

314

septiembre-octubre 2026

**Cuadernos
de Información
Económica**

Prórroga y política fiscal

Nuevas reglas fiscales

Consolidación fiscal
insuficiente

Ajustes fiscales a la vista

La hacienda federal
europea

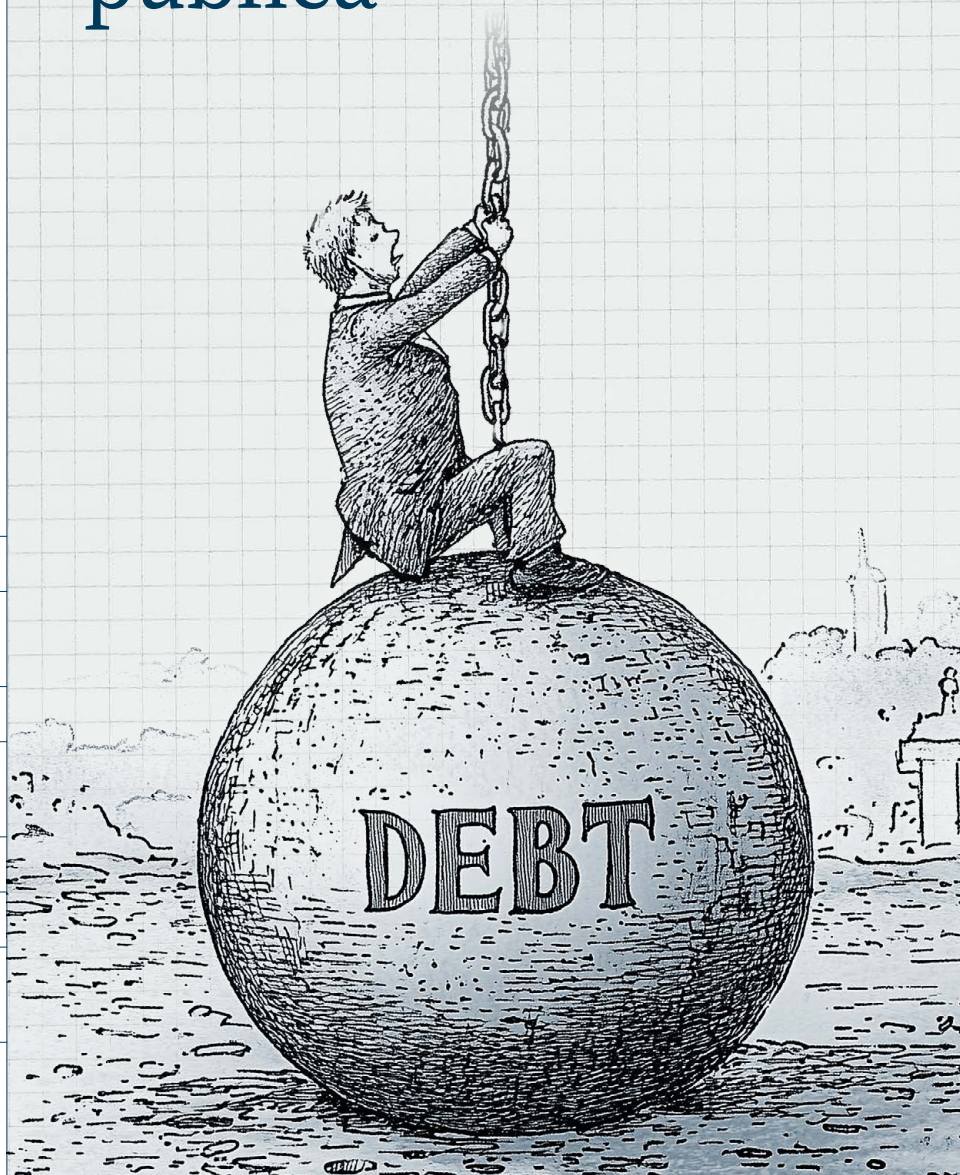
La reforma del SREP

IA, banca y ciberriesgo

El papel de la empresa
mediana

 **funcas**

Los crecientes riesgos de la deuda pública



Director

Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Alice Faibishenko

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

Patronato**Presidente**

Isidro Fainé Casas

Vicepresidente

Antonio Jesús Romero Mora

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

José Manuel Domínguez Martínez

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

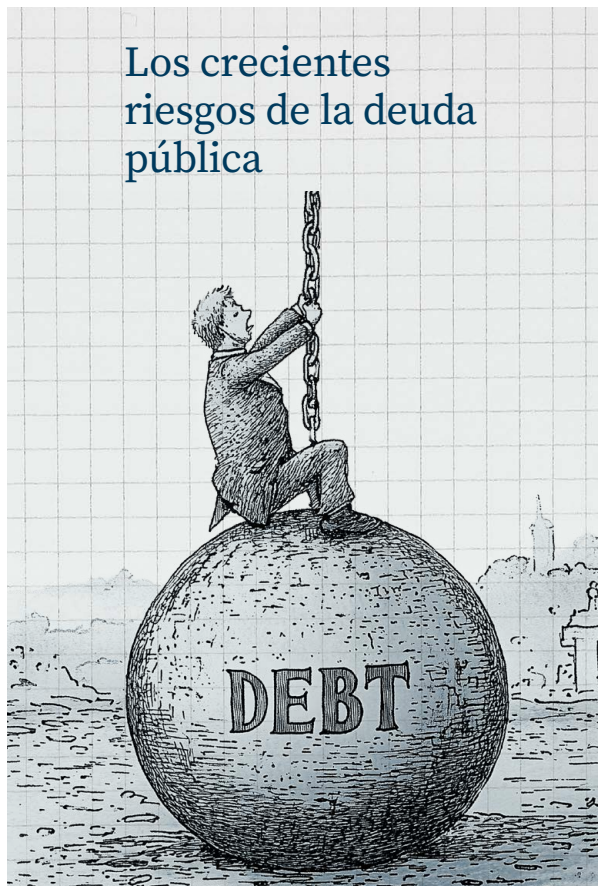
Todos los derechos
reservados. Queda prohibida
la reproducción total o parcial
de esta publicación, así como
la edición de su contenido
por medio de cualquier
proceso reprográfico o fónico,
electrónico o mecánico,
especialmente imprenta,
fotocopia, microfilm, offset
o mimeógrafo, sin la previa
autorización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

314

septiembre-octubre 2026

Cuadernos de Información Económica

Los crecientes
riesgos de la deuda
pública



Sumario

Pág. V

Nota del director

SITUACIÓN EN LA UE Y ESPAÑA

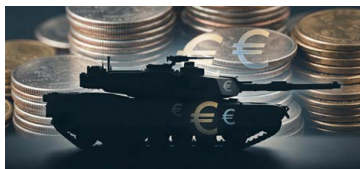


01

Pág. 8

La política fiscal española en tiempos de prórroga presupuestaria

Raymond Torres



02

Pág. 18

Normas fiscales europeas. Nuevas normas frente a nuevas necesidades de financiación

Daniel Gros

PRESUPUESTOS Y CONSOLIDACIÓN FISCAL



03

Pág. 30

La consolidación fiscal española: insuficiente en la actual expansión económica

Diego Martínez López



04

Pág. 40

La expansión del gasto primario exigirá ajustes fiscales en 2027

Desiderio Romero-Jordán



05

Pág. 48

El camino hacia una hacienda federal europea

Santiago Lago Peñas

BANCA Y EMPRESA



06

Pág. 56

Actualización del marco supervisor europeo (SREP) tras una década: consolidar, integrar, simplificar

Aitana Bryant, Andrea Blana y Jaime Morillo



07

Pág. 64

Ciberriesgo y resiliencia operativa en banca: el papel de la inteligencia artificial

Pedro Cuadros-Solas y Nuria Suárez



08

Pág. 74

La empresa mediana como referente de modelo de crecimiento

Pablo Guijarro e Irene Peña

El lobo de la deuda ya no es una fábula

Durante años, hablar de deuda pública en España y en buena parte de Europa ha tenido algo de la fábula de Pedro y el lobo. Se advertía de que los déficits persistentes acabarían pasando factura, de que una deuda instalada en niveles muy elevados reduciría el margen ante la siguiente crisis y de que sus intereses terminarían compitiendo con otras prioridades. El tiempo pasaba, los mercados seguían financiando a los Estados, el Banco Central Europeo contenía las primas de riesgo y el crecimiento nominal hacía más llevaderas las ratios. De tantas advertencias que parecían no cumplirse, nació una conclusión peligrosa: quizá el lobo no venía. El problema de las fábulas es que, a veces, termina llegando.

No estamos ante una repetición de la crisis soberana europea de 2010-2012, y plantearlo así llevaría a un diagnóstico equivocado. El riesgo actual es más gradual y, precisamente por eso, más fácil de aplazar. España mantiene una deuda pública en torno al 100 % del PIB. La ratio ha descendido desde los máximos de la pandemia, favorecida por el crecimiento real, la inflación y el aumento del PIB nominal, pero el volumen de deuda sigue creciendo y el coste de financiarlo empieza a cambiar la aritmética presupuestaria. Funcas estima que el pago por intereses aumentará casi un 50 % hasta 2030 y superará entonces los 60.000 millones de euros, a medida que se refinancia deuda emitida a tipos mucho más bajos. No es una cifra que anuncie por sí sola una crisis, pero sí una que convierte en muy concreto lo que durante años parecía abstracto: una parte creciente del presupuesto tendrá que remunerar decisiones ya tomadas antes de poder financiar las nuevas.

La deuda, por supuesto, no es un mal en sí misma. Permite repartir en el tiempo el coste de una recesión excepcional, una pandemia, una guerra o una inversión que beneficiará también a quienes la pagarán mañana. El problema aparece cuando deja de ser un instrumento para absorber perturbaciones o financiar activos duraderos y se convierte en la forma ordinaria de cerrar presupuestos incluso en fases de crecimiento. Entonces cambia también su dimensión intergeneracional. Los gobiernos futuros reciben menos margen para decidir y las generaciones siguientes heredan no solo servicios e infraestructuras, sino obligaciones financieras contraídas antes de participar en esas decisiones. No se trata de convertir la deuda en un juicio moral, sino de reconocer una aritmética incómoda: lo que no se financia hoy con ingresos suficientes acaba financiándose mañana con más impuestos, menos gasto disponible o nueva deuda.

Ese es, probablemente, el coste más importante y menos visible: la pérdida de libertad fiscal antes de que llegue una crisis. El verdadero valor del margen presupuestario se aprecia cuando ocurre lo inesperado. Una recesión, una perturbación energética, una emergencia geopolítica o una nueva tensión financiera exigen capacidad para responder con rapidez. Si ese margen se ha consumido durante los años razonablemente buenos, la política fiscal entra en la siguiente perturbación con menos instrumentos y con una sensibilidad mucho mayor a la reacción de los mercados. El problema no es alcanzar una cifra mágica de deuda, sino llegar al próximo episodio adverso habiendo gastado de antemano buena parte de la capacidad de respuesta.

A ello se añade una dimensión financiera que ya no puede tratarse como un asunto separado de las cuentas públicas. Los bonos soberanos son el activo de referencia de los mercados, sirven como garantía en multitud de operaciones y ocupan un lugar central en los balances de bancos, fondos y otros intermediarios. El BIS ha llamado la atención este año sobre una conexión fiscal-financiera más compleja que la que conocimos en la crisis del euro: junto al vínculo tradicional entre bancos y deuda soberana, ha crecido el peso de intermediarios no bancarios y de estrategias apalancadas en esos mercados. Una revisión brusca de la sostenibilidad fiscal puede elevar las rentabilidades, hundir el precio de los bonos, deteriorar la liquidez y forzar ventas que amplifiquen el movimiento inicial. Una duda presupuestaria puede convertirse así en un endurecimiento de las condiciones financieras para empresas y hogares sin necesidad de que exista un problema de solvencia soberana.

Y esta dimensión ya no es teórica. En las últimas semanas, los mercados de deuda de algunas de las economías consideradas más seguras han vuelto a mostrar hasta qué punto la combinación de inflación, grandes necesidades de emisión y dudas fiscales puede alterar con rapidez el precio del dinero a largo plazo. El bono estadounidense a diez años ha vuelto a superar el 5 %; las rentabilidades de la deuda británica a largo plazo han alcanzado niveles no vistos desde finales de los noventa, y el bono japonés a diez años ha tocado máximos de tres décadas. Son economías y problemas muy distintos, y sería un error meterlos en el mismo saco. Pero el mensaje común es difícil de ignorar: los mercados no necesitan esperar a una suspensión de pagos para imponer disciplina. Pueden hacerlo mucho antes, a través de tipos más altos, mayor volatilidad y un coste de refinanciación que termina llegando al presupuesto y al resto de la economía.

Europa añade una dificultad propia. Al mismo tiempo que necesita preservar la sostenibilidad de sus finanzas públicas, afronta mayores necesidades de gasto en defensa, envejecimiento, energía, digitalización y transición productiva. Las nuevas reglas fiscales europeas intentan ordenar esa tensión, pero ninguna regla elimina el conflicto entre prioridades. Cada país tendrá que decidir qué parte del ajuste descansa en ingresos, qué parte en gasto, cuánto puede ganar mediante crecimiento y productividad y qué inversiones justifican un esfuerzo común europeo. Son opciones políticas diferentes, con efectos distributivos distintos, sobre las que no existe una respuesta única. Lo que sí impone la aritmética de la deuda es que esas decisiones no pueden aplazarse indefinidamente: cuanto más tarde se define una trayectoria creíble, mayor es la parte del ajuste que termina decidiendo el coste de financiación en lugar del presupuesto.

El lobo, por tanto, no tiene la forma de una suspensión de pagos inminente ni exige imaginar una nueva crisis del euro. Llega de una manera menos espectacular: en intereses que desplazan otros usos del presupuesto, en menor capacidad para responder a la próxima perturbación, en decisiones difíciles que se dejan a otros gobiernos y en obligaciones que se trasladan a generaciones que no participaron en ellas. Y puede llegar también a través de mercados financieros capaces de multiplicar con rapidez un error fiscal. España conserva crecimiento, acceso holgado a la financiación y tiempo para gestionar el problema. Precisamente por eso, sería difícil justificar seguir aplazándolo. Haber oído tantas veces que el lobo venía no demuestra que el lobo no exista. Quizá la novedad es que ya no hace falta verlo correr hacia nosotros: empieza a bastar con mirar cuánto cuesta re-financiar el pasado y cuánto margen deja para decidir el futuro.

01

Raymond Torres

Funcas



La política fiscal española en tiempos de prórroga presupuestaria

Las últimas cuentas públicas aprobadas remontan a 2023, y desde entonces los presupuestos de ese año siguen en vigor. En este periodo, sin embargo, el Estado ha incrementado su gasto un 14 % y la Seguridad Social un 20 %. El desvío, que asciende a 78.000 millones de euros, ha sido posible gracias a la multiplicación de modificaciones de crédito y otros instrumentos, diseñados para aportar flexibilidad ante eventos puntuales. Pese a estas adaptaciones que han tenido su utilidad para acometer inversiones con fondos europeos, la reiteración de prórrogas ha restado eficacia a la política fiscal. Uno, porque los presupuestos han sido más expansivos de lo previsto, por la incapacidad de realizar ajustes de gasto o tributarios. Y dos, porque la prórroga no permite afrontar los nuevos desafíos de forma coherente.

El debate en torno a las cuentas públicas no solo marca el pulso de las democracias avanzadas, sino que también constituye el eje principal de la política económica. Razón por la cual la aprobación anual de nuevos presupuestos suele ser un paso imprescindible para que los Gobiernos puedan realizar su tarea de gestión macroeconómica dentro de un marco coherente y consensuado. En este sentido, el caso de España ha suscitado interés, ya que las últimas cuentas públicas avaladas por el Congreso de los Diputados remontan a 2023, y desde entonces el país convive con presupuestos prorrogados.

Este periodo inusualmente largo de no aprobación de nuevas cuentas ha coincidido con la acumulación de desafíos geopolíticos de gran transcendencia —el conflicto en Oriente Medio siendo el más reciente¹— y para los cuales los presupuestos elaborados hace cuatro años no habían sido concebidos. También ha irrumpido la inteligencia artificial y se han sumado cerca de un millón y medio de habitantes, la mayoría procedentes de la inmigración. Estos cambios tecnológicos y demográficos, unidos al propio ciclo expansivo, han generado nuevas prioridades para la acción pública. El objetivo de este artículo es explorar cómo ha respondido la política presupuestaria a estos cambios pese a las ataduras generadas por el contexto de prórroga de los Presupuestos Generales del Estado (PGE).

Un presupuesto globalmente expansivo a pesar de la prórroga

Conforme al artículo 134.4 de la Constitución, la situación de prórroga limita la acción presupuestaria del Gobierno tanto del lado del gasto como de los ingresos. El sistema actúa como garantía

de continuidad, evitando que la no aprobación de nuevos presupuestos suponga la suspensión de la acción pública (a diferencia de EE. UU., por ejemplo, donde el Gobierno puede verse abocado a decretar el “cierre” de determinados servicios públicos). No obstante, la prórroga constriñe el margen de maniobra para responder a cualquier imprevisto o desafío, ya que su entrada en vigor se traduce en la congelación de los créditos presupuestarios en euros corrientes, al menos en teoría.

|
*Lejos de paralizarse, el gasto
del conjunto de las administraciones
se ha incrementado un 19 % durante
el trienio de prórroga*
|

La realidad, sin embargo, ha sido distinta. Lejos de paralizarse, el gasto del conjunto de las administraciones se ha incrementado un 19 % durante el trienio de prórroga (descontando el pago de intereses y los fondos europeos *Next Generation*)², y la recaudación tributaria se ha expandido a un ritmo mayor, cercano al 24 %, todo ello a pesar de la no actualización de las cuentas (gráfico 1). Esto se debe en parte a que la prórroga de los PGE no se ha aplicado a los entes territoriales, que disponen de sus propios presupuestos. Y el hecho es que, salvo excepciones, las cuentas de las comunidades autónomas han mantenido una senda expansiva.

Además, el gasto ejecutado por el Estado y la Seguridad Social —principales entes sobre los que se aplica la prórroga de los PGE— se sitúa en un 14 % y un 20 %, respectivamente, por encima del presupuesto inicialmente previsto en virtud de la prórroga, lo que equivale a un desvío de 78.000 millones de euros (gráfico 2).

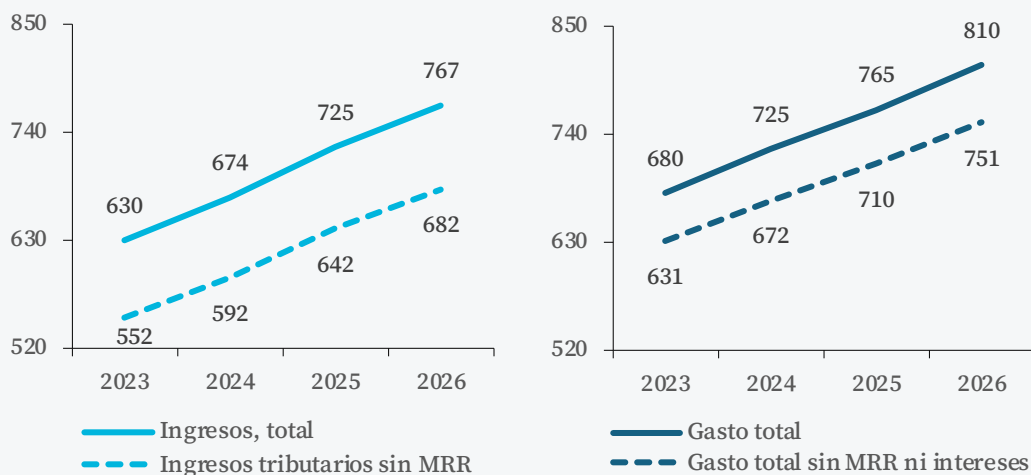
1 Para un análisis del impacto de este conflicto, véase Torres y Fernández (2026).

2 La articulación entre los fondos europeos y los presupuestos se analizan en González Simón et al. (2026).

Gráfico 1

Ingresos y gasto no financiero de las AA. PP.

En miles de millones de euros



Fuente: IGAE y estimaciones de Funcas para 2026.

La brecha entre el presupuesto prorrogado y el gasto efectivo se explica por la utilización de diversas modificaciones de crédito y otros instrumentos, originalmente diseñados para posibilitar adaptaciones puntuales³, pero que se han multiplicado para responder a las necesidades surgidas en los últimos años, particularmente la inflación.

Entre las fórmulas que permiten una elevación de las dotaciones presupuestarias, destacan, en primer lugar, las ampliaciones de crédito, destinadas principalmente al pago de las cargas de la deuda, de las pensiones y otras prestaciones de la Seguridad Social. En segundo lugar,

los créditos extraordinarios y suplementos de crédito habilitan un incremento del gasto debidamente justificado, generalmente mediante la aprobación de un decreto-ley⁴. Por ejemplo, las entregas a cuenta a los entes territoriales se actualizan mediante esta fórmula. Finalmente, las generaciones de crédito permiten incorporar ingresos no previstos, como por ejemplo los que proceden de los fondos europeos. En este caso, no es necesario proceder a ningún trámite de aprobación parlamentaria, ya que el plus de recursos tiene como finalidad un nuevo gasto.

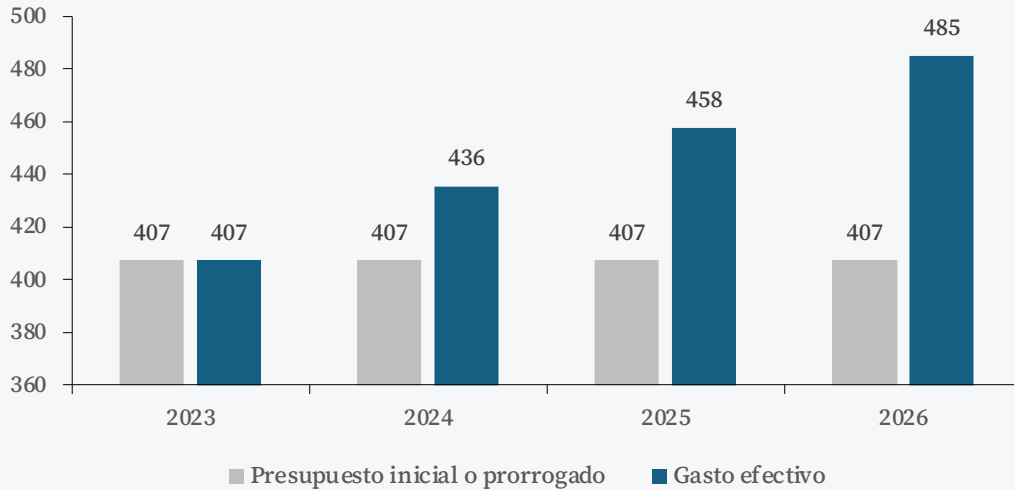
Aunque formen parte de la legalidad vigente, estos mecanismos se habían concebido como

3 Para un análisis reciente de este instrumento, véase Galán Sánchez, R.M. (2026), “La prórroga presupuestaria en el contexto español: alcance constitucional y efectos funcionales en el sistema presupuestario”. Estudios y Comentarios, INAP. <https://laadministracionaldia.inap.es/noticia.asp?id=1519944>

4 También es posible financiar estos créditos con el fondo de contingencia, pero en la práctica este mecanismo se ve acotado por el volumen de recursos disponibles en dicho fondo.

Gráfico 2**Gasto no financiero total del Estado y de la Seguridad Social**

En miles de millones de euros



Nota: El gráfico presenta la suma de las operaciones no financieras del Estado y el sistema de Seguridad Social, conforme al presupuesto inicial (prorrogado a partir de 2024) y el presupuesto final, tras las incorporaciones de modificaciones de crédito y descontando las transferencias del Estado y la Seguridad Social. Los datos para 2026 son estimaciones de Funcas en base a las informaciones disponibles hasta junio.

