intensa caída del endeudamiento de las empresas en España tiene su reflejo en la evolución del *stock* vivo del crédito bancario al sector privado residente (que también incluye el crédito a los hogares), que ha experimentado una fuerte

<sup>3</sup> La deuda de las empresas incluye los préstamos y los valores representativos de deuda, excluida la deuda frente a otras empresas.

De 2015 a 2024 la ratio deuda/PIB de las empresas ha disminuido 25,8 pp en España, situándose en la actualidad en el 63,6 %, 9,5 pp por debajo de la media de la eurozona

caída desde su valor máximo a finales de 2008. En concreto, desde ese valor máximo, y hasta el dato más reciente disponible (abril de 2025), la caída es del 36 %. En el caso concreto del crédito a las empresas, la caída desde su valor máximo es mayor, del 47 %, lo que implica que el *stock* vivo actual es casi la mitad del que había hace más de década y media.

### Sostenibilidad de la deuda

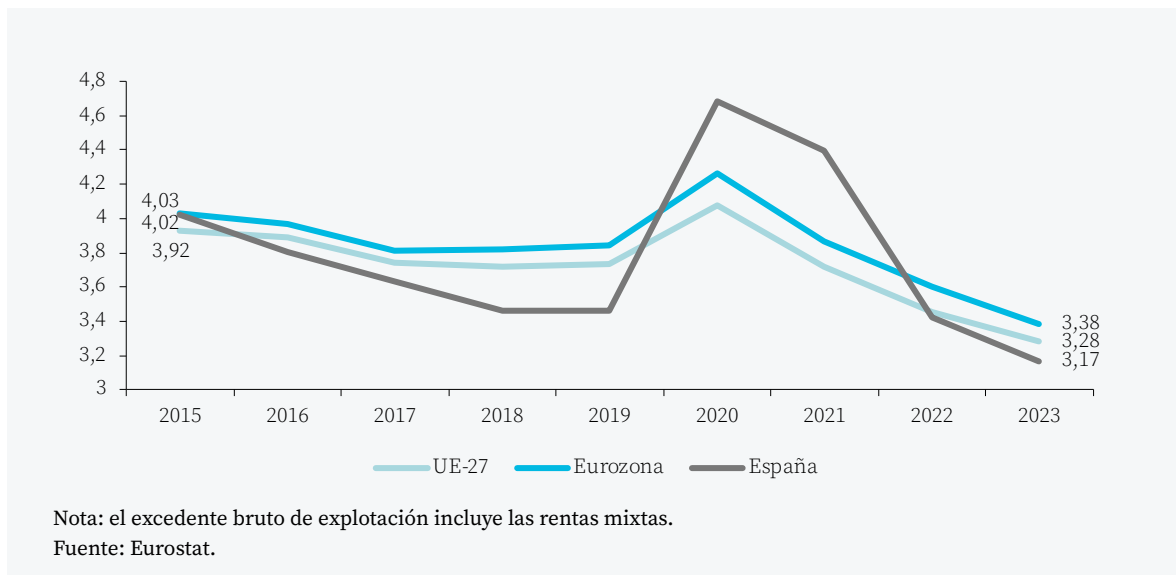
Aunque es habitual utilizar la ratio deuda/PIB como indicador de endeudamiento, la ratio hay que interpretarla con cautela, ya que no

contrapone la deuda de las empresas con su capacidad de pago. Por eso, un indicador más riguroso de sostenibilidad de la deuda es la ratio deuda/excedente bruto de explotación, puesto que es este último la renta que tiene una empresa para afrontar la amortización de la deuda.

Como muestra el gráfico 2, la tendencia a la baja de este indicador de sostenibilidad de la deuda se vio truncada en 2020 con la caída del beneficio empresarial fruto de la pandemia, si bien fue con mucha más intensidad en España que en la UE-27/eurozona. A partir de 2021 se recupera esa tendencia bajista, situándose la ratio en 2023 (último año disponible) en el 3,17 % España, por debajo del 3,28 % de la UE-27 y del 3,38 % de la eurozona. Es un valor que supera al de Italia (2,58 %) y Alemania (2,59 %), pero que está por debajo del de Francia (3,36 %) y Portugal (4,95 %). Por tanto, con los datos de 2023, harían falta algo más de tres años de beneficio bruto para amortizar la deuda de las empresas españolas.

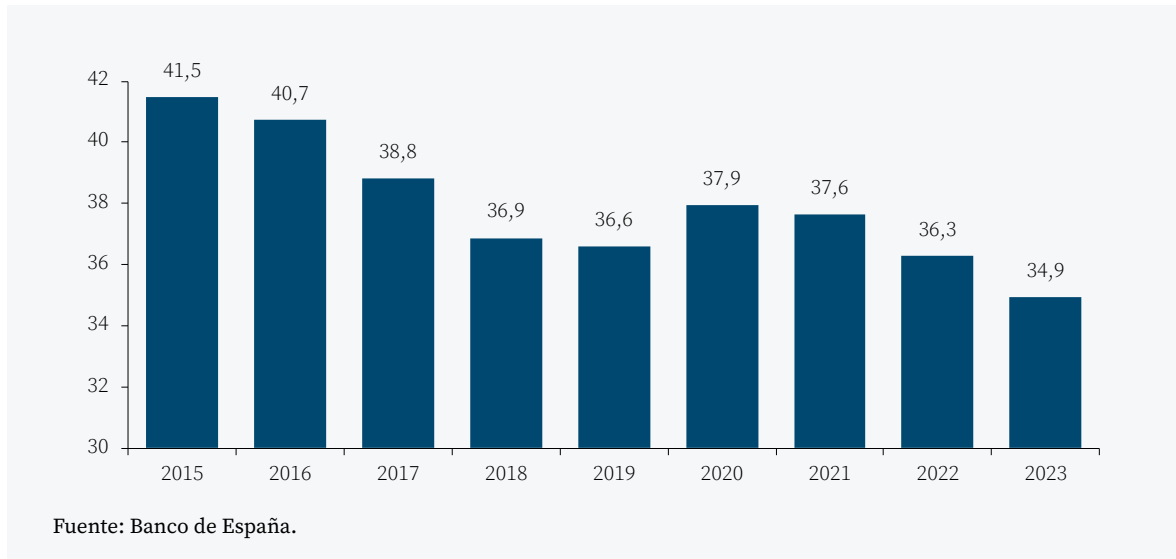
#### Gráfico 2

### Deuda empresarial (consolidada)/excedente bruto de explotación



**Gráfico 3****Ratio deuda/activo neto de las empresas españolas**

Porcentaje

**Ratio de endeudamiento de las empresas españolas**

El tercer indicador de endeudamiento empresarial es la ratio deuda/activo neto. El Banco de España ofrece desde hace poco este indicador en su base de datos B-explora con información desde 2008 a 2023, tanto a nivel nacional como por comunidades autónomas y provincias. Ofrece desagregaciones de interés como es por tamaño empresarial (micro, pequeña, mediana y grande) y por ramas de actividad (14 ramas).

Como muestra el gráfico 3, el desapalancamiento que ya hemos constatado anteriormente utilizando la ratio deuda/PIB también tiene lugar cuando analizamos el peso de la deuda en el activo neto de las empresas. Así, esa ratio, que en 2015 era del 41,5 %, en 2023 (último dato disponible) disminuye al 34,9 %, por lo que en esos ocho años que trascurren la ratio ha disminuido 6,6 pp. De nuevo se observa el aumento excepcional en el año de la pandemia, para retomar desde

entonces su senda bajista hasta situarse en su nivel mínimo en 2023. La otra cara de la moneda de la ratio de endeudamiento es la de capitalización, por lo que en los años analizados (casi una década), ha mejorado la solvencia del tejido empresarial español, lo que constituye sin duda un indicador de fortaleza y menor vulnerabilidad ante futuras crisis o ante un aumento de los tipos de interés.

**Endeudamiento y tamaño empresarial**

Esas ratios promedio de endeudamiento enmascaran importantes diferencias según el tamaño de las empresas. Así, con los datos más recientes de 2023, son las microempresas (menos de diez empleados) las menos endeudadas, con una ratio del 22,6 % que contrasta con un 39,3 % en las empresas grandes (más de 200 empleados). Conforme aumenta el tamaño empresarial, aumenta su ratio de endeudamiento: al 24,2 % en las pequeñas, el 29,2 % en las medianas y

al 39,3 %, como hemos dicho, en las grandes. El gran salto se produce en este último tipo de empresas, con una ratio que es 10 pp superior al predecesor tipo de empresa en tamaño (las medianas). Este patrón de que el endeudamiento aumenta con el tamaño de la empresa se reproduce en la mayoría de los sectores productivos.

Desde una perspectiva temporal para cuantificar la intensidad del desapalancamiento, el mayor esfuerzo por mejorar la capitalización ha tenido lugar en las microempresas, con una caída de la ratio deuda/activo neto de 13 pp, muy superior a la disminución de 7,6 pp en las grandes empresas. Por tanto, mientras que hay una relación positiva entre el tamaño empresarial y el endeudamiento, la relación es negativa en la intensidad del desapalancamiento que ha tenido lugar desde 2015.

*Existe una clara relación positiva entre el endeudamiento y el tamaño empresarial, con una ratio deuda/activo en las grandes empresas del 39,3 %, 16,7 pp superior al de las microempresas*

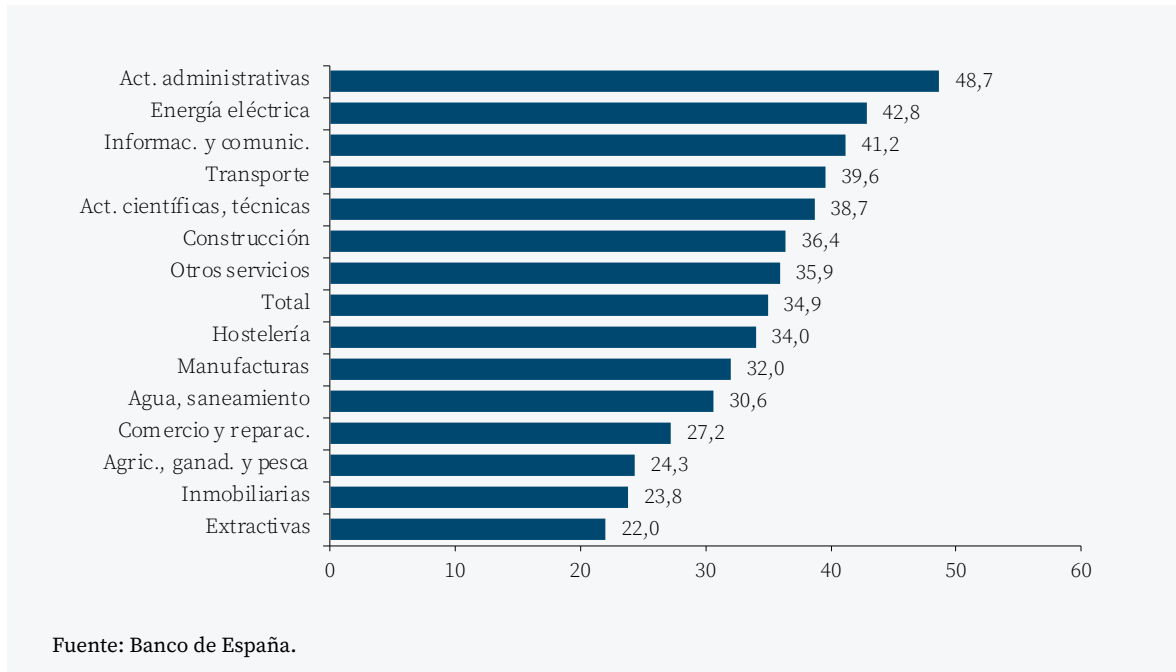
### Diferencias sectoriales en el endeudamiento de las empresas españolas

La riqueza de información que ofrece la nueva base de datos del Banco de España permite analizar las diferencias en la ratio de endeudamiento por ramas de actividad, que, como muestra el gráfico 4, presenta un importante rango de variación con datos de 2023. Así, destaca el valor máximo del 48,7% del sector de las actividades administrativas, al que le sigue el de la energía

#### Gráfico 4

### Ratio deuda/activo neto del sector no financiero, 2023

Porcentaje



eléctrica (42,8%). Son niveles que contrastan con un valor en torno o por debajo del 25 % en la agricultura, ganadería y pesca (24,3 %), industrias extractivas (22 %) y el sector inmobiliario (23,8 %). La ratio de endeudamiento ha disminuido de 2015 a 2023 en todos los sectores, con la excepción del sector de las actividades administrativas, el sector de la información y las comunicaciones, y el sector de la energía eléctrica.

