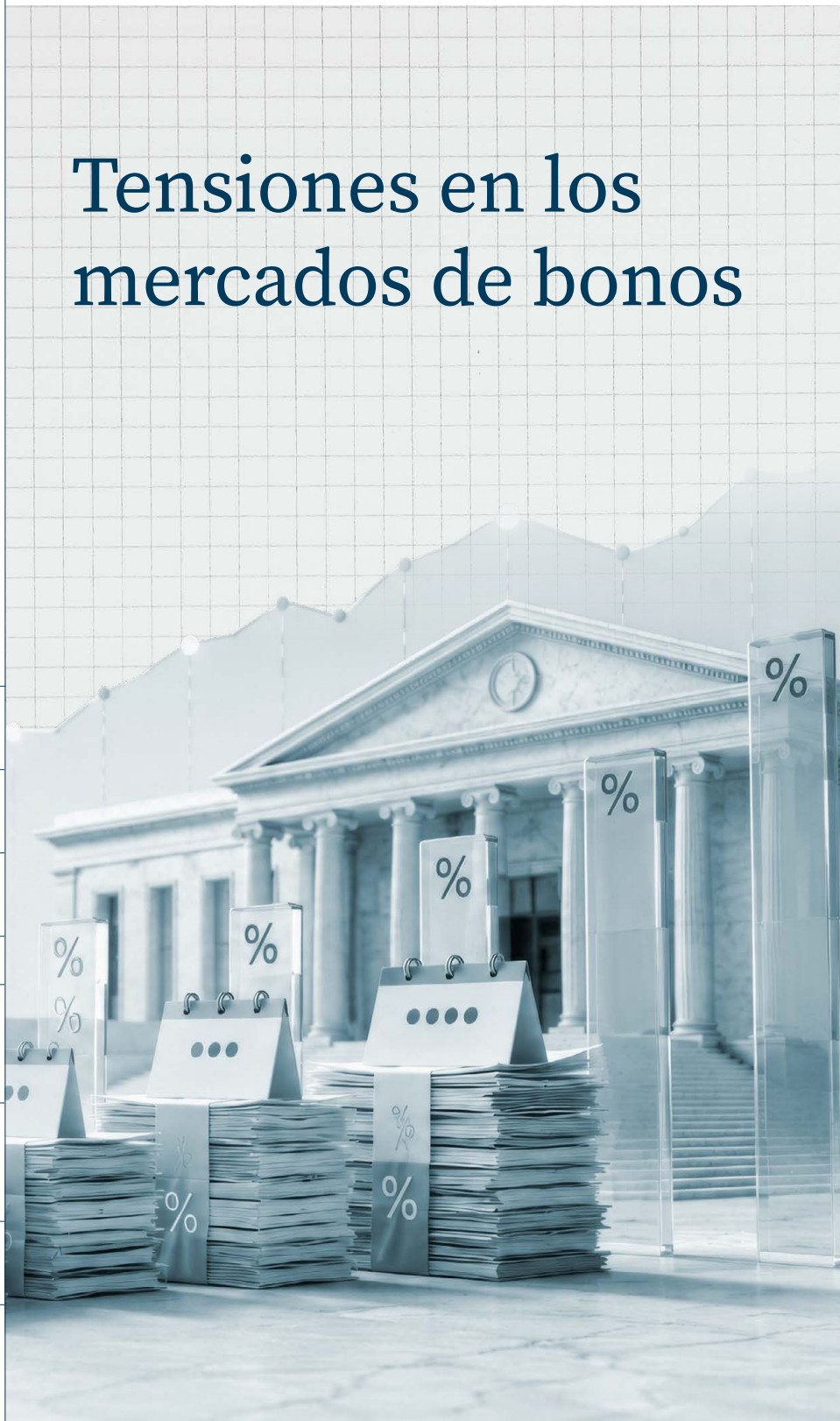
315
noviembre-diciembre 2026

funcas

Cuadernos de Información Económica

Tensiones en los mercados de bonos



Tipos, bonos soberanos y sostenibilidad

Mercados financieros y deuda soberana

Deuda pública y balances bancarios

Pasivo bancario y tipos de interés

Competitividad española

La Unión de Ahorro e Inversión y la geopolítica

Competitividad empresarial: Europa y Estados Unidos

Banca e inteligencia artificial

Director
Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción
Carlos Ocaña Pérez de Tudela
Alice Faibishenko
Mª 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

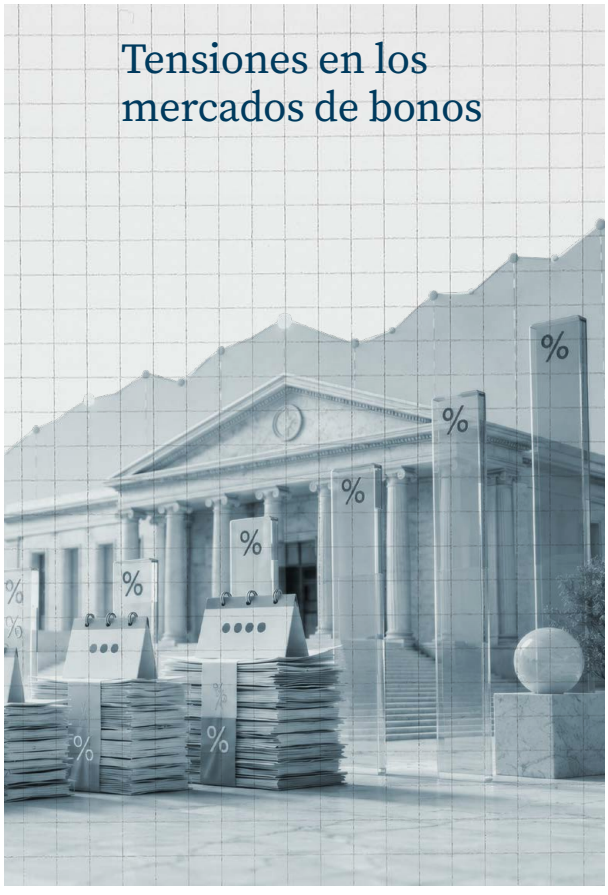
ISSN edición impresa:
1132 - 9386

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.

315
noviembre-diciembre 2026

Cuadernos de Información Económica



funcas

Sumario

Pág. V

Nota introductoria

DEUDA SOBERANA Y BANCARIA



01 **Pág. 8**

Tipos, bonos soberanos y sostenibilidad: la profecía empieza a cotizar

Francisco Rodríguez Fernández



02 **Pág. 16**

La resiliencia de los mercados financieros y los límites de la deuda soberana como refugio

José Manuel Amor y Adrián Fernández



03 **Pág. 28**

Deuda pública en los balances bancarios: rentabilidad vs. riesgo

Joaquín Maudos Villarroya



04 **Pág. 38**

La recomposición del pasivo bancario en el nuevo ciclo de tipos

Ángel Berges, Laura Ciriza y María Rodríguez

COYUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL



05 **Pág. 48**

La competitividad española: evolución reciente y desafíos

Miguel Ángel González Simón



06 **Pág. 62**

La lógica geopolítica que subyace a la Unión de Ahorro e Inversión

Erik Jones

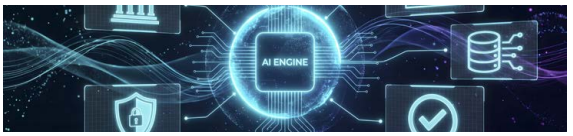
PERSPECTIVAS BANCARIAS Y EMPRESARIALES



07 **Pág. 72**

Competitividad empresarial en Europa y Estados Unidos: ¿dónde está la brecha?

Vicente Salas Fumás



08 **Pág. 86**

La banca española ante el reto de la inteligencia artificial y la plataformización

Pedro Cuadros-Solas, Francisco Rodríguez y Nuria Suárez

Sube el coste del endeudamiento

Hubo un tiempo, y no está lejos, en que la deuda pública europea se discutía siempre en futuro. Los informes advertían de trayectorias a diez años, los gobiernos prometían consolidaciones que empezaban invariablemente el ejercicio siguiente y los mercados cobraban por todo ello una prima muy reducida. El otoño de 2026 ha roto esa comodidad. No ha habido impago, ni rescate, ni ruptura del euro. Ha ocurrido algo más prosaico. Los acreedores han empezado a poner precio a la capacidad de decidir. El episodio francés es el laboratorio. El 22 de octubre el bono galo a diez años alcanzó el 5,14 %, su nivel más alto desde julio de 2002, y el diferencial con el Bund superó los 170 puntos básicos, máximos desde noviembre de 2011. Al día siguiente, Moody's renunció a la rebaja que el mercado daba por descontada y mantuvo la Aa3 con perspectiva negativa, apoyándose en un supuesto que conviene leer despacio, el de que se apruebe un presupuesto para 2027 que reduzca el déficit. Standard & Poor's y Fitch ya habían actuado antes. El resultado es una anomalía que merece subrayarse. Francia se financia hoy más caro que Italia. La geografía del riesgo soberano, que durante una década tuvo la forma de un mapa del sur de Europa, se ha redibujado sin que mediara una sola quiebra.

El telón de fondo monetario ha cambiado de signo. El BCE subió tipos en junio y en septiembre hasta dejar la facilidad de depósito en el 2,50 %, y el 29 de octubre optó por la pausa con una inflación del 3,8 % en la zona del euro, la más alta en tres años, empujada por la energía y por un Brent que ha superado los cien dólares. Los vencimientos se refinancian ahora sobre una curva que vuelve a inclinarse. El fenómeno excede a Europa: el tramo largo estadounidense se mueve en el entorno del 5,3 % a treinta años. Ha vuelto a existir una prima por plazo y, con ella, la vieja aritmética en la que el tipo medio de la deuda compite con el crecimiento nominal en lugar de rendirse mansamente ante él. Hay además un cambio del lado de la demanda que se menciona poco. Durante años, el comprador menos sensible al precio de la deuda europea fue el propio Eurosistema. Ese comprador se ha retirado y el papel ha vuelto a manos privadas, que lo valoran con criterios de cartera y no de política monetaria. Cuando la oferta crece por el déficit y la demanda pierde a su tenedor más indiferente, el ajuste se produce donde siempre, en el tipo.

España ofrece el contraste más instructivo, porque en ella conviven dos realidades enfrentadas. La primera es la de la ratio. La deuda de las administraciones públicas se situó en agosto en el 99,7 % del PIB, con 1,75 billones de euros de saldo, y el Banco de España proyecta un 98,5 % para el cierre de 2026 y un 96,2 % para 2027. La prima de riesgo se mueve entre sesenta y setenta puntos básicos, muy por debajo de la francesa y de la italiana. La segunda es la de la factura. Funcas estima que el pago de intereses pasará de 43.500 millones de euros en 2026 a 63.700 millones en 2031, un 46 % más, sin necesidad de emitir un solo euro adicional de deuda neta. La elevada vida media de la cartera, que tanto se celebra, no cancela ese ajuste. Lo reparte. Cada ejercicio una capa de deuda barata se sustituye por otra cara, y el crecimiento del PIB nominal embellece la ratio mientras el servicio de la deuda devora margen presupuestario. La ratio mide lo que ya ocurrió. La carga de intereses anuncia lo que va a ocurrir. Esa factura no se

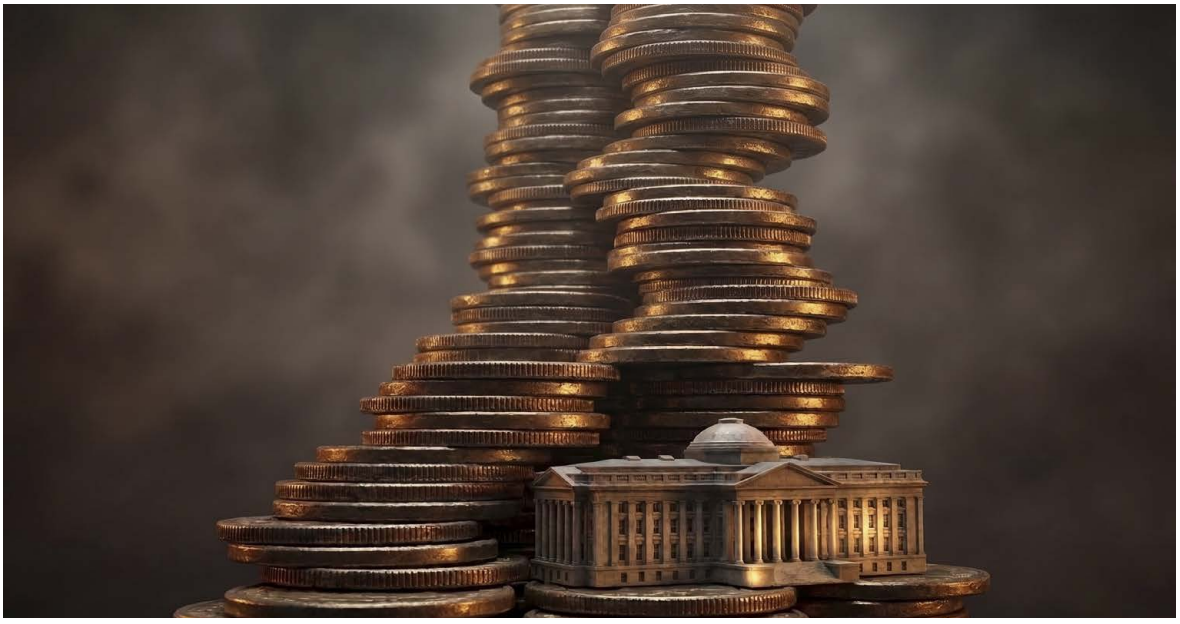
queda en el Tesoro. Vuelve por el camino más corto a los balances bancarios. La cartera de deuda soberana ha sido durante un tiempo una fuente cómoda de margen y empieza a ser también una exposición a duración en un entorno que ya no coopera. Al mismo tiempo, la estructura de financiación de las entidades se recompone, con un pasivo minorista que se reprecia despacio y una apelación mayorista que encarece. El viejo nexo soberano-bancario regresa con otro rostro, más contable que dramático, y por eso mismo más fácil de subestimar.

Queda la única variable capaz de mejorar una ratio de deuda sin pedir sacrificios, que es el crecimiento. Y ahí el diagnóstico europeo lleva años escrito sin terminar de traducirse en política económica. La brecha con Estados Unidos se explica por la productividad, por el tamaño de las empresas y por la velocidad con la que la tecnología se difunde desde la frontera hasta el tejido ordinario. La inteligencia artificial es hoy el caso más nítido de esa difusión, y el sector bancario uno de sus laboratorios más avanzados. Que el mismo sector que sostiene buena parte de la deuda soberana sea también de los que adoptan tecnología más deprisa ofrece una pista nada menor sobre dónde puede ganarse el crecimiento que la aritmética fiscal necesita.

El mensaje que Francia ha enviado este otoño carece de color político. Moody's ha situado en el centro de su valoración la capacidad del Parlamento para superar la fragmentación y aprobar cuentas. Los inversores han dejado de discriminar entre norte y sur, entre virtuosos y manirrotos, y han empezado a discriminar entre países que pueden aprobar un presupuesto y países que no. La duda no recae sobre la capacidad de pago, que en la zona del euro sigue siendo elevada y está respaldada por instituciones que han demostrado saber actuar. Recae sobre la capacidad de decidir. Una deuda se vuelve insostenible mucho antes de que falten compradores. Basta con que el comprador deje de creer que alguien, en algún momento, va a decidir.

01

Francisco Rodríguez Fernández
Universidad de Granada y Funcas



Tipos, bonos soberanos y sostenibilidad: la profecía empieza a cotizar

Las tensiones simultáneas en los mercados de deuda soberana durante 2026 revelan un cambio estructural en las condiciones de financiación de los Estados. La normalización de los tipos de interés, la retirada de los bancos centrales como compradores y el deterioro de las perspectivas fiscales han incrementado la sensibilidad de los mercados al riesgo soberano. Este artículo analiza los mecanismos que vinculan los tipos de interés, las expectativas y la sostenibilidad de la deuda, prestando especial atención a la eurozona y a España. Aunque España mantiene una posición comparativamente favorable, el encarecimiento progresivo de su deuda exige reforzar la credibilidad fiscal y preservar márgenes de respuesta futuros.

Introducción: de la advertencia al síntoma

Durante quince años se ha anunciado que el mercado de deuda soberana acabaría rompiéndose. El otoño de 2026 no ha traído esa ruptura, pero sí algo más que una advertencia, con episodios de tensión simultánea en los tramos largos de las cuatro mayores curvas soberanas del mundo desarrollado La diferencia importa. Una profecía recurrente se puede descontar, pero un síntoma, no. Entre septiembre y octubre de 2026, el bono británico a treinta años superó el 6 % por primera vez desde 1998, el estadounidense a diez años alcanzó niveles no vistos desde 2002, el japonés a diez años cruzó el 3 % por primera vez desde 1996 y el francés a diez años tocó máximos de veinticuatro años. Ninguno de esos movimientos respondió a una crisis bancaria, a un impago ni a un *shock* de demanda. Fueron motivados por dudas sobre la capacidad de los Estados para sostener sus trayectorias fiscales a los tipos que el mercado exige hoy.

El coste contable de ese cambio ya está estimado. Funcas, la AIReF y los servicios de estudios han cuantificado lo que la normalización de tipos añade a la factura de intereses en los próximos ejercicios, y no es necesario repetir aquí esos cálculos. El problema que plantea este artículo es más antiguo. Se trata de tratar de clarificar qué significa sostenibilidad cuando la posición financiera de partida es débil, el colchón fiscal global ha desaparecido y el comprador institucional que durante una década absorbió la oferta —el banco central— anda en retirada. La sostenibilidad de la deuda ha dejado de ser un problema contable para convertirse en un problema de expectativas autovalidadas. Mientras el crecimiento nominal supere al coste medio de la deuda, la ratio baja casi sola y se crea la ficción de que cualquier nivel de deuda parece sostenible. Cuando esa diferencia se estrecha, la sostenibilidad pasa a depender de que el mercado siga creyendo en ella, y, por tanto, en un problema reversible en plazos cortos.