Fuente: IGAE y Funcas.

vías de ajuste puntual, y no como fuentes de financiación recurrente como finalmente ha sucedido. En todo caso, todo incremento de recursos que se derive de las modificaciones de crédito debe ser coherente con el techo de gasto, de modo que en la práctica es este objetivo, y no los límites establecidos en los presupuestos prorrogados, el que ha actuado como ancla del sistema.

De manera similar al gasto corriente, las modificaciones de crédito han aportado holgura para realizar operaciones financieras (que no computan a efectos de los objetivos de déficit), generando un importante desvío en relación con lo que cabría esperar en un contexto de bloqueos

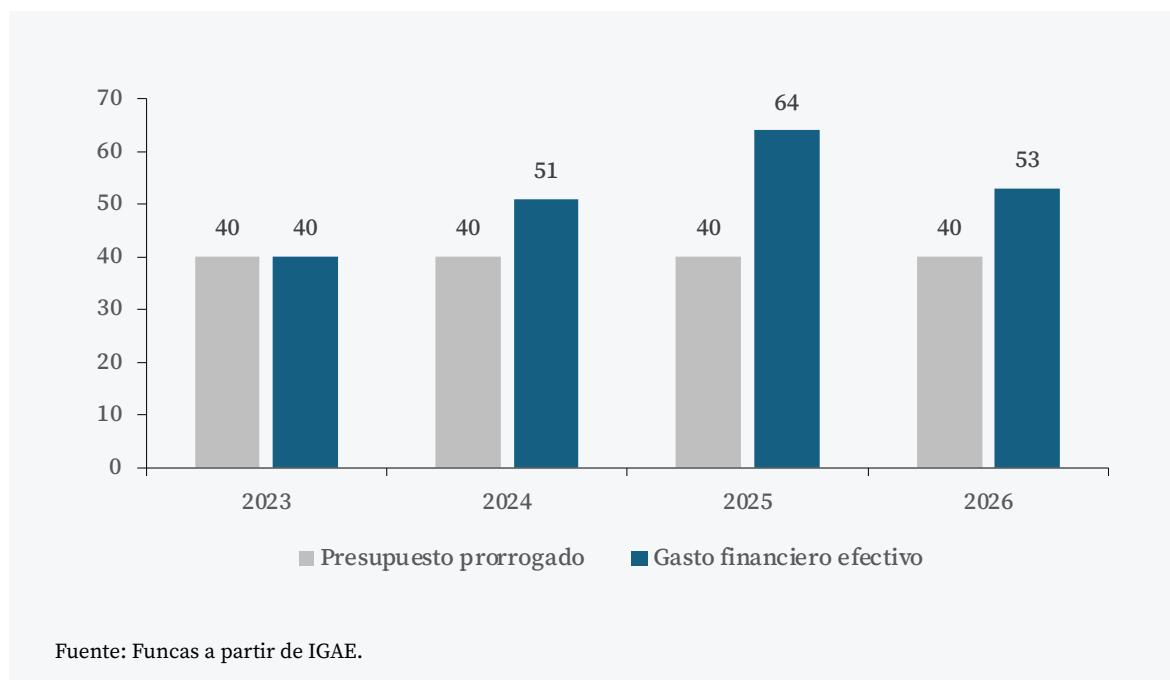
presupuestario (gráfico 3). En el último trienio, el Estado ha autorizado modificaciones de crédito por un total de 47.700 millones de euros, para así proceder a diversas operaciones de capitalización de empresas públicas y privadas, a la concesión de préstamos y a otras compras de activos.

El incremento de las compras de activos financieros ha generado una necesidad de endeudamiento que se suma a la que procede de lo que comúnmente se conoce como déficit, que resulta de la diferencia entre los ingresos y el gasto no financiero. Así, el año pasado, la necesidad total de financiación de las administraciones ascendió al 4 % del PIB, frente a un déficit

Gráfico 3

Variación de activos financieros del Estado

En miles de millones de euros



del 2,4 %, lo que ha traído consigo una ralentización del ritmo de reducción de la deuda de las administraciones.

Al igual que ocurre con el gasto, los ingresos se han expandido de manera acusada, alejándose de la previsión realizada en base a la prórroga presupuestaria. En 2025, por ejemplo, la recaudación del Estado se situó un 21 % por encima de la referencia que marcan los recursos prorrogados. A diferencia de lo sucedido con el gasto, sin embargo, esta evolución se ha producido de manera endógena, sin necesidad de medidas discrecionales por parte del Gobierno, ya que ha sido consecuencia del ciclo expansivo, así como de la decisión de no ajustar los tramos impositivos a la evolución de la inflación —ambas circunstancias redundando en un volumen ingente de aportaciones a las arcas públicas—. Otra

causa del desvío es la asignación de fondos europeos en el marco del programa *Next Generation*.

Es por ello por lo que, en circunstancias normales, se considera que la prórroga de PGE tiende a frenar la economía. En cambio, en esta ocasión la política fiscal ha resultado ser globalmente expansiva, ya que las ampliaciones de gasto han más que compensado el aumento de la recaudación.

Sin embargo, el buen momento coyuntural hubiera justificado una posición más cautelosa para así generar un margen de maniobra ante futuros *shocks* adversos. En suma, a diferencia del ciclo presupuestario natural, que permite diseñar las políticas en consonancia con el contexto macroeconómico y teniendo en cuenta los objetivos a largo plazo, la multiplicación de

Cuadro 1**Modificaciones de crédito del Estado**

En miles de millones de euros

	En miles de millones de euros	En porcentaje del total
Transferencias a las comunidades autónomas	18	21,9
Transferencias a las corporaciones locales	14	16,8
Transferencias a la Seguridad Social	23	26,9
Gastos financieros	10	12,2
Inversiones reales	12	14,5
Resto	7	7,7
Total	84	100,0

Fuente: Funcas a partir de IGAE.

medidas parciales y disociadas entre sí ha tendido a mermar la coherencia de conjunto.

Las prioridades presupuestarias versus las necesidades de la economía

Más allá de su impacto macroeconómico, la prórroga se ha aplicado de manera desigual entre diferentes partidas de gasto y de ingresos públicos, socavando la eficiencia de la acción presupuestaria en términos de respuesta a las necesidades del país. En algunos casos, la congelación ha incidido plenamente, actuando como una camisa de fuerza, mientras que en otros se ha aplicado con flexibilidad.

Los fondos adicionales aportados por las modificaciones de crédito se han destinado a determinadas partidas, que además en muchos casos se han beneficiado de transferencias de crédito, que son aquellas que reasignan fondos entre secciones sin alterar el gasto total. El uso del canal

de las transferencias se ha extendido gracias a un cambio normativo introducido en la ley de presupuestos de 2023, en su artículo 9, con el efecto de flexibilizar los trasposos de recursos entre diferentes partidas sin necesidad de obtener la aprobación del Congreso.

El resultado final es que las entregas del Estado a cuenta de las comunidades autónomas y las corporaciones locales apenas se han resentido de la reconducción de las cuentas de 2023: desde ese año, los entes territoriales han recibido 32.000 millones en concepto de modificaciones de crédito procedentes del Estado, que se añaden a la dotación inicial prevista en los presupuestos prorrogados (cuadro 1). La Seguridad Social también ha obtenido una inyección adicional de recursos con el fin de proteger las pensiones y otras prestaciones en relación con la inflación. Así, teniendo en cuenta que los presupuestos iniciales de la Seguridad Social, anclados en el año 2023, no han bastado para paliar los efectos de la inflación, la Seguridad Social ha recibido

dotaciones adicionales por un monto total de 23.200 millones en 2024 y otros 37.500 millones en 2025, sumando las transferencias del Estado y de otras fuentes.

Finalmente, otro capítulo que se ha expandido en los últimos años es el de inversiones, entre las que destacan las destinadas a la defensa y el rearme.

El cambio de prioridades aparece con más nitidez examinando la distribución de las modificaciones de crédito por secciones, un ejercicio que solo se puede realizar para el Estado debido a las limitaciones de la información estadística disponible para otras administraciones. El análisis muestra que las partidas más beneficiosas son las destinadas a defensa, industria (importante receptora de fondos europeos) y economía (por la aportación patrimonial a empresas). Entre las

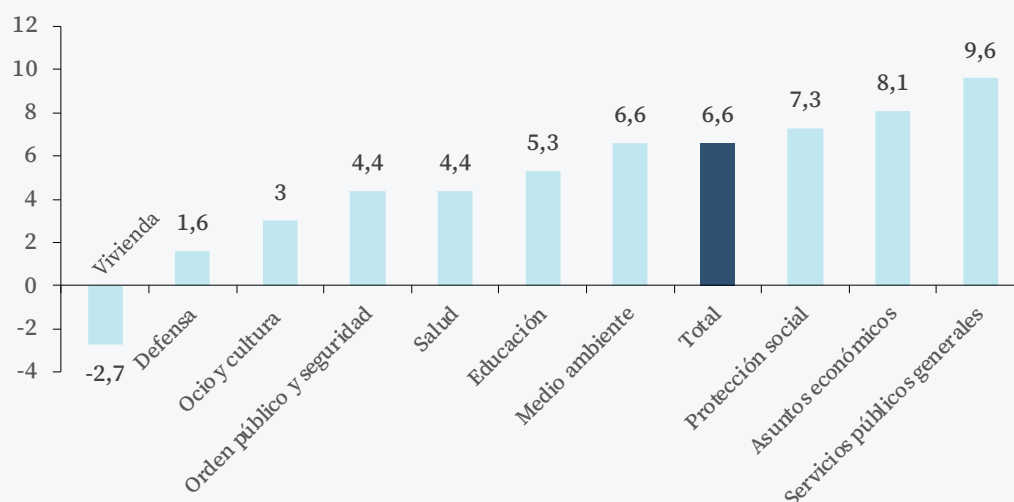
más desfavorecidas destacan la educación (si bien en este caso son las comunidades autónomas las que disponen del grueso del presupuesto), así como la ciencia, innovación y universidades. La posición de la vivienda es más compleja ya que si bien esta partida ha recibido créditos adicionales, confirmando su creciente relevancia social, el porcentaje de ejecución ha sido muy bajo —los pagos realizados alcanzaron el 34 % de los fondos disponibles en 2024 y el 28 % en 2025— de modo que el gasto efectivo apenas ha crecido en estos años de crisis habitacional.

El diagnóstico es similar para el conjunto de las administraciones públicas. En base a los datos de distribución funcional del gasto para 2024, último año disponible, se observa un importante incremento de los recursos destinados a los servicios administrativos generales, el apoyo a la economía y la protección social (gráfico 4).

Gráfico 4

Gasto de las administraciones públicas por funciones, 2024

Tasa de crecimiento anual



Fuente: IGAE.

A la inversa, la educación y la vivienda aparecen menos prioritarias, a tenor de los datos de gasto, lo que evidencia el impacto negativo de la prórroga presupuestaria en términos de eficiencia de la política fiscal. Por otra parte, los datos relativos a la defensa apuntan a un descenso que es solo aparente, ya que las asignaciones registradas en estas estadísticas no incorporan las operaciones patrimoniales y otras inyecciones de capital en favor del sector.

Implicaciones de política económica

En suma, gracias a los elementos de flexibilidad previstos en la normativa, la reiteración de prórrogas presupuestarias no ha impedido algunos ajustes necesarios, como los que se han derivado de la gestión de los fondos europeos.

No obstante, de manera general, la situación de prórroga ha tendido a restar eficacia a la política fiscal. Desde el punto de vista macroeconómico, la congelación de las dotaciones no ha jugado el papel restrictivo que se podía anticipar, sino todo lo contrario, como consecuencia, en primer lugar, de las modificaciones de crédito y otros instrumentos, que han aportado holgura a las administraciones y capacidad de gasto. En segundo lugar, el bloqueo normativo ha impedido realizar los ajustes de política tributaria que hubiera necesitado el ciclo. Y, finalmente, los entes

territoriales, al situarse fuera del perímetro de aplicación de los PGE, han podido mantener sus planes presupuestarios. Un papel más neutro de la política fiscal se hubiera justificado habida cuenta del vigor del crecimiento y la necesidad de ampliar el margen de maniobra para paliar crisis futuras, o apoyar la coyuntura cuando vengan tiempos difíciles.

|
*De manera general, la situación
de prórroga ha tendido a restar eficacia
a la política fiscal*
|

Por otra parte, pese a algunas adaptaciones, la prórroga ha entorpecido la respuesta a las necesidades cambiantes del país. Los suplementos de crédito se han multiplicado de manera dispersa, en función de la urgencia del momento, sin un marco presupuestario global y consensuado. El resultado es que las prioridades sociales no se reflejan necesariamente en la realidad presupuestaria. La vivienda y la educación, por ejemplo, no han recibido suficiente atención. Todo ello evidencia la importancia de mejorar la transparencia de las modificaciones de crédito y evaluar periódicamente su impacto desde el punto de vista de la eficiencia de la política fiscal. Lo cual no es óbice para postergar la aprobación de nuevos presupuestos que respondan a los desafíos de nuestros tiempos.

Referencias

GONZÁLEZ SIMÓN, M. Á., LÓPEZ, G., y RODRÍGUEZ, B. (2026). *El impacto de los fondos Next Generation en la economía española*. Funcas. <https://www.funcas.es/libro/el-impacto-de-los-fondos-next-generation-en-la-economia-espanola/>

Torres, R., y FERNÁNDEZ, M. J. (2026). Perspectivas de inflación de la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, No. 313 (julio-agosto). <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-de-inflacion-de-la-economia-espanola/>

02

Daniel Gros
IEP/Bocconi



Normas fiscales europeas. Nuevas normas frente a nuevas necesidades de financiación

Este artículo examina cómo el nuevo marco fiscal europeo está haciendo frente a dos presiones simultáneas: el aumento del gasto en defensa y un entorno de tipos de interés menos favorable. Evalúa la “cláusula de excepción nacional”, introducida para dar cabida a aumentos temporales del gasto en defensa, y analiza sus implicaciones para la sostenibilidad de la deuda y los futuros requisitos de saldo primario. El análisis muestra que es probable que el ajuste fiscal adicional provocado por la cláusula sea modesto, incluso para los países altamente endeudados. El mayor desafío proviene de unos tipos de interés de mercado persistentemente más altos, lo que podría hacer que las hipótesis de la Comisión sobre la sostenibilidad de la deuda para 2024 resulten cada vez más optimistas y genere importantes presiones de ajuste tras el actual período de transición.

Introducción

El euro nació acompañado de normas presupuestarias porque sus creadores se dieron cuenta de que los problemas presupuestarios de un país podían tener repercusiones en todo el sistema (Gros y Thygesen, 1998). Inicialmente, estas normas se centraban principalmente en los déficits, de ahí el “valor de referencia” canónico del 3 % del PIB. La crisis de la deuda soberana de 2010-2012 demostró entonces que los mercados tendían a centrarse en los niveles de deuda. Esto provocó un cambio de enfoque, con la adopción de una nueva norma relativa a la reducción mínima de la deuda a la que debían aspirar los países para alcanzar el 60 % del PIB, el otro valor de referencia del Tratado de Maastricht que hasta entonces se había ignorado en gran medida. La norma de reducción de la deuda era sencilla, pero también mecánica. La ratio de deuda debía reducirse cada año en 1/20 del exceso de dicha ratio por encima del 60 % del PIB.

Sin embargo, esta norma de reducción de la deuda se percibió como demasiado estricta y mecánica. Por ello, la Comisión propuso un nuevo enfoque que se consideraba de vanguardia en economía. Cada país se sometería a un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) basado en las circunstancias nacionales específicas. El objetivo de este DSA sería identificar el superávit o déficit que el país podría registrar para, en primer lugar, estabilizar y, a continuación, reducir gradualmente el ratio de deuda, incluso en condiciones de tensión.

Las nuevas normas entraron en vigor en 2024. Pero en aquel momento la mayoría de los países

miembros tenían un déficit considerablemente superior a los niveles que permitirían estabilizar las ratios de deuda. Esto ya se había previsto. Un elemento fundamental de las nuevas normas era que a los países se les concedía un período de ajuste inicial de entre 4 y 7 años, durante el cual debían reducir sus déficits hasta el nivel que permitiera la estabilización de la deuda.

Así pues, la mayoría de los países miembros acordaron con la Comisión un plan de siete años para reducir los déficits, de modo que en 2031 alcanzaran el nivel necesario para que sus niveles de deuda comenzaran a descender.

Pero en 2025 Europa se dio cuenta de que necesitaba reforzar su propio gasto en defensa. El objetivo de la OTAN en materia de gasto en defensa se incrementó del 2 al 3,5 % del PIB. Esto planteó un dilema a las instituciones de la UE. Habría sido políticamente muy delicado insistir en que los países se adhirieran a la senda de reducción del déficit ya acordada¹. Eso habría exigido recortar el gasto en otros ámbitos en un momento en que la mayoría de los líderes políticos prometían que no habría recortes en el gasto social debido a las necesidades de defensa.

|
*Limitarse a aumentar el gasto en defensa
sin realizar recortes en otros ámbitos
habría sido incompatible con el objetivo
principal de las nuevas normas, a saber,
controlar la deuda*
|

Sin embargo, limitarse a aumentar el gasto en defensa sin realizar recortes en otros ámbitos

1 Como nota al margen, conviene reflexionar sobre el hecho de que la necesidad de aumentar el gasto en defensa en Europa ya era evidente en 2024. Por lo tanto, debería haberse tenido en cuenta en los primeros planes de ajuste. Sin embargo, fueron necesarias las repetidas amenazas de Donald Trump de abandonar la OTAN para obligar a los europeos a acordar este aumento del gasto en defensa.

habría sido incompatible con el objetivo principal de las nuevas normas, a saber, controlar la deuda. El compromiso consistió en permitir a los países superar su trayectoria acordada de déficit y gasto en un 1,5 % del PIB durante cuatro años, pero insistiendo en que sus déficits debían reducirse al nivel necesario para que su ratio de deuda siguiera una trayectoria descendente. Esta es la esencia de la “cláusula de escape nacional”, cuyas consecuencias se analizarán más adelante.

Pero antes de profundizar en los detalles europeos, conviene considerar el contexto global más amplio.

Evolución reciente de la política fiscal: una comparación transatlántica

La NEC llega tras otra gran emergencia fiscal: la pandemia de la COVID-19. Los países de todo el mundo registraron déficits masivos para estabilizar la economía durante este período.

El período de la COVID-19

Aunque la presión fiscal derivada de la COVID-19 fue más o menos similar en todas partes, los datos del cuadro 1 que figura a continuación muestran que, de media, los países de la zona del euro han sido mucho más prudentes que sus homólogos anglosajones. Los déficits acumulados de la zona del euro desde 2020 se situaron por debajo de los 30 puntos porcentuales del PIB, lo que supone solo la mitad del valor de EE. UU., cercano al 60 % (primera columna). El Reino Unido también acumuló déficits de más de 45 puntos porcentuales, un 50 % por encima de la media de la zona del euro.

Las normas fiscales de la zona del euro se suspendieron durante el período de la COVID-19, pero parece que sí tuvieron un efecto moderador. Esto también se aprecia en el ligero aumento del nivel de deuda, que fue de solo 4,5 puntos porcentuales del PIB durante este período, una cuarta parte del nivel de EE. UU. o del Reino Unido (segunda columna).

Cuadro 1

Cálculos presupuestarios durante la pandemia

Economía	Déficits acumulados 2020-2026	Variación de la ratio de deuda 2019-2026	Diferencia: déficits menos variación de la deuda
Estados Unidos	59,4	+17,0	42,4
Zona del euro	28,4	+4,5	23,9
Reino Unido	46,4	+18,7	27,7

Nota: Las ratios de deuda corresponden a saldos al cierre del ejercicio, por lo que la comparación pertinente entre saldos y flujos es el déficit medio durante el período 2020-2026 frente a la variación de la deuda desde finales de 2019 hasta finales de 2026. La misma lógica se aplica al período 2022-2026 frente a la variación de la deuda desde finales de 2021 hasta finales de 2026.

Fuentes: Administraciones públicas, porcentaje del PIB; la deuda es la deuda bruta. Monitor Fiscal del FMI, abril de 2026, tablas 1.1 y 1.2. (FMI).

La tercera columna de del cuadro 1 muestra grandes diferencias entre los déficits acumulados y el ratio de deuda. La diferencia refleja el crecimiento del PIB nominal, que ha sido muy distinto durante el período de la COVID-19 en estas tres economías. El crecimiento (tanto real como nominal) ha sido más fuerte en EE. UU. y la discrepancia entre los déficits y el aumento de la ratio de deuda es, en consecuencia, considerable en el caso de EE. UU., cuyos déficits acumulados desde la crisis de la COVID-19 ascendieron a casi el 60 % del PIB, mientras que la ratio de deuda solo aumentó en 17 puntos, es decir, 42 puntos porcentuales menos. En el caso de la zona del euro y del Reino Unido, se observan diferencias algo menores entre los déficits acumulados y el aumento de la ratio de deuda.

El Reino Unido ha registrado déficits menores que EE. UU. durante este período. Sin embargo, su ratio de deuda aumentó más. Esto ilustra la fuerte restricción que una economía de bajo crecimiento impone a la política fiscal.

¿Consolidación tras la COVID-19?

El resultado más llamativo del período de la COVID-19 fue que unos déficits acumulados

muy elevados se tradujeron en aumentos mucho menores de los ratios de deuda, principalmente porque el PIB nominal también creció con fuerza. Esto cambió a partir de 2022, en el sentido de que los niveles de deuda se han mantenido bastante constantes durante los últimos cuatro años, como se muestra en la segunda columna del cuadro, y los déficits se han reducido ligeramente.

Desde 2022 se ha producido cierta consolidación en la zona del euro, ya que el déficit de la zona del euro se ha estabilizado, al menos, en torno al 3 % del PIB, y el déficit del Reino Unido ha descendido ligeramente hasta situarse cerca del valor de la zona del euro.

Por el contrario, en EE. UU. el déficit incluso ha aumentado hasta situarse ahora en el 7,5 % del PIB, 4 puntos porcentuales más que en la zona del euro. Sin embargo, la diferencia entre los déficits de EE. UU. y la zona del euro exagera la diferencia en la sostenibilidad de su situación fiscal.

Una implicación clave del cuadro 2 es que un déficit de la zona del euro cercano al 3 % del PIB estabiliza aproximadamente su ratio de deuda, que se sitúa cerca del 90 % del PIB, cuando el PIB

Cuadro 2

Saneamiento fiscal tras la pandemia de la COVID-19

Economía	Déficit medio 2022-2026	Variación media anual de la ratio de deuda 2021-2026	Déficit en 2026
Estados Unidos	6,8	+0,2	7,5
Zona del euro	3,3	-1,1	3,3
Reino Unido	5,2	+0,0	3,9

nominal crece en torno al 3 % (1 % en términos reales más un 2 % de inflación). En EE. UU., un crecimiento nominal del 5 % puede estabilizar la deuda en torno al 120 % del PIB con un déficit de alrededor del 6 %. Por eso apenas se observa un aumento en la ratio de deuda de EE. UU. desde 2021, a pesar de unos déficits superiores al 6 % del PIB. Sin embargo, el déficit actual del 7,5 % del PIB provocaría nuevos aumentos en la ratio de deuda de EE. UU. hasta que alcance el 150 % del PIB.

|
*La experiencia ha demostrado
 que un nivel elevado de deuda, aunque
 se estabilice, aumenta la vulnerabilidad
 ante las tensiones financieras*
 |

Estas cifras ilustran una cuestión clave para cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda: dada la tasa de crecimiento del PIB nominal, resulta más fácil estabilizar un nivel elevado de deuda. Pero la experiencia ha demostrado que un nivel elevado de deuda, aunque se estabilice, aumenta la vulnerabilidad ante las tensiones financieras. Por eso las normas fiscales de la zona del euro no solo tienen como objetivo estabilizar la deuda, sino también situarla en una senda descendente, incluso en escenarios de tensión.

Pagos de intereses y déficits primarios

Las cifras de déficit analizadas hasta ahora ocultan un problema subyacente, a saber, el aumento de los pagos de intereses de la deuda pública como consecuencia del incremento de los tipos de interés. Los debates políticos suelen centrarse en los déficits globales. Sin embargo, el Gobierno no puede controlar el gasto en intereses. Para evaluar la presión política sobre el presupuesto, conviene fijarse en el

denominado saldo primario, es decir, el saldo entre los ingresos y el gasto no relacionado con los intereses. Esta es la variable clave en el marco de las normas fiscales, tal y como se explica a continuación.