Es de destacar la intensa caída del endeudamiento en el sector de la construcción (16 pp) e inmobiliario (14 pp). Si retrocediéramos aún más hasta la fecha del pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2008, en aquel momento el sector de la construcción tenía una ratio del 56,8 %, por lo que desde entonces la ratio ha caído casi 21 pp. Son datos que tienen su contrapartida en la evolución del crédito concedido

por el sector bancario español a las empresas de estas dos ramas de actividad.

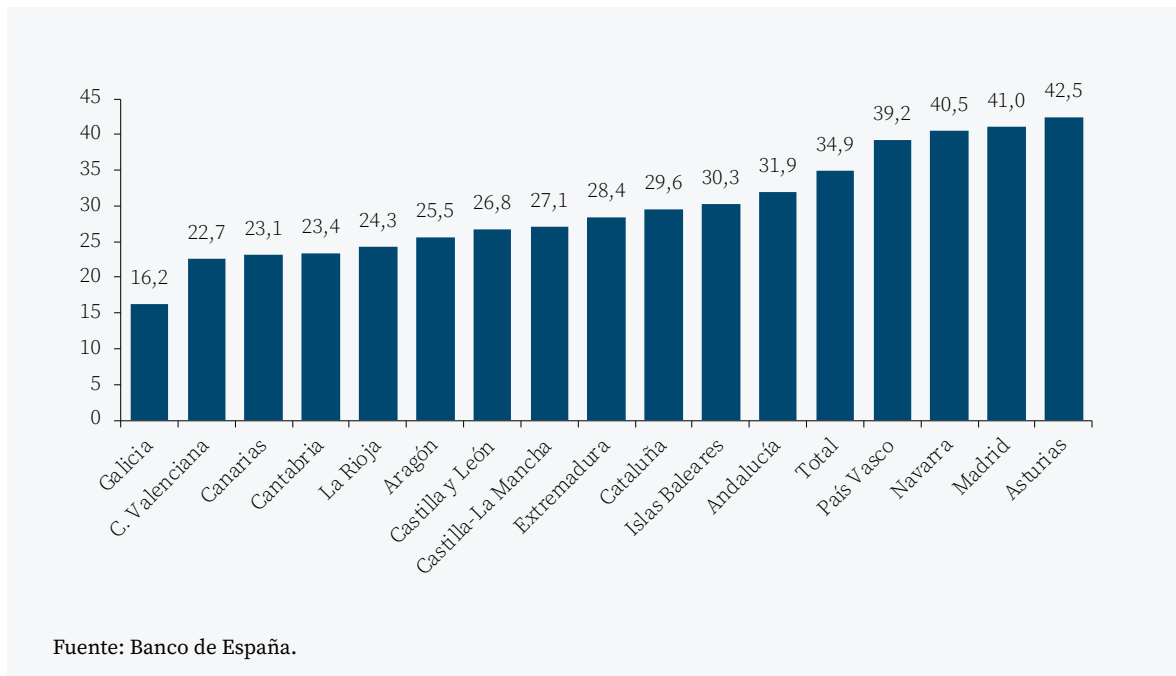
Así, de los valores máximos que alcanzaron en el pasado (septiembre de 2008 en construcción y junio de 2009 en actividades inmobiliarias), la caída del *stock* vivo de crédito es del 84 % en el sector de la construcción y del 78 % en el de actividades inmobiliarias. Si el crédito a estos dos sectores llegó a representar casi la mitad del total del crédito a las empresas, en la actualidad el peso ha caído al 18 %.

A la hora de interpretar estas diferencias de endeudamiento entre sectores, es importante tener en cuenta la distinta relación capital/trabajo con la que operan. Así, en sectores intensivos en capital que exigen importantes inversiones, es lógico que exhiban mayores niveles de endeudamiento.

**Gráfico 5**

**Ratio deuda/activo neto del sector no financiero, CC. AA. (2023)**

Porcentaje



## Diferencias regionales en el endeudamiento de las empresas españolas

La información por comunidades autónomas muestra de nuevo un importante rango de variación, de forma que el valor máximo multiplica por un factor de 2,6 el mínimo, con valores del 42,5 % en Asturias y del 16,2 % en Galicia (gráfico 5). Por encima de la media nacional se sitúan el País Vasco, Navarra, Madrid y Asturias, mientras que con ratios por debajo del 25 % aparecen,

además de Galicia, la Comunidad Valenciana, Canarias, Cantabria y La Rioja. Estas abultadas diferencias regionales pueden deberse a diversos motivos, como son la estructura productiva de sus economías (dadas las importantes diferencias que hay en la ratio de endeudamiento entre sectores), la distribución por tamaños de sus tejidos empresariales (a mayor peso de grandes empresas, mayor será la ratio de endeudamiento), la rentabilidad de sus empresas (a mayor rentabilidad, el endeudamiento suele ser menor), etc.

### Conclusiones

La riqueza de información manejada muestra la importancia que el tamaño empresarial y el sector de actividad tienen a la hora de explicar las diferencias en la ratio deuda/activo neto de las empresas españolas. En el primer caso, existe una clara relación positiva entre tamaño empresarial y endeudamiento, en lo que influye la mayor dependencia que tienen las pequeñas empresas del crédito bancario como fuente de financiación, al contrario que las grandes que pueden acceder directamente a los mercados de deuda.

El mayor nivel de endeudamiento de las grandes empresas las hace más vulnerables a *shocks* externos (como una subida de tipos de interés), pero su menor dependencia del crédito bancario juega a su favor, ya que suele ser este mercado el que más restricciones sufre en periodos de crisis financieras.

En lo que al sector de actividad se refiere, los resultados muestran importantes diferencias, que en parte se explican por características idiosincráticas de cada sector

(como las diferencias en la relación capital/trabajo que exige mayores o menores inversiones a financiar), pero también del acceso al crédito bancario. En casi todos los sectores para los que hay información, la ratio de endeudamiento ha disminuido, siendo de destacar la intensa caída en el sector de la construcción e inmobiliario, sectores que, como es conocido, alcanzaron niveles insostenibles en la pasada burbuja inmobiliaria y crediticia.

Teniendo en cuenta la importancia que el tamaño empresarial y el sector de actividad tienen a la hora de explicar la ratio de endeudamiento, se entienden las diferencias que hay entre las regiones españolas, donde la ratio de la comunidad autónoma con mayor valor (Asturias) multiplica por 2,6 la que presenta la menor ratio deuda/activo neto (Galicia).

En cualquier caso, y a pesar de las diferencias comentadas de endeudamiento por sectores, tamaño empresarial y regiones, es de destacar el esfuerzo de desapalancamiento que han realizado las empresas españolas en los últimos años, hasta el punto

de que desde 2021 el peso de su deuda en el PIB se sitúa por debajo de la media de la UE/eurozona, con una diferencia que se va ampliando desde entonces hasta alcanzar su distancia máxima en 2024 de casi 8 pp. Fruto de ese esfuerzo y de la recuperación

de la rentabilidad tras la pandemia, ha mejorado la sostenibilidad de la deuda de las empresas, de forma que desde 2022 la ratio deuda/excedente bruto de explotación es menor en España que en la UE-27/eurozona.

## Referencias

BANCO DE ESPAÑA. (2024). BExplora Central de Balances Regional: una nueva herramienta estadística con información empresarial por comunidades autónomas y provincias.

# 08

## Área Financiera y Digitalización de Funcas



## Fondos *NextGen*: ¿la transformación que no llega?

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia financiado con fondos *Next Generation EU* (*NextGen*) se presentó como una oportunidad histórica para modernizar la economía española. A mediados de 2025, los resultados muestran claroscuros: España ha liderado en compromisos formales y recepción de transferencias europeas, pero la ejecución efectiva es limitada, con menos de un tercio de los créditos transformados en pagos reales. Además, cerca del 25 % de los recursos se ha orientado a gasto corriente, reduciendo su potencial estructural. Este artículo analiza de forma crítica estos desajustes entre expectativas, gestión administrativa y resultados tangibles.

## Introducción

El programa *Next Generation EU* (NGEU o *NextGen*) se concibió en 2020 como una respuesta histórica de la Unión Europea (UE) para impulsar la recuperación tras la pandemia de COVID-19. España, uno de los mayores beneficiarios, diseñó el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) –también llamado *España Puede*– con la expectativa de modernizar su economía mediante inversiones y reformas sin precedentes. En conjunto, a España le corresponden cerca de 160.000 millones de euros en transferencias y préstamos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), eje central del NGEU. Esta inyección equivale a más del 12 % del PIB español y debe ejecutarse íntegramente antes de 2026. Las autoridades proclamaron que estos fondos serían una “oportunidad única” para acometer transformaciones estructurales pendientes, desde la transición ecológica y digital hasta mejoras en educación, empleo y cohesión social.

En la actualidad, sin embargo, persisten interrogantes sobre el grado de transformación realmente logrado. A casi cuatro años de iniciado el plan, solamente una fracción de los fondos ha llegado efectivamente a la economía real, y muchos proyectos estructurales aún están en ejecución o ni siquiera iniciados. España ha recibido cinco desembolsos del MRR por parte de la Comisión Europea hasta la fecha (incluyendo el más reciente en verano de 2025), cumpliendo la mayoría de los hitos y objetivos pactados. No obstante, la ejecución presupuestaria interna avanza con lentitud: en 2024 el Gobierno apenas logró desembolsar una quinta parte de los fondos previstos para ese año, profundizando una tendencia de subejecución observada desde 2022. Al mismo tiempo, van aflorando ejemplos de intervenciones de bajo impacto estructural, actuaciones financiadas que, o bien se retrasan

y corren riesgo de no completarse, o bien su contribución transformadora es cuestionable.

Este artículo efectúa un balance del despliegue de los fondos NGEU en España hasta la fecha. Primero se describe el marco institucional del PRTR, luego se presenta un análisis cuantitativo con datos consolidados, seguido de un análisis cualitativo con ejemplos ilustrativos sobre impacto esperado. A continuación, se desarrolla una discusión crítica sobre los logros y obstáculos del plan, y finalmente se ofrecen las conclusiones.

## Marco institucional del PRTR

El Plan de Recuperación español se inserta en el marco institucional del NGEU, un instrumento temporal dotado con 750.000 millones de euros (a precios de 2018) para el conjunto de la UE. La pieza central es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), que financia reformas e inversiones a cambio del cumplimiento de hitos y objetivos previamente acordados con cada país. En julio de 2021, la Comisión Europea y el Consejo de la UE aprobaron el plan español “España Puede”, otorgando una asignación inicial de 69.528 millones de euros en subvenciones no reembolsables. Posteriormente, España decidió solicitar también la parte de préstamos concesionales, sumando alrededor de 84.000 millones adicionales, a través de una Adenda al plan aprobada en 2023. Con ello, la financiación total asignada ronda los 160.000 millones de euros hasta 2026, la mayor cuantía de la UE solo por detrás de Italia.