A lo largo del artículo se tratan tres niveles distintos de esta problemática. Primero, la naturaleza sincronizada de las tensiones de 2026 y lo que revelan sobre la demanda estructural de deuda larga. Segundo, el mecanismo económico que convierte una subida de tipos en un problema de

Cuadro 1

Rentabilidades soberanas en el episodio de septiembre-octubre de 2026

País (bono a 10 y 30 años)	Nivel alcanzado	Referencia histórica
Reino Unido, 30 años	6,03 %–6,05 % (1 y 8 de octubre de 2026)	Máximo desde enero de 1998
Reino Unido, 10 años	5,51 %–5,53 %	Máximo desde 2007
Estados Unidos, 10 años	5,34 % (1 de octubre de 2026)	Máximo desde 2002
Japón, 10 años	3,00 % (1 de septiembre de 2026)	Máximo desde septiembre de 1996
Francia, 10 años	5,14 % (22 de octubre de 2026)	Máximo desde julio de 2002
Alemania, 10 años	3,33 %–3,43 % (mediados de octubre)	—
España, 10 años	4,05 % (22 de octubre de 2026)	—

Fuentes: Datos de mercado recogidos por Reuters/LSEG vía Brussels Signal, Jiji Press, Infobae.

sostenibilidad, con especial atención al papel de la vida media de la deuda. Tercero, el caso español, donde la posición relativa es hoy favorable y precisamente por eso conviene examinar de qué depende.

El otoño de 2026: anatomía de una tensión sincronizada

Lo característico del episodio que se vive en otoño de 2026 no es el nivel de los tipos, sino su simultaneidad en economías con posiciones cíclicas y monetarias distintas. Reino Unido, Estados Unidos y Japón no comparten ciclo, banco central ni divisa. Comparten tramos largos vendidos a la vez.

Tres rasgos merecen especial atención. El primero es que la tensión se concentra en el tramo largo. El caso británico es ilustrativo porque el diferencial entre el bono a treinta y diez años se amplió, lo que descarta una relectura de la política monetaria a corto plazo como explicación única. Lo que subió fue la prima a plazo, es decir, la compensación exigida por asumir riesgo de duración.

La retirada del comprador es un cambio de régimen en la estructura de la demanda de deuda larga

El segundo es que el detonante fue fiscal, no monetario. En Japón, la venta siguió a unas peticiones presupuestarias para el ejercicio 2027 cercanas a los 143 billones de yenes. En Reino Unido, se produjo en las semanas previas al Presupuesto del 28 de octubre, con el Banco de Inglaterra comprando 19.300 millones de libras en *gilts* entre el 28 de septiembre y el 14 de octubre para restablecer el funcionamiento ordenado del mercado.

El tercer rasgo es, probablemente, el más revelador. El propio Banco de Inglaterra atribuye entre 20 y 30 puntos básicos de la subida a su programa de reducción de balance. La retirada del comprador es un cambio de régimen en la estructura de la demanda de deuda larga.

El contexto agregado lo ha documentado el Fondo Monetario Internacional en su *Monitor Fiscal* de octubre de 2026. La deuda pública mundial alcanzó el 94 % del PIB en 2025 y se proyecta que supere el 100 % en 2029, el nivel más alto desde 1948. El pago de intereses ha pasado de en torno al 2 % a casi el 3 % del PIB mundial en cuatro años, y el colchón fiscal global ha caído desde más del 1 % del PIB hace una década hasta aproximadamente cero.

El mecanismo: por qué los tipos aprietan ahora y no antes

La dinámica de la deuda es conocida y conviene enunciarla sin adornos, porque de su interpretación depende todo lo demás:

$$\Delta b_t = (i_t - g_t) b_{t-1} - pb_t$$

donde b es la ratio de deuda sobre el PIB, i el tipo de interés implícito de la deuda viva, g el crecimiento nominal y pb el saldo primario. El término $(i–g)$ es el que ordena el problema. Mientras es negativo, la ratio desciende, aunque el saldo primario sea deficitario, y la deuda se autoliquida parcialmente. Cuando se acerca a cero o lo cruza, aparece el efecto "bola de nieve" sobre el que ha advertido la AIReF por el que la deuda crece por el mero hecho de existir. Aquí está la clave analítica del momento actual. El tipo relevante en esa expresión no es el de mercado, sino el implícito de la cartera viva, y ambos convergen con un retardo que depende de la

vida media de la deuda. Esa vida media funciona como un amortiguador y, a la vez, como un calendario.

Como amortiguador, explica por qué la subida de tipos iniciada en 2022 todavía no ha producido el ajuste esperado. Con una vida media cercana a ocho años, apenas una octava parte de la cartera se refinancia cada ejercicio, de modo que el tipo medio se mueve lentamente hacia los niveles de emisión. Durante varios años, la inflación elevó el denominador de la ratio mientras el numerador seguía financiándose a tipos antiguos. Fue una combinación extraordinariamente favorable y es la que se está agotando. Como calendario, implica que el ajuste está diferido, no cancelado. Cada vencimiento sustituye deuda emitida en el régimen de tipos cero por deuda emitida en el régimen actual. El resultado es un deterioro gradual y mecánico del coste medio que no requiere ninguna nueva subida de tipos para materializarse: basta con que los tipos actuales se mantengan.

A esto se añade un tercer elemento, menos discutido y probablemente más importante. Entre 2015 y 2022, los programas de compras convirtieron a los bancos centrales en tenedores de una fracción sustancial de la deuda soberana europea. Ese comprador no era sensible al precio ni al riesgo de crédito, y su presencia comprimió artificialmente la prima a plazo. Su retirada no solo elimina una demanda, sino que devuelve la fijación de precios a inversores que sí exigen compensación por duración y por riesgo fiscal. La consecuencia es que la sensibilidad de los tipos largos a las noticias fiscales ha aumentado. Lo que antes se absorbía en el balance de un banco central ahora se traduce en precio. Esto explica por qué un presupuesto nacional puede mover hoy la curva treinta años en una magnitud que habría sido impensable en 2019, y por qué las tensiones son sincronizadas. Los emisores soberanos compiten por el mismo capital global y el mismo apetito limitado por duración.

La eurozona: cuando el riesgo deja de ser periférico

El episodio francés obliga a revisar una categoría analítica que la crisis de 2010-2012 dejó instalada. Durante quince años, el riesgo soberano europeo se pensó como un problema de periferia. En particular, de países con deuda elevada, crecimiento bajo e instituciones percibidas como frágiles. Francia no encaja en esa descripción y, sin embargo, es hoy el emisor que el mercado castiga. El bono francés a diez años alcanzó el 5,14 % el 22 de octubre de 2026, su nivel más alto desde julio de 2002, con un diferencial frente al *Bund* en torno a 174 puntos básicos, el mayor desde noviembre de 2011. Ese diferencial se situó por encima de los de Italia, España, Bélgica y Grecia. La jerarquía de riesgo que se dio por estable durante una década se ha reordenado.

Francia lleva años en el punto de mira de la Comisión por la trayectoria de sus cuentas. El instrumento que debería desactivar el riesgo sistémico resulta de aplicación dudosa precisamente en el caso que podría generarlo

Las magnitudes fiscales explican el movimiento. Francia prevé un déficit en torno al 5,6 % del PIB en 2026 y una emisión récord de 340.000 millones de euros el próximo ejercicio. Su gasto en intereses rondará los 80.000 millones este año y unos 91.000 el siguiente, por encima del presupuesto de educación. El Fondo Monetario Internacional proyecta que su deuda se aproxime al 130 % del PIB a final de la década, frente al 113 % de 2024. Lo relevante no es el nivel de deuda, que Italia

supera, sino la combinación de trayectoria ascendente, bloqueo presupuestario e incertidumbre sobre la capacidad de cualquier gobierno para aprobar un ajuste. El mercado no está valorando la solvencia, está valorando la gobernanza fiscal.

Esto plantea una cuestión incómoda sobre el escudo del BCE. El Instrumento de Protección de la Transmisión está diseñado para contener ampliaciones de diferenciales injustificadas por fundamentos, y su activación exige que el país cumpla el marco fiscal europeo. Francia lleva años en el punto de mira de la Comisión por la trayectoria de sus cuentas. El instrumento que debería desactivar el riesgo sistémico resulta de aplicación dudosa precisamente en el caso que podría generarlo. Ahí reside la fragilidad institucional de la eurozona en 2026. La protección frente a dinámicas autovalidadas es condicional, y la condicionalidad es más exigente cuanto peor es la situación fiscal, es decir, cuanto más se necesita la protección. No es un defecto de diseño trivial: es la expresión del conflicto no resuelto entre evitar el riesgo moral y evitar la fragmentación.

Conviene, en todo caso, no sobreinterpretar. Volver a diferenciales de 2011 no significa reproducir aquella crisis. No hay hoy duda sobre la permanencia del euro, los bancos están mucho mejor capitalizados y existe un prestamista de última instancia con instrumentos explícitos. La diferencia con 2011 es sustantiva. Pero la dirección del movimiento, y sobre todo su velocidad, son el dato que debe registrarse.

España: el colchón y el reloj

La posición española es hoy la mejor de las grandes economías del euro, y conviene decirlo con claridad antes de examinar de qué depende. El diferencial frente al *Bund* promedia 46 puntos básicos en 2026, frente a los 76 de Francia y los 78 de Italia, según registros del Tesoro Público.

Cuadro 2

España: condiciones de financiación y carga financiera

Indicador	Dato	Referencia
Deuda AA. PP.	99,9 % del PIB (julio de 2026)	101,6 % en el primer trimestre
Coste medio de la cartera viva	2,318 % (enero) y 2,415 % (mayo de 2026)	Mínimo histórico: 1,64 % en 2021
Vida media de la deuda del Estado	7,83 años (enero) y 7,98 años (mayo)	-
Coste medio de la nueva emisión	2,70 % en 2025	Por encima del coste medio de la cartera
Emisión bruta prevista 2026	Aprox. 285.000 millones de euros	Aprox.17 % del PIB
Emisión neta prevista 2026	55.000 millones de euros	-
Carga de intereses 2026	42.059 M€ (Gobierno) / 43.300 M€ (AIReF)	Aprox. 2,5% del PIB
Proyección AIReF 2027 / 2030	48.400 M€ / 60.600 M€	aprox. +50% sobre 2025
Tenencia de no residentes	49,4 % del total (marzo de 2026)	-

Fuentes: Tesoro Público y AIReF.

La deuda de las administraciones públicas se situó en el 99,9 % del PIB en julio, por debajo de las tres cifras por primera vez desde febrero de 2020.

Tres lecturas se desprenden del cuadro 2. La primera es que el colchón funciona, pero se consume. El coste medio de la cartera ha subido casi diez puntos básicos en cinco meses sin que haya habido una nueva subida de tipos oficiales. La deuda que vence se emitió a tipos inferiores a los actuales, de modo que cada vencimiento encarece la media. Con una emisión bruta equivalente al 17 % del PIB, el proceso tiene una cadencia anual previsible.

El 49,4 % de la deuda está en manos de no residentes, una proporción que ha crecido a medida que el Banco de España reducía su posición

La segunda es que la paradoja española está en el cociente. La ratio de deuda baja porque el PIB nominal crece más deprisa que el saldo vivo, pero el coste de esa deuda sube sobre el PIB. Los intereses se pagan en euros, no en puntos de ratio. La AIReF estima la factura acumulada entre 2026 y 2030 en torno a 261.000 millones de euros y advierte de que, con las políticas actuales, el aumento de la carga financiera impedirá que el déficit baje del 3 % en los próximos años.

La tercera es la que menos se discute. El 49,4 % de la deuda está en manos de no residentes, una proporción que ha crecido a medida que el Banco de España reducía su posición. Esa base inversora es más amplia y profunda, pero también más sensible a comparaciones relativas. La demanda por la deuda española es hoy excepcional porque España ofrece crecimiento superior al de sus socios con un diferencial contenido. Ese atractivo es relativo y, por tanto, reversible si cambia cualquiera de los dos términos. Un detalle reciente lo ilustra. Las letras del Tesoro a doce meses se colocaron por encima del 3 % en las subastas del 6 y el 13 de octubre de 2026, máximos de dos años. El tramo corto, que es el que responde con mayor rapidez, ya está incorporando el nuevo régimen.

Qué significa sostenibilidad cuando el margen es estrecho

La literatura sobre sostenibilidad de la deuda distingue entre solvencia y liquidez, pero esa distinción es menos nítida de lo que sugiere. Un Estado es solvente si el valor presente de sus superávits primarios futuros cubre su deuda. Como esos superávits son hipotéticos y el tipo de descuento depende de que el mercado crea en ellos, la solvencia incorpora una expectativa sobre sí misma. Ahí está el problema analítico de fondo. Si los inversores creen que la deuda es sostenible, exigen una prima baja, el coste se mantiene por debajo del crecimiento nominal y la deuda es efectivamente sostenible. Si dejan de creerlo, la prima sube, el coste supera al crecimiento y la deuda deja de serlo. Son dos equilibrios y la economía puede estar en cualquiera de ellos con los mismos fundamentos.

Esta no es una observación nueva. Lo que ha cambiado en 2026 es la distancia entre ambos equilibrios. Durante la década de tipos negativos, el margen era tan amplio que cualquier *shock* razonable dejaba la economía en el equilibrio bueno. Con un diferencial entre coste y crecimiento próximo a cero, un colchón fiscal global prácticamente agotado y bancos centrales retirados del mercado, el margen se ha estrechado. La fragilidad es ahora un estado ordinario, no un escenario adverso. De ahí se siguen dos implicaciones que merecen subrayarse.

La primera afecta a cómo se evalúa el riesgo. Mientras la sostenibilidad tuvo un margen amplio, bastaba con vigilar el nivel de deuda. Con márgenes estrechos, lo relevante es la sensibilidad: cuánto se deteriora la trayectoria ante una desviación de crecimiento, de tipos o de saldo primario. Un país con una deuda del 100 % del PIB y vida media larga está en mejor posición que uno con el 90 % y vencimientos concentrados. El indicador que importa no es el nivel, sino la derivada.

La segunda afecta a la política fiscal. En un régimen de margen estrecho, la credibilidad de la senda a medio plazo deja de ser un asunto retórico y se convierte en un activo financiero con valor mensurable. El caso francés lo demuestra por la vía negativa: lo que el mercado penaliza no es el *stock* de deuda, sino la ausencia de un mecanismo creíble para corregir su trayectoria. En España, la recomendación reiterada de la AIReF de presentar una estrategia fiscal a medio plazo y el proyecto de Presupuestos debe leerse en esa clave, y no como un formalismo procedimental.

Consideraciones finales

La profecía sobre la ruptura del mercado de deuda se ha repetido durante tanto tiempo que ha perdido capacidad informativa. Precisamente por eso conviene distinguir con precisión entre una advertencia y un síntoma. Lo ocurrido en 2026 no es una crisis de deuda soberana. No ha habido impagos, ni reestructuraciones, ni cierre de acceso a los mercados para ningún emisor desarrollado. Las subastas se han cubierto. La demanda por la deuda española sigue siendo sobresaliente.

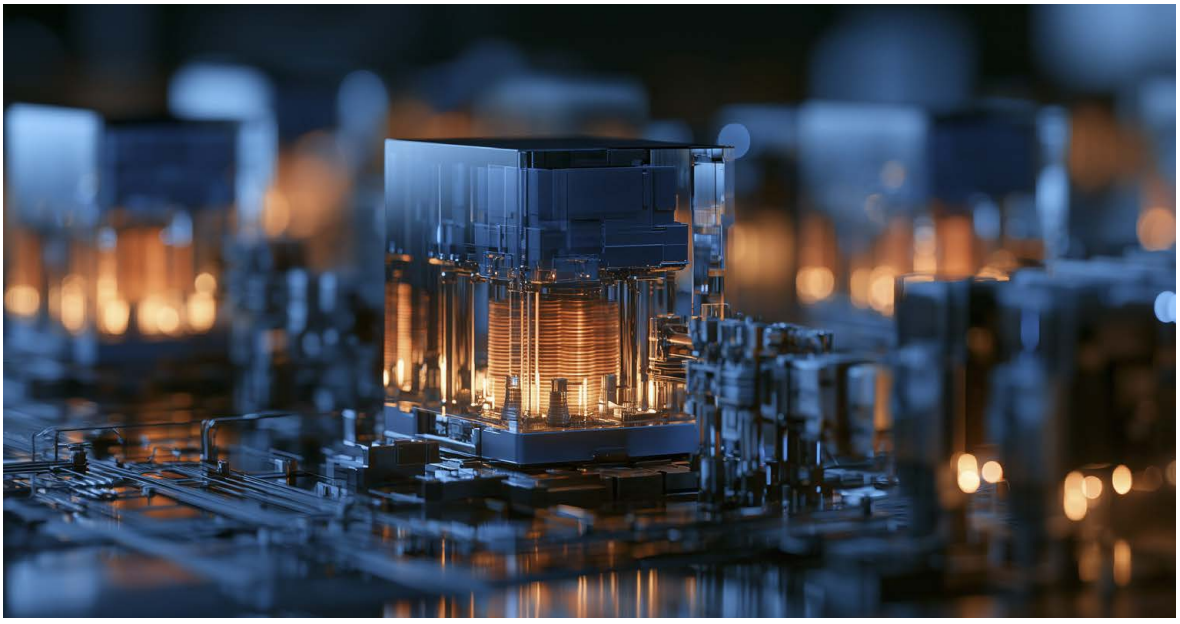
Lo ocurrido es otra cosa. El mercado ha empezado a discriminar entre emisores soberanos por criterios de gobernanza fiscal, en un entorno donde ya no existe un comprador institucional que amortigüe esa discriminación. La prima a plazo ha vuelto a ser un precio con contenido informativo después de una década en la que fue, en buena medida, una variable administrada.

Para España, la conclusión no es tranquilizadora ni alarmista, requiere precaución. La vida media cercana a los ocho años proporciona un plazo de adaptación que pocos países tienen, y ese plazo es un activo real. Pero un plazo no es una solución: es tiempo prestado cuya utilidad depende enteramente de lo que se haga durante él. La carga de intereses crecerá alrededor de un 50 % hasta 2030 sin que medie ninguna decisión política y sin que suba un solo punto básico el tipo de intervención.

La pregunta pertinente, por tanto, no es si la deuda española es sostenible, porque hoy lo es. La pregunta es qué margen quedará para responder al próximo *shock* cuando la carga financiera haya absorbido la parte del presupuesto que hoy permite responder.