Aunque los tipos de interés han aumentado considerablemente desde 2024, la carga de los intereses para la mayoría de los gobiernos de la zona del euro solo ha aumentado moderadamente, ya que la mayor parte de la deuda pública es a largo plazo, lo que significa que cada año solo debe refinanciarse una fracción de la deuda pública a tipos de mercado más elevados. Este efecto retardado es una de las razones clave por las que los gobiernos europeos se enfrentarán a presiones presupuestarias solo para mantener constante el déficit global, incluso sin tener en cuenta la necesidad de aumentar el gasto en defensa.

Diferenciación reciente dentro de la zona del euro

La media de la zona del euro oculta grandes diferencias entre los Estados miembros. En 2024, Alemania tenía, con diferencia, el déficit más bajo (2,7 % del PIB), frente a más del 3 % de Italia y España y cerca del 6 % de Francia. En 2026, el déficit de Alemania ha aumentado hasta casi el 4 % del PIB, mientras que Italia y España han descendido por debajo del umbral del 3 %. Incluso Francia ha reducido ligeramente su déficit hasta situarlo en torno al 5 % del PIB. Por lo tanto, se ha producido cierta convergencia: la situación de Alemania se ha deteriorado, mientras que la del resto de los grandes países ha mejorado ligeramente.

Aunque se ha producido cierta convergencia en los déficits, sigue existiendo una diferencia muy grande en los niveles de deuda entre Alemania (cerca del 60 %) e Italia, Francia y España, todos

ellos con niveles de deuda superiores al 100 % del PIB. España es el único país altamente endeudado cuyo ratio de deuda está disminuyendo debido a su mayor crecimiento.

Cómo abordar el gasto en rearme: la cláusula de excepción nacional

A principios de 2025, la Comisión invitó a los Estados miembros a activar la “cláusula de excepción nacional” (NEC) (Comisión Europea, 2025). La NEC permite a un país excluir de las normas presupuestarias los aumentos del gasto en defensa de hasta un 1,5 % del PIB durante cuatro años, lo que permite realizar gastos de rearme sin tener que imponer inmediatamente grandes recortes en otros ámbitos. Un país que aproveche al máximo este margen finaliza el período de ajuste con un nivel de deuda hasta un 1,5 % del PIB superior al previsto en su plan de referencia. Esto implica que, a continuación, tendrá que registrar un déficit inferior al previsto en el plan original².

Entre los países más grandes de la zona del euro, solo Alemania ha solicitado la flexibilidad total que permite el NEC. Francia ha rechazado utilizarlo. Italia y España han solicitado utilizar el NEC solo para importes muy reducidos (y a Italia incluso se le ha permitido utilizar el NEC para algunas subvenciones energéticas).

El papel clave de las previsiones de tipos de interés en la DSA

Aunque los países con elevada deuda se han mostrado hasta ahora reacios a recurrir a la NEC, sigue mereciendo la pena preguntarse qué

grado de contención del gasto exigiría un nivel de deuda superior en 6 puntos porcentuales del PIB. Dado que la única variable que un gobierno puede controlar es su saldo primario, la cuestión central de la DSA es: “¿qué saldo primario se requiere para la sostenibilidad de la deuda?”. Las hipótesis sobre los tipos de interés futuros desempeñan aquí un papel clave, ya que determinan cuánto debe gastar el gobierno en el servicio de la deuda.

Por lo tanto, hay dos variables clave en el DSA: el déficit global y el saldo primario. Los costes de los intereses desempeñan un papel fundamental a la hora de determinar ambos.

Además, el DSA también trata de modelizar con precisión cómo evoluciona la economía a corto plazo con el fin de determinar el punto de partida para el período de diez años posterior al final del ajuste (es decir, 2031-2040). Modelizar la evolución a corto plazo requiere tener en cuenta docenas de relaciones, como el efecto de la mayor demanda sobre el PIB derivado del aumento del gasto, el impacto del envejecimiento de la población en las finanzas públicas, cómo la evolución de los tipos de interés determina el servicio de la deuda pública, etc. Esto, a su vez, se basa en docenas de parámetros y complejos bucles de retroalimentación. La implementación de Bruegel, disponible públicamente en , ocupa más de tres mil líneas de código y requiere información que no siempre está disponible públicamente. Por lo tanto, parece imposible determinar el esfuerzo fiscal que requeriría el aumento de 6 puntos porcentuales en el ratio de deuda que se derivaría de la aplicación del NEC.

El análisis estándar de sostenibilidad de la deuda suele basarse en la idea de que la deuda

² Aquí no se detallan las modalidades según las cuales los países podrían aumentar su gasto en defensa y, posteriormente, ajustar gradualmente su gasto global para ajustarse a la senda de reducción de la deuda.

es sostenible si se estabiliza como ratio del PIB. Para un análisis estándar de sostenibilidad de la deuda (DSA), no supone ninguna diferencia que la deuda se estabilice en el 60 % o en el 120 % del PIB, tal y como se muestra en el ejemplo anterior. Sin embargo, el DSA de las nuevas normas fiscales tiene un objetivo más ambicioso. La deuda se considera sostenible si la ratio deuda/PIB sigue una trayectoria “plausiblemente descendente”, lo que se define como la condición de que la ratio de deuda debe disminuir incluso bajo un conjunto de diferentes escenarios de perturbaciones predefinidos durante un período de diez años, tras el período de ajuste inicial, es decir, entre 2031 y 2041. Por lo tanto, el DSA requiere hipótesis o proyecciones sobre los tipos de interés y las tasas de crecimiento a largo plazo.

La estabilización de la deuda requiere que el superávit primario sea, como mínimo, igual a la ratio de deuda multiplicada por la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento (el famoso “ $r-g$ ”). Tal y como destaca Blanchard(2019), unos niveles de deuda muy elevados se vuelven sostenibles con tipos de interés bajos y “la deuda pública puede no tener ningún coste fiscal” cuando las tasas de crecimiento son superiores al tipo de interés.

El Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA) de la Comisión no incorpora este escenario de tasas de crecimiento superiores a los tipos de interés. En su lugar, se supone que los tipos de interés (a largo plazo) convergen hacia el 4 % a muy largo plazo, mientras que la tasa de crecimiento es de aproximadamente el 3 % para la mayoría de los países, especialmente aquellos con una deuda elevada. Esto implica que, según el DSA, el factor $r-g$ debería converger hacia el 1 % a muy largo plazo. Esto podría haber parecido excesivamente conservador cuando se eligió en 2022, ya que hasta entonces la tasa de crecimiento había sido superior al tipo de

interés, lo que llevó a la conclusión de Blanchard (2018). Sin embargo, el reciente aumento mundial de los tipos de interés ha justificado esta cautela. Sigue siendo una cuestión abierta si la relación entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento podría deteriorarse aún más.

Un aspecto clave del DSA es que los distintos países presentan valores diferentes de $r-g$ en función de la trayectoria exacta de sus tasas de crecimiento y del coste de interés de su deuda.

Una primera fuente de diferencias en $r-g$ entre países son las diferencias en las tasas de crecimiento nacionales. El potencial de crecimiento de la mayoría de los países de la zona del euro es bajo, normalmente en torno al 1 %, limitado por un escaso crecimiento de la productividad combinado con una población activa en descenso. Como resultado, las diferencias en las tasas de crecimiento potencial entre los países miembros de la zona del euro son pequeñas (fracciones de un punto porcentual).

Una fuente más importante de diferencias en el factor $r-g$ proviene de las diferencias en los tipos de interés. El DSA se basa en los tipos previstos para 2031, es decir, al final del período de ajuste. Una hipótesis clave del DSA es que los tipos de interés futuros pueden calcularse a partir de los contratos a plazo implícitos incorporados en los tipos de interés a muy largo plazo. Por ejemplo, la diferencia entre los tipos a 5 y a 15 años en 2026 permite calcular el tipo a 10 años que el mercado espera para 2031.

Este uso de los tipos a plazo para determinar los tipos de interés esperados en el futuro es controvertido, ya que los tipos a más largo plazo incorporan una prima de plazo. Este efecto parece especialmente importante para los países muy endeudados que pagan una prima de riesgo. Calvao y Rush (2026) sostienen que utilizar la

Cuadro 3**Tipos de interés de la deuda pública: situación actual frente a DSA**

Porcentaje

País	Tipo de interés implícito de la deuda pública en 2025	Proyecciones de referencia del DSA para la década de 2030 (acordadas en 2024)	Tipos de mercado de septiembre de 2026
Alemania	1,8	2,5	3,5
Francia	2,2	3,2	4,5
España	2,5	3,6	4,0
Italia	3,1	4,3	4,4

Nota: Los tipos implícitos se definen como los pagos de intereses divididos por la deuda (AMECO).

Fuentes: ANECO, investing.com y cálculos propios.

diferencia entre los tipos a muy largo plazo y los de medio plazo podría dar lugar a una sobreestimación de los tipos futuros de hasta 2 puntos porcentuales.

La hipótesis de referencia para el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA) fue establecida por la Comisión en 2024. En aquel momento, los tipos de interés eran, en general, mucho más bajos que en la actualidad. Sin embargo, las primas de riesgo (“diferenciales”) de los demás grandes países miembros de la zona del euro también variaron, mejorando en el caso de España e Italia, pero empeorando en el de Francia.

Así, el cuadro 3 que figura a continuación muestra, en la columna 2, los tipos de interés para el período de la década de 2030 tal y como los calculó la Comisión en 2024, y, en la columna 3, cuáles serían estos tipos si se recalcularan a partir de los datos actuales (de mediados de 2026). Es evidente que los tipos alemanes han aumentado en unos 150 puntos básicos (1,5 puntos

porcentuales). Los tipos franceses han aumentado aún más (casi 2 puntos porcentuales) debido a que el diferencial de los bonos franceses se ha ampliado, mientras que los tipos han aumentado mucho menos en el caso de España e Italia, ya que en estos dos casos el diferencial se ha reducido.

La primera columna del cuadro 3 muestra también que los tipos que pagó el Estado en 2025 siguen siendo mucho más bajos que los tipos de mercado actuales que figuran en la columna 3, ya que el coste medio de la deuda se ajusta lentamente: la mayor parte de la deuda pendiente se emitió anteriormente a tipos más bajos, y solo la parte que vence se refinancia cada año a los tipos de mercado vigentes. Esto implica que el coste de los intereses está abocado a aumentar a medida que los Estados tengan que refinanciar sus deudas. El aumento será especialmente pronunciado en el caso de Francia, cuyo tipo de mercado actual es ahora más de 2 puntos porcentuales superior al coste medio que pagaba aún en 2025.

Los tipos previstos para la década de 2030 según la hipótesis de referencia de 2024 de la Comisión ya eran superiores al tipo implícito de entonces. Esto había dado lugar a la crítica mencionada anteriormente de que el uso de simples tipos a plazo sobreestimaría la carga de intereses futura. Sin embargo, la prudencia de la Comisión parece haberse visto confirmada a posteriori, ya que los tipos de mercado ya son ahora más altos de lo previsto para 2031, como se puede observar al comparar las columnas 2 y 3.

Utilizar la metodología de la DSA y los tipos de mercado de 2026 para extraer los tipos a plazo a partir de 2031 daría lugar a un tipo esperado significativamente más alto para todos los países. Sin embargo, el Reglamento de la DSA mantiene constantes los datos de referencia a menos que un gobierno solicite un nuevo cálculo. Dadas las circunstancias, es poco probable que ningún gobierno presente tal solicitud formal. Incluso en el caso de Italia, es poco probable que un nuevo cálculo diera lugar a tipos más bajos, aunque la Comisión modificara la forma en que se calculan estos tipos futuros teniendo en cuenta el sesgo al alza derivado de las primas de riesgo elevadas. Esto implica que los valores de referencia actuales seguirán siendo la guía oficial para las normas fiscales. Es probable que esto genere necesidades de ajuste adicionales cuando finalicen los períodos de transición en 2031.

Teniendo en cuenta que la tasa de crecimiento nominal tendencial para la mayoría de los países de la zona del euro, esto implica que el factor $r-g$, tal y como lo calcula la Comisión para 2024, es ligeramente negativo para Alemania, cercano a cero para Francia, pero cercano al 1 % para España e Italia. Si se utilizaran los datos de mercado de 2026, el factor $r-g$ sería mucho más elevado, especialmente para Alemania. Sin embargo, al menos por el momento, las normas se aplicarán basándose en la hipótesis favorable de 2024.

Márgenes de seguridad para una trayectoria “plausiblemente descendente”

Las normas fiscales de la zona del euro exigen algo más que una mera estabilización de la deuda. El saldo primario debe ser suficiente para situar el ratio de deuda en una trayectoria “plausiblemente descendente”. Esto significa, en la práctica, que la deuda seguirá una trayectoria descendente tras el período de ajuste, incluso en escenarios adversos; es decir, el saldo primario debe incorporar márgenes de seguridad respecto al nivel requerido únicamente para estabilizar la ratio de deuda.

|
*Financiar unos pocos años
de gasto adicional en defensa
mediante deuda apenas
aumenta la ya colosal deuda
pública existente*
|

Gros y Hofer (2026b) ofrecen un análisis detallado de los diferentes escenarios adversos y muestran que estos pueden resumirse aproximadamente en una fórmula sencilla: para situar la deuda en una “trayectoria plausiblemente descendente”, el saldo primario que estabiliza la deuda debe incrementarse con un margen de seguridad equivalente aproximadamente al 1 % de la ratio de deuda. Aunque esta simplificación no puede sustituir a los cálculos completos, ayuda a proporcionar un orden de magnitud para evaluar el esfuerzo fiscal adicional derivado de una deuda más elevada.

Bajo esta hipótesis, el aumento de la ratio de deuda de 6 puntos porcentuales permitido por las Normas de Coherencia y Estabilidad (NEC) requeriría, en última instancia, una mejora del saldo primario de tan solo el 0,06 % del PIB para Francia (dado que $r-g$ es cero, la necesidad

total de ajuste adicional es simplemente 1 vez el aumento de la ratio deuda/PIB) para mantenerse dentro de las normas fiscales. En el caso de España e Italia, para las que $r-g$ es cercano a 1, el aumento requerido del saldo primario sería, como máximo, del 0,12 % del PIB.

El ajuste total del saldo primario exigido a estos países es, por supuesto, mucho mayor, del orden de 2 puntos porcentuales del PIB. El cálculo que aquí se presenta se refiere únicamente a la necesidad de ajuste adicional derivada de la

aplicación del NEC, que es un orden de magnitud menor.

Estos valores bajos no deberían sorprender. Un aumento de la ratio de deuda de 6 puntos porcentuales del PIB solo equivale a aproximadamente 1/20 de la deuda actual de Francia o Italia. Casi toda la enorme deuda existente se acumuló en épocas de bajo gasto militar. Financiar unos pocos años de gasto adicional en defensa mediante deuda apenas aumenta la ya colosal deuda pública existente.

Conclusiones

Las nuevas normas fiscales introducidas en 2024 se enfrentan ya a una doble prueba de resistencia. La necesidad de reforzar la defensa amenaza con descarrilar los planes de gasto acordados muy recientemente. Además, los tipos de interés han subido considerablemente.

Este análisis sugiere dos conclusiones.

En primer lugar, el nuevo marco fiscal es menos exigente que la anterior norma de reducción de la deuda, pero su flexibilidad tiene un límite. Da tiempo a los gobiernos para adaptarse y ahora permite desviaciones temporales en el gasto en defensa (cláusula de excepción nacional), aunque, en última instancia, exige saldos primarios lo suficientemente sólidos como para situar la deuda en una senda de descenso plausible de aquí a 2031. Se trata de un criterio más exigente que la mera estabilización de la deuda propia de un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda.

En segundo lugar, el coste presupuestario de la “cláusula de excepción nacional” parece limitado. Incluso si se hiciera pleno uso de la cláusula, la deuda solo aumentaría en unos 6 puntos porcentuales del PIB, un incremento pequeño en relación con los niveles actuales de deuda de Francia, Italia y España. El ajuste primario adicional necesario a partir de 2031 sería, por lo tanto, modesto en comparación con el ajuste ya previsto en los planes presupuestarios y estructurales.

El mayor riesgo reside en otra parte. El aumento de los tipos de interés de mercado acabará provocando unos costes superiores a los previstos en los cálculos de sostenibilidad de la deuda de la Comisión. Por ahora, la hipótesis oficial sigue basándose en las previsiones más favorables para 2024. Esto permite ganar tiempo, pero también crea un posible precipicio tras el período de ajuste. La verdadera prueba de las nuevas normas no será, por tanto, si pueden dar cabida a unos años adicionales de gasto en defensa, sino si se aplicarán en caso de que el entorno de los tipos de interés cambie de forma permanente.

Referencias

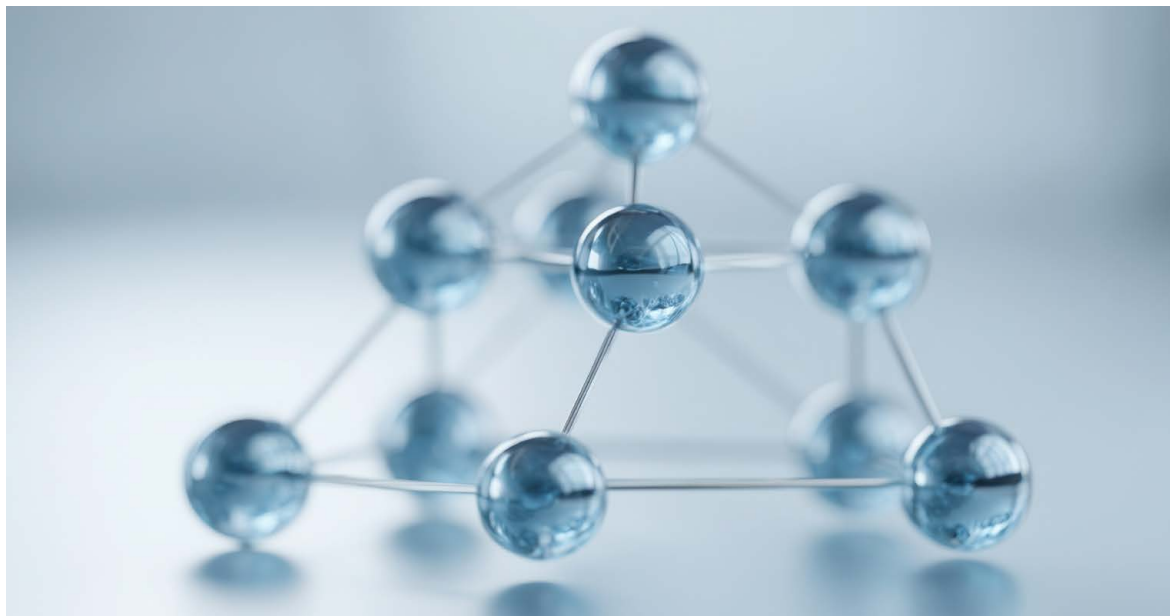
- AIREF. (2026). Informe de seguimiento de 2026 sobre el Plan Fiscal-Estructural a Medio Plazo 2025-2028. https://www.airef.es/wp-content/uploads/2026/05/Informe_Progreso_PFEMP/AIReF.-BOX-1.-National-Escape-Closure-for-Defence-Spending.pdf
- COMISIÓN EUROPEA. (2023). Observatorio de la Sostenibilidad de la Deuda 2025. https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/39b3b61d-42c1-46d7-8088-0aad82e8731e_en?filename=ip332_en.pdf&utm_source=chatgpt.com
- PARLAMENTO EUROPEO. (2025). Aplicación de la financiación y el gasto en defensa en el marco de la gobernanza económica. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764381/ECTI_IDA\(2025\)764381_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764381/ECTI_IDA(2025)764381_EN.pdf)
- PARLAMENTO EUROPEO. (2026). La cláusula de excepción nacional en la práctica: primeros datos del Semestre Europeo de 2025, Unidad EGOV. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/779841/ECTI_BRI\(2025\)779841_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/779841/ECTI_BRI(2025)779841_EN.pdf)
- GALVÃO, A. B., y RUSH, A. (2026). *Eliminar la prima a plazo excesiva de las expectativas del mercado*. https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/analisi_programmazione/brown_bag/Galvao_Rush_Policy_Paper_June_2026.pdf
- GROS, D. (1995). *Déficits y deudas excesivos*. Centro de Estudios Políticos Europeos (CEPS). <https://www.ceps.eu/ceps-publications/excessive-deficits-and-debts/>
- GROS, D. y HOFER, S. (2026a). Readiness 2030 and the New Fiscal Framework. *Documento de trabajo del IEP de la Universidad de Bocconi*. <https://iep.unibocconi.eu/readiness-2030-and-new-fiscal-framework>
- GROS, D., y HOFER, S. (2026b). *Opening the black box of Europe's new fiscal rules*. Voxeu.org, 15 de julio de 2026. <https://cepr.org/voxeu/columns/opening-black-box-europes-new-fiscal-rules>
- GROS, D., y THYGESEN, N. (1998). *La integración monetaria europea: del SME a la UEM*. 2.^a ed. Longman.

03

Diego Martínez López*

Universidad Pablo Olavide de Sevilla y FEDEA

(*) Agradezco los comentarios de Santiago Lago. En cualquier caso, todas las opiniones, omisiones u errores son de mi exclusiva responsabilidad.



La consolidación fiscal española: insuficiente en la actual expansión económica

Este artículo cuestiona si la consolidación fiscal puesta en marcha por España es suficiente. En particular, nos preguntamos si el esfuerzo fiscal realizado en aplicación del Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo (PFEMP) se encuentra alineado con las cifras de crecimiento del PIB y su deflactor. Nuestra conclusión es que, a pesar de haber (sobre)cumplido los objetivos de déficit y deuda pública, el ajuste en el saldo primario estructural debería haber duplicado al efectivamente realizado en 2025. En años venideros, con presiones crecientes sobre el gasto público y si el ciclo económico se mantiene favorable, el ajuste fiscal a realizar también debería revisarse al alza. En definitiva, se trata de aprovechar el buen momento económico para, respetando la senda de gasto fijada en el PFEMP, obtener más espacio fiscal ante un futuro cambio del ciclo económico.

Sobrecumplimiento de objetivos fiscales: cuando la coyuntura oculta el fondo de la cuestión

Los procesos de consolidación fiscal deberían ser sensibles, entre otras cosas, al momento del ciclo en que se encuentra una economía. Las cláusulas de escape de las reglas fiscales abordan esta cuestión cuando surgen imprevistos o se deteriora considerablemente la coyuntura. Pero si la situación es la inversa, esto es, si la evolución económica es mucho mejor que la prevista inicialmente, los ajustes fiscales no se actualizan en consecuencia con la misma intensidad.

Las finanzas públicas españolas ilustran esta cuestión. 2025 ha sido el primer año de aplicación del Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo (Gobierno de España, 2024), que recoge los compromisos fiscales del conjunto de administraciones públicas (AA. PP.) en el contexto de la nueva gobernanza económica europea.

Sobre la base de un notable crecimiento nominal, el Gobierno sobrecumplió los objetivos de déficit y deuda pública en 2025. Los valores de cierre de ambas variables se situaron por debajo de lo inicialmente previsto. Y ello a pesar de realizar un esfuerzo fiscal inferior al comprometido en el PFEMP, apurar el margen de desviación permitido (sin motivos coyunturales para ello) y apelar a la cláusula de escape nacional que le permite incrementar el gasto en defensa sin ser penalizado.

Este artículo cuestiona que, ante revisiones al alza de la tasa de crecimiento potencial y del deflactor, como ha sido el caso, las exigencias de esfuerzo fiscal no se adapten al nuevo entorno. En este sentido, se ofrecen cálculos de la magnitud en que el saldo primario estructural debería modificarse para recoger el impulso positivo proporcionado por la coyuntura y la mayor

capacidad productiva. Todo ello dentro de la coherencia interna que pretende la nueva gobernanza económica europea.