El PRTR español se estructura en cuatro ejes transversales (transición ecológica, transformación digital, cohesión social y territorial, e igualdad de género), 10 políticas palanca y 30 componentes que abarcan áreas clave: desde

energías renovables, rehabilitación de viviendas y movilidad sostenible, hasta educación, sanidad, apoyo a pymes, digitalización de la administración, entre otras. Incorpora también 12 Proyectos Estratégicos (PERTE) orientados a sectores tructores (automoción eléctrica, hidrógeno verde, microelectrónica, agroalimentario, salud, etc.), concebidos para canalizar inversiones público-privadas de alto impacto. Según la Comisión Europea, el plan modificado (incluyendo el capítulo REPowerEU de seguridad energética) destina un 39,9 % del gasto a objetivos climáticos y un 26 % a la transición digital, superando los mínimos exigidos del 37 % y 20 %, respectivamente. Además, se calcula que alrededor de un 23 % del gasto se clasifica como inversión social (educación, políticas de cuidado, inclusión laboral, etc.), reflejando la prioridad en mitigar el impacto social de la crisis.

La gobernanza del PRTR recae en una compleja estructura institucional. El Gobierno central (a través de la Comisión para la Recuperación, presidida por la Presidencia del Gobierno, y varios ministerios, principalmente Economía y Hacienda) coordina la planificación, seguimiento y justificación ante la UE. La ejecución se canaliza mediante ministerios y organismos nacionales, pero también con una importante participación de las comunidades autónomas (CC. AA.) y entes locales. De hecho, una porción sustancial de los fondos se transfiere a las CC. AA. para gestionar inversiones en sus ámbitos de competencia. A 31 de diciembre de 2024, se habían distribuido 29.106 millones de euros a las autonomías para proyectos de transición ecológica, digital, educación, sanidad, turismo, empleo, movilidad sostenible, vivienda, agua, ayudas a empresas, cultura, deporte, etc. Adicionalmente, en 2021-2022 España ya transfirió 10.000 millones a las CC. AA. y entes regionales bajo el fondo REACT-EU (otra herramienta NGEU de apoyo inmediato tras la pandemia). Esto eleva a casi 39.000

millones los recursos NGEU distribuidos territorialmente en esos años.

Un rasgo clave del mecanismo es que los pagos de la Comisión Europea al Estado miembro están condicionados al cumplimiento de reformas estructurales. En el caso de España, el plan incluía más de 400 hitos y objetivos que debían lograrse en distintos plazos. Por ejemplo, reformas emblemáticas como la nueva Ley de Educación, la reforma laboral de 2021, la reforma de pensiones, leyes de cambio climático y transición energética, digitalización judicial, entre otras, han sido requisitos para desbloquear desembolsos. Este condicionamiento busca asegurar que los fondos no solo se gasten, sino que dejen un legado estructural en forma de políticas públicas modernizadas. El plazo límite para implementar todas las medidas (inversiones y reformas) es agosto de 2026, según el reglamento europeo del MRR. Para entonces, los Estados miembros deben haber completado los proyectos y solicitado los pagos finales. Cualquier retraso más allá de esa fecha implica riesgo de pérdida de financiación.

España estableció sistemas de control y seguimiento para administrar este volumen de recursos. En particular, se implementó el sistema informático CoFFEE-MRR para monitorizar proyectos y su contribución a los hitos, y se aprobó normativa específica para prevenir el fraude, la corrupción y los conflictos de interés en la gestión de los fondos. El Tribunal de Cuentas español, junto con los órganos autonómicos de control, también ha iniciado fiscalizaciones específicas del PRTR para evaluar procedimientos y resultados. Igualmente, el Tribunal de Cuentas Europeo (European Court of Auditors) emitió informes en 2024 poniendo la lupa sobre la ejecución en distintos países, incluido España. Todos estos mecanismos enmarcan institucionalmente la implementación del plan, con un

equilibrio complejo entre agilidad en el gasto y rendición de cuentas rigurosa sobre el uso de fondos europeos.

### **Análisis cuantitativo: ejecución financiera y distribución de fondos**

En términos globales, España ha asegurado aproximadamente 79.800 millones de euros en transferencias no reembolsables y 83.200 millones en préstamos del MRR tras la aprobación de la Adenda en 2023. Esta dotación se refleja en los sucesivos desembolsos desde Bruselas, que han situado a España entre los países más avanzados en la captación de fondos NGEU. Hasta mayo de 2025, España había recibido más de 48.000 millones de euros en transferencias del MRR, cumpliendo un elevado número de hitos en cada etapa. En el verano de 2025 se materializó el quinto desembolso, por un monto neto

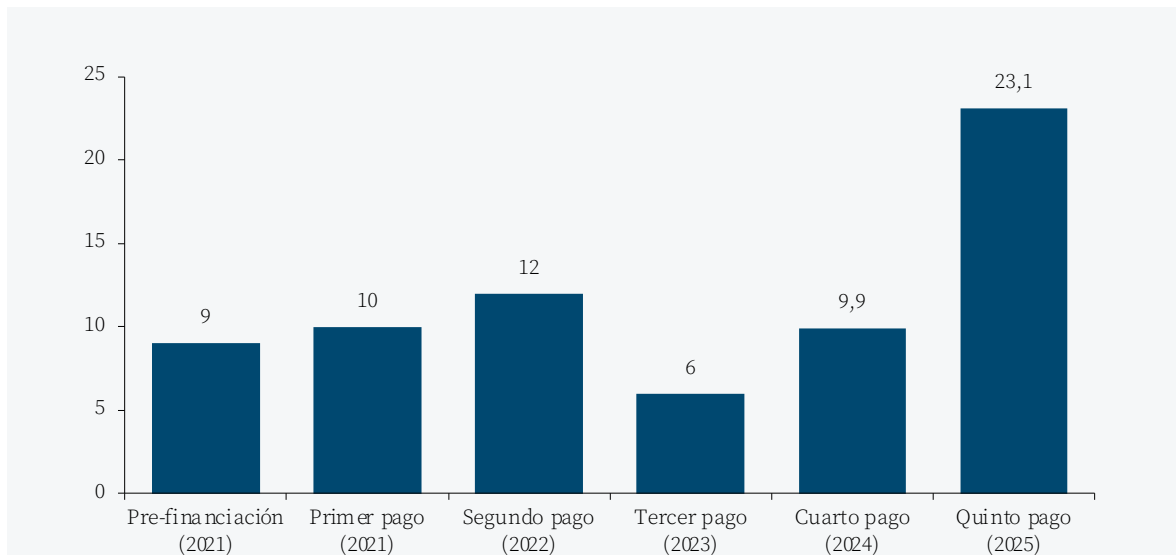
de 23.000 millones de euros (el mayor hasta la fecha), que incluía por primera vez una importante partida de préstamos (unos 16.000 millones) junto a 7.100 millones en subvenciones. Con ello, el acumulado percibido en transferencias asciende a más de 55.000 millones, alrededor del 70 % del total previsto para España (unos 80.000 millones). España se mantiene como el primer país de la UE en volumen de fondos no reembolsables recibidos, ligeramente por delante de Italia y Francia.

En cinco tramos de pago vinculados a hitos, España ha recibido 55.000 millones de euros en subvenciones (70 % de lo previsto). El quinto pago incorporó además 16.000 millones de préstamos, elevando notablemente el volumen. El gráfico 1 ilustra la secuencia de pagos desde la UE. Tras una prefinanciación inicial de 9.000 millones de euros en agosto de 2021 (equivalente al 13 % del monto de subvenciones asignado),

#### **Gráfico 1**

### **Desembolsos del MRR a España (2021-2025)**

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de [planderecuperacion.gob.es](http://planderecuperacion.gob.es).

llegaron el primer pago de 10.000 millones en diciembre de 2021, y el segundo pago de 12.000 millones en julio de 2022. España fue el primer Estado miembro en lograr ambos desembolsos, gracias al rápido cumplimiento de las metas comprometidas para 2021. El tercer pago, de 6.000 millones, se aprobó en febrero de 2023 al certificar 29 hitos del primer semestre de 2022. Posteriormente, el cuarto pago, solicitado a finales de 2023, enfrentó ciertas demoras por dificultades en reformas (v.g. la reforma del subsidio de desempleo y medidas fiscales), y terminó autorizándose en junio de 2024 por un importe

|  
*En 2022, primer año completo de implementación, solo se ejecutó alrededor del 30 % de los créditos presupuestados del PRTR. En 2023, la proporción bajó a un 24,5 %. Y en 2024, a fecha de 1 de diciembre, apenas se había desembolsado el 22 % de lo previsto (7.538 millones de euros efectivamente pagados de un total de 34.134 millones presupuestados)*  
 |

cercano a 10.000 millones. Finalmente, el quinto pago fue aprobado en julio de 2025 y desembolsado en agosto, combinando 7.100 millones de euros en subvenciones (incluyendo 139 millones de euros pendientes del tramo anterior) y 16.000 millones de euros en préstamos. Cada desembolso ha correspondido a un paquete semestral de inversiones/reformas, excepto el quinto, que integró también objetivos de la fase de préstamos (adenda). Cabe señalar que dos hitos del quinto tramo quedaron pendientes de evaluación (la reforma de la fiscalidad del diésel y la digitalización de las administraciones regionales), la Comisión retuvo temporalmente la parte de financiación ligada a ellos, a la espera de su resolución en los meses siguientes. En suma, España transita 2025 habiendo obtenido la mayor parte

de los fondos europeos disponibles en forma de transferencias, si bien resta camino para conseguir el 100 % de los recursos, incluyendo los préstamos y los nuevos objetivos de la Adenda.

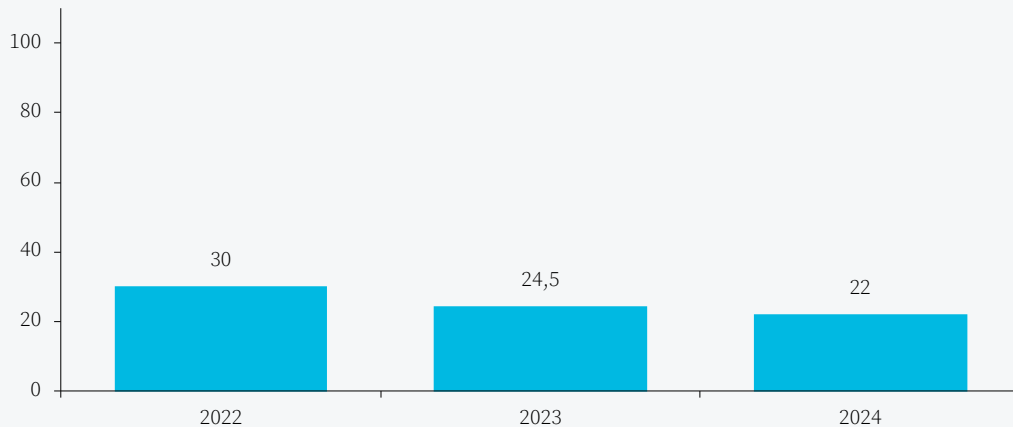
Un aspecto crítico es cómo esta llegada de fondos se traduce en gasto efectivo dentro de España. Cada año, los Presupuestos Generales del Estado han incorporado cuantiosos créditos para el PRTR, pero las tasas de ejecución reflejan retrasos significativos. En 2022, primer año completo de implementación, solo se ejecutó alrededor del 30 % de los créditos presupuestados del PRTR. En 2023, la proporción bajó a un 24,5 %. Y en 2024, a fecha de 1 de diciembre, apenas se había desembolsado el 22 % de lo previsto (7.538 millones de euros efectivamente pagados, de un total de 34.134 millones presupuestados). Incluso con la aceleración típica de fin de ejercicio, resultaba imposible acercarse al 100 % de ejecución anual, de hecho, 2024 sería el peor año en términos relativos, consolidando una tendencia descendente en la agilidad de gasto.