02

José Manuel Amor y Adrián Fernández
Afi, Analistas Financieros Internacionales



La resiliencia de los mercados financieros y los límites de la deuda soberana como refugio

Los mercados financieros han elevado su umbral de reacción frente a perturbaciones geopolíticas, aunque ello no implica que su vulnerabilidad haya disminuido. Este artículo analiza cómo la normalización del riesgo, la adaptación económica y los amortiguadores públicos y privados moderan el impacto inicial de los *shocks* sobre beneficios y valoraciones, pero pueden trasladar costes hacia la inflación y las finanzas públicas. A su vez, el cambio de régimen inflacionista, la mayor oferta de deuda soberana y el creciente papel de intermediarios apalancados en los mercados de deuda reducen la fiabilidad de los bonos como refugio. El análisis empírico de las carteras 60/40 y 60/20/20 durante distintos episodios de estrés muestra que la diversificación depende de la naturaleza del *shock*: crecimiento, inflación o confianza fiscal.

Introducción

Los mercados financieros muestran una notable resistencia frente a perturbaciones que, por su intensidad, habrían podido desencadenar correcciones profundas. Ucrania, la escalada proteccionista, el conflicto en Oriente Medio y las tensiones fiscales han elevado la incertidumbre geopolítica sin provocar, salvo episodios puntuales, un deterioro persistente de las condiciones financieras. Las bolsas han recuperado rápidamente las pérdidas y la volatilidad se ha normalizado. En paralelo, la deuda soberana ha perdido parte de su capacidad tradicional para proteger las carteras.

Consideramos que ambos fenómenos están relacionados. La mayor tolerancia de los mercados refleja mecanismos reales de adaptación, pero también una normalización del riesgo y un desplazamiento de los costes de las perturbaciones entre agentes y a lo largo del tiempo. Parte de esa resiliencia se financia con recursos públicos y privados que no son ilimitados. A la vez, la inflación, la abundancia de deuda y los cambios en su intermediación condicionan el papel estabilizador de los bonos. El sistema puede absorber mejor la ocurrencia de *shocks* más frecuentes y, sin embargo, quedar más expuesto a determinadas perturbaciones extremas.

Los mercados han elevado su umbral de reacción, pero no son inmunes

Una manifestación del nuevo entorno es la divergencia entre riesgo geopolítico y volatilidad financiera. Desde 2022, el índice de Caldara e Iacoviello ha registrado repuntes sucesivos, mientras el VIX y el MOVE han respondido de forma contenida o transitoria.

La comparación exige cautela: el primero recoge amenazas y acontecimientos geopolíticos; los otros, expectativas de volatilidad de acciones y bonos a horizontes relativamente cortos. Para los precios financieros importa, sobre todo, si un acontecimiento modifica los flujos de caja esperados, el tipo de descuento o las primas por riesgo. Un conflicto puede ser políticamente grave sin alterar las valoraciones si sus efectos económicos resultan acotados.

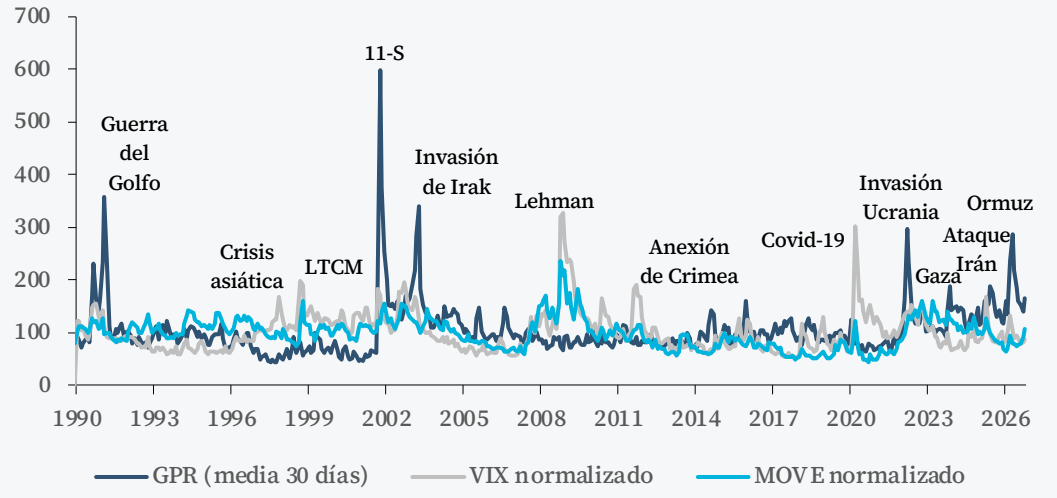
Lo decisivo no es la gravedad política del shock*, sino su capacidad para modificar beneficios, inflación y tipos de descuento*

Con todo, consideramos que se ha elevado el umbral de reacción. La reiteración de amenazas y crisis ha incorporado un mayor grado de inestabilidad al escenario central. La adaptación de las expectativas puede ser racional: los inversores distinguen entre noticias geopolíticas y *shocks* con capacidad para modificar los fundamentales. El riesgo aparece cuando esa experiencia conduce a extrapolar la rápida reversión de episodios anteriores y a subestimar cambios persistentes en inflación, actividad o condiciones financieras.

Parte de la calma de los índices bursátiles puede obedecer también a un efecto de composición. Su volatilidad depende tanto de la de sus componentes como de la correlación entre ellos. Cuando sectores beneficiados y perjudicados por una misma perturbación reaccionan en direcciones opuestas, aumenta la dispersión de rentabilidades sin que necesariamente lo haga la volatilidad agregada. Un análisis reciente encuentra correlaciones negativas a tres meses en cerca del 40 % de los pares de valores entre las cien mayores compañías del S&P 500 y del 30 % en el Euro Stoxx 50 (Agbo-Bloua, 2026). Si un *shock* común vuelve a sincronizar los movimientos de los distintos activos, la volatilidad del

Gráfico 1

Riesgo geopolítico y volatilidad implícita de bolsa y bonos



Fuentes: Afi; Caldara e Iacoviello (2022), Cboe y LSEG Refinitiv.

índice puede repuntar bruscamente. La aparente resistencia agregada puede, por tanto, coexistir con ajustes intensos bajo la superficie.

Existe, además, una adaptación económica genuina. Tras Ucrania, Europa diversificó suministros energéticos y rutas logísticas; las empresas reforzaron inventarios, coberturas y proveedores alternativos. Estas medidas reducen la transmisión inicial de las disrupciones a la producción y los beneficios. Pero la resiliencia tiene un precio: duplicar capacidades, almacenar más o relocalizar producción sustituye eficiencia por seguridad, eleva costes fijos y puede reducir el crecimiento potencial o aumentar la persistencia de la inflación.

Los amortiguadores financieros y públicos completan la explicación. Balances empresariales relativamente sólidos, reservas estratégicas y medidas fiscales han evitado que numerosos *shocks* se transformen en crisis. Sin embargo, absorber no equivale a eliminar el coste: las ayudas públicas desplazan parte de la factura a la deuda; los aumentos de precios preservan márgenes, pero erosionan la renta real y la demanda. Cada intervención puede reducir el margen de respuesta frente al siguiente episodio.

Ormuz en 2026 ilustra el mecanismo. Inventarios, sustitución de suministros y apoyos públicos atenuaron inicialmente el impacto energético. Su prolongación, en cambio, ha trasladado presión a logística, destilados, costes empresariales y expectativas de inflación. La transmisión se vuelve más peligrosa cuando se activan a la vez los dos canales de valoración: menores beneficios esperados y tipos de descuento más elevados. Un *shock* de oferta puede entonces perjudicar simultáneamente a bolsa y deuda, sin que la autoridad monetaria disponga del margen habitual para compensarlo.

Los shocks *se vuelven más disruptivos cuando se prolongan, coinciden y consumen los mismos amortiguadores*

Importan también la duración y la simultaneidad. Tensiones energéticas, comerciales y fiscales pueden competir por las mismas reservas, presupuestos y capacidades de respuesta. Una perturbación manejable de forma aislada puede provocar efectos desproporcionados si coincide con otras y encuentra amortiguadores erosionados. Esta dependencia del estado del sistema ayuda a explicar por qué la volatilidad puede permanecer baja hasta que se cruza determinado umbral. El resultado es una resistencia condicionada en la que la economía absorbe más ruido, a menudo a costa de recursos y eficiencia, mientras persisten riesgos de ajuste discontinuo. Una baja volatilidad no demuestra por sí sola complacencia, pero tampoco garantiza que los *shocks* extremos estén correctamente valorados.

La deuda soberana: de amortiguador a fuente potencial de inestabilidad

Durante buena parte de las primeras dos décadas del siglo, la deuda soberana de elevada calidad estabilizó las carteras. Los grandes *shocks* eran esencialmente desinflacionistas: al caer la actividad, los bancos centrales reducían tipos, las rentabilidades de los bonos bajaban y sus precios subían. Esa correlación negativa con la bolsa convirtió la deuda pública en la cobertura dominante. Desde 2021-2022, el mayor peso de los *shocks* inflacionistas ha debilitado ese mecanismo. Una perturbación de oferta puede reducir actividad y elevar precios a la vez: penaliza beneficios empresariales y obliga a mantener tipos altos. Acciones y bonos pueden caer simultáneamente, precisamente cuando la diversificación resulta más necesaria.

El problema de la deuda soberana no es necesariamente la falta de compradores, sino la rentabilidad que exigen para absorberla

Al cambio en la naturaleza de los *shocks* se suma otro, estructural, en la financiación soberana. Los déficits persistentes y las necesidades de gasto en envejecimiento, defensa y seguridad económica sostienen emisiones elevadas. El ajuste de los balances de los bancos centrales devuelve deuda al mercado, mientras energía, infraestructuras e inteligencia artificial compiten por el ahorro disponible. No cabe deducir automáticamente una escasez de compradores, pero sí una mayor remuneración exigida para absorber un volumen creciente de activos seguros. Se añade una conexión con la primera parte: algunas políticas que permiten amortiguar *shocks* —subsidios, reservas, duplicación de capacidades— también presionan los presupuestos y encarecen potencialmente la financiación futura.

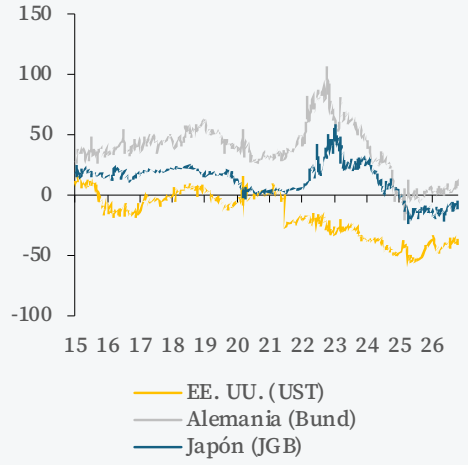
También cambia el comprador marginal. La menor presencia relativa de bancos centrales e inversores oficiales da más peso a fondos y agentes privados sensibles al precio. Las subastas recientes del Tesoro estadounidense muestran una demanda capaz de recuperarse cuando las rentabilidades aumentan, aunque selectiva por vencimientos. El problema no es necesariamente colocar la deuda, sino el coste exigido para hacerlo. En condiciones de oferta abundante, este ajuste puede elevar la prima por plazo y reforzar la transmisión de los *shocks* a la economía real.

La intermediación añade un segundo canal de vulnerabilidad. Los *hedge funds* conectan bonos

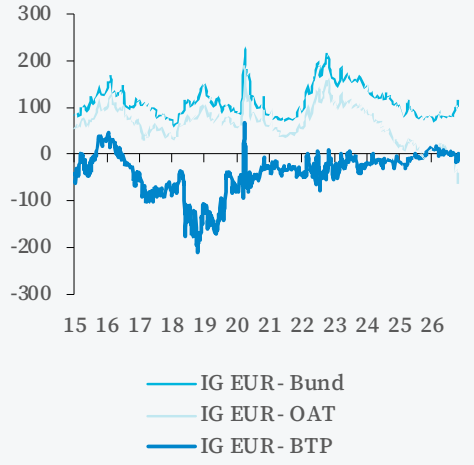
Gráfico 2

Cambios en la valoración relativa de la deuda soberana

a. *Swap spreads* a 10 años (p. b.)



b. Crédito IG euro frente a soberanos (p. b.)



Nota: Diferenciales diarios (puntos básicos), enero de 2015 – 28 de octubre de 2026.

Fuentes: Afi, ICE y LSEG Refinitiv.

al contado, futuros y repo, aportando arbitraje y liquidez en circunstancias normales. Pero sus estrategias pueden depender del apalancamiento y de financiación corta, por lo que, si aumentan los márgenes o las restricciones de balance, el cierre simultáneo de posiciones amplifica movimientos y reduce la liquidez justo cuando se necesita. La evolución de la deuda francesa a inicios de octubre de 2026 ilustra cómo un deterioro político-fiscal puede interactuar con estos mecanismos, sin demostrar por sí solo una fragilidad sistémica generalizada.

La liquidez aportada por intermediarios apalancados puede retirarse precisamente cuando el mercado más la necesita

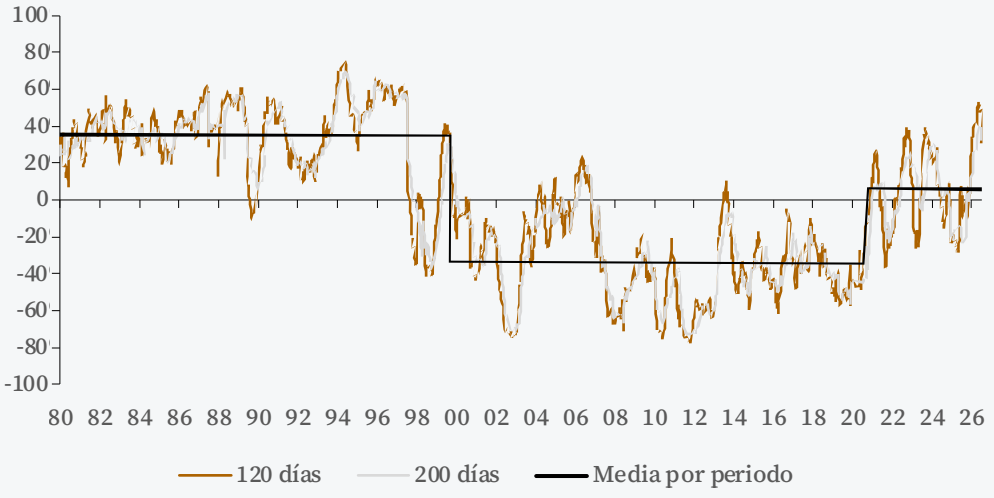
En paralelo se erosiona parte de la prima de conveniencia, es decir, la menor remuneración aceptada históricamente por la liquidez, seguridad y utilidad como colateral de la deuda soberana. La evolución de los diferenciales frente a *swaps* y crédito de elevada calidad es compatible con esa menor escasez relativa, aunque también refleja factores técnicos de intermediación y financiación. Conviene distinguir el *repricing* estructural del bono de las dislocaciones transitorias de liquidez: responden a causas distintas, pero pueden reforzarse.

La implicación macroeconómica es relevante. Mayores primas soberanas aumentan gradualmente el coste de refinanciación, deterioran las perspectivas fiscales y pueden exigir nuevas primas, generando retroalimentación. Si el origen del *shock* es inflacionista, la política monetaria tiene menos margen para actuar como contrapeso. Así, la resiliencia financiada con deuda puede terminar restando capacidad de respuesta ante nuevas crisis.

Gráfico 3

Correlación móvil entre retornos de bolsa y deuda soberana a largo plazo (EE. UU.)

Porcentaje



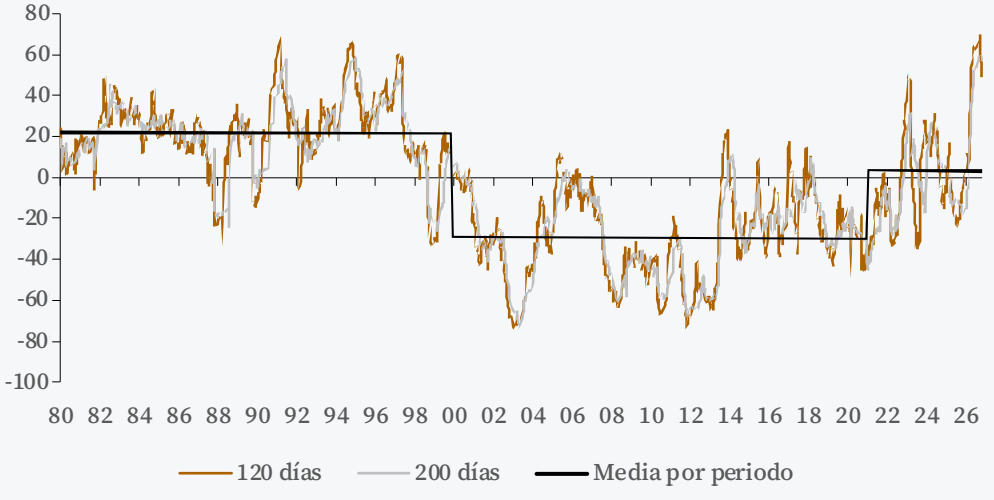
Nota: Correlaciones de rentabilidades diarias, ventanas de 120 y 200 sesiones; líneas negras: promedio de la ventana de 120 sesiones por régimen (1980–99, 2000–20 y 2021–26).

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

Gráfico 4

Correlación móvil entre retornos de bolsa y deuda soberana a largo plazo (Europa)

Porcentaje



Nota: Correlaciones de rentabilidades diarias, ventanas de 120 y 200 sesiones; líneas negras: promedio de la ventana de 120 sesiones por régimen (1980–99, 2000–20 y 2021–26).

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

La deuda pública conserva su función de refugio, pero esta depende cada vez más de la naturaleza de la perturbación

La evidencia de mercado es consistente con un cambio de régimen: en Estados Unidos, la correlación bolsa-bonos fue predominantemente positiva en 1980-1999, negativa en 2000-2020 y ha retornado con frecuencia a terreno positivo desde 2021. En la muestra global en euros, los meses con pérdidas simultáneas de acciones y bonos aumentaron del 11 % en 2006-2021 al 31 % desde 2022. No significa que la deuda soberana haya dejado de ser segura ni que todos los emisores sean equivalentes. Su cobertura es condicional: conserva valor frente a recesiones desinflacionistas, pero puede transmitir pérdidas adicionales ante *shocks* de inflación, desconfianza fiscal o tensiones de liquidez, particularmente en los plazos largos.