Breve marco conceptual sobre la senda de gasto

En este apartado se sintetiza el proceso de definición de la senda de gasto primario neto, nueva variable instrumental central de la gobernanza fiscal europea. Como es sabido, se actúa sobre un concepto de gasto público ajustado, que descuenta el pago por intereses de la deuda, medidas discrecionales relativas a ingresos, gastos financiados con ingresos de fondos de la Unión Europea (UE), así como el gasto nacional en cofinanciación, el gasto cíclico en prestaciones por desempleo y medidas puntuales o de carácter temporal. A esta magnitud se la conoce como gasto primario neto.

A lo largo de un periodo de cinco años, o siete si se vincula con la puesta en marcha de ciertas reformas estructurales, como sucede en el caso español (2025-2031), se fija una senda de gasto primario máximo que el país debe respetar a lo largo de todo el periodo de vigencia. Se permiten, no obstante, desviaciones puntuales del 0,3 % del PIB cada año y del 0,6 % del PIB en su versión acumulada. Los años de exceso de gasto pueden compensarse con aquellos en que su crecimiento se sitúe por debajo de la referencia.

La definición precisa de las tasas de crecimiento máximas del gasto primario neto es el resultado de dos metodologías convergentes. De un lado, sobre la base de escenarios macroeconómicos de previsión y determinadas hipótesis fiscales, se realiza un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA, por sus siglas en inglés). Aquí se persigue estimar el esfuerzo fiscal necesario, medido como variación del saldo público estructural primario,

para que la ratio deuda pública/PIB inicie una trayectoria decreciente sostenida. Dicha trayectoria debe mantenerse más allá del año en que finaliza el ajuste (2031) e incluso bajo condiciones de estrés financiero por tipos de interés y/o tasas de crecimiento del PIB adversas.

Ese esfuerzo fiscal se considera a continuación para obtener la tasa máxima de crecimiento del gasto primario neto permitida. En efecto, esta surge como la suma del crecimiento del PIB potencial, estimado según una metodología estandarizada a nivel europeo, y de la tasa de variación del deflactor del PIB; para los años más próximos se toman estimaciones y para los más distantes se calcula exigiendo requisitos de convergencia con los DSA. A esta suma se le resta el esfuerzo fiscal entendido como el cambio en el saldo estructural primario según el DSA antes aludido, y expresado en términos de gasto primario neto.

El resultado de este proceso para las AA. PP. españolas a lo largo del periodo de referencia se muestra en el cuadro 1. Su última fila indica el

crecimiento máximo que puede experimentar el gasto primario neto anual.

Esta nueva operativa de las reglas fiscales convive con las referencias ya históricas para activar el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE): un déficit superior al 3 % del PIB o una deuda pública superior al 60 % del PIB, o no reduciéndose a un ritmo satisfactorio, que en el caso de España sería de al menos un punto porcentual al año. De manera complementaria, el pasado 12 de junio el Consejo Europeo autorizó a España a desviarse de la senda del PFEMP para gastar más en defensa¹. La magnitud de esta desviación no debe superar el 1,5 % del PIB en términos acumulados en el periodo 2025-2028.

Lo que ha sucedido en 2025

Dadas estas coordenadas institucionales, en esta sección se ilustra una circunstancia relativa al cumplimiento del PFEMP en 2025, su primer año de aplicación. En particular, se refiere al contraste

Cuadro 1

Contribuciones a la regla de gasto

En porcentaje

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Crec. PIB potencial (1)	2,0	2,1	1,8	1,6	1,6	1,2	1,1
Deflactor PIB (2)	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
Esfuerzo fiscal (en % del PIB)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Esfuerzo fiscal (en términos de gasto) (3)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Gasto primario neto [(1)+(2)+(3)]	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,5	2,4

Fuente: Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo 2025-2028.

1 Recomendación del Consejo de la UE, de 12 de junio de 2026. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=OJ:C_202603314.

Cuadro 2**Determinación de la tasa de crecimiento gasto primario neto**

En porcentaje

	2025	2026
Crec. gasto primario neto (1)	4,8	4,7
Crec. gasto en defensa (en % PIB)	0,1	0,2
Crec. gasto en defensa (en términos de gasto) (2)	0,25	0,5
Gasto primario neto - Crec. gasto en defensa (en términos de gasto) [(1)-(2)]	4,55	4,2
Margen anual 0,3% PIB (en términos de gasto) (3)	0,75	0,75
Crec. gasto primario neto a efectos PFEMP [(1)-(2)-(3)]	3,8	3,45

Fuente: Informe de Progreso Anual del Reino de España 2026.

que supone cumplir con margen (en realidad, sobrecumplir) los compromisos de reducción del déficit y la deuda pública con un esfuerzo fiscal inferior al previsto en el PFEMP. De hecho, dicho esfuerzo se ha situado en el límite de la desviación permitida y tras aplicar la cláusula de escape nacional para un mayor gasto en defensa.

El cuadro 2 ofrece la secuencia para determinar la tasa de crecimiento del gasto primario neto en 2025 y 2026 según el Informe de Progreso Anual (Gobierno de España, 2026). Para 2025 se parte de una tasa de crecimiento después de los ajustes mencionados más arriba del 4,8 %.

El gasto realizado en defensa en términos de la clasificación COFOG ascendió en 2025 al 1 % del PIB, esto es, un 0,1 % más que en 2024. Esa décima de PIB adicional de gasto militar, según la reciente activación de la cláusula de escape nacional, puede descontarse del crecimiento del gasto público a efectos de la regla de gasto; para trasladar esta magnitud en términos de PIB a

otra escala según el gasto público, se considera que este supone en torno a un 40 % del PIB, con lo que supondría un descuento de 0,25 puntos porcentuales².

Llegaríamos así a la cifra del 4,55 de incremento del gasto primario neto que el Gobierno, redondeando al 4,5 %, ofrece como resultado final del ejercicio. Como la nueva gobernanza europea permite una desviación anual máxima del 0,3 % del PIB, en términos de gasto ello supondría un margen del 0,75 % sobre la comprometida en el PFEMP, que es del 3,7 % como se observa en el cuadro 1. Aplicando nuevamente el redondeo, España cumple, pero muy apurada.

En 2025 nuestro país satisfizo con suficiente margen, sin embargo, las cifras del PFEMP en términos de déficit y deuda pública. Para el primero, la cifra comprometida era del 2,5 % del PIB y el resultado final ha sido del 2 %, excluyendo *one-offs*. Para la deuda pública, el objetivo era del 101,4 % del PIB y se ha conseguido un 100,7 %.

² El propio Informe de progreso anual usa esta misma equivalencia.

El esfuerzo fiscal realizado, sin embargo, ha quedado por debajo del establecido en el PFEMP: 0,3 vs 0,4 % del PIB. Tan solo una décima, pero que añadida a lo comentado más arriba, a saber, que se ha activado la cláusula de escape nacional para gasto en defensa y apurado al máximo el margen de desviación permitido, contrasta con el sobrecumplimiento destacado en déficit y deuda pública.

Esta circunstancia se explica por el crecimiento del PIB potencial en términos nominales. Las previsiones consideradas en el PFEMP para 2025 suponían un crecimiento del PIB potencial y del deflactor del PIB del 2 y 2,7 %, respectivamente, lo que conducía a un crecimiento del PIB potencial nominal del 4,7 % (cuadro 1). La realidad, sin embargo, es que ambas magnitudes se han elevado al 2,6 y 2,9 %, lo que sitúa el aumento del PIB potencial nominal en el 5,5 %.

El gobierno es consciente de esta tesitura, pero la interpretación que realiza es procíclica, contraviniendo así la ortodoxia fiscal. En efecto, en el propio Informe de Progreso se afirma que “de calcularse hoy en día la regla de gasto para 2025, esta habría sido del 4,5 % en lugar del 3,7 % previsto en el Plan Fiscal Estructural. De lo anterior se puede concluir que el crecimiento del gasto neto computable del 4,5 % registrado en 2025 se encontraría en línea con esa regla de gasto calculada hoy en día.”

Tanto la letra como el espíritu de la nueva gobernanza económica europea establecen que la senda de gasto de referencia es inalterable. Existe un estrecho margen para realizar revisiones del PFEMP, pero que no son aplicables en este caso

(artículo 15 del Reglamento (UE) 2024/1263 del Parlamento Europeo y del Consejo³). Por lo que esa interpretación referida a lo que ocurriría si ahora todo se calculase de nuevo está completamente fuera de lugar.

El problema reside más bien en que el diseño de las nuevas reglas fiscales europeas adolece de un cierto sesgo procíclico asimétrico. Esto es, contienen suficientes cautelas para encajar acontecimientos o imprevistos adversos. Tanto los escenarios estresados como la consideración de posibles *one-offs* y cláusulas de escape generales o nacionales permiten considerar el impacto negativo de diversos fenómenos sobre las finanzas públicas.

|
*El esfuerzo estructural primario
pierde potencia como variable de ajuste
al tiempo que puede ser más necesario
que antes, dados los previsibles
deslizamientos al alza del gasto
público presupuestado*
|

¿Pero qué sucede si el comportamiento de la economía es mejor que el dibujado en el PFEMP? La senda de gasto primario neto fijada no se modifica. Considérese un incremento de la tasa de crecimiento del PIB potencial, que ensancha el *output gap*⁴ y, por ende, el componente cíclico del saldo público, reduciendo la magnitud estimada del componente estructural. Piénsese también en una tasa de crecimiento del deflactor del PIB superior a la inicialmente prevista, y que puede estimular el crecimiento del gasto público vía costes de provisión.

3 <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2024-80630>.

4 De hecho, es lo que ha sucedido en España. El PFEMP preveía un *output gap* del 0,8 % del PIB para 2025 y el Informe de Progreso Anual lo ha situado recientemente en el 1,2 %. La AIREF lo eleva hasta el 1,9 % (AIREF, 2026) y la Comisión Europea al 2 % (Comisión Europea, 2026a).

Ante ambas circunstancias, el esfuerzo estructural primario pierde potencia como variable de ajuste al tiempo que puede ser más necesario que antes, dados los previsibles deslizamientos al alza del gasto público presupuestado (o prorrogado, diríamos en España). Y ambos factores han actuado en ese sentido en las finanzas públicas españolas en 2025.

¿Y hacia el futuro?

Visto lo sucedido en España en 2025, el esfuerzo fiscal debería modularse para mantener, llegado el caso de una notable actualización al alza del PIB potencial y/o del deflactor, el peso que inicialmente se le asigna en el PFEMP. A continuación, se muestra una sencilla alternativa para incorporar esta tesitura. El cuadro 1 proporcionaba la contribución que los tres factores en juego representan a la hora de definir la tasa máxima de crecimiento del gasto primario neto

permitida. Estos pesos se mantendrían ante variaciones de las variables macro.

El cuadro 3 ilustra cómo quedaría la distribución de contribuciones de los tres ingredientes en caso de adoptar para 2025 y 2026 las nuevas cifras de crecimiento del PIB potencial y del deflactor recogidas en el Informe de Progreso Anual, y para el periodo 2027-2030 según las previsiones de la AIREF (AIREF, 2026).

Para 2025, el esfuerzo fiscal exigido no debería haber sido del 0,4 % del PIB registrado en el PFEMP (cuadro 1), que luego además se materializó en uno inferior, sino del 0,72 %. Ello hubiese permitido respetar de entrada la restricción inicial del PFEMP y dedicar, estrictamente, el margen que proporciona la cláusula de escape nacional al gasto en defensa⁵.

Para 2026, la respuesta del Gobierno sí se encontraría alineada con este planteamiento. Si bien

Cuadro 3

Contribuciones a la regla de gasto según el PFEMP, dadas las nuevas estimaciones macro

En porcentaje

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crec. PIB potencial (1)	2,6	2,6	2,4	2,4	2,2	2,0
Deflactor PIB (2)	2,9	3,1	2,6	2,3	2,1	2,0
Esfuerzo fiscal (en términos de gasto) (3)	-1,8	-2,2	-1,8	-1,7	-1,3	-1,5
Esfuerzo fiscal (en %PIB)	-0,72	-0,88	-0,72	-0,68	-0,52	-0,6
Gasto primario neto [(1)+(2)+(3)] (4)	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,5
Crec. gasto en defensa (en términos de gasto) (5)	0,25	0,5				
Gasto primario neto+Crec. gasto en defensa [(4)+(5)]	3,95	4,0				

Fuentes: Crecimiento del PIB potencial y deflactor: Informe de Progreso Anual del Reino de España 2026 para 2025 y 2026 e Informe de Seguimiento de la AIREF sobre el PFEMP para resto de años. Elaboración propia.

5 El impacto de las *one-offs* derivadas de la DANA, inundaciones y otras circunstancias pueden acomodarse sin problemas en este razonamiento. Los cálculos se encuentran disponibles para quien los requiera.

el PFEMP acordado con Bruselas establece un esfuerzo fiscal del 0,4 % del PIB, lo adelantado en el Informe de Progreso Anual eleva la mejora del saldo estructural primario al 0,8 % del PIB, muy cerca de nuestra simulación.

El problema aquí, como en el conjunto de la estrategia fiscal del Gobierno, no reside tanto en la pretensión de alcanzar esa cifra, sino en cómo hacerlo. Sin PGE para el año en cuestión, ni Plan Presupuestario enviado a Bruselas, ni acuerdos vinculantes y operativos de disciplina fiscal con las comunidades autónomas ni las corporaciones locales (ambas representando más de un 40 % del gasto público total), se desconoce cómo se conseguirá el ajuste fiscal anunciado.

|
Dada la sustancial mejora en las previsiones de crecimiento potencial de la economía española, la política fiscal debería ser más contractiva. Esto concierne, por supuesto, no solo al Estado, sino al conjunto de AA. PP.
|

De hecho, la AIReF considera que dicho ajuste no se producirá en la magnitud prevista oficialmente en tanto en cuanto la tasa de crecimiento del gasto primario neto esperada por este organismo para 2026, un 5,8 %, difiere sustancialmente de la establecida por el Gobierno, un 4,7 % (AIReF, 2026). La comprometida en el PFEMP es del 3,5. El Semestre Europeo también estima que el esfuerzo fiscal en 2026 será el previsto en el PFEMP (0,4 % del PIB), la mitad del anunciado por el Gobierno (Comisión Europea, 2026b).

En definitiva, dada la sustancial mejora en las previsiones de crecimiento potencial de la economía española, la política fiscal debería ser más contractiva. Esto concierne, por supuesto, no solo al Estado sino al conjunto de AA. PP., con

especial énfasis en la Seguridad Social, que debe entrar de manera central en esta discusión, y en las comunidades autónomas.

A modo de conclusión

En un entorno de crecientes presiones sobre el gasto público, consolidar fiscalmente en momentos expansivos resulta más apropiado que nunca. Incluso aunque algunas de estas nuevas necesidades de gasto, como es el caso de la defensa, vean atenuado su impacto sobre las reglas fiscales en el corto plazo, exigirán esfuerzos adicionales más allá de 2028 (Marín et al., 2024). Sin embargo, este artículo ha puesto de manifiesto que en el caso español la fase expansiva del ciclo no se aprovecha con la intensidad que debiera para avanzar más aún en la reducción de la deuda pública como porcentaje del PIB.

En cierta medida, puede hablarse de una fisura institucional en las reglas fiscales europeas, que no ajustan con suficiente alcance cuando la realidad supera a las previsiones macroeconómicas. En ese contexto, los gobiernos pueden alimentar su ego fiscal al sobrecumplir en variables muy influidas por el ciclo económico, como son el déficit y la deuda pública, y descuidar el genuino ajuste que recae sobre los déficits públicos estructurales.

|
Puede hablarse de una fisura institucional en las reglas fiscales europeas, que no ajustan con suficiente alcance cuando la realidad supera a las previsiones macroeconómicas
|

Esta circunstancia adquiere especial significado en el caso de España. Con una parte sustancial del ajuste ligada a la progresividad en frío

derivada de no deflactar el IRPF, se pone de manifiesto la excesiva dependencia de nuestra consolidación fiscal de la fase expansiva del ciclo.

A ello se añade la ausencia de cualquier referencia reglada e institucional a los derroteros que seguirá la política fiscal española en los próximos trimestres. Recuérdese que posiblemente comencemos 2027 siendo el cuarto año consecutivo sin PGE, y que tampoco se ha enviado a Bruselas el Plan Presupuestario que mandata la normativa europea.

Según los cálculos aquí expuestos, el ajuste primario estructural debería haber más que duplicado al efectivamente realizado en 2025. Hasta un 0,7 % del PIB frente al 0,3 %, reconocido. En torno a 6.700 millones de euros adicionales a los 5.000 millones realizados. Esta estimación no se encuentra desalineada con otras referidas a 2026 y años posteriores. Por ejemplo, la AIREF

considera que los ajustes necesarios para cumplir con la regla de gasto europea exigirían un esfuerzo del 0,6 % del PIB en 2027; si se tratase de la regla de gasto nacional, el ajuste estimado se adelantaría a 2026, por un importe de 0,5 décimas del PIB (AIREF, 2026).

El planteamiento que hemos defendido aquí es que ese ajuste reforzado ya debería haber tenido lugar en 2025, en coherencia con el pretendido carácter anticíclico con que se desea inspirar a la política fiscal de los Estados miembros de la UE. Y continuar en los próximos años a tenor de lo previsto con las tasas de crecimiento del PIB potencial y el deflactor. En definitiva, se trata de exigir más ajuste estructural cuando la economía se expande por encima de lo esperado. De esta forma, además de satisfacer una racionalidad anticíclica contemporánea, se atenuarían los esfuerzos de consolidación necesarios en años venideros.

Referencias

- AIREF. (2026). Informe de Seguimiento 2026 del Plan Fiscal Estructural de Medio plazo 2025-2028. Informe 24/26. https://www.airef.es/wp-content/uploads/2026/05/Informe_Progreso_PFEMP/Informe-Seguimiento-PFEMP-2026.pdf
- COMISIÓN EUROPEA. (2026a). Country report Spain. Commission staff working document, SWD 209. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/bff819a6-5f61-11f1-9af0-01aa75ed71a1/language-en>
- COMISIÓN EUROPEA. (2026b). Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION on the economic, social, employment, structural and budgetary policies of Spain. [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/COM\(2026\)209_0/090166e52e74da26](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/COM(2026)209_0/090166e52e74da26)
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2024). Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo (PFEMP). <https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiayempresa/EconomiaInformesMacro/Documents/HistoricoInformes/Planes%20fiscales%20estructurales%20de%20medio%20plazo/Planes-fiscales-estructurales-de%20medio-plazo-2025-2028.pdf>
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2026). Informe de progreso anual. https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/ficheros/20260612_InformeProgresoAnual_2026.pdf
- MARÍN, C., MARTÍNEZ, D., y PÉREZ, J. J. (2024). ¿Es posible la estabilidad presupuestaria en el actual contexto de crecientes necesidades de gasto público? *Papeles de Economía Española*, 182, 36-48. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/12/PEE_182_Marin-Gonzalez_et-al.pdf

04

Desiderio Romero-Jordán

Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



La expansión del gasto primario exigirá ajustes fiscales en 2027

España lleva varios años consecutivos cumpliendo los objetivos de déficit público dentro de una senda descendente. Sin embargo, el gasto primario neto está creciendo por encima de lo comprometido con Bruselas, provocando un deterioro progresivo de su saldo acumulado. La cláusula de escape por defensa, junto con las medidas por la crisis energética pendientes de validación por la Comisión Europea, podría situar el cumplimiento en 2026, justo en el límite permitido. No obstante, es previsible que en 2027 sea necesario un ajuste de tres décimas del PIB, equivalente a alrededor de 5.300 millones de euros. Parte de este ajuste descansará en un aumento de la fiscalidad sobre el factor trabajo.

Plan fiscal 2025-2031: ¿dónde estamos? ¿dónde vamos?

Con el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP), España asumió una senda de crecimiento del gasto primario del -3 %, en promedio anual, para el período 2025-2031. Para los tres primeros años, se fijaron unos topes del -3,7 % en 2025, -3,5 % en 2026 y -3,2 % en 2027. Estos límites se endurecen progresivamente a partir de 2028 hasta situarse en el -2,4 % en 2031. Bajo este paraguas, el PFEMP prevé llevar el déficit hasta una situación próxima al equilibrio presupuestario en 2031 (-0,8 %). Este es un objetivo ciertamente ambicioso si atendemos a nuestra historia fiscal reciente.

Los primeros años de aplicación de las nuevas reglas fiscales han tenido resultados claramente positivos en términos de déficit. Se redujo al -2,4 % en 2025, prolongando la senda descendente del -3,3 % en 2023 y del -3,2 % en 2024. Asimismo, la deuda cerró en 2025 en el 100,7 % desde el 105,2 % de 2023 (Eurostat, 2026). Sin embargo, como muestra el cuadro 1, la evolución del crecimiento del gasto primario neto, que es la variable de control del nuevo marco fiscal, muestra señales de deterioro. Su buen comportamiento en 2024, situándose 1,2 puntos por debajo de la senda del PFEMP (4,1 % frente al 5,3 %), quedó prácticamente anulado en 2025 debido al incremento de 1,1 puntos por encima del PFEMP (4,8 % frente a 3,7 %). La previsión del gobierno para 2026 confirma este empeoramiento, con una nueva desviación por encima del PFEMP de 1,2 puntos (4,7 % frente al 3,5 %). Las previsiones de AIReF van incluso mucho más allá, estimando un crecimiento del gasto primario del 6,4 %, casi tres puntos de desviación por encima de la senda del plan fiscal. En términos acumulados, la senda a políticas constantes de la AIReF llevaría a un crecimiento del gasto primario del 16,1 % en 2026 frente al 13,0 % del

PFEMP. En perspectiva de largo plazo, la brecha se ampliaría en el período 2024-2031 con un crecimiento acumulado del gasto que AIReF eleva al 42,7 %, muy por encima del 29,9 % del PFEMP.

La evolución de la cuenta de control mostrada en el cuadro 2 registra las desviaciones acumuladas del gasto respecto a la senda prevista en el PFEMP. Tales diferencias quedan atenuadas a través de dos mecanismos. El primero es la cláusula de escape por gasto en defensa, vigente desde 2025, que excluye del cómputo el incremento del gasto militar sobre el nivel existente en 2024. La aplicación de esta cláusula en 2026 rebaja el crecimiento del gasto primario del 4,7 % al 4,2 %. La segunda de las cláusulas es la referida a las medidas temporales adoptadas desde febrero de 2026 en respuesta a la crisis energética por la guerra de Irán. Este segundo mecanismo está pendiente de validación por la Comisión Europea. Debe advertirse que estas dos cláusulas no corrigen una excesiva expansión del gasto, al tratarse de simples artificios contables. De hecho, no elimina la necesidad de realizar ajustes estructurales para corregir potenciales desequilibrios.

|
*El ajuste necesario para devolver
la cuenta de control al límite permitido
equivale a 5.339 millones de euros en 2027
y a 11.213 millones en 2028*
|

En el escenario más favorable, la aplicación conjunta de ambas cláusulas permitiría situar la cuenta de control acumulada en el -0,6 % del PIB en 2026. Esta desviación coincide con el tope máximo permitido por la normativa europea. Sin embargo, la expansión del gasto elevaría la desviación acumulada hasta el -0,9 % en 2027 y al -1,2 % en 2028. En esos dos años se superaría el umbral máximo permitido en tres y seis décimas

Cuadro 1**Crecimiento del gasto primario neto**

En porcentaje

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Crecimiento anual (PFEMP)	5,3	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,5	2,4
Crecimiento acumulado (PFEMP)	5,3	9,2	13,0	16,6	20,1	23,7	26,8	29,9
Informe de progreso sin cláusula de escape defensa	4,1	4,8	4,7	—	—	—	—	—
Informe de progreso con cláusula de escape defensa	4,1	4,5	4,2	—	—	—	—	—
Informe de progreso con cláusula de escape defensa acumulado	4,1	8,7	13,3	—	—	—	—	—
AIReF anual (políticas constantes)	4,1	4,8	6,4	5,2	4,2	4,0	3,9	3,8
AIReF acumulado (políticas constantes)	4,1	9,1	16,1	22,1	27,2	32,3	37,5	42,7

Fuentes: AIReF (2026a), Gobierno de España (2024, 2026) y elaboración propia.