La ejecución ha sido decreciente: 30 % en 2022, 24,5 % en 2023 y en torno al 22 % en 2024. Cada año, más de dos tercios de los fondos asignados no llegan a la economía real en el plazo previsto. El gráfico 2 evidencia la brecha entre lo presupuestado y lo finalmente gastado cada año. Varios factores explican esta situación: retrasos administrativos en convocatorias y adjudicaciones, cuellos de botella en la capacidad de absorción de algunos programas, e incluso haber sobreestimado inicialmente los ritmos de ejecución. El Gobierno suele presentar cifras de ejecución en términos de “obligaciones reconocidas”, que incluyen fondos comprometidos, aunque no pagados, lo cual arroja porcentajes algo mayores (por ejemplo, un 34,6 % en 2024). Sin embargo, en términos de pagos efectivamente realizados a beneficiarios finales, las cifras reales son las mencionadas (22 % en 2024). Como referencia,

## Gráfico 2

**Ejecución del presupuesto anual de fondos NextGen en España**

Porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de [planderecuperacion.gob.es](http://planderecuperacion.gob.es).

entre 2021 y 2023 la Administración General del Estado adjudicó un total de 66.000 millones de euros en el marco del PRTR –esto equivale al 95 % de los 69.500 millones de la primera fase del plan– indicando que la mayor parte de los fondos se han comprometido en proyectos aprobados. No obstante, de ese monto adjudicado, solo 20.000 millones aproximadamente se habían materializado en convocatorias de subvenciones y contratos resueltos a favor de empresas privadas y autónomos hasta 2023. Es decir, una gran proporción está todavía en fase de ejecución o pendiente de desembolso. El cuadro 1 ilustra este contraste entre presupuesto, fondos y ejecución.

Según los últimos datos oficiales consolidados, desde 2021 hasta el 31 de diciembre de 2024 se habían consignado 106.080 millones de euros de crédito presupuestario para el PRTR, de los

cuales las obligaciones reconocidas acumuladas ascendían a 83.633 millones (un 78,8 %). Esta cifra de obligaciones reconocidas representa el esfuerzo presupuestario comprometido en proyectos en marcha. Pero es importante distinguirla del gasto efectivamente pagado (base caja). El retraso en la materialización se aprecia al constatar que, a finales de 2024, quedaban pendientes de pago más de 20.000 millones ya comprometidos. De hecho, varias partidas ministeriales muestran ejecuciones muy rezagadas. Por ejemplo, el Ministerio de Hacienda (encargado de transferencias a CC. AA., conferencias sectoriales, etc.) había ejecutado solo 1.790 millones de los 13.138 millones presupuestados para 2024 (un 13,6 %). El Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (Mitma), que maneja los programas de vivienda, apenas ejecutó 409 millones de 3.168 millones asignados (13 %) pese a la acuciante necesidad de inversión

## Cuadro 1

**Ejecución del PRTR en España (2021–2024)**

Millones de euros

Año	Crédito inicial	Obligaciones reconocidas	% sobre el crédito	Pagos efectivos	% sobre el crédito
2021*	10.830	8.300 aprox.	76,6	6.000 aprox.	55,4
2022	28.000	22.500 aprox.	80,4	8.400	30,0
2023	33.116	25.000 aprox.	75,5	8.115	24,5
2024	34.134	11.840	34,6	7.538	22,1
Acumulado 2021-2024	106.080	83.633	78,9	30.053	28,3

Nota: \*En 2021 el plan arrancó en el segundo semestre; cifras aproximadas según liquidación inicial.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Datos de ejecución PRTR (31/12/2024) y elaboración propia.

en vivienda asequible. El Ministerio de Ciencia e Innovación gastó 297 millones de 912 (32,5 %) en 2024. El Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital ejecutó solo 124 millones de 707 (17 %) en su componente digital y de función pública. Estos ejemplos ilustran que la capacidad de absorción ha variado mucho por áreas, con demoras especialmente notables en vivienda, digitalización administrativa y algunas inversiones industriales.

### El problema de distinguir gasto corriente e inversión

Un objetivo declarado del NGEU era financiar gasto de capital (inversión pública) más que gasto corriente, para garantizar un efecto transformador duradero. En la práctica, España ha destinado una parte significativa de los fondos a gasto corriente (por ejemplo, contratación de personal, transferencias corrientes, prestaciones) para apuntalar servicios públicos en la crisis. Según datos de Eurostat, en el período 2020-2024, España dedicó aproximadamente

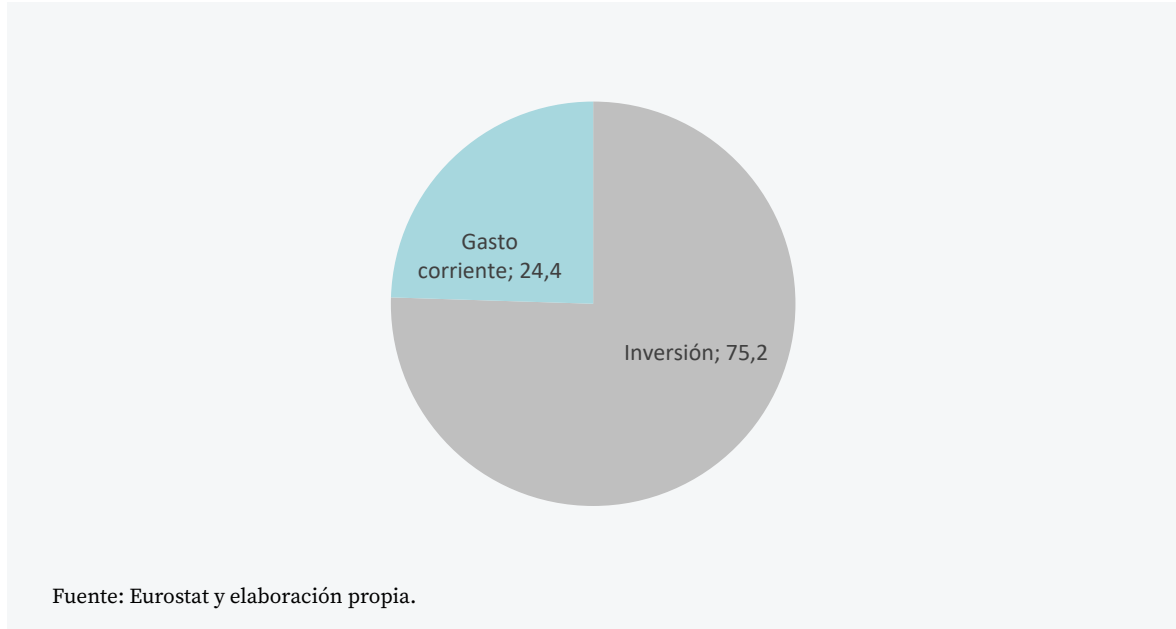
7.877 millones de euros de los 31.821 millones recibidos a gasto corriente, esto es un 24,8 %. La proporción restante (75,2 %) financió gasto de capital o inversiones.

|  
*En el período 2020-2024, España dedicó aproximadamente 7.877 millones de euros de los 31.821 millones recibidos a gasto corriente, esto es un 24,8 %*  
 |

El gráfico 3 representa esta distribución. El hecho de emplear fondos temporales en gasto corriente tiene implicaciones: por un lado, permitió sostener o ampliar servicios (por ejemplo, contratar personal de refuerzo en sanidad durante la pandemia, financiar programas sociales, etc.), contribuyendo a la cohesión social en momentos críticos. Pero, por otro lado, limita el impacto transformador a largo plazo, ya que el gasto corriente no crea activos duraderos y desaparecerá una vez agotados los fondos NGEU. Además, genera un riesgo fiscal futuro: políticas o servicios financiados con NGEU necesitarán

**Gráfico 3****Distribución acumulada (2020-2024) de los fondos Next Generation EU en España entre gasto corriente e inversión**

Porcentaje



fuentes alternativas cuando estos recursos extraordinarios concluyan en 2026-2027. Las áreas con mayor peso de gasto recurrente financiado por NGEU en España incluyen el refuerzo de sistemas sanitarios autonómicos y educativos en 2021-22, así como transferencias en políticas activas de empleo, apoyo a pymes (bonos y subvenciones directas) y ciertas partidas de políticas sociales.

Los fondos se han distribuido entre una multitud de sectores y programas. En cuanto a prioridades temáticas, ya se señaló el elevado peso verde y digital. En cifras, el plan actualizado dedica alrededor de 67.000 millones de euros a medidas climáticas o de transición ecológica (energía limpia, movilidad sostenible, rehabilitación energética, medio ambiente, etc.) y unos 40.400 millones a transformación digital (digitalización

de pymes, Administración Digital, despliegue de banda ancha y 5G, inteligencia artificial, etc.). Esto implica que más del 70 % de los recursos totales se concentran en la doble transición verde-digital. Dentro de la transición ecológica, destacan inversiones como 12.000 millones en rehabilitación y eficiencia energética de edificios (públicos y privados), 13.200 millones en movilidad sostenible (transporte urbano limpio, infraestructura ferroviaria, vehículo eléctrico) y cerca de 6.100 millones en energías renovables y redes eléctricas en el plan original, reforzados con 6.900 millones adicionales en el capítulo REPowerEU para seguridad energética. Además, se han articulado instrumentos financieros innovadores (a través del ICO, BEI, COFIDES) que movilizarán hasta 83.200 millones en préstamos al sector privado para proyectos verdes, digitales y sociales, por ejemplo, la Línea ICO Verde y

el programa de vivienda asequible, por más de 34.000 millones, o el Fondo de Resiliencia autonómico (20.000 millones).

El análisis cuantitativo revela luces y sombras. Por un lado, España lidera en la UE la recepción de fondos y ha comprometido la mayor parte de los recursos en actuaciones alineadas con las prioridades verdes y digitales. Las asignaciones sectoriales reflejan los objetivos transformadores originales, con cuantiosas inversiones previstas en ámbitos estratégicos. Por otro lado, la velocidad de ejecución interna es insuficiente: grandes montos permanecen en la “tubería” administrativa sin llegar todavía al tejido productivo o a la ciudadanía en forma palpable. Este rezago alimenta la percepción de que “la transformación no llega” al ritmo esperado.

### **Análisis cualitativo: casos de bajo impacto y obstáculos en la implementación**

Si bien el PRTR ha permitido financiar numerosas iniciativas transformadoras, también han emergido ejemplos de intervenciones cuyo impacto estructural parece limitado o cuya ejecución ha sido problemática. Estos casos ofrecen lecciones sobre las dificultades en gestionar un plan tan ambicioso. A continuación, se describen algunos ejemplos documentados que han generado debate público:

- Digitalización de administraciones locales con resultados discretos. El Tribunal de Cuentas llevó a cabo en 2024 la fiscalización de un programa del PRTR destinado a la transformación digital de los ayuntamientos. Encontró deficiencias generalizadas en la definición, planificación y seguimiento de los proyectos a nivel municipal. De una muestra de 11 ayuntamientos (incluyendo Madrid y Barcelona) con 19 proyectos por

17,2 millones de euros, la mayoría registraron modificaciones de alcance, ampliaciones de plazos e importantes desviaciones en la ejecución. En varios casos, esto derivó en la pérdida parcial o total de la financiación obtenida: algunos ayuntamientos renunciaron a la subvención o tuvieron que reintegrar fondos por no poder ejecutar a tiempo.