Diversificar en función de los *shocks*, no de las correlaciones históricas

El cambio de signo de la correlación tiene una explicación económica. Cuando predominan sorpresas negativas de crecimiento, la bolsa suele caer y los bonos se benefician de expectativas de relajación monetaria. Si dominan las sorpresas inflacionistas, ambos activos pueden perder valor por mayores tipos de descuento; además, los menores beneficios pueden reforzar la caída bursátil. Por eso, la diversificación depende del origen del *shock* y de la función de reacción de los bancos centrales, no de una correlación histórica supuestamente estable.

Para ilustrarlo, comparamos dos carteras globales en euros desde 2006: una 60/40 de acciones y deuda desarrollada, y otra 60/20/20 que conserva el 60 % en bolsa, asigna un 20 % a deuda desarrollada y distribuye el 20 % restante entre deuda emergente, oro y materias primas sin metales preciosos. Ambas se rebalancean anualmente, y el ejercicio incorpora costes de transacción de 10 puntos básicos.

Cuando domina la inflación, bolsa y bonos pueden caer juntos: las coberturas dependen del régimen macroeconómico, no de una correlación histórica

En 2006-2026, la cartera diversificada rindió un 7,2 % anual frente al 6,5 % de la tradicional, con algo más de volatilidad (8,6 % frente al 8,0 %). Antes de 2022, la 60/40 ofrecía mejor rentabilidad ajustada por riesgo. Desde entonces, la 60/20/20 alcanza el 8,5 % anual frente al 5,9 %, con volatilidades prácticamente iguales (9,2 % y 9,3 %) y menor caída máxima (-9,1 % y -11,0 %).

Los episodios explican el contraste. En 2008 y durante el *shock* inicial del COVID, la 60/40 cayó menos que la diversificada (-26,6 % frente a -29,4 %, y -11,3 % frente a -13,8 %). La deuda desarrollada contribuyó a proteger las carteras, aunque en 2008 el oro ganó aún más (+35,7 %). En 2022 ocurrió lo contrario: la 60/20/20 perdió un 9,6 %, frente al 13,6 % de la tradicional, apoyada por las materias primas (+27,0 %) y el oro (+6,0 %).

No se desprende de ello una cartera universalmente superior. El oro ha contribuido mucho al resultado reciente y su revalorización no debe extrapolarse. Sin oro, la ventaja en el periodo completo casi desaparece (6,6 % frente a 6,5 %), aunque desde 2022 subsiste (7,5 % frente a 5,9 %). La deuda emergente tampoco es un

Cuadro 1

Carteras 60/40 y 60/20/20: rentabilidad, riesgo y caída máxima

Porcentaje anualizado, salvo Sharpe; enero de 2006 – octubre de 2026

Cartera	Rent. anual (%)	Volatilidad (%)	Sharpe	Máx. caída (%)
		Completo (2006-2026)		
60/40	6,5	8,0	0,70	-26,9
60/20/20	7,2	8,6	0,73	-29,5
60/20/20 sin oro	6,6	9,0	0,62	-33,0
		Antes de 2022 (2006-2021)		
60/40	6,7	7,6	0,81	-26,9
60/20/20	6,8	8,5	0,74	-29,5
60/20/20 sin oro	6,3	8,9	0,64	-33,0
		Desde 2022 (2022-2026)		
60/40	5,9	9,3	0,40	-11,0
60/20/20	8,5	9,2	0,68	-9,1
60/20/20 sin oro	7,5	9,6	0,56	-9,4

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv. Enero 2006 a octubre 2026 (octubre hasta el 28). 60/40: MSCI World (dividendos netos, en euros) y FTSE World Government Bond cubierto a euros. 60/20/20: 60 % renta variable, 20 % deuda desarrollada y 6⅔ % en cada uno de deuda emergente en dólares cubierta (iBoxx USD Liquid EM Sovereigns), oro y materias primas sin metales preciosos (Bloomberg Commodity ex-Precious Metals). Sin oro: 10 % deuda emergente y 10 % materias primas. Rebalanceo anual, costes de 10 pb; Sharpe sobre la letra alemana a 6 meses.

Cuadro 2

Comportamiento por episodios de mercado

Rentabilidad acumulada (%), no anualizada; índices y carteras denominadas en euros

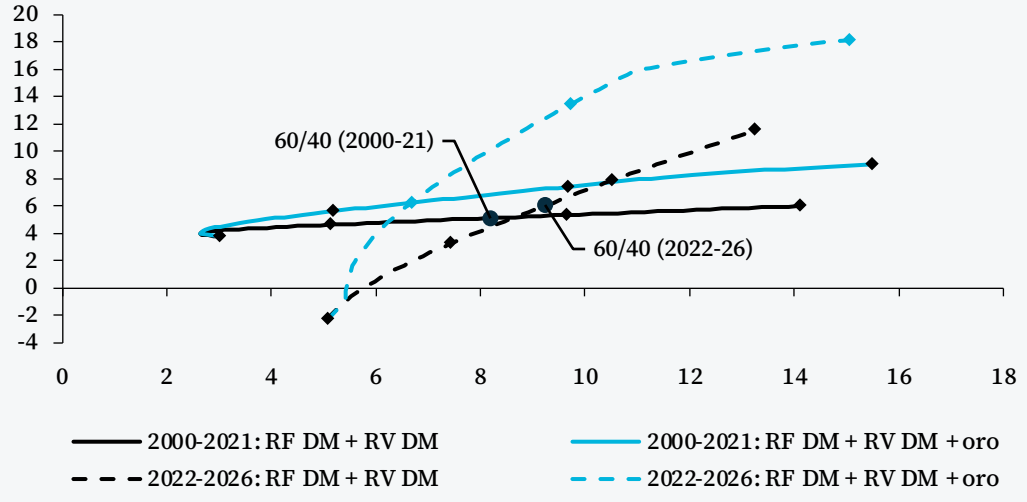
Episodio	Crisis financiera nov-07 a feb-09	Covid feb-20 a mar-20	Inflación 2022 ene-22 a dic-22	2023-2026 ene-23 a oct-26
		Carteras		
60/40	-26,6	-11,3	-13,6	52,5
60/20/20	-29,4	-13,8	-9,6	63,8
60/20/20 sin oro	-32,5	-15,0	-9,6	57,3
		Activos		
Renta variable desarrollada	-47,6	-19,8	-12,8	91,9
Deuda desarrollada	10,0	1,3	-14,8	4,7
Deuda emergente	-7,9	-15,0	-16,8	12,9
Oro	35,7	-0,6	6,0	113,9
Materias primas	-37,7	-19,8	27,0	22,4

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv. Deuda desarrollada y emergente cubiertas a euros; oro y materias primas sin cubrir. Materias primas: Bloomberg Commodity ex-Precious Metals. Mismas definiciones de cartera que en el cuadro anterior.

Gráfico 5

Carteras de renta variable y deuda, con y sin oro: dos regímenes

Porcentaje



Nota: Las líneas discontinuas representan el comportamiento de las mismas ponderaciones del periodo 2000–2021 en 2022–2026. Ejercicio *ex post*, no asignación óptima prospectiva.

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

refugio equivalente a la desarrollada: sus riesgos de crédito y liquidez aumentan durante las crisis globales. Además, el ejercicio de frontera eficiente que refleja el gráfico 5 es *ex post*, no una prescripción de pesos.

La evidencia sugiere diversificar según escenarios, no sustituir mecánicamente el 60/40 por otra regla fija. La duración soberana protege ante recesiones desinflacionistas; las materias primas pueden responder mejor a *shocks* de oferta; el oro puede amortiguar pérdidas de confianza monetaria o fiscal, aunque incorpora volatilidad y riesgo de valoración. La asignación óptima dependerá del conjunto de perturbaciones contempladas, su probabilidad y sus interacciones. Con correlaciones cambiantes, los análisis de escenarios y los ejercicios de estrés deben complementar, y en ocasiones prevalecer sobre, la extrapolación de covarianzas históricas.

Conclusión

La resistencia reciente de los mercados no implica una reducción general de la vulnerabilidad financiera. Empresas y gobiernos han mejorado su capacidad de adaptación, pero a un coste económico y presupuestario. Si un *shock* prolongado modifica simultáneamente beneficios, expectativas de inflación y tipos de descuento, los precios pueden ajustarse de manera mucho más intensa que ante sus primeras manifestaciones.

La deuda soberana acentúa esta asimetría. El mayor volumen de emisiones, la demanda más sensible al precio y una intermediación cuya liquidez puede ser condicional reducen su capacidad para estabilizar carteras ante determinados *shocks*. Sigue siendo refugio frente a recesiones desinflacionistas, no necesariamente ante inflación o deterioro fiscal.

La vigilancia debe centrarse en la persistencia de los *shocks* de oferta, las expectativas de inflación, las primas por plazo, la liquidez soberana y la correlación bolsa-bonos. Recuperar margen fiscal y preservar credibilidad monetaria es, además, una forma de reconstruir capacidad de respuesta.

En definitiva, los mercados han aprendido a tolerar una inestabilidad geopolítica mayor, pero disponen de menos coberturas universales. La cuestión decisiva es cuánto margen conservan para absorber el próximo *shock* y si sus efectos alcanzarán simultáneamente al crecimiento, la inflación y las condiciones financieras.

Referencias

Agbo-Bloua, K. (2026, 3 de noviembre). The risk of higher volatility in stocks is rising. *Financial Times.*

Aquilina, M., Schrimpf, A., Sushko, V., y Xia, D. (2024). Negative interest rate swap spreads signal pressure in government debt absorption. *BIS Quarterly Review*, diciembre.

Banco Central Europeo. (2025). What safe haven after the April US tariff announcement? Implications for euro area financial stability. *Financial Stability Review*, noviembre.

Białkowski, J., Dang, H. D., y Wei, X. (2022). High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle? *Journal of Financial Economics, 143*(3), 1185–1208.

BIS. (2023). The correlation of equity and bond returns. *BIS Quarterly Review*, diciembre.

BIS. (2026a). Markets recalibrate amid shifting currents. *BIS Quarterly Review*, marzo.

BIS. (2026b). High public debt and shifting financial markets: Challenges for central banks. *Annual Economic Report*, capítulo II.

Brunnermeier, M. K., y Sannikov, Y. (2014). A macroeconomic model with a financial sector. *American Economic Review, 104*(2), 379–421.

Caldara, D., e Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review, 112*(4), 1194–1225.

Eren, E., Schrimpf, A., y Xia, D. (2023). The demand for government debt. *BIS Working Papers*, 1105.

Fondo Monetario Internacional. (2025). Geopolitical risks: Implications for asset prices and financial stability. *Global Financial Stability Report*, abril, capítulo 2.

Krishnamurthy, A., y Vissing-Jorgensen, A. (2012). The aggregate demand for Treasury debt. *Journal of Political Economy, 120*(2), 233–267.

Molenaar, R., Sénéchal, E., Swinkels, L., y Wang, Z. (2024). Empirical evidence on the stock-bond correlation. *Financial Analysts Journal, 80*(3), 17–36.

Pástor, Ľ., y Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics, 110*(3), 520–545.

Schnabel, I. (2025). *No longer convenient? Safe asset abundance and r**. Conferencia BEAR, Banco de Inglaterra, 25 de febrero.

Todorov, K., y Vilkov, G. (2024). What could explain the recent drop in VIX? *BIS Quarterly Review*, marzo.

03

Joaquín Maudos Villarroya
Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de Investigación del Ivie y colaborador del CUNEF



Deuda pública en los balances bancarios: rentabilidad vs. riesgo

El repunte de los tipos de interés ha reavivado la preocupación por la estabilidad financiera como consecuencia del impacto en el valor de las carteras en poder del sector bancario. En este contexto, desde 2021 ha aumentado 4,6 p. p. el peso de la deuda pública en el activo de la banca española hasta el 17,3 % (dado su mayor atractivo por la subida de tipos), por encima del 14,7 % de media en la banca de la UE-27. El riesgo de valoración se ve mitigado porque el 69 % de esa deuda se mantiene a vencimiento (10 p. p. más que la media europea), aunque ha aumentado casi 7 p. p. (hasta el 17,6 % vs. 18 % en la banca de la UE-27) el peso de la deuda a valor razonable con cambios que afectan a resultados. Por tanto, la estrategia seguida por la banca española combina una mayor exposición a la deuda soberana por los mayores ingresos que genera, con un peso elevado de la deuda cuyo valor está aislado del impacto de la subida de tipos.

Introducción

La relación entre la deuda pública y el sector bancario es un tema de interés para el análisis de la estabilidad financiera, especialmente en el contexto actual en el que nos encontramos. Así, el elevado endeudamiento de algunas de las principales economías avanzadas, como Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido, unido a las persistentes necesidades de financiación de los gobiernos y a la incertidumbre económica y geopolítica, ha reavivado la preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas tensiones se reflejan en el aumento de las rentabilidades exigidas por los mercados a la deuda soberana y, en algunos casos, en el incremento de las primas de riesgo, lo que encarece la financiación de los Estados. El Fondo Monetario Internacional (2026) en su último informe de estabilidad financiera ha advertido, en este sentido, de los riesgos que la presión sobre los mercados de deuda soberana y un eventual repunte de los tipos de interés representan para los balances de las entidades financieras. En la misma línea se pronuncia la Autoridad Bancaria Europea (2026) en su último informe: "Un posible aumento de los niveles de deuda soberana podría debilitar la percepción sobre la sostenibilidad de la deuda y afectar negativamente a los rendimientos de los títulos soberanos. Esto podría repercutir directamente en los balances de los bancos a través de pérdidas por valoración en sus tenencias de deuda soberana".

Los bancos mantienen deuda pública en sus carteras por varios motivos, como la propia inversión (que genera una renta fija, más atractiva con la subida de tipos), la gestión de la liquidez y el cumplimiento de los requerimientos regulatorios. Cuando aumentan los tipos de interés, la deuda se vuelve más atractiva vía ingresos, pero disminuye el valor de la deuda ya emitida, lo que puede generar pérdidas. La magnitud de esas pérdidas depende de su clasificación contable y de la posibilidad de mantener la deuda hasta su vencimiento. De esta forma, hay una clara conexión entre el riesgo soberano y el bancario, que en ocasiones puede generar un *loop* si los problemas del sector bancario se trasladan a las finanzas públicas.

En este contexto, resulta de interés analizar la exposición de la banca española al riesgo soberano y compararla con la de otros países de nuestro entorno, más aún en un momento en el que han aumentado los tipos de interés de largo plazo por tres motivos: las políticas monetarias restrictivas para contener la inflación, el aumento de la prima de riesgo de los países más endeudados, y la competencia de los Estados con las empresas de inteligencia artificial que están financiando sus millonarias inversiones emitiendo deuda.

En el análisis es importante analizar tanto el peso que la deuda pública tiene en los balances bancarios como las características de esa deuda, en términos de vencimiento y finalidad de la inversión (cartera de negociación o a vencimiento). Cuanto mayor sea el peso de la deuda que se mantiene hasta el vencimiento, menor es el impacto de la subida de los tipos de interés, ya que no se transmite a un cambio en el valor contable de la deuda. Lo contrario ocurre cuando la deuda se mantiene para negociar, lo que obliga a valorar a precios de mercado esa deuda y llevar a pérdidas y ganancias las variaciones del precio.

En el artículo se analiza la evolución reciente de la exposición de la banca al riesgo soberano, comparando España con el resto de los sectores bancarios de la UE, cubriendo el periodo de 2021 a junio de 2026 (último dato disponible). Dado que se utilizan datos de la Autoridad Bancaria Europea, el análisis está referido a los grupos bancarios consolidados. No obstante, también se analiza la posición del sector bancario en España

(negocio doméstico), con los datos que ofrece el Banco de España. Finalmente, también se examina la importancia que el sector bancario tiene en la deuda pública emitida por las administraciones públicas españolas.

La exposición de la banca al riesgo soberano: comparativa europea

Si tomamos como referencia el año 2021 en el que el contexto de tipos de interés era anómalo con niveles negativos (el euríbor a 12 meses se situó en promedio en el -0,5 %), desde entonces y hasta la actualidad ha aumentado 4,6 puntos porcentuales (p. p.) el peso de la deuda pública en el balance del sector bancario español, hasta alcanzar el 17,3 %, el mayor valor de estos últimos años. Es una subida lógica teniendo en cuenta el creciente atractivo de la deuda por su mayor retribución en un contexto de subida de tipos de interés.

España ocupa una posición intermedia en el ranking *de los sectores bancarios de la UE-27 en términos del peso de la deuda pública en el activo total*

Por el mismo motivo, ese peso también ha aumentado de media en los sectores bancarios de los países de la UE-27, aunque con menor intensidad (+2,8 p. p.). Así, el crecimiento ha sido mayor en España que en los principales sectores bancarios europeos como Francia (+1,7 p. p.), Italia (+3,1 p. p.), Alemania (+3,4 p. p.) y Portugal (+3,5 p. p.).