Cuadro 2**Evolución y previsiones de la cuenta de control**

En porcentaje del PIB

	2024	2025	2026	2027	2028
Informe de progreso, con cláusula de escape	0,4	0,2	-0,1	—	—
AIReF sin cláusula de escape en defensa	0,4	-0,1	-1,2	-1,7	-2,2
AIReF con cláusula de escape en defensa	—	0,1	-0,9	-1,3	-1,6
AIReF con cláusula de defensa y medidas de precios de la energía	—	—	-0,6	-0,9	-1,2
Ajuste esperado asumiendo cláusula de defensa y medidas energéticas (millones de euros)	—	—	—	5.339	11.213

Fuentes: AIReF (2026a), Gobierno de España (2024, 2026) y elaboración propia.

del PIB, respectivamente. El ajuste necesario para devolver la cuenta de control al límite permitido equivale a 5.339 millones de euros en 2027 y a 11.213 millones en 2028. No obstante, la implementación de medidas de consolidación fiscal, especialmente en el lado del gasto público, está sujeta a importantes dificultades dado el actual contexto de fragmentación parlamentaria e incertidumbre política en España.

Proyecto de presupuesto en 2027: continúa la expansión del gasto

Los presupuestos generales del estado de 2023 han sido prorrogados tres veces consecutivas. Desde 2024, el gobierno no ha cumplido con la obligación constitucional de presentar presupuestos. Para continuar con la actividad pública, se ha recurrido a diferentes tipos de modificaciones presupuestarias contempladas en la normativa española. Lo excepcional del contexto actual es que la reiteración de prórrogas presupuestarias ha derivado en un abuso de las modificaciones: 52.344 millones de euros en 2024, 76.944 millones de euros en 2025 y 33.489 millones hasta mayo de 2026 (IGAE, 2024, 2025, 2026a)¹. Estas cifras suponen una parte importante del total del gasto del Estado. Concretamente, el 16,8 % en 2025, cifra que triplica el 5,2 % del año 2023, donde hubo presupuestos (IGAE, 2024). Una parte significativa de esas modificaciones tiene su origen en gastos comprometidos, algunos de los cuales son de elevada cuantía, como por así sucede con los gastos financieros de la deuda pública o el pago de pensiones. De hecho, en 2025, esas dos partidas supusieron el 53 % del montante total de las modificaciones aprobadas (IGAE, 2026).

Las modificaciones dificultan el seguimiento de los cambios realizados, tanto en las partidas

de gasto donde se materializan como en sus cuantías. Además, según los casos, su aprobación corresponde al Ministro de Hacienda o al Consejo de Ministros, sin que exista un control previo en el Parlamento. Esta combinación de menor transparencia y mayor laxitud en la aprobación de cambios puede haber favorecido la expansión del gasto primario neto observado desde 2024. En todo caso, esta dinámica ha sido posible gracias al fuerte impulso de la recaudación en los principales impuestos —IRPF, IVA, impuesto de sociedades e impuestos especiales— que desde 2021 han crecido, en conjunto, a un promedio del 11,4 % anual (AEAT, 2026).

|
Lo excepcional del contexto actual es que la reiteración de prórrogas presupuestarias ha derivado en un abuso de las modificaciones: 52.344 millones de euros en 2024, 76.944 millones de euros en 2025 y 33.489 millones hasta mayo de 2026
|

A pesar de seguir sin apoyos suficientes, el gobierno ha dado los pasos para presentar un nuevo presupuesto en 2027. Al cierre de este artículo, el riesgo de que el presupuesto no salga adelante es muy elevado. La agenda política catalana, los problemas internos del gobierno y la toma de posiciones de sus socios de legislatura ante la proximidad del fin del actual ciclo político hacen creíble una cuarta prórroga presupuestaria en 2027. Por este motivo, en estos momentos, lo relevante del proyecto de presupuestos es el signo de las políticas de gasto que el gobierno aplicará previsiblemente en 2027, con o sin nuevos presupuestos aprobados. Debe tenerse en cuenta, además, que el presidente del gobierno ha manifestado su voluntad de agotar la legislatura en julio de 2027.

¹ A efectos ilustrativos, esta cifra es 3,7 veces mayor que la del ejercicio 2023.

El cuadro macroeconómico que sustenta las nuevas cuentas prevé un crecimiento del PIB real del 2,2 % en 2027, el 2,1 % en 2028 y el 2 % en 2029. Estas cifras han sido avaladas por AIREF. El signo del proyecto de presupuestos es claramente expansivo, fijándose en 2027 un techo récord de gasto de 226.032 millones de euros. De aprobarse, supondrá un incremento de alrededor de 14.000 millones de euros, equivalentes a 0,8 puntos del PIB de 2026. No existe información, por el momento, sobre el detalle del presupuesto, tanto en los gastos como en los ingresos públicos. Únicamente se ha anunciado un mayor gasto en algunas políticas como vivienda, becas o I+D. No obstante, hay dos aspectos relevantes que merecen ser destacados. Primero, el techo de gasto crecerá en términos nominales un 6,6 %; por encima, por tanto, del 5,5 % de crecimiento nominal esperado del PIB. Segundo, de acuerdo con el PFEMP, el objetivo de déficit en 2027 es del 1,8 % del PIB. Como se expuso en la sección anterior, se necesitaría un ajuste de tres décimas de PIB (5.300 millones de euros) para mantener la cuenta de control dentro de los límites permitidos en la normativa europea. Los ajustes en 2027 vendrán, en todo caso, por el lado de los ingresos públicos.

Los ingresos públicos en 2026 y 2027: ¿qué podemos esperar?

Como muestra el cuadro 3, los recursos totales pasarán del 42,5 % del PIB en 2026 al 43,0 % en 2027. El ritmo de crecimiento de los recursos totales en esos dos años será del 6,5 % y del 6,2 %, respectivamente. Ambas tasas se encuentran por encima de los crecimientos del PIB nominal que se situarán en el 5,5 % y en el 5,0 % (Gobierno de España, 2026). El gobierno dispondrá de unos incrementos de recaudación que alcanzarán los 46,2 y 47,2 miles de millones de euros en los años 2026 y 2027. Como muestra el cuadro 4,

el grueso de ese incremento corresponde a las cargas fiscales que recaen sobre el factor trabajo. Concretamente, la recaudación de IRPF aumenta en 2026 y 2027 en 14,3 y 14,4 miles de millones de euros, mientras que las cotizaciones en 14,1 y 15,6 miles de millones de euros. IRPF y cotizaciones sociales aportarán, en conjunto, el 61,3 % del aumento de los ingresos en 2026, elevándose al 63,7 % en 2027.

|
La recaudación de IRPF aumenta en 2026 y 2027 en 14,3 y 14,4 miles de millones de euros mientras que las cotizaciones en 14,1 y 15,6 miles de millones de euros
|

Esta estructura de crecimiento de los ingresos se aparta de las recomendaciones que la Comisión Europea lleva haciendo de forma insistente desde hace años. En ellas, se insta a España a desplazar parte de la carga fiscal desde el factor trabajo hacia la imposición medioambiental, así como a los tributos sobre el consumo y sobre la propiedad inmobiliaria, con el objetivo de favorecer el crecimiento y el empleo. Por el contrario, como muestran los datos del cuadro 3, la dependencia de la fiscalidad sobre el factor trabajo continuará aumentando en España en los próximos años debido (i) al incremento de las cotizaciones sociales para financiar las pensiones (mecanismo de equidad intergeneracional y cuota de solidaridad) y (ii) a la falta de actualización de los tramos del IRPF.

Dado el contexto de expansión del gasto, el gobierno acordó con la Comisión Europea, el pasado mes de mayo, un plan fiscal para aumentar la recaudación en 8.506 millones de euros durante 2026 para cumplir con las reglas fiscales europeas (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, 2026b). La medida más relevante es la decisión expresa del gobierno a no deflactar el IRPF, con

Cuadro 3**Evolución de los ingresos públicos entre 2025 y 2027**

Concepto	2025	2026	2027
En porcentaje del PIB			
Recursos totales (sin PRTR)	42,1	42,5	43,0
Ingresos tributarios	24,8	25,0	25,4
IRPF	9,6	9,9	10,2
Impuesto sobre sociedades	3,1	3,2	3,2
IVA	6,8	6,8	6,9
Impuestos sobre producto	3,1	2,9	3,0
Cotizaciones sociales	13,3	13,4	13,6
Tasa de variación			
Recursos totales (sin PRTR)	—	6,5	6,2
Ingresos tributarios	—	6,4	6,7
Cotizaciones sociales	—	6,3	6,6

Fuentes: AIReF (2026a), Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (2026) y elaboración propia.

Cuadro 4**Variación de la recaudación entre 2025 y 2027**

	2025/2026	2026/2027
Recursos totales (sin PRTR)	46.186	47.168
IRPF	14.248	14.417
Cotizaciones sociales	14.121	15.663
Impuesto de sociedades	4.657	2.848
IVA	6.310	7.921
Impuestos sobre productos*	-683	4.450

Nota: *Incluye impuestos especiales, impuesto de transmisiones patrimoniales y otros tributos sobre productos y transacciones (excluido el IVA).

Fuentes: AIReF (2026a), Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (2026) y elaboración propia.

una recaudación estimada de 2.294 millones de euros. Desde 2020, el gobierno ha optado por no abordar la corrección de la progresividad en frío, a pesar de su efecto negativo sobre la renta real de los hogares (Romero-Jordán, 2025). El resto, 6.212 millones, procede principalmente de medidas ya aprobadas y, por tanto, con escasa repercusión en el debate público. Como así sucede, con la prórroga del impuesto a las grandes fortunas,

la extensión de límites fiscales a los grupos empresariales y reformas previas sobre sociedades, ahorro y tabaco. Las medidas temporales de este plan, como la no deflactación del IRPF, se descuentan del gasto primario neto, de modo que rebajan el crecimiento del gasto computable (AIReF, 2026b). Aun con este descuento, la expansión del gasto mantiene la desviación por encima de la senda del PFEMP.

Referencias

- AEAT. (2026). Informe mensuales de recaudación tributaria. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIREF. (2026a). Informe de seguimiento 2026 del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 (Informe 24/26).
- AIREF. (2026b). Informe sobre la ejecución presupuestaria, deuda pública y regla de gasto (Informe 43/26).
- EUROSTAT. (2026). Déficit público de los países de la UE. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1/default/table?lang=en&category=gov.gov_gfs10.gov_10dd
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2024). Plan fiscal y estructural de medio plazo 2025-2028. Gobierno de España.
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2026). Informe de progreso anual. Gobierno de España.
- IGAE. (2024). Extracto de las estadísticas mensuales de ejecución del presupuesto. Diciembre 2023. Ministerio de Hacienda.
- IGAE. (2025). Extracto de las estadísticas mensuales de ejecución del presupuesto. Diciembre 2024. Ministerio de Hacienda.
- IGAE. (2026a). Extracto de las estadísticas mensuales de ejecución del presupuesto. Diciembre 2025. Ministerio de Hacienda.
- IGAE. (2026b). Extracto de las estadísticas mensuales de ejecución del presupuesto. Mayo 2026. Ministerio de Hacienda.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA. (2026a). Informe de situación de la economía española 2026. Gobierno de España.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA. (2026b). Informe de progreso anual 2026.
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025). Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el período 2021-2024. *Cuadernos de Información Económica*, 305, 47-52. <https://www.funcas.es/articulos/estimacion-de-la-progresividad-en-frio-del-irpf-por-niveles-de-renta-en-el-periodo-2021-2024/>

05

Santiago Lago Peñas

Catedrático de Economía Aplicada
de la Universidade de Santiago de Compostela
y economista sénior de Funcas



El camino hacia una hacienda federal europea

La pandemia de la COVID-19 y la guerra en Ucrania han acelerado un patrón conocido de integración europea “a golpe de crisis”. Cuando los costes de la inacción se vuelven evidentes, la Unión Europea (UE) recurre a instrumentos extraordinarios que amplían, de forma temporal e imperfecta, su capacidad de actuación. Sin embargo, transformar esa respuesta reactiva en una arquitectura fiscal genuinamente federal exige asumir que una parte relevante de los bienes públicos clásicos y de las inversiones estratégicas del siglo XXI presenta un ámbito de provisión eficiente a escala europea, con ingresos propios visibles y políticamente legitimados. Este artículo resume una propuesta para la construcción de una hacienda federal europea orientada a financiar la defensa y la seguridad, la acción exterior, las grandes infraestructuras transnacionales, los dispositivos de aseguramiento colectivo ante riesgos extremos y choques asimétricos, e inversiones en la transición verde y digital. Se discuten el tamaño necesario del presupuesto, la combinación coherente entre tributos y deuda y los principales obstáculos jurídicos y de economía política, poniendo el foco en lo que puede avanzarse en el corto plazo y en los pasos que quedan para un horizonte de medio plazo.

Introducción¹

La pandemia de la COVID-19 y la guerra en Ucrania responden a un patrón de integración europea “a golpe de crisis” (Costas y Lago Peñas, 2015). La respuesta a la crisis financiera, junto a esos dos fenómenos más recientes, ilustra esta dinámica: la UE crea instrumentos como SURE para sostener esquemas de protección del empleo, emite deuda para financiar el programa *NextGenerationEU* y refuerza su papel en el apoyo financiero y militar a Ucrania. Estas iniciativas han ampliado, *de facto*, la capacidad fiscal de la Unión Europea (UE), pero siguen siendo excepcionales y están acotadas temporalmente.

El salto hacia una estructura de hacienda genuinamente federal exigirá una reasignación estable de competencias desde los Estados miembros al nivel europeo en aquellos ámbitos en los que las economías de escala, las externalidades transfronterizas y las necesidades de coordinación son más intensas y evidentes. El objetivo de este artículo es doble: precisar qué funciones debería asumir y ofrecer una hoja de ruta sobre tamaño, composición y gobernanza, enfatizando las medidas realistas a corto plazo y las reformas de mayor calado a medio y largo plazo.

¿Qué entendemos por hacienda federal europea?

Una hacienda federal sólida y robusta se construye sobre tres pilares fundamentales.

En primer lugar, la cesión al escalón europeo de gobierno de las competencias en bienes públicos puros (Fuest y Pisani-Ferry, 2019); el

reforzamiento de las políticas europeas de estabilización macroeconómica, lo que podría incluir fórmulas de aseguramiento ante crisis de desempleo (Beblavý y Maselli, 2014; Dolls et al., 2018); y una mayor apuesta por respuestas coordinadas a desafíos comunes de índole diversa. Esos bienes públicos incluyen la defensa y la seguridad, la acción exterior y las infraestructuras transnacionales. Por su parte, los desafíos comunes se refieren a la preparación y la respuesta ante eventos extremos, así como a una parte de las inversiones estratégicas para la UE recogidas en el Informe Draghi y la Brújula de la Competitividad.

En segundo lugar, un sistema de ingresos propios de naturaleza tributaria, con capacidad recaudatoria suficiente, visible para los ciudadanos y articulado con el principio de neutralidad vertical: aumento de los ingresos europeos acompañado de reducciones de tributos o contribuciones nacionales.

|
*La hacienda federal europea debe contar
con una capacidad de endeudamiento
disciplinada, orientada a financiar
inversiones con retorno intergeneracional
y a suavizar shocks*
|

Finalmente, la hacienda federal europea debe contar con una capacidad de endeudamiento disciplinada, orientada a financiar inversiones con retorno intergeneracional y a suavizar *shocks*, pero respaldada por una base fiscal creíble y sujeta a reglas explícitas sobre ratios de deuda y de servicio en relación con los ingresos ordinarios.

¹ Este artículo está basado en el documento *La construcción de una hacienda federal europea: Objetivos e instrumentos* disponible en https://www.funcas.es/documentos_trabajo/la-construccion-de-una-hacienda-federal-europea-objetivos-e-instrumentos/

La experiencia del federalismo fiscal muestra que la asignación de competencias de gasto sin responsabilidad tributaria genera transferencias opacas, problemas de disciplina e ilusión fiscal y conflictos distributivos. Por ello, la estructura multinivel de hacienda debe evitar estos riesgos, vinculando de manera clara la imposición con la representación.

Tamaño presupuestario y financiación

El presupuesto comunitario actual se sitúa ligeramente por encima del 1 % del producto interior bruto (PIB) de la UE y se financia mayoritariamente mediante contribuciones nacionales calculadas sobre la renta nacional bruta, recursos basados en el IVA y en los derechos de aduana, junto con nuevos recursos como la contribución sobre plásticos no reciclados. Esta arquitectura responde a una historia centrada en la construcción del mercado interior y en la financiación de políticas de cohesión y de agricultura, más que en la provisión de bienes públicos puros.

Las necesidades de gasto asociadas a la defensa, la seguridad económica, las infraestructuras transnacionales y la transición verde y digital apuntan a un orden de magnitud muy superior. Los compromisos recientes en el seno de la OTAN, que incluyen a la mayoría de los Estados miembros de la UE, fijan un objetivo de gasto total en defensa y seguridad que podría alcanzar el 5 % del PIB en torno a 2035, frente a niveles actuales apenas superiores al 2 %. Aunque no todo ese esfuerzo deba canalizarse a escala europea, la brecha actual ilustra la magnitud del desafío presupuestario.

Si se suman el incremento necesario en defensa y seguridad, el refuerzo de infraestructuras transnacionales y el apoyo sistemático a las transiciones verde y digital, el orden de

magnitud de un presupuesto europeo capaz de asumir esas funciones se situaría entre el 3 y el 5 % del PIB, dependiendo del grado de cesión competencial: en algunos casos, la coordinación del gasto puede ser un buen sustituto de la ejecución centralizada. Es arriesgado fijar una cifra exacta, porque la viabilidad política de trasladar responsabilidades desde los Estados a la UE es limitada a corto plazo, pero la tendencia debería apuntar a superar claramente el marco actual (Bouabdallah et al., 2025).

|
Cuando la deuda se expresa en relación con los ingresos ordinarios, la ratio de deuda de la UE supera ya a la de los Estados miembros más endeudados (Grecia e Italia), lo que subraya la necesidad de reforzar la base fiscal
|

En este contexto, la deuda europea ha ganado peso. A finales de abril de 2026, la deuda viva de la UE ascendía a unos 761.000 millones de euros, principalmente vinculada a *NextGenerationEU*, SURE y la asistencia a Ucrania, lo que representa alrededor del 3,9 % del PIB comunitario. Sin embargo, cuando la deuda se expresa en relación con los ingresos ordinarios, la ratio de deuda de la UE supera ya a la de los Estados miembros más endeudados (Grecia e Italia), lo que subraya la necesidad de reforzar la base fiscal y evitar que la deuda se convierta en un sustituto permanente de los impuestos europeos.

Perspectivas de corto plazo: qué puede hacerse ya

En el corto plazo, las posibilidades de avanzar pasan por aprovechar al máximo los instrumentos existentes y realizar reformas que no exijan una modificación profunda de los Tratados. En

primer lugar, en los últimos dos años ha aparecido una ventana política para canalizar una parte creciente del esfuerzo en defensa y seguridad a escala europea, especialmente en el tramo de “seguridad” que incluye infraestructuras críticas, ciberdefensa, innovación y capacidades tecnológicas conexas. Sin necesidad de asumir de inmediato el 5 % del PIB fijado como referencia a largo plazo en el seno de la OTAN, la UE puede coordinar y financiar programas conjuntos que mejoren la eficiencia y reduzcan las duplicidades entre los 27 ejércitos y las administraciones nacionales.

En segundo lugar, durante la última década, la Comisión Europea ha presentado varias propuestas para diversificar los recursos propios de la Unión, vinculadas a políticas emblemáticas como el Sistema de Comercio de Emisiones (ETS), el Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono (CBAM) y, en propuestas anteriores, la reforma internacional de la tributación empresarial basada en el Pilar 1 de la OCDE/G20. La propuesta más reciente, presentada en julio de 2025 para el marco financiero plurianual 2028-2034, plantea asignar al presupuesto europeo una parte de los ingresos del ETS y del CBAM, así como introducir recursos basados en los residuos electrónicos no recogidos, los impuestos especiales sobre el tabaco y una contribución empresarial a tanto alzado diferenciada por tramos de facturación —la *Corporate Resource for Europe* (CORE)—. Resulta realista avanzar gradualmente en su adopción, diversificando las fuentes de financiación y reduciendo la dependencia de las contribuciones nacionales basadas en la renta nacional bruta. Además, existe margen para mejorar el cumplimiento del IVA y para introducir tasas vinculadas a la gestión de determinados envíos de comercio electrónico procedentes de terceros países. En conjunto, estas medidas permitirían ampliar y diversificar los ingresos de la Unión sin depender exclusivamente de las contribuciones nacionales.

Por último, el uso de instrumentos de aseguramiento colectivo ya ensayados, como SURE, puede consolidarse, transformando respuestas extraordinarias en mecanismos más estables que aporten seguridad económica ante choques severos. Esta transición puede hacerse de forma gradual, con techos de gasto y reglas claras, para evitar incentivos perversos.

Perspectivas de medio y largo plazo: hacia un Tesoro europeo

En un horizonte más a largo plazo, la ambición debe ser configurar un auténtico Tesoro europeo que sería responsable de la planificación fiscal plurianual, la gestión integrada de la deuda, la relación con los contribuyentes y las autoridades tributarias nacionales, y la elaboración de informes de sostenibilidad.

Desde el punto de vista jurídico, la principal palanca sigue siendo el artículo 311 del Tratado de Funcionamiento de la UE y las decisiones sobre recursos propios, que hoy requieren unanimidad en el Consejo y la ratificación de los parlamentos nacionales. A medio plazo, cabe explorar dos vías no excluyentes: una reforma progresiva dentro de los Tratados que amplíe las bases tributarias compartidas y refuerce el papel del Parlamento Europeo; y una vía de cooperación reforzada entre grupos de países dispuestos, que podría replicar la lógica de la creación del euro.

El perímetro competencial debería incorporar programas de defensa colectiva con mayor peso de la planificación y la financiación europeas, acciones exteriores y políticas industriales en tecnologías críticas, redes de transporte, energía y comunicaciones digitales de alcance transnacional, y dispositivos de aseguramiento frente a eventos extremos sujetos a “incertidumbre radical” que pueden desbordar las capacidades

fiscales de países muy endeudados. Aunque resulta más controvertido ampliar el campo a programas de protección social ordinaria, la experiencia acumulada en seguros comunes frente al desempleo y en mecanismos de estabilización ante *shocks* asimétricos ofrece una base sobre la que construir, siempre respetando la diversidad de los estados de bienestar nacionales.

Por el lado de los ingresos, habría que avanzar hacia una participación estable y significativa en las grandes bases tributarias, en particular en el IVA y el impuesto sobre sociedades. En el IVA, su amplia y relativamente estable base, junto con el elevado grado de armonización existente, permitiría articular un tramo europeo que sustituyera parcialmente la contribución nacional actual, compensándola con una reducción equivalente de los tramos nacionales. En el impuesto sobre sociedades, la mayor movilidad de las bases imponibles, el riesgo de competencia fiscal nociva y la necesidad de preservar la coherencia del mercado interior justifican avanzar hacia una base común, sobre la que los niveles europeo y nacional pudieran compartir la capacidad normativa y la recaudación. Este desplazamiento debería preservar la neutralidad fiscal agregada, reforzar la visibilidad del vínculo entre impuestos y políticas europeas y acompañarse de mecanismos comunes de administración y control que limiten el fraude, la elusión y las diferencias de cumplimiento.