- De los 145 ayuntamientos beneficiarios en la convocatoria 2021, solo 15 % habían finalizado sus proyectos a fines de 2022, y aunque la situación mejoró en 2023, aún cerca de 30 % de las actuaciones seguían inconclusas al terminar 2023. Este caso refleja los cuellos de botella técnicos y administrativos en muchas entidades locales pequeñas para gestionar proyectos innovadores en plazos ajustados. También revela problemas de diseño: se financió equipamiento e infraestructuras digitales (37,8 millones de euros) que no eran prioritarios según los criterios originales de la convocatoria, en detrimento de áreas críticas como la ciberseguridad (29,7 millones sí dedicada a esto último). En suma, la digitalización local, pese a su importancia, tuvo una ejecución heterogénea: algunas ciudades lograron avances, pero otras no pudieron absorber eficazmente los fondos, limitando el impacto estructural (por ejemplo, aulas con equipos sin usar por falta de formación, o licencias de software adquiridas que no se integraron en procesos municipales). La recomendación del Tribunal es reforzar el rigor en la selección de proyectos y el seguimiento, para evitar pérdida de recursos y asegurar beneficios tangibles.
- Dotación de dispositivos para reducir la brecha digital educativa. Dentro del componente de educación digital, se

financiaron programas para proporcionar ordenadores portátiles y conectividad a alumnos vulnerables, con una inversión prevista de 970 millones de euros para entregar unos 300.000 dispositivos y equipar 240.000 aulas. Esta iniciativa, coordinada con las CC. AA., buscaba acelerar la digitalización de la enseñanza durante la pandemia. Si bien logró distribuir masivamente equipos (más de 200.000 dispositivos según cifras oficiales) y seguramente alivió la brecha digital en muchos hogares, ha sido objeto de evaluación por los órganos de control para verificar su eficacia. El Tribunal de Cuentas (junto a fiscalizadores autonómicos) inició en 2023 una auditoría para analizar cómo se gestionó esta dotación tecnológica en cada región. Los auditores han señalado retrasos en las entregas y la necesidad de asegurar el uso pedagógico efectivo de esos recursos. Sin reformas paralelas en metodologías educativas y formación del profesorado, la mera entrega de hardware podría tener un impacto educativo limitado en el largo plazo. Además, mantener y renovar esos dispositivos en el futuro recargará los presupuestos autonómicos una vez agotados los fondos europeos. Este ejemplo ilustra cómo inversiones necesarias en capital humano (digitalización educativa) conllevan desafíos de implementación para lograr un verdadero salto cualitativo en competencias digitales de alumnos y docentes.

- Proyectos de movilidad sostenible local de escasa transformación. En el ámbito municipal, varios ayuntamientos han invertido fondos *Next Generation* en actuaciones como carriles bici, peatonalizaciones o flotas de autobuses eléctricos. Estas medidas, positivas para la movilidad urbana y el medio ambiente, a veces fueron criticadas

por su alcance limitado. Por ejemplo, algún municipio destinó una suma considerable a la construcción de un carril bici turístico que, según vecinos, tiene escaso uso; u otro instaló farolas solares en un parque cuya mejora en seguridad es discutible. Si bien cada proyecto contribuye en pequeña escala a la agenda verde, aislados no suponen la “transformación” profunda que el discurso del PRTR prometía. Parte de esta impresión proviene de la fragmentación de los recursos: los Planes de Sostenibilidad Turística en Destino, por citar un caso, financiaron más de 175 microproyectos locales (miradores, centros de interpretación, senderos, etc.) repartiendo 1.800 millones de euros en cientos de localidades. El impacto agregado sobre la competitividad turística puede ser positivo pero diluido, y difícil de percibir nacionalmente. Son proyectos que no alteran la base productiva del país ni suponen saltos de productividad. Este dilema entre capilaridad vs. concentración de los fondos es inherente al PRTR, que quiso llegar a todos los rincones de España pero a costa de dispersar esfuerzos.

- Baja absorción inicial en proyectos estratégicos industriales. Los PERTE, concebidos para grandes transformaciones sectoriales, también han enfrentado retos. Por ejemplo, el PERTE del vehículo eléctrico y conectado (VEC), dotado con 2.975 millones de euros en subvenciones, tuvo en su primera convocatoria una demanda inferior a lo previsto: se adjudicaron 877 millones, quedando sin asignar cerca de un 30 % de los fondos por falta de solicitudes elegibles. Esto obligó a rediseñar el PERTE VEC con una segunda convocatoria en 2023 (aún en curso) para intentar atraer más proyectos. Algo similar ocurrió con el PERTE chip

(semiconductores): con 12.000 millones de euros, depende en gran medida de inversiones privadas internacionales que tardaron en concretarse. A la fecha, no se ha instalado todavía ninguna fábrica de chips nueva, aunque sí se han aprobado ayudas a centros de diseño y acuerdos de inversión que podrían fructificar en años venideros. Estos ejemplos muestran que no es fácil convertir dinero en transformación industrial rápida: se necesita un ecosistema empresarial preparado, trámites ágiles y, en ocasiones, suerte para atraer grandes inversores extranjeros. La lentitud inicial de algunos PERTE redujo el impacto inmediato en 2021-2023, aunque podrían despegar más adelante. En cualquier caso, visibilizan la brecha entre la planificación y la realidad.

Los casos anteriores evidencian dificultades transversales en la ejecución del PRTR: capacidad administrativa limitada (sobre todo a nivel local) que lleva a retrasos o pérdidas de fondos; elección discutible de algunos destinos de gasto que no convencen a la opinión pública de su utilidad; y dependencia de actores privados o externos para ejecutar ciertos proyectos estratégicos, lo que puede demorar resultados. También subyace un problema de transparencia y comunicación. El Tribunal de Cuentas de la UE señaló en mayo de 2025 la “falta de transparencia” en España para identificar beneficiarios finales de los fondos, lo cual supone un riesgo de que se financien proyectos sin un adecuado escrutinio. Igualmente, criticó que las plataformas digitales de seguimiento implementadas (como CoFFEE-MRR o la web [planderecuperacion.gob.es](http://planderecuperacion.gob.es)) no satisfacen a los auditores en cuanto a claridad de la información.

Otro factor cualitativo es la gestión de las reformas condicionantes. Algunas se han convertido

en cuellos de botella políticos, demorando desembolsos. Un ejemplo fue la condición de equiparar la fiscalidad del diésel a la gasolina (eliminando un beneficio fiscal al diésel), compromiso incluido en el plan original. Esta medida enfrentó fuerte oposición parlamentaria y social, hasta el punto de que el Gobierno no logró aprobarla. Finalmente, en la evaluación del quinto pago, la Comisión Europea no dio por cumplido ese hito de la “reforma del diésel”, trayendo alrededor de 1.000 millones de euros del desembolso correspondiente. España tendrá la oportunidad de reintroducir o compensar esa reforma más adelante, pero ilustra cómo las dificultades políticas internas (sobre todo en un contexto de gobierno en minoría desde 2023) pueden frenar la implementación plena del PRTR. Lo mismo ocurrió con la mencionada reforma de las políticas activas de empleo (subsidio de desempleo) que retrasó el cuarto pago: fue aprobada in extremis tras prórrogas negociadas con Bruselas. Estas situaciones tensas generan incertidumbre sobre la recepción de fondos y distraen esfuerzos técnicos hacia la negociación política. El cuadro 2 ofrece una lista de observaciones críticas respecto a algunos de los proyectos más conocidos.

### **Evaluación provisional**

A mediados de 2025, el despliegue de los fondos *Next Generation EU* en España ofrece un balance mixto. Por una parte, es innegable que el PRTR ha impulsado la recuperación económica post-COVID: el PIB de España en 2024 se estima un 2,6 % por encima de lo que habría sido sin el Plan, y se prevé que en 2031 el impacto acumulado alcance 3,4 % del PIB. El empleo también ha recibido un estímulo, y la inversión pública ha repuntado tras años de austeridad. Con todo, al confrontar los resultados con las expectativas iniciales, surge la sensación de que

## Cuadro 2

## Ejemplos de proyectos y dificultades de ejecución

Programa / Componente	Descripción del proyecto	Cuantía aproximada (millones de euros)	Observación crítica
Kit Digital (digitalización pymes)	Bonos para digitalizar pymes (web, <i>software</i> básico)	Incluido en 15 796 M€ totales I+D+i+d	Ayudas dispersas con impacto limitado en productividad real. Falta evaluación robusta de resultados
I+D+i + digitalización general	Fondos destinados en parte a infraestructuras y sistemas de bajo uso	15.796 millones de euros (36,7 % del total PRTR resuelto)	Alta concentración territorial y lenta ejecución. Baja correlación con aumentos de productividad
PERTEs estratégicos	Proyectos tractores como vehículo eléctrico y conectado (VEC), hidrógeno verde, naval sostenible	N/D – vinculados a adjudicaciones	Muchos siguen sin resolverse, ralentizando el ritmo global y retrasando el efecto multiplicador esperado
Administración siglo XXI	Digitalización de la Administración pública y mejora de interoperabilidad	4.315 millones de euros	Alto coste estructural con mejoras de tramitación y eficiencia poco visibles. Riesgo de convertirse en reposiciones tecnológicas
Movilidad sostenible (URB-MET)	Plan de choque de movilidad urbana y metropolitana	13.203 millones de euros	Elevada inversión sin indicadores claros de reducción de emisiones o descongestión
Hidrógeno verde	Implementación de la hoja de ruta para hidrógeno renovable	1.555 millones de euros	Proyectos incipientes con retrasos notables y dudas sobre viabilidad industrial a corto plazo

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Cotec (2024) y elaboración propia.

la “transformación” estructural no ha llegado. Existen varios aspectos críticos que respaldan esta afirmación:

- Desfase entre recursos desembolsados y ejecutados realmente. Como vimos, haber recibido 55.000 millones de euros de Bruselas no equivale a tener 55.000

millones invertidos. Buena parte del impacto transformador ocurrirá solo cuando los proyectos concluyan (muchos en 2025-26) y de su cohesión y planificación. Esto genera una paradoja temporal: España figura líder en ejecución ante la UE (porque cumple formalidades e hitos), pero internamente la ejecución material va

rezagada, lo que a ojos de ciudadanos y empresas se traduce en menor impacto del esperado a estas alturas.

- Riesgo de no agotar fondos y perder oportunidades. Queda menos de año y medio (hasta agosto de 2026) para culminar la ejecución de la enorme bolsa financiera restante. España todavía tiene que ejecutar del todo unos 25.000 millones de euros en subvenciones y prácticamente la totalidad de los 84.000 millones en préstamos de la Adenda. Es un desafío colosal en tan corto periodo. La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) y otras entidades han lanzado alertas sobre el riesgo de que proyectos no alcancen a completarse o que no se puedan ni tan siquiera comprometer todos los préstamos disponibles. Aunque los préstamos tienen un calendario orientativo hasta 2026, su absorción depende de la demanda de las empresas y administraciones. Iniciativas como los fondos ICO de coinversión están en marcha, pero movilizar decenas de miles de millones adicionales requerirá acelerar mucho durante 2025-26. La Comisión Europea ha advertido que el tiempo apremia: cualquier tramo que no se solicite antes de la fecha límite se perderá España “tiene mucho camino por recorrer tanto respecto a los fondos como a los préstamos”, señalaba el Tribunal de Cuentas europeo en 2025.

|  
*La Comisión Europea ha advertido que el tiempo apremia: cualquier tramo que no se solicite antes de la fecha límite se perderá España*  
|

- De no completar hitos o certificaciones a tiempo, quedaría dinero sin recibir. Y de

recibirlo, pero no gastarlo eficazmente, se perdería la oportunidad de su efecto transformador. En ese sentido, 2025 es un año crítico: el Gobierno debe ejecutar con urgencia los proyectos en marcha y reformular los que encallaron, para no llegar a 2026 con prisas de última hora (lo que podría redundar en ineficiencias o mala calidad del gasto).