Cuadro 1

Peso de la deuda pública en el activo de la banca europea

Porcentajes

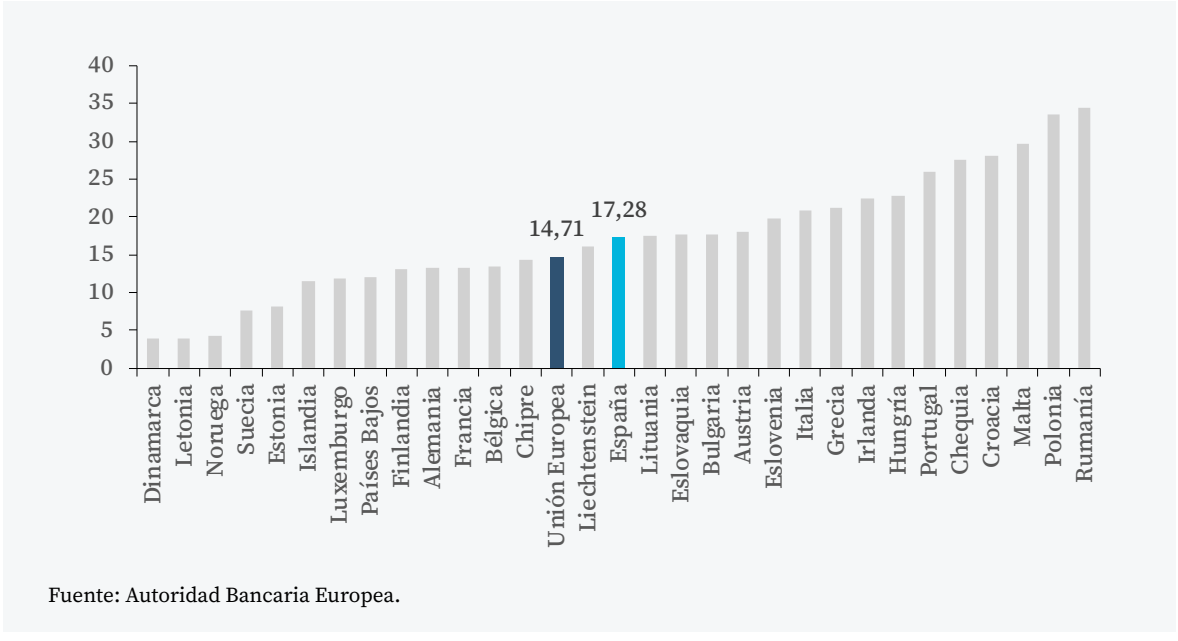
	España	Francia	Alemania	Italia	Portugal	UE-27	Euríbor 1 año
2019	13,2	12,1	14,0	17,0	21,3	12,7	-0,22
2020	13,1	12,3	13,9	16,8	23,7	12,9	-0,30
2021	12,7	11,6	9,9	17,8	22,4	11,9	-0,5
2022	13,7	11,3	9,1	17,3	20,5	11,6	1,1
2023	14,3	11,5	10,2	18,6	22,7	12,2	3,9
2024	15,4	12,4	10,2	19,5	25,1	12,9	3,3
2025	16,5	13,6	12,0	20,5	25,7	14,4	2,2
jun-26	17,3	13,3	13,3	20,9	25,9	14,7	2,6
Var. 2021-jun-26 (p. p.)	4,6	1,7	3,4	3,1	3,5	2,8	3,1

Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

Gráfico 1

Peso de la deuda pública en el activo de la banca europea. Junio de 2026

Porcentajes



Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

Si ponemos el foco en la situación más reciente a fecha de junio de 2026 (gráfico 1), España ocupa una posición intermedia en el *ranking* de los sectores bancarios de la UE-27 en términos del peso de la deuda pública en el activo total, con el peso ya comentado del 17,3 % superior al 14,7 % de la media europea. El rango de variación entre países es amplio y oscila entre un valor mínimo del 3,8 % en Dinamarca a uno máximo del 34,4 % en Rumanía. De los principales países europeos hay que destacar el elevado peso que la deuda pública tiene en la banca italiana (20,9 %) que contrasta con pesos más reducidos en Francia y Alemania (13,3 % en ambos casos).

En términos absolutos, a fecha de junio de 2026, para la muestra de bancos que utiliza la Autoridad Bancaria Europea, la exposición de la banca de la UE al riesgo soberano es de 4,6 billones de euros (europeos). La primera del *ranking* por volumen de exposición es la banca francesa (29,6 % del total, 1,3 billones de euros), seguida de España (15,9 %, con 723.000 millones de euros), Alemania (13 %, 592.000 millones) e Italia (12,7 %, 575.000 millones).

Características de la deuda pública en los balances bancarios

Si ponemos el foco en la evolución de los tipos de interés de la deuda en el último año (para la deuda a 10 años), han subido con fuerza, en un contexto en el que también han subido los tipos a corto plazo. Así, por poner algunos ejemplos, en el caso de EE. UU., ha aumentado del 4,62 % al 5,13 %; en el Reino Unido, del 4,57 % al 5,43 %; en Francia, del 3,38 % al 5 %; en Japón, del 1,15 % al 2,93 %; y en España, del 3,25 % al 4,07 %. Lo mismo ha ocurrido con las primas de

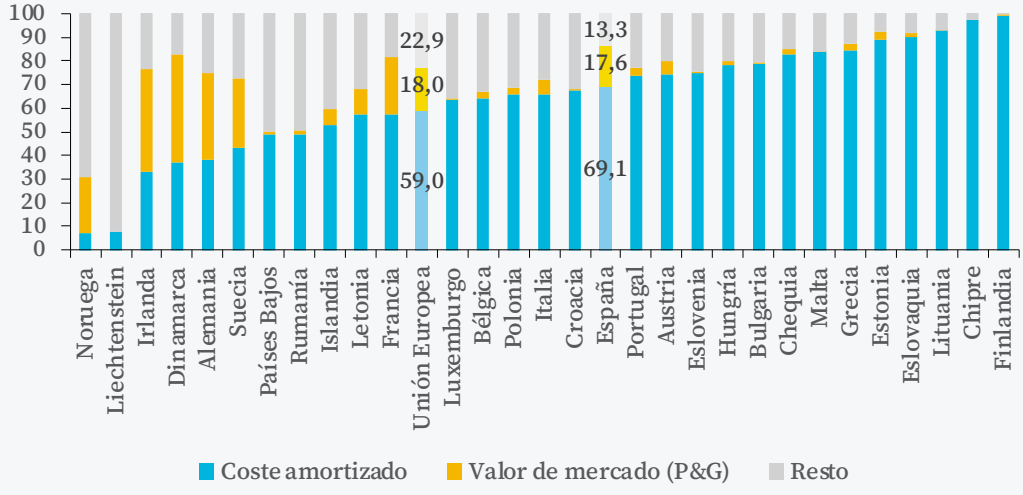
riesgo, destacando el caso de Francia en la UE como consecuencia del elevado nivel de endeudamiento, acompañado de su también elevado déficit público. Así, en octubre de 2026 su prima de riesgo se sitúa en torno a los 140 puntos básicos, por encima de Italia (en torno a 110 p. b.), España (unos 65 p. b.) y Portugal (48 p. b.).

El impacto que la subida de los tipos de interés tiene en el riesgo que asumen los bancos por su exposición a la deuda pública depende de la finalidad con la que se ha adquirido esa deuda, ya que su tratamiento contable depende de la categoría en la que se clasifique. Así, la deuda que se mantiene en la cartera de negociación se valora a valor razonable y sus variaciones se registran en la cuenta de resultados. La disponible para la venta también se valora a valor razonable, pero las variaciones se reflejan, por regla general, en el patrimonio neto hasta su venta. Por último, los títulos que se mantienen hasta el vencimiento se valoran a coste amortizado, por lo que su valor no fluctúa con los cambios en los tipos de interés. Por tanto, la actual subida de los tipos de interés reduce el valor de mercado de la deuda pública existente, especialmente la de mayor duración, pero su impacto contable y su efecto sobre los resultados y el patrimonio neto del banco dependen de la categoría de su clasificación.

El gráfico 2 muestra la distribución porcentual de la deuda pública en poder de los bancos distinguiendo las tres carteras comentadas y ordenando los países de izquierda a derecha y de menor a mayor según el peso de la cartera a vencimiento, que es la que está aislada de la variación de los tipos de interés. En España esa deuda es mayoritaria y pesa el 69,1 % del total, 10 p. p. más que en la media de la banca europea, lo que es una buena noticia en el actual contexto de subida de tipos de interés. Las diferencias en la composición de la deuda son muy

Gráfico 2

Distribución porcentual de la deuda pública en los balances bancarios según destino (criterio de valoración). Junio de 2026



Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

grandes entre países, con un peso de la que se mantiene a vencimiento que oscila entre el 7 % en Noruega y el 99 % en Finlandia.

Si analizamos la evolución del peso de la deuda pública a vencimiento, en la banca española ha aumentado del 60,8 % en 2021 (era el 49 % en 2019, año previo al covid) al 69,1 % en junio de 2026. Si bien en la banca de la UE también ha aumentado ese peso, lo ha hecho con mucha menos intensidad (del 57,9 % en 2021 al 59 % en junio de 2026).

En el caso de la deuda que se valora a precios de mercado y cuya variación de valor se lleva a la cuenta de resultados (*financial assets held for trading+fair value through P&L*), en España representa el 17,6 % del total, prácticamente el mismo valor que el de la media en la banca europea. En este tipo de deuda, el mayor peso está en el sector bancario de Dinamarca (45,9 %) e Irlanda (43,2 %), mientras que es cercano a cero en varios países. En Francia (23,9 %) y Alemania (36,2 %) el peso es muy superior al de España, pero no así en Italia (5,9 %) y Portugal (3 %).

Respecto a la evolución del peso de la deuda valorada a precios de mercado y con efecto en la cuenta de resultados, en España ha aumentado casi 7 p. p., del 10,7 % en 2021 al 17,6 % en junio de 2026, máximo valor de la serie desde junio de 2018. La misma tendencia creciente ha tenido lugar en la banca europea, con un porcentaje que ha pasado del 14,4 % al 18 %. Por tanto, aunque en España ha aumentado en mayor medida el peso de esta deuda cuya variación en los tipos impacta en resultados, el nivel actual es parecido al de la banca europea (17,6 % vs. 18 %).

Otra característica de interés a analizar es el vencimiento de esa deuda. La deuda a corto plazo (hasta un año) supone el 23,7 % del total en la banca española, un peso similar al del promedio de la UE-27. La que tiene vencimiento entre 1 y 5 años representa el 32,5 % (2 p. p. más que en Europa), entre 5 y 10 años supone el 32,3 % (28,1 % en la UE-27) y la de más de 10 años el 11,6 % (frente al 18,3 % en la UE-27). Es de destacar la pérdida de peso que ha tenido en España la deuda a más largo plazo (del 16 % en 2021 al 11,6 % en junio de 2026) y el aumento en los tramos intermedios.

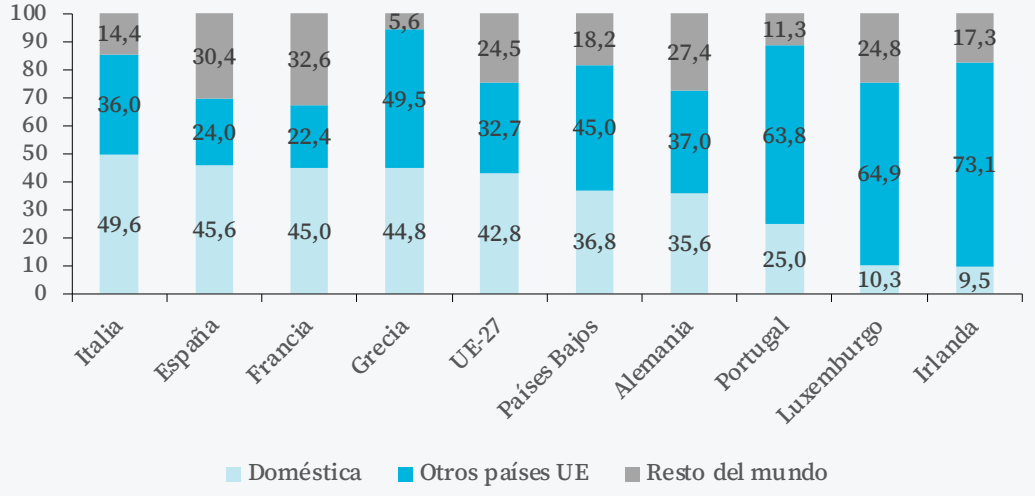
En el caso de la banca española, predomina la deuda doméstica con un peso del 45,6 % que supera el 42,8 % del promedio de la banca de la UE-27

Finalmente, también es de interés analizar la composición geográfica de esa deuda, ya que el riesgo difiere según el emisor. Aunque no disponemos de información individualizada por países emisores, la Autoridad Bancaria Europea sí ofrece información distinguiendo entre deuda del propio país, de otros países de la UE y del resto del mundo. En el caso de la banca española, predomina la deuda doméstica con un peso del 45,6 %, cifra que supera el 42,8 % del promedio de la banca de la UE-27. La emitida por otros países de la UE supone el 24 % (inferior al 32,7 % del promedio de la banca europea), mientras que la emitida por el resto del mundo representa el 30,4 % (24,5 % en la banca europea). Para los principales sectores bancarios de la UE-27, se constatan importantes diferencias en la composición geográfica de la deuda pública, con mayor sesgo doméstico en los países con mayores ratios de deuda pública/PIB. Estas grandes diferencias en el peso que tiene la deuda de otros países de la UE son un indicador de que hay terreno para avanzar en una mayor integración financiera europea, con un sesgo doméstico elevado en algunos países y con un reducido peso de la deuda de otros países europeos. No obstante, a la hora de interpretar

Gráfico 3

Distribución por país emisor de la deuda pública en poder de los bancos. Junio 2026

Porcentajes



Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

estos resultados hay que tener en cuenta las diferencias en la actividad internacional de los distintos sectores bancarios y su composición por áreas geográficas. Así, en el caso de la banca española, la elevada importancia que tiene el negocio de sus filiales en el exterior y fuera de la UE influye en el mayor peso que tiene la deuda pública de países del resto del mundo.

La importancia de la deuda pública en el negocio doméstico

El Banco de España ofrece información que permite analizar la importancia que la deuda pública tiene en los balances de la banca en España, es decir, en el negocio doméstico (balance de las entidades individuales, y no de los grupos consolidados). En este caso, el peso de la deuda pública es más reducido, ya que supone el 7,9 % del activo a fecha de junio de 2026. Al igual que en los grupos consolidados, también ha aumentado ese peso en los últimos años, pasando del 6,7 % en 2021 al 7,9 % actual. Aunque el peso en el activo total es reducido, es predominante en la inversión en renta fija, ya que supone el 93,3 % en la actualidad. Desde el punto de vista de la aportación de la deuda pública a los ingresos financieros, en junio de 2026 el peso es del 2,2 %, superior al 1,7 % de 2021.

Peso de la banca en la financiación de las AA. PP. españolas

¿Qué importancia tiene el sector bancario español como comprador de la deuda pública que emite España? Según la información que ofrece el Tesoro, a fecha de julio de 2026 el 14,9 % de la deuda pública española está en poder de las

El 14,9 % de la deuda pública española está en poder de las entidades de crédito residentes, con un valor de 223.000 millones de euros

entidades de crédito residentes, con un valor de 223.000 millones de euros. Es un porcentaje que ha aumentado de forma ininterrumpida desde 2021, pasando del 12,2 % al 14,9 %. Proceso inverso ha experimentado el peso que tiene el Banco de España (Eurosistema) como comprador de la deuda pública española, que ha caído del 33,6 % en 2021 al 20,4 % en julio de 2026. Los no residentes ostentan en la actualidad el 50,9 % de la deuda pública española, 8 p. p. más que en 2021. Por tanto, a pesar del elevado endeudamiento de la economía española (101,5 % del PIB), el ritmo de crecimiento del PIB de estos últimos años nos ha permitido financiarnos en los mercados a tipos razonables, gozando de la confianza del inversor extranjero sin que haya aumentado la prima de riesgo.

Conclusiones

Como ha advertido el último informe de estabilidad financiera del FMI de primavera de 2026, el aumento que se está produciendo en los tipos de interés y en las primas de riesgo soberano constituye un riesgo para la estabilidad financiera a través de la exposición de los bancos a la deuda pública. La caída del valor de mercado de estos títulos puede generar pérdidas que reduzcan los resultados y/o el patrimonio neto, dependiendo de la clasificación contable de esa deuda. En este contexto, el sector bancario español tiene una exposición a la deuda soberana que ha crecido en los años recientes (dado que ofrece cada vez rentabilidades más elevadas, aportando así mayores ingresos financieros) y que se sitúa en la actualidad por encima de la banca europea (17,3 % vs. 14,7 %). No obstante, aunque la exposición es superior, juega a favor de nuestro sector bancario el hecho de que la mayoría de esa exposición no está afectada por cambios de valoración ante la subida de tipos, ya que el 69,1 % de la deuda pública se mantiene a vencimiento (a coste amortizado), 10 p. p. más que en la media de los sectores bancarios de la UE-27. La deuda más expuesta a la subida de tipos (la que se valora a precios de mercado y la variación del valor va contra resultados) tiene en la actualidad un peso en la banca española similar al que tiene en la banca europea (17,6 % vs. 18 %) y ha aumentado casi 7 p. p. desde 2021.

En el caso del negocio doméstico en España, el peso de la deuda pública en los balances bancarios es inferior (7,9 %), aunque también ha aumentado en los últimos años.

También es de destacar que la menor tenencia de deuda pública española por parte del Eurosistema se ha compensado en parte por la mayor tenencia en poder del sector bancario español, pero sobre todo por el aumento de la deuda en manos de no residentes, lo que es un indicador de la confianza de los inversores en la economía española que se traduce en su actual reducida prima de riesgo.

Finalmente, el análisis de la composición geográfica de la deuda pública y su comparación por países en la UE-27 muestra un sesgo doméstico en las carteras de los bancos y un reducido peso de la deuda de otros países europeos, lo que es indicio de que hay terreno para que aumente el grado de integración financiera europea. En el caso de la banca española, el mayor peso de la deuda de países no europeos está en concordancia con su elevada actividad internacional fuera de la UE.

Referencias

Autoridad Bancaria Europea. (2026). *Risk Assessment Report*. June 2026.

Banco de España. (2026). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026*.

Fondo Monetario Internacional. (2026). *Global Financial Stability Report*, octubre de 2026.

04

Ángel Berges, Laura Ciriza y María Rodríguez
Afi, Analistas Financieros Internacionales



La recomposición del pasivo bancario en el nuevo ciclo de tipos

Tras varios años en los que la financiación del Banco Central Europeo condicionó la estructura del pasivo bancario, primero con la apelación masiva a las TLTRO y después con su acelerada amortización, la banca europea afronta un nuevo ciclo en el que los depósitos y las emisiones vuelven a ser las piezas centrales de su financiación. Este artículo analiza cómo se está recomponiendo el pasivo bancario en este escenario. Para ello, toma como referencia los planes de financiación de la banca europea recopilados por la EBA y los contrasta con la evolución reciente de la banca española. El análisis pone de relieve la ventaja diferencial que mantiene el sector bancario español gracias al mayor peso de los depósitos a la vista. Sin embargo, esa ventaja es más estrecha que en el anterior ciclo de subidas, ante el encarecimiento de la financiación mayorista y un mayor dinamismo en la remuneración del pasivo minorista. El resultado es un menor margen de maniobra que en periodos previos y una mayor relevancia de la gestión del pasivo para preservar la rentabilidad.

Introducción

La estructura de financiación de la banca europea ha experimentado una profunda transformación en los últimos cinco años, condicionada por los sucesivos cambios de política monetaria. Tras un periodo marcado por la abundante liquidez y el acceso a financiación del Banco Central Europeo en condiciones especialmente favorables, la normalización monetaria ha devuelto el protagonismo a las fuentes tradicionales de financiación, depósitos de clientes y emisiones de deuda.