Sobre la economía política de la integración europea

Sin duda, la construcción de una hacienda federal europea enfrenta importantes obstáculos jurídicos, institucionales y de economía política. La exigencia de unanimidad en la creación de

recursos propios y la necesidad de ratificaciones nacionales convierten cada reforma fiscal en un proceso complejo, vulnerable a vetos cruzados y a tensiones entre contribuyentes netos y receptores netos.

|
La heterogeneidad de preferencias entre países, el auge de fuerzas euroescépticas y la percepción de que la federalización fiscal implica aumentos de impuestos y un mayor intervencionismo público alimentan resistencias
|

Además, la heterogeneidad de preferencias entre países, el auge de fuerzas euroescépticas y la percepción de que la federalización fiscal implica aumentos de impuestos y un mayor intervencionismo público alimentan resistencias. La neutralidad fiscal vertical —es decir, reducir los tributos nacionales al tiempo que se aumentan los europeos— puede ser una clave para mitigar esas reticencias, al explicar que el cambio no afecta necesariamente al tamaño agregado del sector público.

Por otro lado, el vínculo entre imposición y representación debe reforzarse para garantizar la legitimidad de la nueva hacienda federal. La ampliación del papel del Parlamento Europeo en la creación y supervisión de los recursos propios, así como fórmulas que involucren a los parlamentos nacionales en decisiones clave, pueden ayudar a cerrar la brecha entre los contribuyentes y las decisiones fiscales europeas. Finalmente, la ilusión fiscal asociada al recurso intensivo a la deuda y a las garantías implícitas de mutualización debe abordarse con reglas claras y transparencia.

Conclusiones

La experiencia reciente muestra que la UE es capaz de avanzar en su integración fiscal cuando las crisis revelan los costes de la inacción. Sin embargo, depender exclusivamente de esa lógica reactiva resulta insuficiente para afrontar retos estructurales como la transición verde y digital, la seguridad económica y la provisión de bienes públicos globales.

Una hacienda federal europea, tal como se ha delineado en este artículo, ofrece un marco coherente para reasignar competencias, reforzar la capacidad fiscal y mejorar la eficiencia y la equidad en la provisión de bienes públicos y en la gestión de riesgos. En

el corto plazo, la prioridad debe ser ampliar gradualmente el esfuerzo conjunto en defensa y seguridad, consolidar instrumentos de aseguramiento colectivo y vincular nuevas fuentes de ingresos a políticas emblemáticas, respetando la neutralidad fiscal vertical.

A medio plazo, la agenda incluye la construcción de un Tesoro europeo con un mandato claro y la ampliación del perímetro competencial. La economía política de este proceso sugiere que las ventanas de oportunidad seguirán abiertas en contextos de crisis, pero también que la consolidación de una hacienda federal exigirá pactos intertemporales consistentes, transparencia y una articulación más sólida entre imposición y representación.

Referencias

- BEBLAVÝ, M., y MASELLI, I. (2014). An Unemployment Insurance Scheme for the euro Area: A Simulation Exercise of Two Options. *CEPS Special Report*, 98.
- BOUABDALLAH, O., DORRUCCI, E., NERLICH, C., NICKEL, C., y VLAD, A. (2025). Time to Be Strategic: How Public Money Could Power Europe's Green, Digital and Defence Transitions. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250725~f26b4ef0f3.en.html>
- COSTAS, A., y LAGO PEÑAS, S. (2015). La crisis de la deuda, el euro y la construcción política europea: reflexiones desde la economía. *Res Publica*, 18(1), 187-195.
- DOLLS, M., FUEST, C., NEUMANN, D., y PEICHL, A. (2018). An Unemployment Insurance Scheme for the Euro Area? A Comparison of Different Alternatives Using Microdata. *International Tax and Public Finance*, 25(1), 273-309.
- EUROPEAN COMMISSION. (2025a). *The 2028-2034 Multiannual Financial Framework: Proposals (MFF 2028-34)*. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/long-term-eu-budget/eu-budget-2028-2034_en
- EUROPEAN PARLIAMENT. (2025b). *Mapping of Existing, Proposed, and Potential Own Resources for the EU Budget*. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2026/783556/BUDG_BRI\(2026\)783556_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2026/783556/BUDG_BRI(2026)783556_EN.pdf)
- FUEST, C., y PISANI-FERRY, J. (2019). A Primer on Developing European Public Goods. *EconPol Policy Report*, 16/2019. Ifo Institute.

06

Aitana Bryant, Andrea Blana y Jaime Morillo

AFI, Analistas Financieros Internacionales



Actualización del marco supervisor europeo (SREP) tras una década: consolidar, integrar, simplificar

La Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicaba recientemente las directrices revisadas sobre los procedimientos y metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP, por sus siglas en inglés de Supervisory Review and Evaluation Process). La revisión persigue tres objetivos: consolidar en un único cuerpo normativo disposiciones hasta ahora dispersas, integrar de forma transversal los factores ESG, los riesgos emergentes, la resiliencia operativa y la supervisión de terceros países, y simplificar el texto para favorecer una supervisión más selectiva y focalizada en el riesgo. Este artículo repasa los cambios más relevantes que introduce la revisión y analiza qué implicaciones prácticas se derivan para las entidades financieras de cara a la aplicación de las nuevas Directrices, prevista para el 1 de enero de 2027.

Doce años de supervisión consolidada bajo marco SREP: necesidad de actualización de este

Doce años tras el inicio de la Unión Bancaria, la banca europea es hoy sensiblemente más resiliente que en los años previos a la Gran Crisis Financiera, y buena parte de esa favorable transformación es atribuible al propio proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP). Desde su formalización en 2014, el SREP constituye el eje vertebrador de la actividad supervisora bancaria en la Unión Europea: a través de él, las autoridades competentes componen una visión integral sobre el perfil de riesgo, la viabilidad y la sostenibilidad de cada entidad, y determinan las medidas de capital, liquidez y gobernanza que resultan de dicha evaluación. Se trata, por tanto, de un ejercicio de síntesis que traduce en exigencias concretas, Pilar 2, en su vertiente de requerimiento (P2R) y de orientación (P2G), toda la información recabada a través de inspecciones *in situ*, revisiones a distancia y el diálogo continuo entre supervisor y entidad.

Desde su primera versión, el marco ha demostrado una notable capacidad de adaptación, atravesando dos actualizaciones significativas antes de la que nos ocupa: en 2018, con la

incorporación del P2G y los elementos de pruebas de resistencia dentro del Pilar 2 Roadmap de la EBA; y en 2021, para reflejar los cambios introducidos por la CRD V, entre ellos la evaluación del riesgo de apalancamiento excesivo (P2R-LR y P2G-LR) y la cooperación con los supervisores de prevención de blanqueo de capitales. Finalmente, el 26 de junio de 2026, la EBA publicó la tercera gran revisión del marco: las directrices sobre los procedimientos y metodologías comunes para el SREP y las pruebas de resistencia supervisoras (EBA/GL/2026/06).

Conviene subrayar que esta tercera revisión no responde a una insuficiencia del marco vigente, sino a una doble lógica de mejora continua. De un lado, el perímetro de riesgos que el supervisor debe considerar ha crecido de forma sustancial: el paquete bancario (CRD VI y CRR III), el Reglamento DORA sobre resiliencia operativa digital y el paquete IRRBB/CSRBB sobre riesgos de tipo de interés y diferencial de crédito en el *banking book* han incorporado dimensiones de riesgo que el SREP original, concebido en un contexto distinto, no contemplaba. De otro lado, una década larga de aplicación práctica ha generado un valioso acervo de experiencia: las revisiones inter pares realizadas por la propia EBA y las lecciones extraídas de episodios recientes de

Gráfico 1

Doce años de SREP: de la versión original a la consolidación de 2026



tensión en los mercados apuntan, no a fallos de diseño, sino a un margen de mejora sobre un marco que, en lo esencial, ha demostrado funcionar.

|
La revisión del SREP
una de sus traducciones más concretas:
menos complejidad normativa,
pero sin renunciar un ápice al nivel
de exigencia prudencial acumulado
|

Conviene subrayar, por tanto, como hace la propia EBA, que esta revisión no altera la arquitectura del SREP: el marco continúa articulado en torno al análisis del modelo de negocio, la evaluación de la gobernanza interna, los riesgos de capital y los riesgos de liquidez y financiación, con un sistema de puntuación común y una comunicación integrada de resultados. Lo que cambia es el modo en que estos elementos se

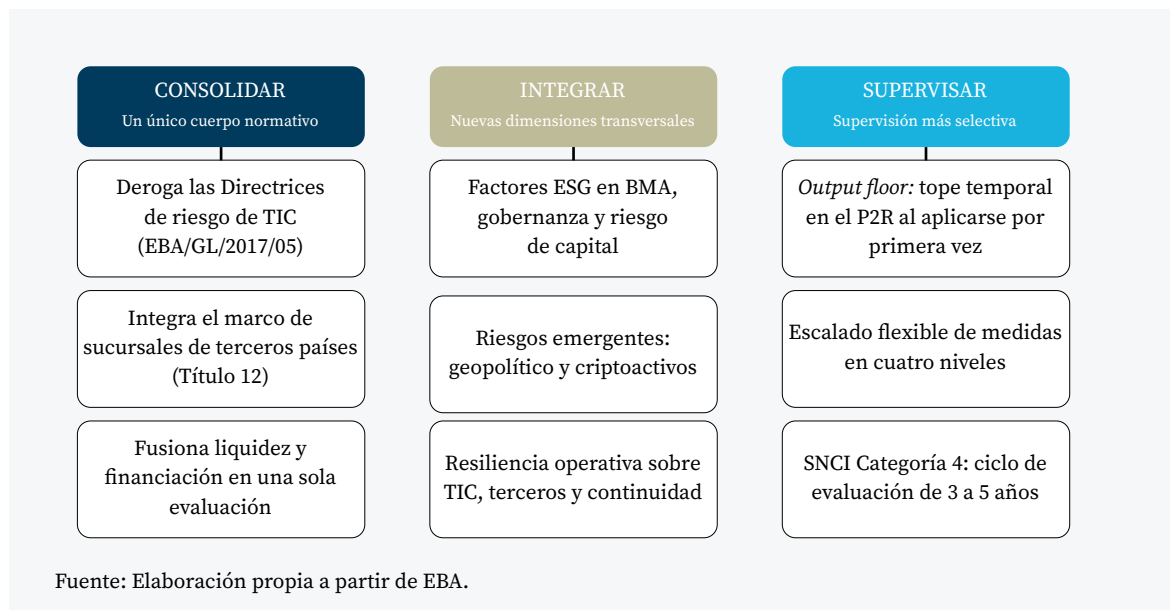
documentan, se relacionan entre sí y se aplican con criterios de proporcionalidad. La revisión, de hecho, puede leerse en clave de tres objetivos complementarios:

- Consolidar en un único texto disposiciones hasta ahora repartidas entre varias normas.
- Integrar de forma transversal los riesgos de nueva generación.
- Simplificar la redacción para permitir una supervisión más selectiva y focalizada en el riesgo (*risk-focused*).

Esta triple ambición, consolidar, integrar, simplificar, no es ajena al momento regulatorio que atraviesa la banca europea. El impulso político-institucional a la simplificación, visible en la agenda del Grupo de Trabajo de Alto Nivel del BCE sobre esta materia, encuentra en la revisión del SREP una de sus traducciones más concretas:

Gráfico 2

Esquema resumen de los principales cambios introducidos por la revisión del SREP



menos complejidad normativa, pero sin renunciar un ápice al nivel de exigencia prudencial acumulado en la última década.

Consolidar: un único cuerpo normativo para el SREP

El primero de los tres objetivos se traduce en la integración, dentro de un texto único, de disposiciones que hasta ahora se encontraban dispersas en normas independientes. El ejemplo más visible es la derogación de las directrices específicas sobre la evaluación del riesgo de TIC, cuyo contenido pasa a integrarse directamente en el SREP, dentro del riesgo operacional, clarificando que el riesgo de TIC forma parte de esta categoría y que el Reglamento DORA refuerza su tratamiento prudencial.

En la misma línea, las directrices revisadas incorporan un nuevo apartado dedicado específicamente a la evaluación de las sucursales de terceros países, dando respuesta al mandato conferido por la CRD VI para armonizar la supervisión de estas entidades ante su presencia creciente en el mercado interior. También se fusionan las evaluaciones de los riesgos de liquidez y de financiación, hasta ahora tratadas de forma más segmentada, en un único bloque de análisis.

El ejercicio de consolidación se completa con una revisión editorial de calado: se elimina el texto que remitía a disposiciones ya recogidas en otros actos legislativos o a evaluaciones consideradas obsoletas, cuya referencia se traslada a un documento separado orientado a reforzar la transparencia. El resultado perseguido es un texto más manejable, que reduce la carga de interpretación normativa para las propias autoridades competentes y, por extensión, facilita un diálogo supervisor más predecible para las entidades.

Integrar: riesgos de nueva generación, fronteras institucionales y ajustes técnicos

El segundo eje de la revisión, y probablemente el de mayor recorrido conceptual, consiste en integrar de forma transversal en el SREP un conjunto de elementos que hasta ahora carecían de un tratamiento sistemático o unificado: tres nuevas dimensiones de riesgo (riesgos de nueva generación: los factores ESG, los riesgos emergentes y la resiliencia operativa), el tratamiento diferenciado de los grupos bancarios de terceros países, y una serie de ajustes técnicos de calado prudencial en ámbitos como el *output floor*, la integración de DORA y la ampliación al riesgo de diferencial de crédito (CSRBB).

Factores ESG. Los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza dejan de tratarse como una categoría aislada para integrarse en todos los elementos del SREP, sobre la premisa de que estos riesgos se materializan a través de las categorías tradicionales de riesgo financiero. En el análisis del modelo de negocio (BMA), se evalúa el impacto de los riesgos físicos y de transición sobre la viabilidad de la entidad a corto, medio y, de forma novedosa, largo plazo, con horizontes de al menos diez años. En gobernanza, se revisa si el órgano de dirección cuenta con los conocimientos necesarios para gestionar estos riesgos e integrar los planes de transición, mientras que, en la evaluación de los riesgos de capital, los factores ESG se tratan como impulsores de los riesgos tradicionales de crédito u operacional.

Riesgos emergentes. A diferencia de los factores ESG, las directrices abordan una categoría más abierta de riesgos nuevos o en evolución, de elevada incertidumbre y sin metodologías consolidadas, para los que se opta deliberadamente por un tratamiento de alto nivel que deja margen de flexibilidad a las autoridades competentes. Se incorporan aquí dos exponentes concretos:

el riesgo geopolítico, cuya fuente, estrategia de gestión e impacto sobre la rentabilidad debe evaluarse en el BMA, además de figurar entre los riesgos de baja probabilidad y alto impacto del proceso de autoevaluación de capital (ICAAP), y las actividades de criptoactivos, que se incorporan al análisis del modelo de negocio cuando la entidad preste servicios relacionados. Resulta significativo que la EBA mantuviera este enfoque de alto nivel pese a las peticiones recibidas durante la consulta pública: varios participantes solicitaron una guía más específica sobre los riesgos derivados de la inteligencia artificial, pero la Autoridad optó por no desarrollarla, remitiendo al juicio experto del supervisor en un ámbito todavía en plena evolución.

Resiliencia operativa. Se incorpora formalmente el concepto de resiliencia operativa, entendida como la capacidad de la entidad de seguir prestando sus funciones críticas o importantes incluso ante interrupciones. El enfoque es holístico e integrado, no constituye un módulo independiente, y se construye sobre áreas ya evaluadas, como la gestión del riesgo de TIC, el riesgo de terceros y los planes de continuidad de negocio, sin introducir un marco nuevo ni duplicar obligaciones de reporte ya existentes. En el plano de gobernanza, se espera que el órgano de dirección desempeñe un papel activo en la supervisión de la efectividad de este enfoque.

Sucursales y filiales de terceros países. La revisión también diferencia el tratamiento de los grupos bancarios de fuera de la UE según operen mediante sucursal o mediante filial. Para las sucursales, las directrices responden al mandato de la CRD VI de armonizar su supervisión, graduando la intensidad de la evaluación según su tamaño y riesgo, aunque sin llegar a aplicarles la calificación de inviabilidad que sí existe para el resto de entidades. Para las filiales, se introduce un nuevo enfoque orientado a garantizar

su adecuación de capital cuando reciben pérdidas de mercado de otras entidades del grupo a través de acuerdos de precios de transferencia.

Output floor. Las directrices clarifican cómo deben actuar los supervisores cuando una entidad queda limitada por primera vez al *output floor*, el límite que evita que el uso de modelos internos reduzca en exceso los requerimientos de capital. En ese momento se aplica un tope temporal, para que el requerimiento de Pilar 2 no aumente de forma puramente automática por el simple cambio en el cálculo de los activos ponderados por riesgo. Ese tope se retira más adelante, cuando el supervisor revise el requerimiento para evitar que un mismo riesgo quede cubierto dos veces.

Integración de DORA. La evaluación del riesgo de TIC se traslada al riesgo operacional, clarificando que forma parte de este último y que el Reglamento DORA refuerza su tratamiento prudencial. Las autoridades deberán evaluar el cumplimiento de DORA respecto de los servicios de TIC recibidos de terceros, así como de las Directrices de la CRD para los servicios que no sean de TIC. Se refuerza, además, la evaluación de las capacidades de agregación de datos de riesgo y de reporting a través de sistemas de TIC resilientes, en línea con los principios del Comité de Basilea.

Ampliación al CSRBB. La evaluación del riesgo de tipo de interés de la cartera de inversión (IRRBB) se extiende para incluir explícitamente el riesgo de diferencial de crédito derivado de actividades ajenas a la cartera de negociación (CSRBB). El resultado se refleja en una puntuación combinada IRRBB/CSRBB, si bien la propia EBA reconoce que la metodología aplicable al CSRBB es todavía menos madura, por lo que las disposiciones correspondientes son más proporcionadas y deben aplicarse con flexibilidad.

Simplificar: escalado flexible de medidas y proporcionalidad ampliada

El tercer objetivo de la revisión, simplificar, se traduce en dos desarrollos con un impacto directo sobre la intensidad y la previsibilidad de la acción supervisora.

Por un lado, se introduce un marco de escalado de alto nivel para orientar a las autoridades en la selección de las medidas supervisoras más adecuadas ante las deficiencias identificadas. Se trata de un marco flexible y no estrictamente secuencial, centrado en las causas raíz de las deficiencias, que deben reflejarse en las puntuaciones asignadas, y que contempla cuatro niveles de actuación de intensidad creciente: el diálogo supervisor reforzado, mediante reuniones con el órgano de dirección o la exigencia de autoevaluaciones; las medidas no vinculantes, como expectativas supervisoras o recomendaciones de acciones correctoras; las medidas vinculantes, como la exigencia de acciones cualitativas o el establecimiento o incremento del P2R o de los requisitos de liquidez; y, en último término, la ejecución (*enforcement*), que incluye sanciones administrativas, medidas correctoras coercitivas o multas.

Por otro lado, se amplía de forma notable la proporcionalidad aplicable a las entidades pequeñas y no complejas (SNCI) de categoría 4. El marco mantiene sin cambios las cuatro categorías de institución existentes, definidas por tamaño, importancia sistémica, escala, naturaleza y complejidad de las actividades, que continúan actuando como referencia para modular la frecuencia y profundidad de la supervisión y como parámetro para valorar ex post la convergencia supervisora entre autoridades. Sobre esa base, la revisión permite extender de tres a cinco años la frecuencia mínima de evaluación de todos los elementos del SREP para aquellas

entidades de categoría 4 que mantengan un perfil de bajo riesgo estable, métricas financieras sólidas y márgenes saludables, siempre que el seguimiento trimestral no revele preocupaciones materiales; las autoridades conservan, en todo caso, la discrecionalidad de aumentar la frecuencia cuando lo consideren justificado. Esta lógica de proporcionalidad se refuerza, además, con la posibilidad de realizar revisiones más ligeras de aquellos elementos o áreas de riesgo consideradas inmateriales, y con un enfoque multianual que permite planificar evaluaciones en profundidad de riesgos seleccionados a lo largo de varios ciclos.

Alcance e implicaciones: qué cambia (y qué no) para las entidades

Al dirigirse a las autoridades competentes, las directrices proyectan su impacto sobre las entidades financieras de manera indirecta: no inciden en las obligaciones sustantivas, que siguen fijadas por la CRD, el CRR y sus normas de desarrollo, sino en el modo en que dichas obligaciones son supervisadas, evaluadas y traducidas en requerimientos individuales de capital y liquidez.

|
*Las directrices no inciden
en las obligaciones sustantivas, que siguen
fijadas por la CRD, el CRR y sus normas
de desarrollo, sino en el modo en que
dichas obligaciones son supervisadas,
evaluadas y traducidas en requerimientos*
|

Los principales cambios responden al propósito de articular un marco más simplificado y exento de duplicidades, que reúne en un único cuerpo las disposiciones relativas al SREP, con la integración del riesgo de TIC y de las sucursales de terceros países, y fusiona las evaluaciones de los

riesgos de liquidez y de financiación. Esta orientación encuentra reflejo, asimismo, en la extensión del ciclo de evaluación de tres a cinco años para las entidades pequeñas y no complejas.

La simplificación no comporta, sin embargo, una relajación en la cobertura de los riesgos. Los riesgos de naturaleza más consolidada, como los factores ESG, pasan a integrarse de forma transversal en el conjunto del proceso, al tiempo que se intensifica el foco sobre los riesgos emergentes o en evolución. A ello se añade una supervisión más focalizada en el riesgo, con evaluaciones calibradas en alcance, profundidad e intensidad en función del perfil de cada entidad.

En esta misma línea, la revisión refuerza la eficacia de la acción supervisora mediante el marco de escalado flexible ya descrito, un vínculo más sólido entre los hallazgos de cada evaluación y las medidas adoptadas, y una comunicación más clara de los resultados del proceso hacia las propias entidades.

La revisión de las directrices SREP se enmarca en un momento en el que la agenda supervisora europea persigue, de forma simultánea, dos objetivos que a menudo se presentan como

contrapuestos: reducir la complejidad normativa y mantener, sin concesiones, el nivel de resiliencia alcanzado por el sistema bancario europeo en la última década. El resultado, en el caso del SREP, es un texto más consolidado y mejor estructurado, que no renuncia al rigor prospectivo que ha caracterizado al proceso desde su creación.

|
Como suele ocurrir con la simplificación regulatoria bien entendida, menos complejidad normativa no equivale a menor exigencia, sino a una supervisión más nítida sobre lo que realmente importa
|

Por otro lado, esta mayor profundidad en el tratamiento de los riesgos de nueva generación, dentro del análisis del modelo de negocio y de la gobernanza, anticipa un diálogo supervisor más exigente en estas materias, para el que conviene empezar a preparar la documentación, los indicadores y los marcos de gestión de riesgos con antelación suficiente a enero de 2027. Como suele ocurrir con la simplificación regulatoria bien entendida, menos complejidad normativa no equivale a menor exigencia, sino a una supervisión más nítida sobre lo que realmente importa.

07

Pedro Cuadros-Solas

CUNEF Universidad y Funcas

Nuria Suárez

Universidad Autónoma de Madrid y Funcas



Ciberriesgo y resiliencia operativa en banca: el papel de la inteligencia artificial

Este artículo analiza la exposición del sector bancario europeo al ciberriesgo, sus implicaciones para la resiliencia operativa y el papel que puede desempeñar la inteligencia artificial (IA) para mitigar o ampliar esta fuente de riesgo operacional. A partir de datos de EuRepoC y de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), se muestra que los bancos concentran una parte sustancial de los ciberataques registrados en el sector financiero europeo y que el riesgo cibernético constituye su principal preocupación operacional. Aunque la proporción de entidades que declara haber sufrido ataques recientes se ha reducido, las pérdidas materializadas por cibereventos han aumentado. La IA puede reforzar la detección de vulnerabilidades y la respuesta defensiva, pero también facilitar ataques más rápidos, automatizados y sofisticados.

Ciberriesgo, resiliencia operativa e IA

La digitalización está transformando profundamente la actividad bancaria. Una proporción creciente de las operaciones tiene lugar a través de canales digitales. Los pagos se procesan en tiempo real, los empleados acceden a aplicaciones y datos desde múltiples entornos y las entidades dependen de redes complejas de proveedores de servicios tecnológicos, infraestructuras de mercado y plataformas en la nube. Ciertamente, esta transformación permite reducir costes, mejorar la experiencia del cliente y ampliar la oferta de servicios, pero también incrementa la superficie susceptible de sufrir fallos o ataques.