- Impacto estructural incierto y dependiente de las reformas: Las proyecciones del propio Ministerio de Economía indican que el legado permanente del PRTR vendrá principalmente de las reformas más que de las inversiones. Se estima que las reformas estructurales podrían elevar el PIB a largo plazo en 3 puntos porcentuales, mientras que las inversiones añadirían solo 0,4 puntos. Esto sugiere que, aun asumiendo ejecución total, muchas inversiones tienen un carácter cíclico o temporal más que transformador permanente. Por ejemplo, la construcción de infraestructuras y la renovación de flotas ayudan a modernizar capital físico, pero su contribución al crecimiento potencial puede diluirse si no van acompañadas de cambios organizativos o tecnológicos profundos. En contraste, reformas como la laboral (que reduce la temporalidad) o la de formación profesional sí pueden alterar de forma duradera la productividad y la estructura económica. Esta valoración lleva a preguntarse: ¿hasta qué punto los fondos NGEU están cambiando el “modelo productivo” español? Por ahora, muchos recursos se han destinado a reforzar sectores ya existentes (por ejemplo, turismo sostenible, automoción verde) sin diversificar necesariamente hacia nuevas áreas de mayor valor añadido. Esto no es negativo en sí – modernizar sectores tradicionales es valioso, pero significa que la

economía española de 2025 sigue sustentada en patrones similares a los prepandemia, solo que con mejoras incrementales (vehículos más limpios, edificios más eficientes, etc.). La esperada “transformación” quizás requiera una continuidad de esfuerzos más allá de 2026, pues un quinquenio puede ser insuficiente para mutar estructuras arraigadas.

- Cuestiones de absorción y capacidad institucional. La experiencia hasta ahora ha evidenciado carencias en la capacidad de gestión de las administraciones, especialmente a niveles descentralizados. La fragmentación administrativa española (complicó la gobernanza del PRTR. Algunas comunidades autónomas han destacado en ejecución, pero otras han retrasado convocatorias o han debido devolver fondos no comprometidos.

En resumen, el análisis apunta a una “transformación que no llega”. Algunos cimientos se están poniendo (reformas legales, proyectos lanzados), pero la construcción del cambio estructural es más cuestionable. Ello no significa que el PRTR fracase –aún es pronto para juicios definitivos– pero sí que puede tener un impacto bastante más limitado del esperado.

Por último, hay que enmarcar esta discusión en un contexto político-económico volátil. El año 2025 viene marcado por una desaceleración económica en Europa, tensiones inflacionarias y cambio de ciclo de políticas monetarias, lo que hace aún más importante el estímulo de los fondos europeos. A nivel europeo, se discute ya la posibilidad de extender o complementar el

MRR en el próximo marco financiero, pero por ahora 2026 sigue siendo la meta infranqueable. Todos estos elementos configuran un escenario donde el reloj corre y la presión por demostrar resultados palpables es máxima.

La experiencia acumulada debería servir para simplificar trámites y compartir buenas prácticas de ejecución en este último periodo. Si las entidades ejecutoras aplican las lecciones aprendidas (por ejemplo, evitar sobrecargar a gobiernos locales sin capacidad, reforzar asistencia técnica, extender plazos cuando sea razonable para no perder fondos, etc.), es factible mejorar la absorción. La flexibilidad de la Comisión para reprogramar hitos o reubicar fondos (como se hizo con el hito del diésel pendiente) será también un aliado valioso, siempre que se mantenga la esencia transformadora.

Más allá de 2026, quedará la pregunta: ¿se logró la transformación? Posiblemente, los juicios deberán esperar algunos años adicionales. Muchas inversiones del PRTR tendrán efectos que se apreciarán en la segunda mitad de la década: por ejemplo, nuevas infraestructuras de transporte completadas, capacidades industriales fortalecidas por los PERTE, una administración más digitalizada y ágil, o una generación de jóvenes con mejor formación gracias a las reformas educativas. Si esas promesas se cumplen, la transformación habrá llegado, aunque con retraso. Por el contrario, si tras el fin del programa la economía española vuelve a inercias previas –con la inversión pública otra vez a la baja, proyectos inconclusos y reformas descafeinadas– entonces podría argumentarse que el NGEU fue una oportunidad en gran parte desaprovechada.



09

**Marina Asensio Vázquez, Cristina García Ciria  
y Gonzalo López Molina**  
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



# La transformación del sistema de cuidados en España: retos institucionales y demográficos

El Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD) representa una de las conquistas más significativas del estado del bienestar en España al consagrar el derecho subjetivo a recibir cuidados de las personas en situación de dependencia. Sin embargo, este sistema enfrenta tensiones crecientes derivadas de dos transformaciones de gran calado: el envejecimiento demográfico y el viraje institucional hacia un modelo de cuidados desinstitucionalizado y centrado en la persona. Este artículo analiza los desafíos que estas dinámicas suponen en términos de dotación de capital humano, ofreciendo proyecciones sobre las necesidades futuras de personal en el sector y abordando los obstáculos que dificultan la atracción y retención de profesionales y que podrían comprometer la incorporación del volumen de trabajadores necesario para garantizar una atención centrada en la persona.

El Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD) constituye uno de los pilares fundamentales del estado del bienestar en España, al reconocer y garantizar un derecho subjetivo de las personas en situación de dependencia a recibir cuidados de larga duración (en adelante, CLD). Desde su creación en 2006, se ha ido consolidando un modelo de protección social más inclusivo, si bien todavía persisten importantes brechas de cobertura, equidad territorial y sostenibilidad económica que son necesarias abordar.

Actualmente, el sistema se enfrenta al menos a dos desafíos estructurales de gran envergadura: uno de carácter sociodemográfico, vinculado con el envejecimiento poblacional, y otro de naturaleza institucional, derivado del profundo cambio de modelo hacia una atención a la dependencia desinstitucionalizada y centrada en la persona.

En el primer caso, el incremento sostenido de la esperanza de vida y el envejecimiento de una generación particularmente numerosa está dando lugar a un incremento de personas en edad avanzada que tiene consecuencias directas tanto en el volumen como en la intensidad de la demanda de cuidados de larga duración (gráfico 1). Según las últimas proyecciones del Instituto Nacional de Estadística (INE), en solo cinco años (2025-2030) la población mayor de 65 años en España aumentará en 1,4 millones de personas, hasta superar los 11,6 millones. Así, el porcentaje de personas mayores de 65 años alcanzará el 22,4 % del total, casi 2 puntos porcentuales más que hoy en día.

En el medio y largo plazo, este incremento del peso relativo de la población de mayor edad será incluso superior en la cohorte de más de 80 años, precisamente la que requiere mayores niveles de cuidados y apoyos. En 2025, de hecho, se prevé que el 10,8 % de la población pertenezca a este

### Gráfico 1

#### Pirámide de población, peso sobre el total (2024 y 2030)

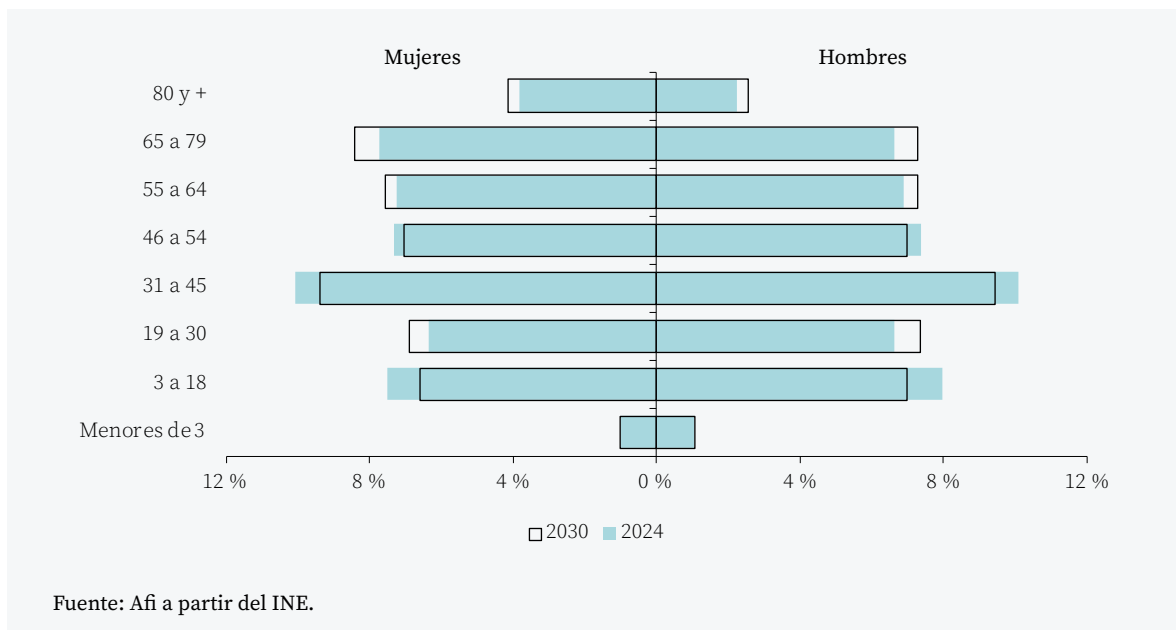
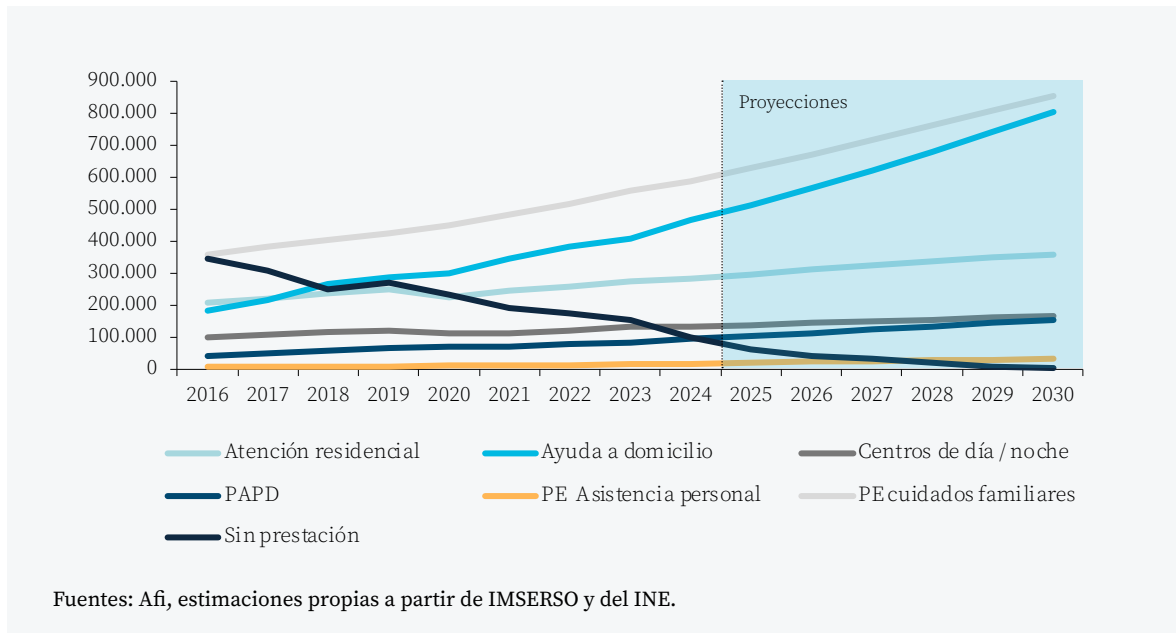


Gráfico 2

## Evolución del número de prestaciones por tipo de prestación y año



grupo de edad (5,9 millones de personas), lo que supone casi duplicar la proporción respecto a 2024 (casi tres millones de personas más).

|  
*Si se mantiene la tendencia actual de expansión de coberturas del SAAD, el número de personas en situación de dependencia reconocida y con derecho a prestación superará los dos millones en 2030, un 27 % más que a finales de 2024*  
 |

La consecuencia directa del aumento de población en edades avanzadas es un incremento sustancial de la demanda de cuidados y apoyo personal. Estimaciones propias a partir de microdatos del IMSERSO y de las proyecciones demográficas del INE<sup>1</sup> apuntan a que, si se mantiene

la tendencia actual de expansión de coberturas del SAAD, el número de personas en situación de dependencia reconocida y con derecho a prestación superará los dos millones en 2030, un 27 % más que a finales de 2024. Así, el 13,2 % de la población mayor de 65 años sería beneficiaria de alguna prestación del SAAD, es decir, el 4 % de la población total española –frente al 10,6 % y 2,9 % de 2023, respectivamente– (gráfico 2).