Este cambio adquiere especial relevancia en un contexto de recuperación del dinamismo crediticio y de tipos de interés más elevados. En este escenario, la gestión del pasivo no depende únicamente de la capacidad de las entidades para captar recursos, sino también de cómo se distribuyen entre las distintas fuentes de financiación y de los costes asociados a cada una de ellas. Su composición se convierte así en un elemento fundamental para comprender las diferencias entre sistemas bancarios y su capacidad para afrontar las nuevas condiciones de mercado.

En este contexto, el artículo analiza la recomposición del pasivo bancario europeo a partir de las perspectivas recogidas en los *Funding Plan* de la EBA, para posteriormente profundizar en la estructura de financiación de la banca española. El objetivo es identificar sus principales particularidades frente al agregado europeo y valorar cómo su posición de partida podría condicionar la capacidad para afrontar las nuevas presiones sobre los costes de financiación.

Cambio de composición del pasivo de las entidades bancarias europeas

El recurso al Banco Central Europeo (BCE) como fuente de financiación ilustra muy bien el cambio de ciclo de tipos de interés de los últimos cinco años. Tal y como se muestra en el gráfico 1, durante la fase final de tipos negativos y en plena pandemia, la banca europea elevó de forma muy significativa la financiación a largo plazo del BCE, vinculada fundamentalmente a las TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), con sus ventajosas condiciones. Sin embargo, en cuanto se produjo el cambio de la política monetaria, el coste relativo de mantener hasta vencimiento las TLTRO dejó de compensar frente a otras alternativas, en un entorno de elevada liquidez disponible, y se aceleró su devolución hasta quedar en niveles muy residuales. Posteriormente, y ya en un entorno de normalización monetaria, el recurso al BCE pasa a realizarse a través de las Operaciones Principales de Financiación (OPF), si bien con volúmenes muy inferiores a los de las TLTRO previas.

Por otra parte, con el canal de financiación interbancaria ya normalizado, y tomando como referencia la información recogida en el gráfico 2, ganan protagonismo otras vías de captación de recursos. En particular, los depósitos de los hogares y de las empresas no financieras han mantenido una trayectoria de crecimiento sostenido, consolidándose como la principal fuente de financiación del sector.

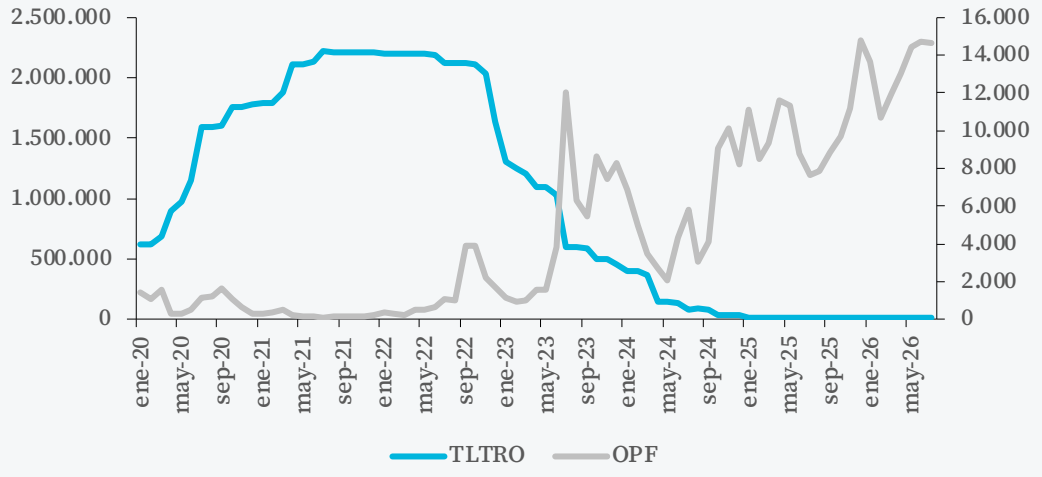
Los depósitos de hogares y empresas continuarían creciendo a un ritmo próximo al 4 % anual durante el horizonte de planificación

En este contexto, y de acuerdo con los *funding plan* de las entidades, en su estructura de pasivo ganaría algo de peso la financiación de mercado, pero sin pérdida de dinamismo de la financiación minorista, ya que los depósitos de hogares y empresas continuarían creciendo a un ritmo

Gráfico 1

Apelación BCE-UE

Millones de euros

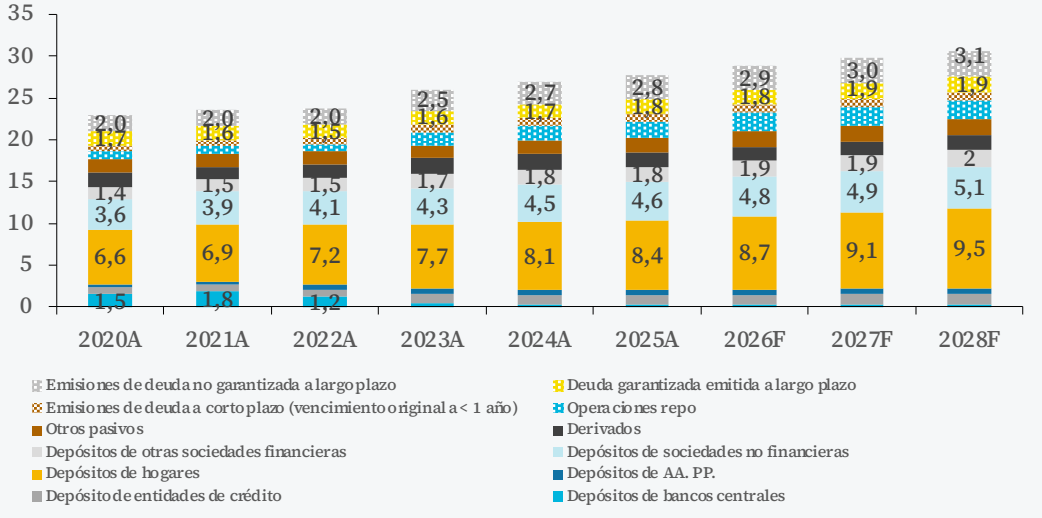


Nota: TLTRO (eje izquierdo) y OPF (eje derecho).
Fuente: Afi a partir del Banco de España.

Gráfico 2

Composición del pasivo de los bancos de la UE

Billones de euros



Fuente: Afi a partir de EBA (*Risk Assessment Report – June 2026 & July 2023*).

próximo al 4 % anual durante el horizonte de planificación.

Concretamente, las entidades europeas anticipan un aumento de las emisiones mayoristas, como consecuencia de la refinanciación de vencimientos, pero también un aumento de las emisiones netas. Las emisiones previstas de 2026 se concentran especialmente en instrumentos como deuda *senior preferred* o *covered bonds* y ABS (*Asset-Backed Securities*). En contraposición, alternativas como la deuda no preferente y la deuda senior no garantizada pierden cierta presencia relativa en el *mix* de pasivo. Por tanto, en un entorno de subidas de tipos, las entidades estarían derivando su financiación hacia instrumentos con un menor coste relativo, tanto para la refinanciación de instrumentos como para el crecimiento del balance.

Este esquema de financiación se acompaña de unas expectativas de crecimiento del crédito también positivas, superiores al 5 % en empresas y en torno al 3 %-4 % en hogares en 2026, crecimientos que probablemente deban ser reestimados a la baja dado el repunte de tipos largos observado en los últimos meses, que puede actuar como freno a la demanda de crédito.

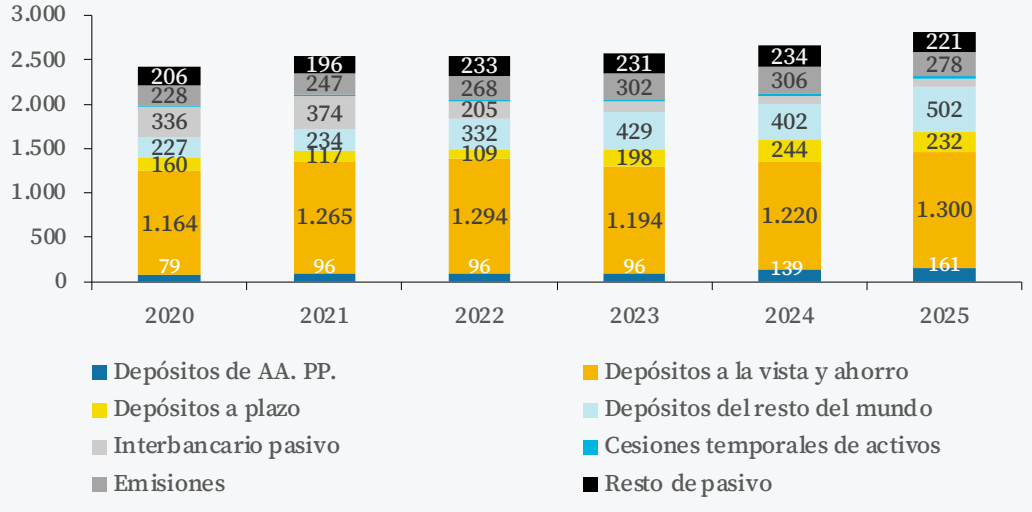
Banca española: recomposición de pasivo

Tras analizar las expectativas de financiación de la banca europea, el análisis se centra en el sistema bancario español, cuya evolución presenta un patrón similar al del agregado europeo. Como refleja el gráfico 3, el pasivo bancario ha mantenido una trayectoria de crecimiento sostenido, impulsada en los últimos años por las

Gráfico 3

Composición del pasivo del sistema bancario español

Miles de millones de euros



Fuente: Afi a partir del Banco de España.

mayores necesidades de financiación asociadas a la recuperación de la actividad crediticia. Este crecimiento se ha producido en paralelo a una menor dependencia de la financiación interbancaria, compensada por el mayor protagonismo de los depósitos y de las emisiones de deuda, aunque estas últimas muestran cierta moderación en 2025.

Atendiendo a la relevancia de estas dos fuentes de financiación (depósitos y emisiones de deuda en mercado), resulta especialmente pertinente profundizar en su evolución y composición, así como en los costes asociados a cada una de ellas.

En el caso de los depósitos, el crecimiento se ha apoyado tanto en los saldos a la vista como en los recursos a plazo, con una evolución en línea con las previsiones de crecimiento anual del 4 % recogidas en los *funding plans* de la EBA, siendo incluso el crecimiento superior al esperado en el segmento de empresas.

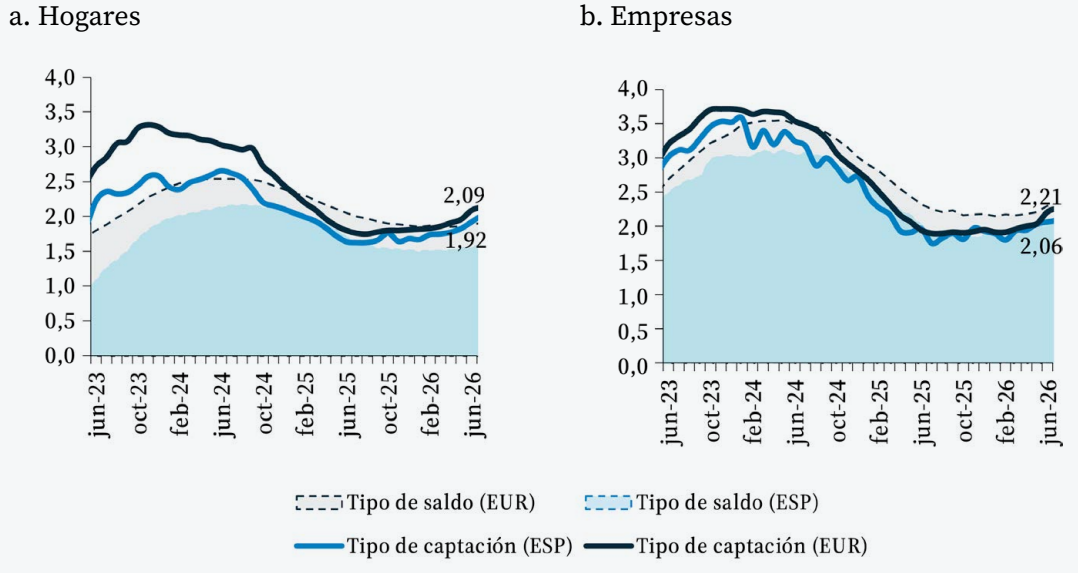
Esta mayor competencia por la captación de recursos se ha traducido en una progresiva convergencia de los tipos ofrecidos en España hacia los niveles europeos

En términos de coste de esta financiación minorista, a diferencia de lo sucedido durante el anterior ciclo de subidas de tipos, cuando la elevada

Gráfico 4

Tipo medio de los depósitos a plazo para hogares y empresas

Porcentaje

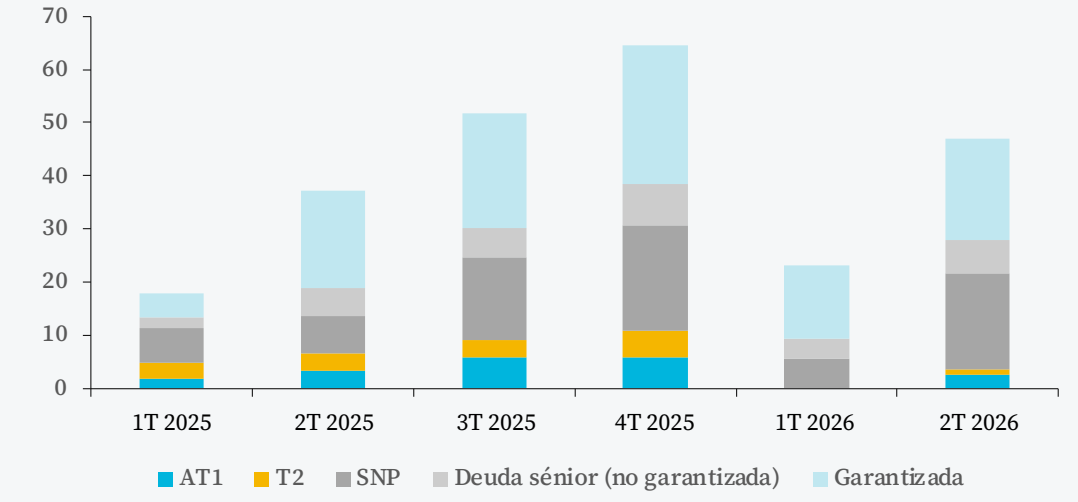


Fuentes: Afi a partir del ECB y del Banco de España.

Gráfico 5

Volumen anual de emisiones de la banca española

Miles de millones de euros



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

disponibilidad de liquidez permitió a las entidades españolas retrasar la remuneración del ahorro frente a sus homólogas europeas, las dinámicas competitivas en el mercado y el crecimiento del activo han favorecido una reacción más rápida en los tipos de captación de depósitos a plazo.

Como reflejan los gráficos 4a y 4b, esta mayor competencia por la captación de recursos se ha traducido en una progresiva convergencia de los tipos ofrecidos en España hacia los niveles europeos, reduciendo sustancialmente una brecha que durante el ciclo anterior llegó a aproximarse a un punto porcentual.

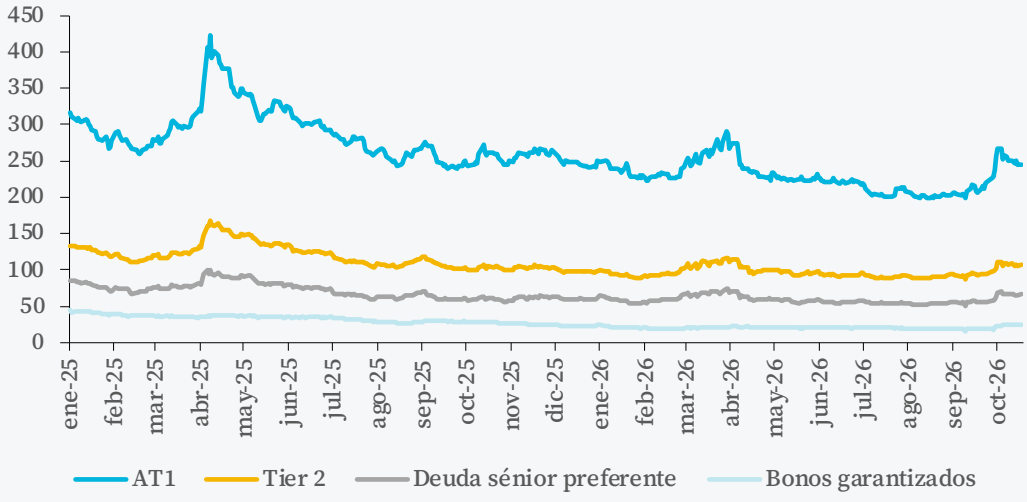
No obstante, esta convergencia no se ha traducido en una equiparación del coste total de la financiación minorista, dado el mayor peso estructural de los depósitos a la vista en España respecto al agregado europeo (84 % frente al 74 %, respectivamente). Esta composición, menos dependiente de los recursos a plazo al menos hasta la fecha, permite a las entidades españolas preservar una ventaja competitiva en el coste agregado de los depósitos, que se traslada a un mejor posicionamiento en términos de rentabilidad del margen de intereses.

Por el lado de las emisiones, la banca española muestra en el primer semestre de 2026 una dinámica claramente expansiva en términos interanuales (gráfico 5). El volumen bruto emitido se sitúa en torno a los 45.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento superior al +25 % respecto al primer semestre de 2025. Por tipología, el volumen emitido se concentra principalmente en deuda garantizada y SNP (*Senior Non-Preferred*), lo que refleja una combinación de financiación de mayor coste relativo en relación con la que prevén emitir las entidades europeas en términos agregados, al

Gráfico 6

Diferencial (*Swap OAS*) de la deuda bancaria en euros, por instrumento

Puntos básicos



Fuente: Afi a partir de *Intercontinental Exchange* (ICE).

mantener niveles superiores de emisiones de deuda no preferente.

En cuanto a coste, el repunte de las emisiones no se ha visto acompañado de un deterioro uniforme entre instrumentos, tal y como se observa en el gráfico 6. Los diferenciales (*Swap OAS*) de la deuda bancaria en euros registran tres episodios de repunte durante el último año y medio. El primero, en la primavera de 2025, coincidiendo con las tensiones derivadas del anuncio de nuevos aranceles en Estados Unidos; el segundo, en el primer trimestre de 2026, asociado al estallido del conflicto en Oriente Medio; y el tercero, a comienzos de octubre de 2026, en un contexto marcado por el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana y la presión ejercida por las emisiones vinculadas a la IA.