El ciberriesgo ha dejado de ser una cuestión meramente técnica para convertirse en una fuente central de riesgo operacional. Un incidente puede impedir el acceso de los clientes a sus cuentas, interrumpir pagos, comprometer información confidencial, alterar la integridad de los datos o facilitar operaciones fraudulentas. La resiliencia operativa, por tanto, no consiste únicamente en impedir que se produzcan incidentes. Supone identificar funciones críticas, anticipar escenarios adversos, contener el impacto de una perturbación y recuperar el servicio. Por ello, el Reglamento de Resiliencia Operativa Digital (DORA), aplicable desde el 17 de enero de 2025, refuerza la gestión del riesgo tecnológico, la notificación de incidentes, las pruebas de resistencia y el control de los proveedores tecnológicos externos (Unión Europea, 2022).

Las herramientas basadas en IA pueden mejorar la detección de anomalías, analizar grandes volúmenes de alertas, identificar vulnerabilidades y acelerar la respuesta de las entidades ante incidentes. Sin embargo, esas mismas capacidades también pueden ser utilizadas por actores maliciosos. La EBA considera que el rápido

desarrollo de modelos de IA de frontera puede amplificar los riesgos operacionales y cibernéticos mediante el uso malicioso de herramientas basadas en IA.

El objetivo de este artículo es analizar la relevancia del ciberriesgo para la banca europea y su relación con la resiliencia operativa. En primer lugar, se estudia la posición de los bancos como objetivo de los ciberataques dirigidos al sector financiero. A continuación, se examinan la percepción del riesgo operacional y la evolución reciente de los ataques sufridos por las entidades. Finalmente, se analiza el doble papel de la IA como herramienta defensiva y como posible amplificador de las amenazas.

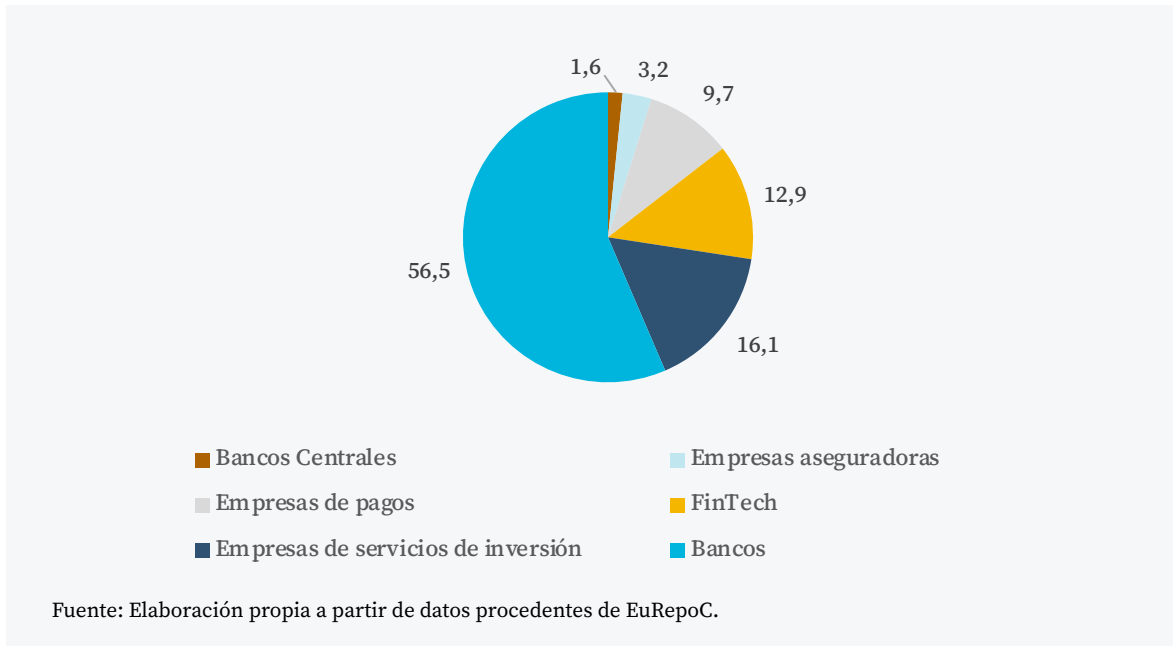
El sector bancario en el punto de mira de los ciberdelincuentes

Los bancos constituyen un objetivo especialmente atractivo para los ciberdelincuentes. Gestionan dinero, datos personales y credenciales, desempeñan una función central en los sistemas de pagos, mantienen conexiones con numerosos clientes, empresas, administraciones y proveedores y prestan servicios cuya interrupción es inmediatamente visible. Un ciberataque podría producir simultáneamente un beneficio económico para el atacante, un elevado coste para la entidad y un efecto reputacional significativo.

El gráfico 1 muestra la distribución de los ciberataques registrados en el sector financiero europeo a partir de la información de EuRepoC. Los bancos concentran el 56,5 % del total. A considerable distancia aparecen las empresas de servicios de inversión (16,1 %); las fintech (12,9 %); y las empresas de pagos (9,7 %). Las aseguradoras representan el 3,2 % y los bancos centrales el 1,6 %.

Gráfico 1**Distribución de ciberataques en el sector financiero europeo**

Porcentajes



El acceso ilegítimo a una cuenta o a las credenciales de un empleado puede facilitar transferencias, fraude o extorsión. La banca opera sobre infraestructuras digitales de gran escala, con un elevado número de usuarios y conexiones, por lo que, cuantos más puntos de acceso, aplicaciones, interfaces y proveedores intervienen en la prestación del servicio, mayor es la superficie potencial de ataque. La necesidad de operar de manera casi ininterrumpida aumenta el coste de los ataques a la disponibilidad, como los de denegación de servicio o el *ransomware*.

La subcontratación de servicios, el uso de *software* común, la computación en la nube y la conexión con infraestructuras de pagos crean dependencias compartidas. Un fallo o ataque a un proveedor puede transmitirse a varias entidades al mismo tiempo. El primer informe anual europeo de incidentes tecnológicos graves bajo DORA

contabilizó 3.383 incidentes en 2025 en el conjunto del sector financiero europeo, alrededor de un tercio con impacto transfronterizo. Los fallos de sistemas y los eventos externos fueron los principales desencadenantes, y cerca de un tercio tuvo su origen en fallos de terceros. La resiliencia digital exige, por tanto, abordar tanto los ataques maliciosos como los fallos tecnológicos y las dependencias del ecosistema (Autoridades Europeas de Supervisión, 2026a).

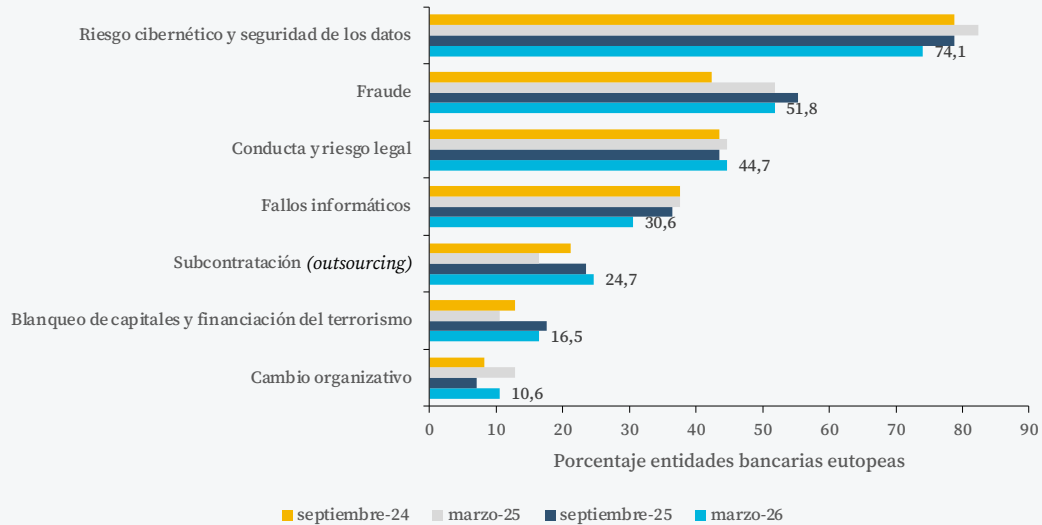
Riesgo cibernético: determinante del riesgo operacional y su materialización

La centralidad del ciberriesgo se observa en las respuestas de las entidades a la encuesta semestral de la EBA, realizada a una muestra de 85 bancos de la Unión Europea y el Espacio Económico Europeo. El gráfico 2 presenta el

Gráfico 2

Fuentes del riesgo operacional

Porcentaje de bancos europeos encuestados que responden afirmativamente



Fuente: Elaboración propia a partir de datos procedentes de la EBA.

porcentaje de entidades que identifica afirmativamente distintas fuentes de riesgo operacional. Las categorías no son excluyentes, ya que un mismo banco puede considerar relevantes varios riesgos al mismo tiempo (EBA, 2026a).

En marzo de 2026, el 74,1 % de los bancos situaba el riesgo cibernético y la seguridad de los datos entre las principales fuentes de riesgo operacional, encontrándose 22,3 puntos porcentuales por encima del fraude, mencionado por el 51,8 % de las entidades. A continuación, aparecen la conducta y el riesgo legal (44,7 %); los fallos informáticos (30,6 %) o la subcontratación (24,7 %). El riesgo cibernético y la seguridad de los datos representaban el 78,8 % en septiembre de 2024, aumentaron hasta el 82,4 % en marzo de 2025, volvieron al 78,8 % en septiembre de 2025 y se situaron en el 74,1 % en marzo de 2026. El descenso desde el máximo es visible. Sin embargo,

en todas las oleadas, el ciberriesgo ocupa la primera posición (EBA, 2026a). En cualquier caso, el descenso de la percepción del ciberriesgo desde marzo de 2025 puede responder a la estabilización del número de ataques, el refuerzo de las defensas, una mayor madurez en la gestión del riesgo o a la adaptación al marco de DORA.

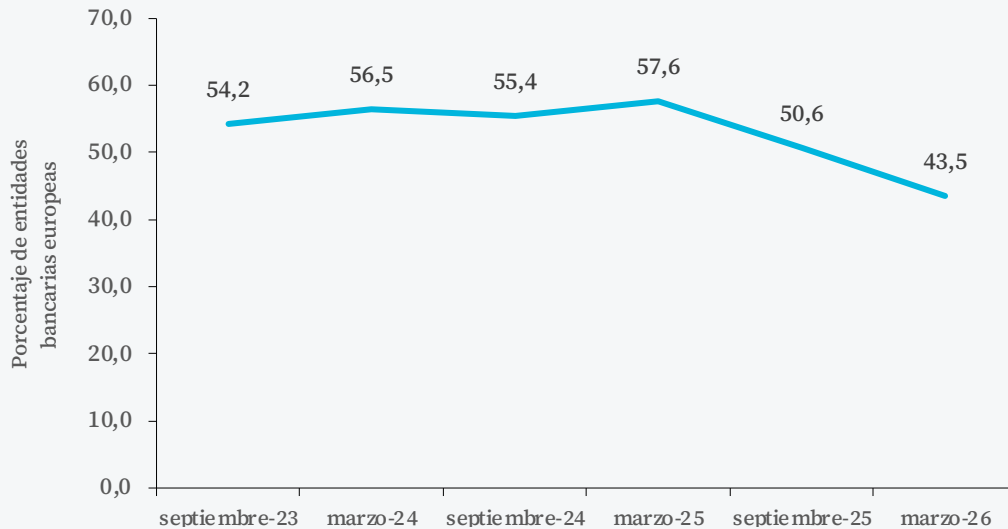
En marzo de 2026, el 74,1 % de los bancos situaba el riesgo cibernético y la seguridad de los datos entre las principales fuentes de riesgo operacional, encontrándose 22,3 puntos porcentuales por encima del fraude, mencionado por el 51,8 % de las entidades

El gráfico 3 recoge la evolución del porcentaje de bancos europeos que, durante los seis meses

Gráfico 3

Bancos europeos víctimas de al menos un ciberataque en los últimos seis meses

Porcentaje sobre el total



Fuente: Elaboración propia a partir de datos procedentes de la EBA.

anteriores, habrían sufrido al menos un ciberataque capaz de provocar un incidente tecnológico grave. Este porcentaje pasó del 54,2 % en septiembre de 2023 al 50,6 % en septiembre de 2025 y al 43,5 % en marzo de 2026 (EBA, 2026a). Aunque la tendencia es descendente, el nivel continúa siendo elevado: en marzo de 2026, más de cuatro de cada diez entidades habrían afrontado al menos un ataque con capacidad real o potencial de convertirse en un incidente grave durante el semestre anterior.

A pesar de esta reducción en el número de entidades afectadas, las pérdidas económicas derivadas de nuevos cibereventos aumentaron, alcanzando aproximadamente 730 millones de euros en 2025, frente a los 650 millones registrados en 2024. Estas pérdidas también crecieron como proporción del capital ordinario de nivel 1 (CET1), aunque se mantuvieron en un

nivel agregado reducido, cercano al 0,04 %. Por tanto, los costes directos de los ciberataques no parecen representar, por sí solos, una amenaza significativa para la solvencia del sector bancario europeo. No obstante, el promedio agregado puede ocultar impactos importantes en determinadas entidades y no refleja completamente costes indirectos como la pérdida de negocio, las compensaciones a clientes, el daño reputacional o las inversiones necesarias para recuperar y reforzar los sistemas (EBA, 2026b).

El papel de la IA: ¿aliada o enemiga?

La IA amplía las capacidades de prevención, detección y respuesta de las entidades bancarias, a la par que proporciona a los atacantes herramientas más potentes y accesibles. La cuestión relevante no es, por tanto, si la IA es intrínsecamente

beneficiosa o perjudicial, sino qué actores la utilizan, con qué objetivos y bajo qué controles.

|

Se pone de manifiesto que un modelo capaz de encontrar una vulnerabilidad puede ayudar a corregirla, pero también podría facilitar su explotación por actores maliciosos

|

En el ámbito defensivo, los sistemas de IA pueden analizar de forma continua grandes cantidades de registros, tráfico de red y patrones de transacciones para identificar comportamientos anómalos que pasarían inadvertidos mediante reglas estáticas. También pueden ayudar a priorizar alertas, detectar código malicioso, revisar *software*, resumir información sobre amenazas y automatizar algunas tareas iniciales de contención. En materia de fraude, permiten combinar señales de múltiples fuentes y adaptar los modelos a patrones cambiantes. Su principal ventaja

es que pueden procesar información a una velocidad difícilmente alcanzable por equipos humanos, reservando la intervención de los especialistas para los casos de mayor riesgo (FSB, 2024; FSB, 2026a).

El caso de Anthropic ilustra con claridad este potencial. En abril de 2026, la compañía anunció Project Glasswing, iniciativa para utilizar su modelo de vanguardia Claude Mythos Preview en la identificación y corrección de vulnerabilidades de *software* crítico. Entre los socios iniciales figuraban empresas tecnológicas y de ciberseguridad y una entidad financiera sistémica como JPMorganChase. El modelo identificó miles de vulnerabilidades de alta gravedad, alcanzando una tasa de éxito del 83,1 % en CyberGym, una prueba de reproducción de vulnerabilidades, frente al 66,6 % de Claude Opus 4.6. El acceso se articuló como una prueba de investigación restringida y orientada a usos defensivos (Anthropic, 2026; Rodríguez Fernández, 2026). A la par, se pone de manifiesto que un modelo

Cuadro 1

Papel de la IA en la gestión del ciberriesgo

Mitigador	Amplificador
• Análisis continuo de registros, tráfico de red y transacciones. • Capacidad de prevención, detección y respuesta. • Priorización de alertas y facilidad para detectar amenazas y fraudes. • Revisión de <i>software</i>, resumen de amenazas y automatización de tareas de contención.	• Automatización y personalización de ataques. • Rapidez en el descubrimiento y aprovechamiento de vulnerabilidades. • Mayor eficacia de ataques basados en la ingeniería social. • Concentración de servicios en proveedores comunes: riesgo de correlación y contagio.

Fuente: Elaboración propia.

capaz de encontrar una vulnerabilidad puede ayudar a corregirla, pero también podría facilitar su explotación por actores maliciosos. Si el tiempo necesario para descubrir un fallo cae por debajo del que necesitan las organizaciones para validarlo, desarrollar un parche y desplegarlo de manera segura, la ventaja puede desplazarse hacia el atacante.

La IA generativa también reduce el coste de la ingeniería social. Permite redactar mensajes convincentes y personalizados en distintos idiomas, imitar estilos de comunicación y producir audio o vídeo sintético. Esto puede elevar la eficacia del *phishing*, la suplantación de directivos o proveedores y el robo de credenciales. La combinación de información obtenida de fuentes abiertas, datos robados y generación automática facilita ataques dirigidos a empleados concretos con acceso a

pagos, sistemas o información sensible. Los *deepfakes* y otras formas de suplantación generadas mediante IA ilustran cómo el riesgo tecnológico puede materializarse a través de la manipulación de las personas, y no necesariamente mediante la intrusión directa en un sistema.

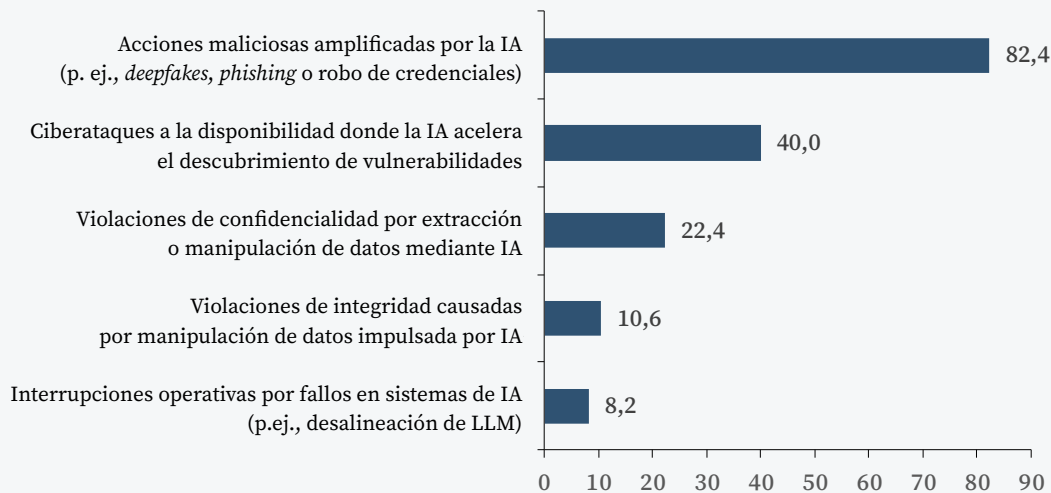
|
*Si numerosos bancos utilizan
infraestructuras similares,
un fallo o una vulnerabilidad puede
generar efectos correlacionados*
|

El gráfico 4 recoge cómo perciben los bancos europeos las distintas formas en que la IA puede amplificar el impacto negativo de los incidentes tecnológicos. La preocupación dominante son las acciones maliciosas potenciadas por IA

Gráfico 4

Entidades bancarias europeas que afirman que el impacto de los siguientes tipos de incidentes tecnológicos puede verse amplificado por la IA

Porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos procedentes de la EBA.

—incluidos los *deepfakes*, el *phishing* automatizado y el robo de credenciales—, señaladas por el 82,4 % de las entidades. Esta proporción refleja que el principal temor no se centra aún en un fallo autónomo de los modelos, sino en la capacidad de la IA para hacer más escalables, creíbles y eficaces técnicas de ataque ya conocidas.

A ello se suma que muchas entidades dependen de un número reducido de proveedores de nube,

modelos, *hardware* y *software*. El FSB ha señalado que la IA puede amplificar vulnerabilidades asociadas a las dependencias de terceros, el ciberriesgo y el riesgo de modelo. Si numerosos bancos utilizan infraestructuras similares, un fallo o una vulnerabilidad puede generar efectos correlacionados. La gestión de la IA no puede limitarse, por ello, a validar cada aplicación individual, debe identificar también dependencias comunes, posibilidades de sustitución y planes de continuidad (FSB, 2024).

Conclusiones

El ciberriesgo ocupa una posición central en la agenda bancaria europea. La IA puede reforzar la defensa mediante una mejor detección de anomalías, análisis de amenazas, identificación de vulnerabilidades y rapidez de respuesta. Sin embargo, también puede facilitar usos maliciosos. Por ello, no sorprende que el 82,4 % de los bancos considere que la IA puede amplificar las acciones maliciosas y el 40 % destaque su impacto sobre ataques a la disponibilidad y sobre explotación de vulnerabilidades.

La respuesta, por tanto, debe apoyarse en cuatro principios:

- Prevención y reducción de la superficie de ataque: *software* actualizado, control estricto de accesos, protección del código y gestión continua de vulnerabilidades.
- Detección y respuesta a la velocidad de la amenaza: monitorización permanente, uso defensivo de IA,

equipos cualificados y protocolos de escalado claros.

- Resiliencia ante fallos propios y de terceros: copias verificadas, recuperación probada y planes de salida frente a proveedores críticos.
- Gobernanza de la IA: inventario de modelos, evaluación de cada caso de uso, calidad y seguridad de los datos, pruebas adversariales, trazabilidad y supervisión humana proporcional a la criticidad.

Las dependencias comunes de proveedores de infraestructuras tecnológicas pueden transformar un incidente individual en una perturbación correlacionada. La cooperación entre bancos, autoridades y proveedores resulta, por tanto, esencial. En último término, la IA no elimina la necesidad de controles tradicionales de ciberseguridad, sino que eleva su exigencia. El resultado dependerá de la rapidez defensiva de los bancos, de la calidad de la gobernanza tecnológica y de la capacidad supervisora para identificar dependencias comunes.

Referencias

- ANTHROPIC. (2026). *Project Glasswing: Securing critical software for the AI era*. 7 de abril.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA —EBA—. (2025). *Risk Assessment Report. Autumn 2025*.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA —EBA—. (2026a). *Risk Assessment Questionnaire Results. Spring 2026*.
- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA —EBA—. (2026b). *Risk Assessment Report. Spring 2026*.
- AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN. (2026a). *2025 Report on Major ICT-related Incidents*.
- AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN. (2026b). *Toward a Consistent and Risk-based Approach for ICT Risks from Frontier AI Models*. 31 de julio.
- EUROPEAN REPOSITORY OF CYBER INCIDENTS —EuRepoC—. (2026). *Database of Cyber Incidents*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD —FSB—. (2024). *The Financial Stability Implications of Artificial Intelligence*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD —FSB—. (2026a). *Sound Practices for Financial Institutions' Responsible AI Adoption: Consultation Report*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD —FSB—. (2026b). *FSB Chair's Letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. August 2026*.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2026). *Inteligencia artificial y estabilidad financiera: los riesgos bancarios en la era de la IA de vanguardia. Una evaluación comparativa de España, la Unión Europea y Estados Unidos*. Investigaciones de Funcas, 40/2026. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/inteligencia-artificial-y-estabilidad-financiera-los-riesgos-bancarios-en-la-era-de-la-ia-de-vanguardia-una-evaluacion-comparativa-de-espana-la-union-europea-y-estados-unidos/
- UNIÓN EUROPEA. (2022). Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA).

08

Pablo Guijarro e Irene Peña

Afi, Analistas Financieros Internacionales



La empresa mediana como referente de modelo de crecimiento

La empresa mediana desempeña un papel clave en el crecimiento del tejido productivo español, aunque existe una elevada heterogeneidad en su capacidad para escalar. Este artículo analiza, desde una perspectiva financiera, la evolución reciente de un conjunto de empresas que ya eran medianas en 2008. A partir de este universo, identifica a las empresas que han logrado crecer de forma sostenida (*scalers*) y analiza los elementos que explican su desempeño. Los resultados obtenidos ofrecen una referencia que permite identificar las claves del crecimiento empresarial y servir de orientación para otras empresas.