Este escenario continuista también indicaría que, de seguir con la evolución iniciada en 2016 en el mix de prestaciones, la atención residencial reduciría su peso relativo sobre el total para ceder mayor espacio a las ayudas a domicilio, que pasarían a representar casi el 34 % del total en 2030. Así, los más de dos millones de dependientes recibirían un total de 2,3 millones de prestaciones a finales de la década (excluyendo

1 El detalle metodológico de estas estimaciones, elaborado por los autores del presente artículo, puede consultarse en el documento de Ministerio de Derechos Sociales, Consumo y Agenda 2030 (2025).

la teleasistencia, por su carácter complementario), teniendo en cuenta prestaciones económicas y de servicios.

Considerando estas proyecciones, que solo tienen en cuenta la deriva demográfica y la evolución de las prestaciones del SAAD, el sistema debería emplear en torno a 572.200 trabajadores equivalentes a jornada completa, exclusivamente en el primer y segundo nivel de atención asistencial en centros de día y noche, residencias y ayuda a domicilio, el doble de lo que se requería en 2023 bajo la misma metodología de estimación<sup>2</sup>. Esta estimación depende, en gran medida, de la ratio de trabajadoras por persona dependiente que se considere en establecimientos residenciales y ayuda a domicilio<sup>3</sup>, que varía sensiblemente según la comunidad autónoma que se tome como referencia.

Considerando este escenario, el coste laboral total asociado al número de trabajadoras proyectado pasaría del 0,4 % del PIB en 2023 al 0,7 % en 2030<sup>4</sup>, de forma que la masa salarial asociada al sector crecería claramente por encima del PIB nominal. A pesar de que estas cifras añadirían mayor presión sobre el sistema, España destinó el 1 % del PIB a financiar el sistema de cuidados de larga duración en su conjunto en 2021, un porcentaje muy inferior al promedio de la OCDE

(1,8 %) y muy alejado del que destinaron países como Países Bajos (4,4 %), Noruega (2,5 %) o Suecia (2,4 %) (OCDE, 2023).

Respecto al cambio institucional, la Estrategia Estatal para un nuevo modelo de cuidados en la comunidad (2024-2030), financiada gracias al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia del Gobierno de España (componente 22), plantea un cambio estructural en el SAAD hacia un modelo de atención centrado en la persona para finales de esta década. No obstante, España se encuentra lejos de alcanzar los estándares de cobertura de cuidados necesarios para adoptar un cambio de este calado: la ratio de trabajadores de cuidados de larga duración por cada 100 habitantes mayores de 65 años se encuentra por debajo del promedio de la OCDE, y muy por detrás de la cobertura que ofrecen países como Noruega o Suecia, pioneros en la adopción de este modelo personalizado. Una diferencia que no solo es el resultado de un menor volumen de recursos humanos, sino también unos niveles salariales y condiciones de trabajo con amplio margen de mejora (gráfico 3).

Por tanto, la expansión demográfica y la evolución institucional del SAAD hacen imprescindible la incorporación de un volumen significativo de capital humano estable y profesionalizado al

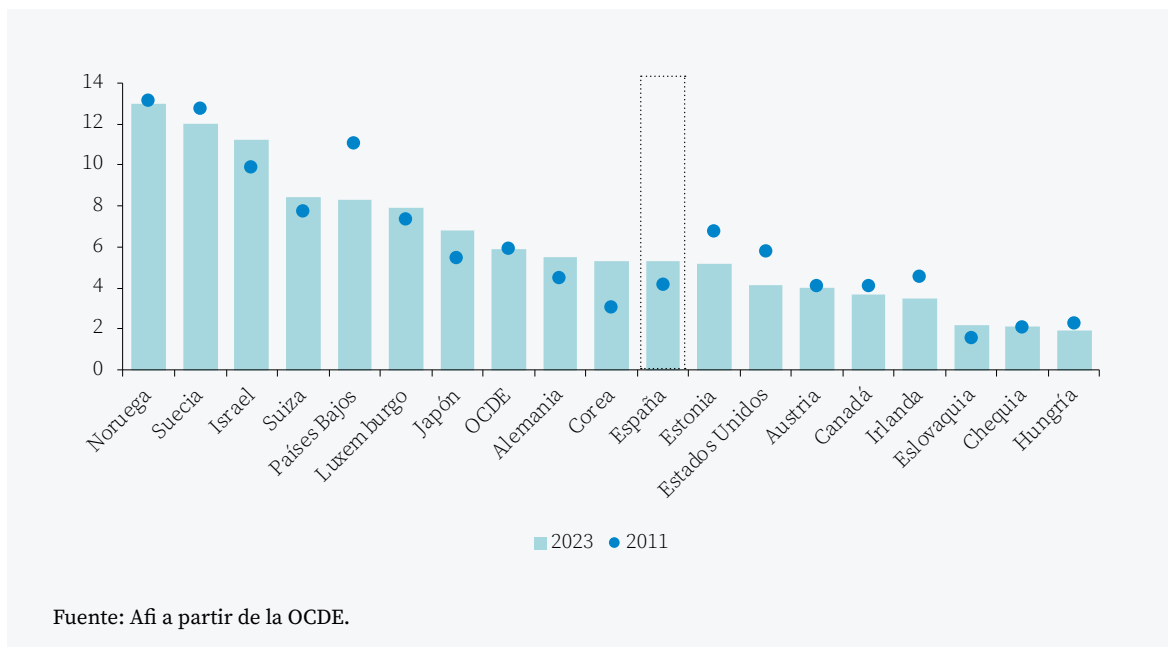
2 Esta cifra no supone el total de empleos en el sector cuidados, que debería incluir otro tipo de ocupaciones diferentes a las de atención asistencial de primer y segundo nivel, como los empleos de atención indirecta.

3 El escenario continuista que se presenta emplea una evolución progresiva de los ratios de personal mínimo equivalente a jornada completa por persona dependiente, según el tipo de servicio que se considere entre los siguientes: centros de día y noche, establecimientos residenciales y ayuda a domicilio. Asumimos para las estimaciones que en 2030 se alcanzarían los ratios establecidas en el Acuerdo sobre criterios comunes de acreditación y calidad de los centros y servicios del SAAD, de 28 de julio de 2022, para centros de atención residencial y centros de día, así como las intensidades por persona y grado de dependencia recogidas en el Real Decreto 675/2023. El detalle de estas ratios se puede consultar en las tablas 3, 4 y 5 del Ministerio de Derechos Sociales, Consumo y Agenda 2030 (2025).

4 La estimación de coste laboral considera las cotizaciones sociales (*Encuesta Anual de Coste Laboral*, INE) del periodo 2016-2023, que se sitúan en torno al 28 % de los costos laborales, y una revalorización salarial basada en el convenio colectivo hasta 2026 (2,5 % anual), en línea con la evolución esperada del IPC en años posteriores (2,2 %). La relativización respecto al PIB se ha realizado tomando como base la serie de PIB nominal del *World Economic Outlook* de abril de 2025 del Fondo Monetario Internacional. El coste laboral total correspondería a la masa salarial del total de trabajadores del sector, independientemente del sector institucional que deba hacerle frente.

Gráfico 3

### Trabajadores formales en CLD por cada 100 habitantes de más de 65 años o más, 2011 y 2023



sistema de cuidados español durante las próximas décadas. Este proceso, sin embargo, no parte de cero: el empleo en el sector ha experimentado una expansión notable en los últimos años, especialmente en los ámbitos de atención directa (gráfico 4).

|  
*La expansión demográfica y la evolución institucional del SAAD hacen imprescindible la incorporación de un volumen significativo de capital humano estable y profesionalizado al sistema de cuidados español durante las próximas décadas*  
 |

En los establecimientos residenciales, el número de personas afiliadas ha crecido más de un 40 %, pasando de contabilizar aproximadamente

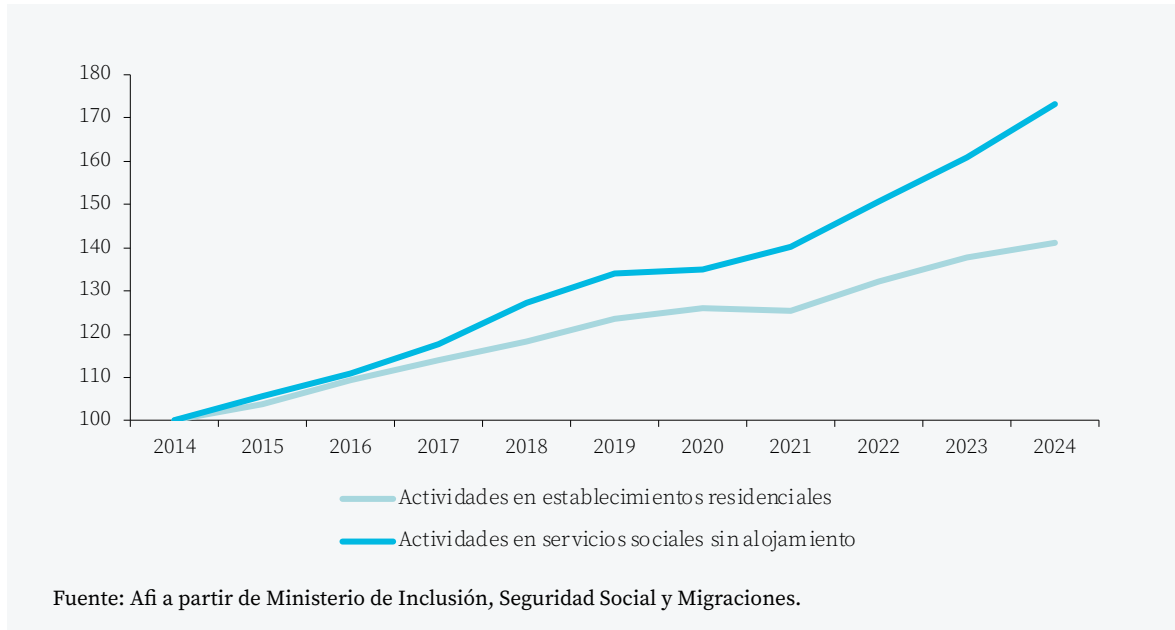
226.000 trabajadores en 2014 a cerca de 320.000 en 2024. Un aumento que ha sido más intenso en el caso de los servicios sociales sin alojamiento, entre los que se incluye la ayuda a domicilio de personas dependientes. Este sector ha registrado un crecimiento del 73 % durante el mismo periodo, superando las 330.000 de trabajadoras. En total, la fuerza laboral de cuidados en España supera las 650.000 personas.