Más allá de las causas que han motivado cada uno de estos episodios, se observa un patrón común en la evolución de los diferenciales, cuya ampliación ha sido más contenida en los instrumentos con menor grado de subordinación. Así, los *covered bonds* apenas han registrado variaciones, frente a la mayor sensibilidad de los AT1 y Tier 2, lo que pone de manifiesto que el mercado continúa discriminando el riesgo en función de las características de cada instrumento, especialmente en periodos de mayor volatilidad.

La creciente competencia en los depósitos, que no solo se ha trasladado al coste de captación del plazo, sino a las dinámicas comerciales de las entidades

Esa mayor volatilidad en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica y económica, junto con unas perspectivas de tipos de interés más elevadas durante un horizonte prolongado, que

podrían mantener cierta presión sobre el coste de las emisiones, especialmente en los instrumentos de mayor subordinación, se traslada también a la comentada creciente competencia en los depósitos, que no solo se ha trasladado al coste de captación del plazo, sino a las dinámicas comerciales de las entidades. En este sentido, se observa en el mercado una dinámica clara en la que la política comercial de las entidades pone el foco en la captación del cliente transaccional, a partir de ofertas de cuentas remuneradas, en las que la vinculación del cliente es esencial para mantener la estabilidad de los saldos transaccionales, fundamental para un momento de crecimiento del crédito, creciente presión del coste de los depósitos y elevada competencia.

Conclusión

La recomposición del pasivo bancario europeo refleja una transición hacia una estructura de financiación en la que los depósitos y las emisiones de deuda recuperan protagonismo frente al recurso extraordinario a la financiación del BCE. En este proceso, la banca española mantiene ciertas particularidades respecto al agregado europeo, especialmente por el mayor peso de los depósitos a la vista, que continúa favoreciendo un coste de financiación más contenido.

Sin embargo, las condiciones actuales difieren de las observadas en el anterior ciclo de subidas de tipos. El mayor dinamismo del crédito, la menor disponibilidad de liquidez y las renovadas presiones sobre los costes de captación están reduciendo parte de esa ventaja. Todo ello refuerza la importancia de la composición del pasivo y de su gestión como factores determinantes para sostener la rentabilidad bancaria en un entorno de mayor inestabilidad monetaria y financiera.

05

Miguel Ángel González Simón*
Funcas

* El autor agradece los comentarios de Raymond Torres. Cualquier error u omisión, sin embargo, es responsabilidad única del autor.



La competitividad española: evolución reciente y desafíos

La competitividad española ha registrado una ganancia en los últimos años, concentrada en los servicios. En particular, los servicios no turísticos españoles incrementaron su cuota en las exportaciones mundiales un 12 % entre 2023 y 2025. Esta mejoría, además, ha coincidido con un mayor peso de las actividades intensivas en conocimiento en las entradas de inversión directa a lo largo de la última década, lo que podría estar relacionado con este avance. La posición competitiva, no obstante, podría estar condicionada por el diferencial positivo de inflación frente a la eurozona. En términos acumulados desde 2023, la pérdida de competitividad-precio aún es limitada y desigual según el indicador. Pero desde 2025, los costes laborales unitarios han crecido más en España que en la eurozona, impulsados por el mayor crecimiento de las remuneraciones nominales y el menor dinamismo de la productividad por hora. Las medidas para consolidar la mejora pasan por ampliar las capacidades que explican las ganancias exteriores y elevar la productividad por hora.

Introducción

La competitividad es la capacidad de las empresas de un área geográfica para sostener y ampliar su presencia en los mercados en los que operan. Su estudio requiere, por tanto, combinar la evaluación de su desempeño exterior con el comportamiento de los precios, los costes y otros factores que la determinan.

En los últimos años, España ha registrado un crecimiento del PIB superior al de la eurozona, al que se ha añadido un diferencial positivo de inflación general desde 2024. Esta simultaneidad ofrece un caso de interés para analizar la dinámica competitiva de su economía, ya que el sector exterior ha desempeñado un papel relevante en el impulso de la actividad y el diferencial de inflación podría frenarlo.

El mayor crecimiento relativo, sin embargo, no implica necesariamente una mejora competitiva. La expansión anterior a la crisis financiera es un precedente ilustrativo de esta situación, cuando coincidió una pérdida de la competitividad-precio con la acumulación de desequilibrios, como la concentración de los recursos en sectores poco productivos.

El período actual comparte con el anterior a la crisis los diferenciales positivos en actividad e inflación, pero difiere en aspectos fundamentales, como la ganancia de cuota mundial en servicios no turísticos y la mayor participación de la inversión directa extranjera recibida en actividades intensivas en conocimiento. No obstante, la persistencia del diferencial de inflación exige un análisis detallado de su origen y su relación con los precios y costes relevantes para las empresas, porque podría ser un condicionante de la competitividad española.

Este artículo analiza la mejora reciente, si descansa en una ventaja de nivel que se mantiene o en una tendencia de costes que ya ha empezado a girarse, y qué condiciones serían necesarias para consolidarla.

Evolución reciente de la competitividad española

La economía española ha mostrado un crecimiento del PIB en los últimos años que ha superado al conjunto de la eurozona, con un diferencial positivo promedio de 1,8 puntos porcentuales en la tasa interanual desde 2023. Y este comportamiento ha coexistido con la fortaleza del sector exterior, donde, a pesar de las diferentes perturbaciones, el saldo de bienes y servicios se ha mantenido de media en el 3,7 % del PIB durante el mismo período.

Pero ni el crecimiento económico ni el saldo exterior permiten por sí solos establecer si ha mejorado la competitividad. Para aproximarla es necesario observar directamente la capacidad de las empresas españolas para mantener o ganar presencia en los mercados internacionales.

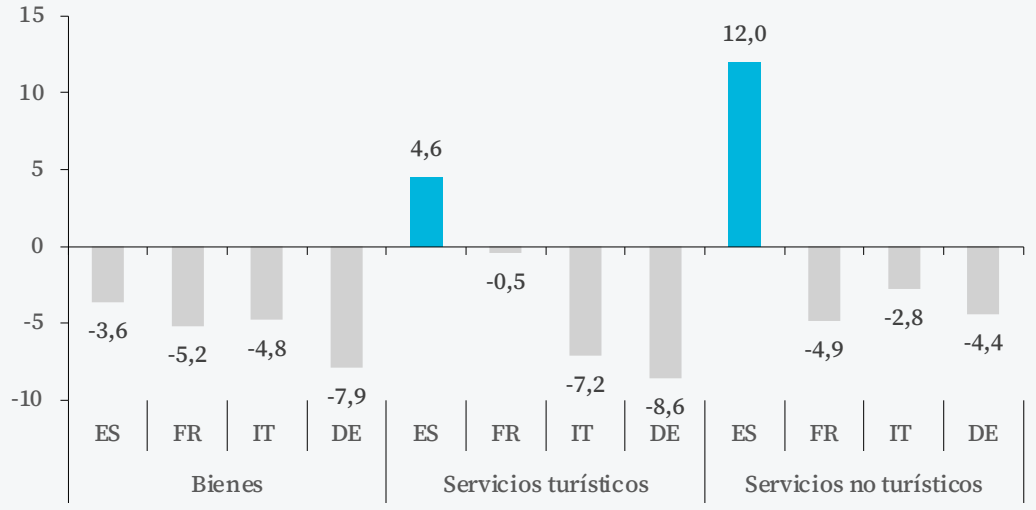
La caída generalizada en la cuota de exportaciones de bienes estaría recogiendo las dificultades de las empresas industriales para competir en terceros mercados en un contexto de mayor competencia

Un primer acercamiento para estudiar la evolución de la competitividad española se puede realizar con las cuotas de exportación mundiales, que son un indicador *ex post* en la medida

Gráfico 1

Variación de la cuota en las exportaciones mundiales por categoría entre 2023 y 2025

Porcentaje



Nota: Las barras representan la variación relativa en la cuota de exportaciones mundiales en cada categoría y país entre 2023 y 2025.

Fuentes: Elaboración propia a partir de Eurostat y UNCTAD.

en que capturan la capacidad de una economía para adaptarse a la demanda exterior y a la competencia de otros países.

El gráfico 1 muestra la variación porcentual de la cuota de España, Francia, Italia y Alemania en las exportaciones mundiales de bienes, servicios turísticos y servicios no turísticos entre 2023 y 2025.

En ese período, las cuatro mayores economías de la eurozona perdieron cuota en las exportaciones mundiales de bienes, aunque el retroceso de España (-3,6 %) fue más contenido que el resto, que osciló entre el 4,8 % y el 7,9 %. En los servicios, sin embargo, España ganó cuota en los turísticos (4,6 %) y, sobre todo, en los no turísticos (12,0 %), frente al descenso registrado por las otras tres economías.

La caída generalizada en la cuota de exportaciones de bienes estaría recogiendo las dificultades de las empresas industriales para competir en terceros mercados en un contexto de mayor competencia, especialmente proveniente de China. Este hecho reforzaría el diagnóstico del *China Shock 2.0,* según el cual las exportaciones industriales del país asiático competirían directamente con las manufacturas avanzadas europeas, y habrían aumentado en los mercados globales de forma notable en los últimos años (Amicucci et al., 2026).

En el caso de las exportaciones españolas de servicios no turísticos, el crecimiento ha sido generalizado, pero algunos sectores lo han liderado. Entre ellos, los servicios empresariales han contribuido con el 53,6 % de su aumento entre 2023 y 2025. Dentro de estos, los servicios técnicos

relacionados con el comercio y la consultoría profesional y de gestión explican un 41,2 % y un 16,4 % del aumento de los servicios no turísticos, respectivamente, mientras que los de I+D restaron al crecimiento, en línea con la debilidad de este segmento que se analiza más adelante. También han sido relevantes los cargos por el uso de la propiedad intelectual (21,9 %).

El dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos es un fenómeno internacional que se lleva produciendo en las últimas décadas (Minondo, 2015). Y entre los factores que lo impulsan se encuentran el desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación o el hecho de que las exportaciones de bienes incorporan cada vez más servicios digitales extranjeros (Machuca y García, 2023).

Desde la pandemia en 2020, el principal impulso de este tipo de exportación estaría asociado al incremento de los servicios prestados de forma digital, que amplió el mercado potencial de las empresas españolas (Banco de España, 2026). Y se habría beneficiado de dirigirse sobre todo a la Unión Europea, donde las barreras para ese tipo de comercio se han ido reduciendo.

Además, la mayor complejidad de la economía mundial ha puesto de relieve la importancia de monitorizar indicadores de competitividad distintos al precio. Según Crespo et al. (2011), la competitividad-precio explicaría en torno al 10 % de la varianza de las exportaciones, lo que pone de relieve la relevancia de otros factores, como la variedad o la calidad de los bienes y servicios. Entre los factores que podrían favorecer su mejoría está la composición de la inversión directa extranjera (IDE) recibida, ya que su impacto sobre la productividad de las empresas receptoras sería mayor en las actividades de mayor contenido tecnológico (Rodríguez y Tello, 2014).

El gráfico 2 representa el peso de la IDE bruta recibida por España durante la última década en actividades intensivas en conocimiento.

Este peso ha aumentado de forma sostenida a lo largo de la última década, hasta prácticamente duplicarse, desde el 18,3 % en 2014-2016 hasta el 35,6 % en 2023-2025. El mayor avance, sin embargo, se produjo en el período justo anterior a la pandemia, con un aumento de unos once puntos en 2017-2019, al que siguió otro de 5,2 puntos en 2020-2022. En el último trienio (2023-2025), el peso también se incrementó, pero lo hizo en menor medida (un punto), lo que sugiere que estas actividades se estarían consolidando en la composición de la IDE recibida.

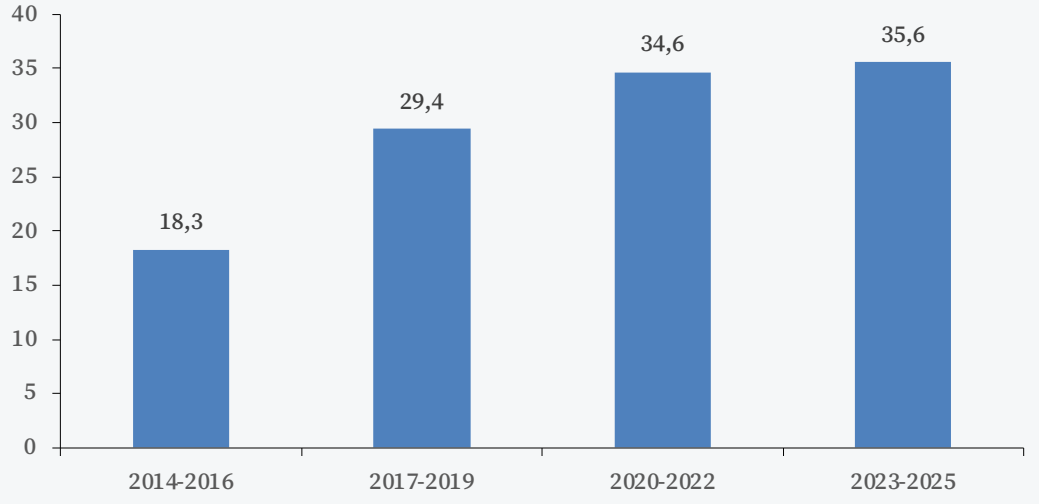
La IDE recibida tiende a elevar la productividad de las empresas con cierto retraso. Así, las ganancias de cuota en las exportaciones de servicios no turísticos se habrían apoyado en una estructura de IDE que ya se había desplazado hacia actividades intensivas en conocimiento en los años previos. El perfil de las empresas que han liderado el crecimiento de estas exportaciones tras la pandemia encajaría con esta lectura. Machuca y García (2023) atribuyen de forma parcial su dinamismo a un conjunto de grandes empresas que suelen pertenecer a grupos multinacionales, y, entre ellas, filiales de grupos extranjeros receptoras de IDE.

En suma, la evolución reciente de la competitividad española revela que España ha ganado cuota en las exportaciones mundiales de servicios, especialmente en los no turísticos, con un avance concentrado en los servicios empresariales, y ha perdido menos cuota en las de bienes que las principales economías de la eurozona. Estas ganancias se habrían apoyado también en factores distintos de los precios, como una estructura de IDE cada vez más orientada hacia actividades intensivas en conocimiento.

Gráfico 2

Peso de las actividades intensivas en conocimiento en la inversión directa extranjera recibida por España

Porcentaje del total de cada período



Nota: Las barras muestran el peso de la inversión directa extranjera bruta recibida, excluidas las entidades de tenencia de valores extranjeros, en España para las actividades intensivas en conocimiento. El peso se calcula como el total de recursos recibidos por esas actividades sobre el total de cada período. Se define como actividades intensivas en conocimiento siguiendo a Eurostat, si los ocupados con estudios superiores superan el 33 % de su empleo.

Fuente: Elaboración propia a partir de DataInvex.

Su alcance, no obstante, es todavía limitado, aunque la comparación con Francia y Alemania sugiere que tendrían recorrido. Las exportaciones de servicios no turísticos, entre 2023 y 2025, representaron de media el 6,7 % del PIB en España, frente al 10,2 % en Francia y el 9,3 % en Alemania. La distancia, además, se concentra en los segmentos de mayor contenido tecnológico, como la propiedad intelectual y la I+D, que apenas alcanzan el 0,5 % del PIB, en comparación con el 1,2 % en Francia y el 1,6 % en Alemania. Que este recorrido llegue a materializarse depende también de la evolución de los precios y los costes relativos, que analizamos en la siguiente sección.

Desafíos de la competitividad española

Las mejoras presentadas en el sector exterior no garantizan que la posición competitiva vaya a mantenerse en los próximos años. Desde 2024, la inflación española ha mostrado un diferencial positivo respecto a la de la eurozona, y esto plantea la cuestión sobre en qué medida se podría trasladar a los precios y costes relevantes para las empresas, y condicionar las ganancias acumuladas.

Su análisis adquiere relevancia en una unión monetaria como la eurozona, ya que las autoridades nacionales no disponen del tipo de cambio

Las mejoras presentadas en el sector exterior no garantizan que la posición competitiva vaya a mantenerse en los próximos años

como instrumento de ajuste. En este contexto, lo que importa para la competitividad es el comportamiento relativo de los precios y los costes frente a sus competidores. En condiciones normales, estos diferenciales son habituales y responden a ajustes de precios ante las perturbaciones. Pero su persistencia, si no refleja convergencia en los niveles de precios, podría mostrar divergencias en los costes y fomentar desequilibrios exteriores (Filip et al., 2023).

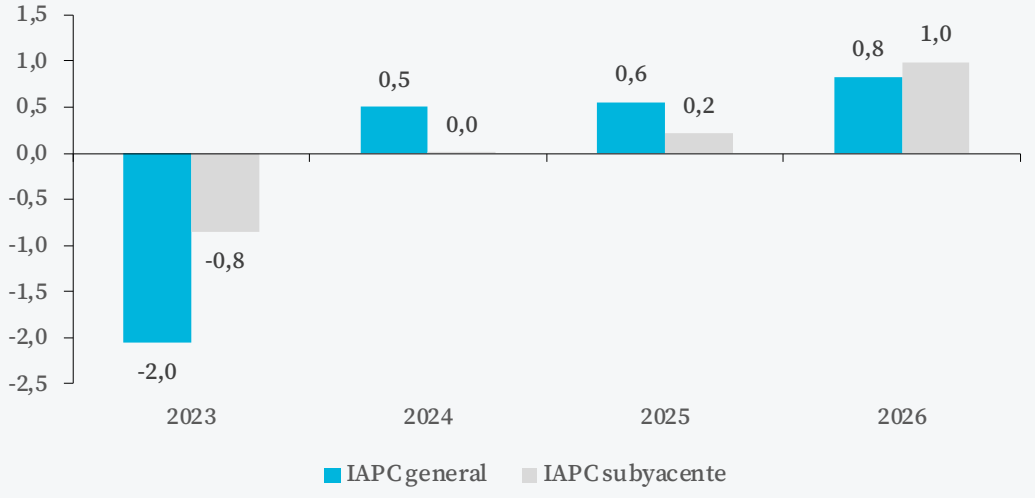
El gráfico 3 muestra el diferencial de inflación de España frente a la eurozona desde 2023, medido como el promedio de la tasa interanual de cada mes con el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) general y subyacente.