La empresa mediana en el tejido productivo español

Las grandes cifras que perfilan el tejido empresarial en España muchas veces conducen a conclusiones equívocas. Una de las más extendidas es que “en España la empresa mediana no existe”. Si bien es cierto que su peso en términos porcentuales puede parecer poco relevante, puesto que su número representa menos del 1 % del tejido empresarial, esa visión cambia cuando se analiza su aportación a la economía. En realidad, hablamos de cerca de 12.000 compañías¹ que, sobre un tejido de aproximadamente 3,3 millones de empresas, facturaron en 2024 en torno a 312.000 millones de euros (una cifra equivalente a casi el 20 % del PIB español), y daban empleo a 1,3 millones de personas (un 7 % del total de asalariados en España).

Lejos de ser un segmento marginal, la empresa mediana constituye un actor económico con una capacidad significativa para generar actividad, empleo e inversión. Además, su presencia no se concentra exclusivamente en las grandes áreas metropolitanas, sino que se extiende por todo el territorio nacional, contribuyendo al dinamismo económico de regiones con estructuras productivas muy diversas.

Como eslabón intermedio entre la presencia dominante de microempresas y pequeñas empresas y la gran empresa, cuyo modelo de negocio, generalmente más internacionalizado y complejo, no siempre resulta extrapolable, la empresa mediana constituye un referente especialmente interesante para buena parte del tejido empresarial español. En efecto, la empresa mediana combina una escala suficiente para

generar un impacto relevante sobre la actividad económica con un elevado grado de flexibilidad organizativa y estratégica.

Un punto adicional de interés en el análisis de los factores que determinan su evolución es que la empresa mediana es, en sí misma, un ejemplo de consolidación empresarial. Alcanzar esta dimensión implica, en la mayoría de los casos, haber evolucionado desde categorías de menor tamaño y haber superado las etapas más vulnerables del ciclo de vida empresarial. Este aspecto es especialmente relevante en España, donde la elevada rotación de empresas es un determinante de nuestra capacidad de crecimiento, con tasas de natalidad y mortalidad cercanas al 10 % anual, y donde aproximadamente la mitad de las empresas constituidas no supera los cinco años de vida.

Sin embargo, como no puede ser de otro modo, no todas las empresas que ostentan la dimensión de mediana han seguido una trayectoria de crecimiento homogénea. En ese sentido, se puede observar empresas que, una vez alcanzado ese tamaño, mantienen una evolución relativamente estable con otras que continúan creciendo de forma sostenida, incrementando su dimensión, su productividad y su capacidad de generación de valor.

Esta heterogeneidad no resulta sorprendente. La propia OCDE (2021) señala que una parte muy significativa de las empresas (cerca de la mitad tanto en Estados Unidos como en Europa) no presenta una vocación explícita de crecimiento. Ello no implica una menor exigencia en términos de competitividad, productividad o eficiencia; al contrario, pone de manifiesto que las políticas y estrategias orientadas a mejorar el

¹ La Unión Europea considera empresa mediana a aquella empresa con ocupa a menos de 250 empleados, tiene un volumen de negocios que no excede los 50 millones de euros o un balance general anual que no excede los 43 millones de euros.

desempeño empresarial no deben identificarse necesariamente con el crecimiento en tamaño².

El reto no consiste únicamente en crecer, sino en hacerlo de forma sostenible y acompañando ese crecimiento de mejoras en productividad, rentabilidad y capacidad de inversión. Es precisamente a este tipo de empresas a las que la OCDE denomina *scalers*

Existe, sin embargo, otro grupo de empresas cuya estrategia sí pasa por ampliar de forma continuada su dimensión. En estos casos, el reto no consiste únicamente en crecer, sino en hacerlo de forma sostenible y acompañando ese crecimiento de mejoras en productividad, rentabilidad y capacidad de inversión. Es precisamente a este tipo de empresas a las que la

OCDE denomina *scalers*: compañías capaces de mantener trayectorias de crecimiento sostenido durante periodos prolongados y que, por su capacidad para generar empleo, impulsar la productividad y dinamizar el tejido productivo, desempeñan un papel especialmente relevante en el crecimiento económico.

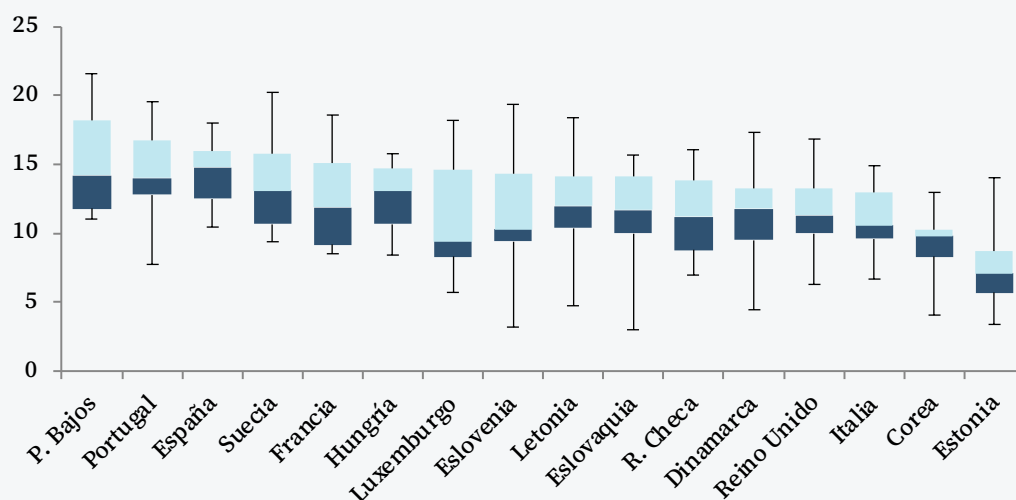
Más allá de su contribución directa, la OCDE subraya el valor demostrativo de estas empresas, al constituir referentes que permiten identificar prácticas y estrategias potencialmente replicables por otras compañías con vocación de crecimiento.

España es uno de los países de la OCDE con mayor proporción de *scalers* y, como se analizará a continuación, este término no debe

Gráfico 1

Empresas de crecimiento sostenido en términos de empleo, 2017

Proporción sobre el total de pymes no microempresas



Fuente: OCDE (2021).

² Radiografía del tejido empresarial español: en busca del crecimiento (Fundación Afi Emilio Ontiveros, 2025).

malentenderse limitado a empresas de pequeño tamaño. También en la empresa mediana encontramos a empresas que son capaces de crecer de manera excepcional durante un largo periodo de tiempo.

Identificación de las empresas líderes en crecimiento

Una empresa de nueva creación tiene mayor facilidad para escalar su crecimiento como consecuencia de partir de una base de actividad reducida. Para estas empresas, el desafío es adaptarse a su nueva escala y conseguir estabilizarse financieramente. Distinto es el caso de las empresas que, habiendo alcanzado ya una dimensión relevante, consiguen mantener durante largos periodos tasas de crecimiento significativamente superiores a la media. En estos casos, el crecimiento difícilmente puede atribuirse, al menos de manera exclusiva, a factores coyunturales o a un ciclo económico favorable, sino que responde a decisiones estratégicas sostenidas en el tiempo, a una adecuada gestión del modelo de negocio y a una capacidad continuada de adaptación.

Con el propósito de identificar los elementos que determinan el crecimiento de este segundo grupo de empresas, este apartado aborda, mediante el análisis de una muestra de compañías que eran medianas en 2008, bien atendiendo al criterio de empleados (entre 50 y 250 trabajadores) o bien atendiendo al criterio de facturación (entre 10 y 50 millones de euros), y selecciona aquellas que han registrado las mayores tasas de crecimiento anual acumulado entre 2008 y 2024. A partir de este universo se identifican las cien empresas líderes en crecimiento, con el objetivo de analizar qué rasgos caracterizan a aquellas compañías que, partiendo de una posición ya consolidada, han conseguido sostener procesos de expansión durante un periodo de dieciséis años.

El análisis se realiza a partir de la base de datos SABI, que recoge información del Registro Mercantil de todas las empresas que depositan sus cuentas en el mismo. La muestra excluye empresas cotizadas, organismos públicos, sociedades mercantiles estatales y entidades financieras. Asimismo, se consideran únicamente aquellas empresas que disponen de información financiera completa para todo el periodo de análisis, utilizando preferentemente estados financieros consolidados y, cuando estos no están disponibles, información financiera individual.

Anatomía del crecimiento de las cien empresas medianas líderes en crecimiento

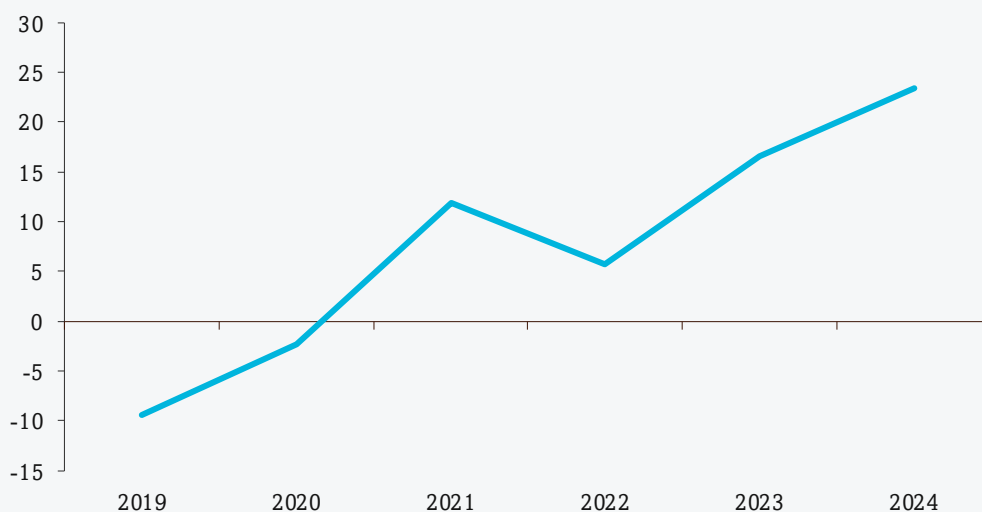
Aunque la selección de las cien empresas medianas líderes en crecimiento se realiza sobre un horizonte temporal amplio, el análisis que se presenta a continuación se centra en el periodo 2019-2024, con el objetivo de captar la fase más reciente de consolidación de estas trayectorias empresariales y aproximarse al comportamiento que mejor refleja su situación actual. El interés no reside únicamente en constatar que estas empresas han crecido más que el resto, sino en comprender la naturaleza de ese crecimiento y los factores que lo han acompañado.

El primer rasgo diferencial de las compañías analizadas es que su expansión no parte de una base reducida. Todas ellas eran ya empresas medianas al inicio del periodo de análisis, lo que implica que habían superado las fases iniciales de consolidación y operaban con estructuras empresariales plenamente desarrolladas. A pesar de ello, entre 2019 y 2024 prácticamente duplicaron su volumen agregado de ingresos, pasando de 7.174 millones de euros a 14.083 millones. El crecimiento medio anual individual de la facturación alcanzó el 17,5 %, manteniéndose además en niveles muy elevados cuando

Gráfico 2

Ingresos por empleado

Mediana 2019-2024



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

se amplía el horizonte temporal hasta 2008 (16,9 % anual). Estos datos muestran que no se trata de un crecimiento asociado a episodios coyunturales, sino de una trayectoria sostenida de expansión.

Por cada euro destinado a gastos de personal, las cien empresas medianas líderes en crecimiento generan actualmente cerca de un 30 % más de ingresos que cinco años atrás

Este dinamismo se ha visto acompañado de una notable capacidad de creación de empleo. Entre 2019 y 2024, la plantilla agregada aumentó desde 53.225 hasta 75.692 trabajadores, lo que supone la creación de más de 22.000 puestos de trabajo

en apenas cinco años. Ello pone de manifiesto que la expansión de estas compañías no se ha sustentado exclusivamente en ganancias de eficiencia o en procesos de concentración empresarial, sino también en un incremento de su capacidad productiva.

Sin embargo, el rasgo que mejor define el comportamiento de estas empresas no es únicamente la intensidad de su crecimiento, sino la calidad de este. La expansión de la actividad y del empleo ha venido acompañada de una mejora muy significativa de la productividad. Tomando como aproximación los ingresos por empleado, la mediana de este grupo de cien empresas pasó de un registro de 152.000 euros por trabajador en 2019 a 252.000 euros en 2024, lo que supone un crecimiento anual del 10,7 %. Este ritmo prácticamente duplica el observado para el conjunto del periodo 2008-2024 (5,9 %)

y, además, se ha intensificado de forma continuada hasta alcanzar en 2024 el mejor registro de toda la serie.

Además, los incrementos de productividad observados conviven con una evolución favorable de los costes laborales por empleado. Durante el periodo analizado, el gasto de personal por empleado aumenta aproximadamente un 3 % anual, pasando de 37.000 a 43.000 euros por trabajador. Sin embargo, el peso del gasto de personal sobre los ingresos disminuye desde el 24,7 % hasta el 18,7%, porque el crecimiento de la actividad es muy superior al incremento de los costes laborales. En otras palabras, por cada euro destinado a gastos de personal, las cien empresas medianas líderes en crecimiento generan actualmente cerca de un 30 % más de ingresos que cinco años atrás. Esta evolución pone de manifiesto que su competitividad no descansa en

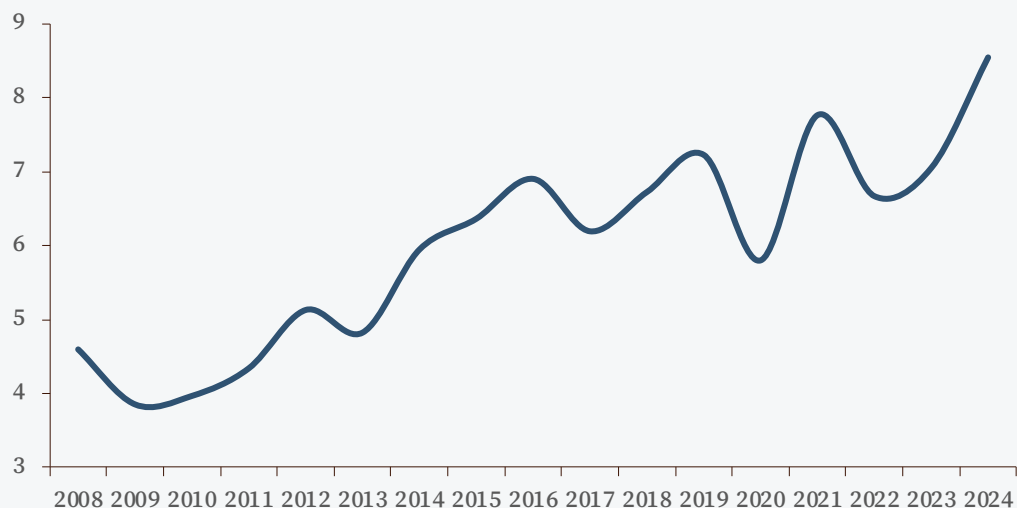
una estrategia de contención de los costes laborales, sino en una mayor capacidad para generar valor añadido.

Asimismo, es fundamental que las mejoras de productividad no se consideren un fenómeno coyuntural, sino el resultado de un esfuerzo inversor sostenido. Entre 2019 y 2024, la inversión agregada de estas empresas aumentó en torno a un 60 %, lo que refleja un proceso continuado de ampliación de la capacidad, modernización y desarrollo del negocio. Aunque la intensidad inversora medida como porcentaje de las ventas disminuye a lo largo del período, no se debe a una reducción de la inversión realizada, sino al extraordinario crecimiento de la cifra de negocios, que avanza a un ritmo todavía superior. En consecuencia, la menor ratio de inversión sobre ventas no refleja una pérdida de esfuerzo inversor, sino la elevada capacidad de estas empresas

Gráfico 3

Evolución histórica de la rentabilidad sobre activos ROA

Mediana 2009-2024



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI.

para transformar la inversión en crecimiento de la actividad.

El comportamiento de la rentabilidad refuerza esta interpretación. La rentabilidad económica (ROA) alcanza en 2024 el valor más elevado de toda la serie, situándose en el 8,5 %, un 18 % por encima del nivel registrado en 2019. Ello sugiere que el incremento de la inversión no solo ha permitido sostener el crecimiento de la actividad, sino que también ha contribuido a mejorar la eficiencia en el uso de los activos y la capacidad de generación de resultados.

Estos hallazgos son consistentes con la evidencia internacional, que identifica una estrecha relación entre productividad y crecimiento empresarial. Diversos estudios muestran que las empresas que posteriormente experimentan procesos de fuerte expansión suelen presentar previamente mayores niveles de productividad, rentabilidad e intensidad inversora. Asimismo, las empresas con un mayor crecimiento de la productividad tienen una probabilidad más elevada de convertirse en empresas de alto crecimiento en términos de facturación (Moschella et al., 2019; Coad, 2010; Arrighetti y Lasagni, 2013; Du y Temouri, 2015). Los resultados obtenidos para las empresas analizadas refuerzan esta relación: su expansión no se ha limitado al aumento de la actividad y el empleo, sino que ha venido acompañada de una mejora sostenida de los ingresos por trabajador, inversión y rentabilidad.

Otro rasgo significativo en esta evolución es que el crecimiento de las empresas de la muestra no ha estado acompañado de un aumento significativo del apalancamiento financiero. Al contrario, la deuda financiera representa únicamente el 8,2 % del activo total en 2024 y mantiene una trayectoria descendente a lo largo del periodo analizado. Esta evolución apunta a una gestión financiera prudente, en la que la expansión

empresarial se apoya fundamentalmente en la generación interna de recursos y en una estructura de capital suficientemente sólida para financiar el crecimiento sin incrementar de forma significativa la exposición al riesgo financiero.

Por último, conviene destacar que este patrón de crecimiento no se concentra en un único territorio ni en una actividad económica específica. Las cien empresas medianas líderes en crecimiento presentan una elevada diversificación geográfica y sectorial, al incluir compañías procedentes de 13 comunidades autónomas y pertenecientes a los cinco grandes sectores de actividad. Esta diversidad confirma que las trayectorias empresariales de alto crecimiento pueden desarrollarse en entornos productivos muy distintos y no responden a una única especialización económica.

No obstante, el análisis también pone de manifiesto una presencia dominante de actividades vinculadas al sector servicios. En concreto, 74 de las 100 empresas pertenecen a los sectores de servicios y comercio. Dentro de ellos destacan las empresas de comercio mayorista, que constituyen el subsector con mayor representación (16 compañías), seguidas de las actividades tecnológicas y de tecnologías de la información, con nueve empresas. La relevancia creciente de estas últimas refleja el papel cada vez más importante que desempeñan las actividades intensivas en conocimiento como motor del crecimiento empresarial.

Qué puede aprender la gestión empresarial de las empresas que crecen

De la revisión de los determinantes financieros en la evolución de la muestra de empresas líderes de crecimiento se pueden extraer una serie de conclusiones a modo de revisión final. Siguiendo el espíritu de la OCDE al reivindicar

la importancia de las *scalers*, este ejercicio permite identificar estrategias de gestión empresarial potencialmente replicables. El objetivo no es presentar un modelo único de éxito, sino poner de manifiesto algunos rasgos comunes que caracterizan a este grupo de empresas medianas que han conseguido mantener trayectorias de crecimiento sostenido durante un periodo prolongado.

|
*Las trayectorias de mayor éxito
son aquellas en las que el aumento
de los ingresos viene acompañado
de creación de empleo, mejoras
de productividad y rentabilidad*
|

En primer lugar, el crecimiento debe evaluarse por su calidad, no solo por su intensidad. El crecimiento de la cifra de negocios constituye únicamente una dimensión del desempeño empresarial. La evidencia analizada muestra que las trayectorias de mayor éxito son aquellas en las que el aumento de los ingresos viene acompañado de creación de empleo, mejoras de productividad y rentabilidad. En este sentido, el crecimiento adquiere un carácter cualitativo al traducirse en una mayor generación de valor y no únicamente en un incremento del volumen de actividad.

Asimismo, encontramos que la productividad no es una consecuencia automática del crecimiento. El aumento de tamaño no garantiza, por sí mismo, una mejora de la eficiencia. Las empresas analizadas muestran que es posible compatibilizar una intensa creación de empleo con incrementos muy significativos de los ingresos por trabajador, lo que sugiere que el crecimiento ha ido acompañado de mejoras organizativas, tecnológicas o comerciales. Aunque la evidencia no permite establecer relaciones de causalidad,

sí pone de manifiesto que crecimiento y productividad pueden avanzar de forma simultánea cuando el escalado empresarial se sustenta en inversiones y en transformaciones internas del modelo de negocio.

Otra de las conclusiones clave es la referida a la inversión. La evolución de las cien empresas analizadas pone de manifiesto que el crecimiento observado se debe a un esfuerzo inversor continuado. La ampliación de capacidades productivas, la incorporación de tecnología y el desarrollo de nuevos mercados parecen formar parte del proceso de escalado empresarial. La convivencia de mayores niveles de inversión con mejoras en la rentabilidad permite concluir que estas contribuyen no solo a ganar escala, sino también a generar más valor.

Asimismo, el acceso a la financiación es relevante para el crecimiento empresarial. No obstante, del análisis de la muestra de empresas se desprende que la estructura financiera debe acompañar, y no condicionar, la estrategia de crecimiento. Las empresas líderes presentan una gestión financiera caracterizada por un bajo nivel de endeudamiento y una elevada capacidad de generación interna de recursos. Esta prudencia financiera no parece haber limitado su crecimiento; por el contrario, les ha proporcionado margen para sostener el esfuerzo inversor y afrontar un entorno económico especialmente exigente tras la crisis del COVID en 2020. Ello pone de manifiesto que el endeudamiento constituye una herramienta al servicio de la estrategia empresarial, que las empresas deben ser capaces de aprovechar, pero, en ningún caso, emplear para sustituir de manera continuada la capacidad del propio negocio para generar recursos de forma recurrente.

Finalmente, la elevada diversidad territorial y sectorial de las empresas analizadas invita a

descartar la existencia de un único modelo de crecimiento. Las trayectorias de éxito aparecen tanto en actividades tradicionales como en sectores intensivos en conocimiento, y se distribuyen por buena parte del territorio nacional. Más que la actividad desarrollada o la localización geográfica, el análisis realizado sugiere que los

elementos comunes residen en la capacidad para sostener procesos continuados de inversión, impulsar mejoras de la productividad y mantener una gestión financiera prudente que permita acompañar el crecimiento sin comprometer el equilibrio económico-financiero de la empresa.

Referencias

FUNDACIÓN AFI EMILIO ONTIVEROS. (2025). *Radiografía del tejido empresarial español: en busca del crecimiento*. Madrid: Fundación Afi Emilio Ontiveros.

FUNDACIÓN AFI EMILIO ONTIVEROS. (2026). *Top 100 líderes de crecimiento 2026: las empresas medianas líderes en crecimiento aceleran su productividad sin frenar el empleo ni los salarios*. Madrid: Fundación Afi Emilio Ontiveros.

OECD. (2021). *Understanding Firm Growth: Helping SMEs Scale Up*. OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship. Paris: OECD Publishing.

OECD (2025). *OECD Compendium of Productivity Indicators 2025*. Paris: OECD Publishing.

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 188. La huella del género: empleo, familia y decisiones (diferentes caminos y más barreras)

PANORAMA SOCIAL

N.º 43. Formación y consolidación de parejas: un proceso social

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 313. Vivienda, algo más que un mercado

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 15, N.º 4 (2026). Europe's housing challenge: Assessing affordability in the EU and Spain

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 33. Septiembre (2026). Tecnologías de almacenamiento energético

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 113. Los límites de la inmigración para el ajuste demográfico en España.
Héctor Cebolla Boado y María Miyar Bustos

LIBROS

El impacto de los fondos Next Generation en la economía española (versión preliminar).
M. Á. González Simón, G. López y R. Borja

Precio de las publicaciones. Año 2026

	Suscripción		
Publicación	Suscripción anual	Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.			

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias. Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es
<http://www.funcas.es/Publicaciones> | publica@funcas.es

cecabank



www.cecabank.es



Funcas

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

publica@funcas.es

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

ISSN: 2254-3422



97722543427