El proceso de envejecimiento poblacional ha influido también en la distribución de tareas vinculadas a la prestación del servicio, con un peso muy significativo de las trabajadoras que dan apoyo a personas mayores. Esta tendencia es especialmente acusada en los servicios sociales sin alojamiento (CNAE 88), donde 238.000 de las 332.000 trabajadoras –más del 70 %– están directamente vinculadas al cuidado de personas mayores y con discapacidad.

## Gráfico 4

**Crecimiento acumulado en las ramas de actividad de CLD y semejantes**

Índice= 100 en 2014, promedio anual



En los establecimientos residenciales, que prestan servicios más complejos e integrales, la distribución es algo más equilibrada. Aproximadamente el 40 % del personal se dedica al cuidado de personas mayores, un tercio trabaja en cuidados sanitarios, y el 25 % restante se divide entre cuidados para personas con discapacidad y otras actividades de asistencia. Esta mayor dispersión de funciones responde a la tipología de los servicios prestados en estos entornos, que incluyen asistencia continuada, rehabilitación, vigilancia médica y alojamiento (gráfico 5).

Si se acota el análisis a las personas trabajadoras que se dedican exclusivamente a ocupaciones relacionadas con los CLD<sup>5</sup>, destacan dos rasgos estructurales del sector: la fuerte feminización

y el envejecimiento progresivo de su fuerza laboral. En torno al 85 % del personal formal en cuidados son mujeres, una cifra muy superior al promedio de la economía, donde la media es del 46 %. Además, más de la mitad de las personas empleadas en este ámbito supera los 45 años: el 53 % de las empleadas en establecimientos residenciales y el 58 % en servicios sociales sin alojamiento (INE, 2024).

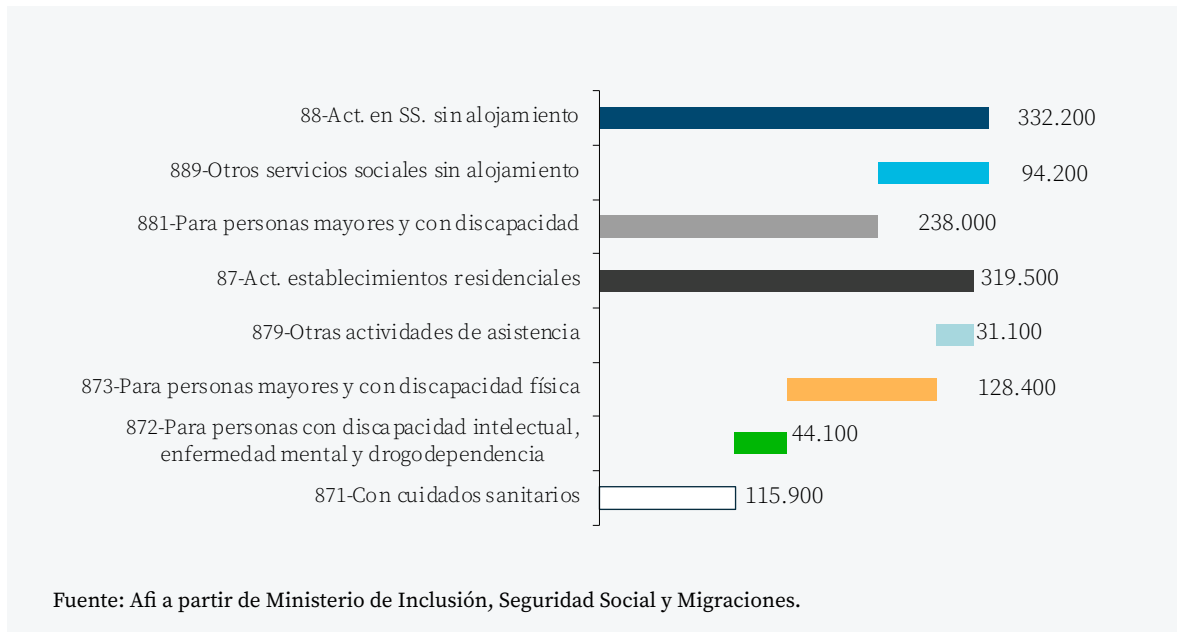
Esta realidad plantea dos retos interconectados. Por un lado, la edad avanzada de algunas de estas trabajadoras y la exigencia física inherente al empleo de cuidados, provocan una mayor incidencia de dolencias musculoesqueléticas que, en muchos casos, se traducen en mayores tasas de absentismo laboral por motivos de salud. Por

5 Gracias a la granularidad que ofrecen los microdatos de la *Encuesta de Población Activa (EPA)*, se han excluido ocupaciones no vinculadas a los cuidados de personas dependientes (como cuidadores infantiles o personal de jardinería), lo que supone descontar un 9 % del empleo en establecimientos residenciales y un 12 % en servicios sociales sin alojamiento.

Gráfico 5

**Personas afiliadas en las ramas de actividad de CLD, 2024**

Promedio



otro lado, la relativamente elevada edad media del personal hace imprescindible planificar un relevo generacional ordenado, en un contexto en el que la demanda de cuidados está creciendo de forma acelerada.

A estas cuestiones estructurales se suma un conjunto de condiciones laborales desfavorables que dificultan seriamente la atracción y retención de profesionales. El empleo en cuidados se caracteriza por una elevada temporalidad: casi uno de cada cuatro contratos registrados en establecimientos residenciales es de carácter temporal, una proporción muy superior a la del conjunto de actividades económicas (13 %). En las actividades de servicios sociales sin alojamiento, el porcentaje de contratos indefinidos (60 %) se sitúa 13 puntos porcentuales por debajo del conjunto de sectores (73 %), lo que también refleja una menor estabilidad laboral en este ámbito (Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones).

En materia salarial, el sector también presenta una brecha significativa. El salario bruto anual promedio de las trabajadoras en establecimientos residenciales se sitúa en torno a los 17.200 euros, y en los servicios sociales sin alojamiento en 16.400 euros en 2023. Estas cifras se representan aproximadamente el 60 % del salario medio nacional (26.600 euros), una diferencia de casi 10.000 euros anuales (INE, 2023).

|  
*Quienes abandonaron el sector de cuidados entre 2021 y 2023 experimentaron, en promedio, un aumento de 2.200 euros anuales en sus bases de cotización, un aumento superior al 10 % respecto a su anterior trabajo*  
 |

Ante este panorama de condiciones laborales precarias, elevado esfuerzo físico y escasa

**Cuadro 1****Porcentaje de personas que abandonaron su empleo en el sector cuidados entre 2009 y 2023, según el sector en el que trabajaron en su primer episodio de afiliación laboral posterior, en los cinco sectores con mayores flujos**

Porcentaje

		Sector del último empleo en cuidados	
		Establecimientos residenciales	SS. sin alojamiento
Sector del empleo posterior al último empleo en el sector de cuidados	Actividades sanitarias	30,7	9,4
	Servicios de comidas y bebidas	9,2	9,1
	Comercio minorista	6,9	6,6
	Administración Pública	5,9	5,4
	Educación	5,6	14,8

Fuente: Afi a partir de *MCVL 2023*.

estabilidad contractual, se observa una fuga significativa de profesionales del sector hacia ámbitos con mejores condiciones laborales. Estimaciones propias, basadas en la *Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL)* de 2023, indican que el 30,7 % de las personas que trabajaban en establecimientos residenciales han transitado posteriormente al sector sanitario, y el 9,4 % de quienes estaban empleados en servicios sociales sin alojamiento han hecho lo propio (cuadro 1).

Aunque el análisis realizado no permite establecer una relación causal directa entre el cambio

de sector y la mejora de las condiciones laborales, los datos apuntan con claridad a un patrón persistente: quienes abandonaron el sector de cuidados entre 2021 y 2023 experimentaron, en promedio, un aumento de 2.200 euros anuales en sus bases de cotización, un aumento superior al 10 % respecto a su anterior trabajo. Esta mejora sugiere que el trasvase hacia sectores como el sanitario o el educativo responde no solo a un deseo de estabilidad o desarrollo profesional, sino también a incentivos salariales claramente superiores a los que ofrece el sector de los CLD.

**Conclusiones**

El sistema de cuidados en España atraviesa un punto de inflexión. El envejecimiento

demográfico, la consolidación del derecho a la atención y la autonomía y la transformación estructural de la prestación del servicio hacia un modelo desinstitucionalizado

están generando una presión sobre el SAAD que irá aumentando en los próximos años.

Si bien, en términos de cantidad, el empleo en el sector está permitiendo cubrir al menos parcialmente una demanda en auge, las condiciones laborales –baja remuneración y reconocimiento, elevado esfuerzo y edad avanzada– están erosionando su base funcional y plantean importantes retos a medio y largo plazo. La pérdida de capital humano hacia sectores con mejores condiciones laborales y mayores garantías retributivas es solo un ejemplo que demuestra la fragilidad de un modelo que aspira a expandirse y mejorar su calidad en los próximos años.

La transformación del sistema de cuidados, sin embargo, no podrá consolidarse sin un refuerzo presupuestario que acompañe los

cambios normativos y legislativos, destinado tanto a atender las necesidades derivadas del envejecimiento demográfico como a mejorar las condiciones laborales de los y las trabajadoras de CLD. Una condición necesaria para asegurar una atención digna y la sostenibilidad y profesionalización del sector a medio plazo. Este incremento de recursos supone, también, un reto fiscal significativo al enmarcarse en un contexto económico y geopolítico en el que otras áreas estratégicas –como defensa, pensiones o transición ecológica– también demandan un aumento sustancial del gasto público.

Para lograr su objetivo, las transformaciones en marcha deben ir acompañadas de un compromiso político sostenido y de recursos suficientes que garanticen un acceso equitativo y de calidad en este derecho social fundamental del siglo XXI.

## Referencias

INE. (2023). *Encuesta Anual de Coste Laboral*. Madrid: INE.

INE. (2024). *Encuesta de Población Activa*. Madrid: INE.

MINISTERIO DE DERECHOS SOCIALES, CONSUMO Y AGENDA 2030. (2025). *Estimación de necesidades de trabajadoras de cuidados de larga duración a 2030*. [https://www.dsca.gob.es/sites/default/files/derechos-sociales/FSE+/docs/Evento\\_trabajadoras.pdf](https://www.dsca.gob.es/sites/default/files/derechos-sociales/FSE+/docs/Evento_trabajadoras.pdf)

OCDE (2023). *Health at a glance 2023*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/7a7afb35-en>



# 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 184. La inteligencia artificial en el sistema educativo

### PANORAMA SOCIAL

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

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 307. Las políticas económicas y su percepción

### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 4 (2025). Europe and Spain in transition: Institutional responses in the face of economic challenges

### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 28. Junio (2024)

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 106. Divergence and uncertainty in ESG markets: metrics, economic policy, and financial implications. Juan Igacio Peña, Kurt A. Desender y Bing Guo

### LIBROS

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

## Precio de las publicaciones. Año 2025

Publicación	Suscripción		
	Suscripción anual	Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80

Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias.

Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en [www.funcas.es](http://www.funcas.es)

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



# cecabank



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



**Funcas**

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

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

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

ISSN: 2254-3422



97722543427