En 2023, las tasas del IAPC general y subyacente fueron, de media, 2,0 y 0,8 puntos porcentuales inferiores en España respecto al área del euro, respectivamente. Pero desde 2024, la inflación española se ha situado por encima de la del conjunto de la eurozona, y se ha ido ampliando hasta alcanzar, con los datos disponibles de 2026,

Gráfico 3

Diferencial de inflación de España respecto a la eurozona

Puntos porcentuales



Nota: Las barras reflejan el promedio anual del diferencial de las tasas interanuales del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) general y subyacente. Los datos de 2026 llegan hasta septiembre. Se define el IAPC subyacente siguiendo al Banco Central Europeo: la tasa general excluyendo energía, alimentos, alcohol y tabaco. Valores positivos indican mayor inflación en España.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

0,8 puntos porcentuales en el índice general y 1,0 en el subyacente. La menor amplitud del diferencial subyacente en 2023 sugiere que la ventaja de ese año se explicaría, al menos parcialmente, por los componentes más volátiles de la cesta, como la energía. En cambio, su aumento año tras año apuntaría a que la mayor inflación relativa se estaría extendiendo a los componentes más estables del indicador, lo que podría hacerla más persistente.

Esta evolución se mantiene cuando se aísla el efecto de los cambios en la imposición indirecta mediante el IAPC a impuestos constantes de Eurostat. Con este indicador, el diferencial general pasa de 0,6 puntos porcentuales en 2024 a 1,3 en 2026: medio punto por encima del observado con el índice general. Esto sugiere que los cambios impositivos realizados en la política fiscal habrían moderado el aumento del diferencial en 2026.

El diferencial se explicaría inicialmente por la evolución del precio de la energía en España, y, posteriormente, por la mayor persistencia en la inflación de los servicios (Banco de España, 2026).

Con todo, el diferencial de inflación no implica directamente una pérdida de competitividad, ya que la comparación de los precios de consumo incluye bienes y servicios no comercializables, con un peso distinto en la cesta de cada área. Y la moderación del diferencial asociada a los cambios impositivos tampoco implica una ganancia, porque los impuestos indirectos, con carácter general, no incluyen a las exportaciones. Por ello, la valoración de la competitividad requiere comparar la evolución de agregados homogéneos de costes y de precios en España y en la eurozona, como los que permiten los distintos indicadores de tipo de cambio efectivo real.

El gráfico 4 muestra la tasa de variación acumulada respecto a 2023 del tipo de cambio efectivo real frente a la eurozona deflactado por diferentes indicadores, que capturan el comportamiento de los costes y los precios desde distintos ángulos.

La posición competitiva de la economía española se habría deteriorado respecto a las mayores ganancias conseguidas desde 2023

Los indicadores de competitividad señalan que, en el último dato disponible, la posición competitiva de la economía española se habría deteriorado respecto a las mayores ganancias conseguidas desde 2023, hasta situarse, con la mayoría de los indicadores, en niveles próximos a los menos favorables del período. La intensidad de este deterioro, no obstante, difiere en función del deflactor utilizado. El indicador basado en los costes laborales unitarios (CLU) del conjunto de la economía se sitúa en un nivel muy próximo a su promedio de 2023 (-0,2 %), tras haber llegado a acumular una ganancia en torno al 1,7 %. Considerando los CLU de manufacturas, el empeoramiento de la competitividad es superior, con una pérdida del 2,1 % frente al promedio de 2023, lo que supone una reversión de unos cuatro puntos respecto a su mínimo.

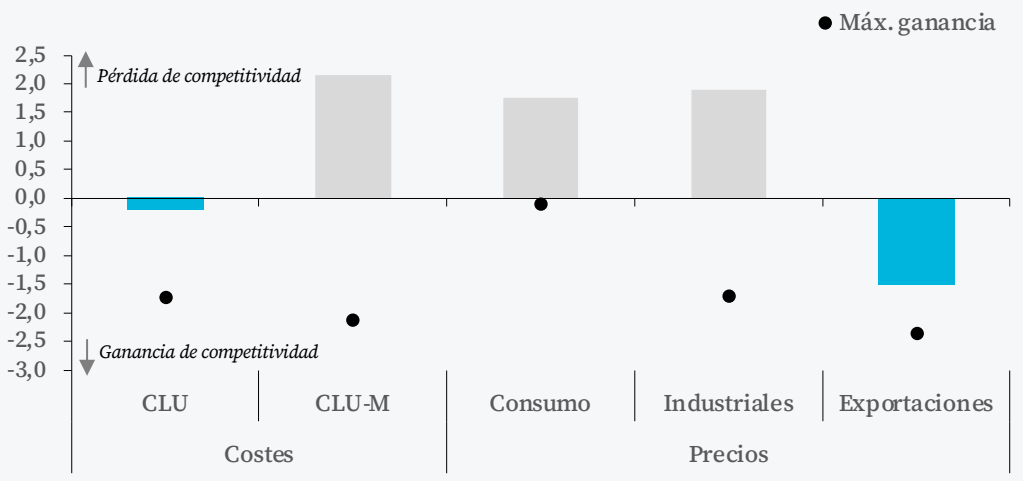
Las medidas de precios reflejan también una pérdida de competitividad en el caso de los precios de consumo (1,8 %) y de los precios industriales (1,9 %). En cambio, el indicador calculado con los precios de exportación[1] mantiene una ganancia respecto a 2023 (-1,5 %), con un deterioro inferior a un punto desde su nivel más favorable.

1 El indicador de precios de exportación se construye con índices de valor unitario de las exportaciones de bienes, por lo que su evolución recoge también cambios en su composición.

Gráfico 4

Tipo de cambio efectivo real de España frente a la UEM según deflactor, variación acumulada respecto al promedio de 2023

Porcentaje



Nota: Las barras muestran la variación hasta el último dato disponible y los círculos, la mayor ganancia de competitividad registrada desde 2023. Valores negativos indican ganancia de competitividad. El último dato es de agosto de 2026 en precios de consumo, de julio en precios industriales, de junio en IVUE y del segundo trimestre en CLU y CLU-M. CLU indica los costes laborales unitarios del total de la economía, CLU-M los costes laborales unitarios de las manufacturas. Las exportaciones se miden con el índice de valor unitario de las exportaciones (IVUE).

Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España.

Esta heterogeneidad en el comportamiento de los indicadores muestra que el diagnóstico sobre la evolución reciente de la competitividad-precio depende en buena medida de la variable considerada, por abarcar grupos de bienes y servicios distintos, lo que aconseja interpretarlos de forma conjunta.

El siguiente paso del análisis es comparar la evolución de los CLU en España y en la eurozona en el período reciente. El gráfico 4 muestra la variación acumulada del tipo de cambio efectivo real, mientras que el gráfico 5 representa el diferencial de crecimiento anual de los CLU y su desglose por componentes. Así, podemos completar la imagen de su evolución y responder a cuánto ha cambiado desde 2023, y qué lo explica.

En 2023 y 2024 el ritmo de crecimiento de los CLUs en España fue inferior al de la eurozona (-0,5 y -1,2 puntos porcentuales, respectivamente), pero en 2025 su aceleración fue mayor que la tasa registrada en la eurozona en 1,1 puntos porcentuales, y se ha mantenido en lo que llevamos de 2026 (0,7 puntos porcentuales).

Su desglose revela un cambio de composición en 2025 y 2026 frente a 2023 y 2024. El crecimiento

de los CLU fue contenido en 2023 y 2024 por el mayor incremento de la productividad por hora, que restó, en conjunto, dos puntos porcentuales, y, en menor medida, por la moderación relativa de la remuneración por asalariado, que contribuyó con un punto menos. Ambos factores más que compensaron la aportación positiva de las horas por ocupado, cuyo menor avance relativo en España redujo la ganancia de la productividad por ocupado, y consiguieron contener el incremento de los CLU respecto al área del euro.

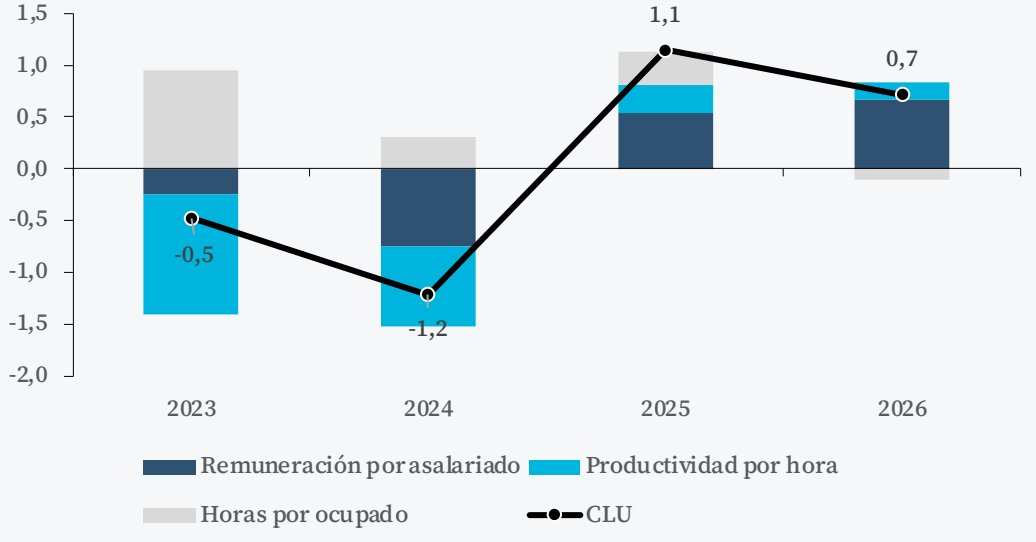
En 2025 y 2026, no obstante, todos los componentes, excepto las horas por ocupado en 2026, han contribuido al incremento de los CLU relativos en España. Destaca la remuneración por asalariado, que aporta unas seis décimas anuales, y el menor dinamismo de la productividad por hora. Este comportamiento apuntaría a un aumento en las presiones de los costes que enfrentan las empresas españolas en el actual contexto de mayor inflación relativa, lo que podría condicionar su competitividad-precio.

Una mayor inflación suele trasladarse a la remuneración a través de la negociación colectiva. Entre 2023 y el segundo trimestre de 2026, la remuneración real por asalariado, ajustada

Gráfico 5

Descomposición del diferencial en la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios en España frente a la eurozona

Puntos porcentuales



Nota: La línea muestra el diferencial en la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios (CLU), y las barras, la contribución de cada componente, cuya suma es el valor de la línea. Valores positivos indican mayor crecimiento de los CLU en España o componentes que lo empujan al alza. Un mayor avance de la productividad por hora o de las horas por ocupado en España reduce los CLU, por lo que aparece en negativo. Los datos de 2026 llegan hasta el segundo trimestre.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

por el deflactor del PIB, ha crecido a un ritmo similar en España y en la eurozona (casi un 4 % acumulado). Si se mantiene esa relación, la contribución de la remuneración al diferencial de CLU se moderaría con el de inflación, si los mecanismos de negociación colectiva son los adecuados.

Ahora bien, el gráfico 4 muestra que los CLU relativos, en términos acumulados, aún se sitúan en torno al nivel promedio de 2023. Entonces, solo si los costes laborales unitarios relativos continúan aumentando, las empresas tendrían que responder aumentando precios, manteniendo sus márgenes, a costa de su competitividad-precio, o mediante su absorción, reduciéndolos, lo que también podría condicionar su competitividad porque su capacidad de financiación interna sería más limitada y, en consecuencia, la inversión posterior.

En este contexto, para que un mayor crecimiento de la remuneración por asalariado no se traduzca en una pérdida de competitividad-precio, ni en una compresión excesiva de los márgenes, es fundamental que la productividad por trabajador avance más rápido que en la eurozona. Como las horas por ocupado han tendido a crecer menos que en la eurozona, ese avance tendría que proceder sobre todo de la productividad por hora. Y una vía para elevar la productividad agregada sería favorecer la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas, lo que a su vez podría permitir ampliar la base exportadora.

En conjunto, el diferencial de inflación positivo frente a la eurozona desde 2024 y el de CLU desde 2025 apuntarían a una erosión de la competitividad-precio que, sin embargo, aún es limitada en términos acumulados y desigual según el indicador considerado. Conseguir contenerla condicionará la capacidad de las empresas españolas para mantener las ganancias registradas en los últimos años, y dependería, a corto plazo, de que la negociación salarial no perpetúe el diferencial de precios y, a medio plazo, de la productividad por hora, que son los ejes de las recomendaciones de política económica que se presentan a continuación.

Recomendaciones de política económica

La economía española ha registrado, desde 2023, avances en la cuota de las exportaciones mundiales de servicios, sobre todo en los no turísticos intensivos en conocimiento. Desde 2025, sin embargo, los CLU crecen más rápido en España que en la eurozona y su competitividad-precio habría cambiado de tendencia, aunque según el tipo de cambio efectivo real deflactado por CLU sigue en torno a su nivel de 2023.

Este comportamiento no justificaría una devaluación interna para mantener las ganancias acumuladas. En el período reciente no se habría producido un desajuste acumulado que corregir, a diferencia de la expansión anterior a la crisis financiera (Gopinath et al., 2017).

El desafío es, por tanto, evitar que el diferencial anual de costes y de márgenes se convierta en una pérdida acumulada de competitividad-precio.

Las medidas tendrían que centrarse en ampliar las capacidades y elevar la productividad. La distancia con Francia y Alemania en las exportaciones de servicios no turísticos se concentra en la propiedad intelectual y la I+D, donde la ventaja dependería más de los activos intangibles que del coste del trabajo cualificado. En paralelo, la prioridad en la política de atracción de IDE debería favorecer su vinculación con empresas nacionales y la difusión de conocimiento hacia ellas.

En los bienes, la pérdida de cuota es común a las principales economías del área del euro, lo que refuerza la necesidad de complementar las actuaciones nacionales con una respuesta comercial e industrial a escala europea ante la mayor competencia de China.

La productividad por hora del conjunto de la economía podría elevarse mediante dos mecanismos distintos. El primero es la reasignación de recursos entre empresas hacia las más productivas, ganando escala y absorbiendo recursos, y con ello, capacidad para sostener mayores remuneraciones sin perder competitividad. Una vía sería sustituir los saltos en los umbrales regulatorios y fiscales ligados al tamaño, que pueden desincentivar el crecimiento empresarial (Garicano et al., 2016), por esquemas graduales. Y otra, ampliar las fuentes de financiación para empresas jóvenes con potencial de expansión para fomentar que emprendan proyectos de mayor riesgo y crezcan más (Ando, 2026).

El segundo mecanismo es la mejora de la productividad dentro de cada empresa, mediante el aumento de la inversión tecnológica. Esa inversión, sin embargo, no sería condición suficiente: un sistema de inteligencia artificial aumentaría la productividad por hora si las horas que libera se dedican a tareas de mayor valor, lo que exige reorganizar procesos y que los empleados tengan las capacidades suficientes para usarlo. Por eso, el apoyo público debería tener en cuenta sus complementariedades y abordar también la formación y la reorganización.

En definitiva, la posición exterior habría mejorado, sobre todo en servicios, mientras que los costes relativos se han vuelto menos favorables desde 2025, aunque sin una pérdida acumulada generalizada. Por eso, el reto es ampliar las capacidades que explican las ganancias exteriores y elevar la productividad por hora para compatibilizar mayores remuneraciones preservando la competitividad.

Referencias

Amicucci, A., Gnocato, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A., & Montes-Galdón, C. (2026). *The impact of China's industrial rise on the euro area*.

Ando, Y. (2026). Dynamics of High-Growth Young Firms and the Role of Venture Capitalists. *International Economic Review, 67*(3), 779-798.

Banco de España. (2026). *Informe Anual 2025*.

Crespo Rodríguez, A., Pérez-Quirós, G., & Segura-Cayuela, R. (2011). Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos. *Boletín Económico. Banco de España*, 12, 31-39.

Filip, D., Momferatou, D., & Setzer, R. (2023). Inflation and competitiveness divergences in the euro area countries. *Economic Bulletin Boxes, 4*.

Garicano, L., Lelarge, C., & Van Reenen, J. (2016). Firm size distortions and the productivity distribution: Evidence from France. *American Economic Review, 106*(11), 3439-3479.

Gopinath, G., Kalemli-Özcan, Ş., Karabarbounis, L., & Villegas-Sanchez, C. (2017). Capital allocation and productivity in South Europe. *The Quarterly Journal of Economics, 132*(4), 1915-1967.

Machuca, C. M., & García, C. (2023). La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos. *Boletín Económico*, (2023/T3).

Minondo, A. (2015). *The geography, variety and dynamics of service exports in Spain: A firm-level analysis.*

Rodríguez, A., & Tello, P. (2014). El impacto de la inversión exterior directa sobre la productividad y el empleo del sector manufacturero español (2001-2010). *Boletín Económico,* (JAN), 105-115.

06

Erik Jones
Director del Centro Robert Schuman
de Estudios Avanzados del Instituto Universitario Europeo
e investigador no residente en Carnegie Europe



La lógica geopolítica que subyace a la Unión de Ahorro e Inversión

La Unión Europea (UE) se enfrenta a dos imperativos geopolíticos fundamentales. El primero es que debe proteger la economía europea frente a rivales que tratan de manipular el acceso a los recursos, la energía o las tecnologías fundamentales con el fin de ejercer influencia política, al tiempo que impide que los competidores utilicen instrumentos de política no relacionados con el mercado para socavar la rentabilidad (o la viabilidad) de las empresas europeas. El segundo imperativo es que la UE debe desarrollar la capacidad de actuar estratégicamente para promover la innovación europea, reforzar la seguridad europea y forjar alianzas esenciales. Estos imperativos requerirán recursos significativos. Los europeos disponen de estos recursos; simplemente no los utilizan de manera eficiente. La consecución de una Unión de Ahorro e Inversión puede parecer una tarea complicada y controvertida, pero es mejor que la alternativa.

Introducción

La ambición de crear una Unión Europea del Ahorro y la Inversión surgió como una prolongación de los planes existentes para hacer más eficientes los mercados de capitales europeos (unión de los mercados de capitales) y más estables los mercados financieros europeos (unión bancaria). Esos planes venían existiendo de una forma u otra —por lo general, como una lista de deseos de reformas institucionales o iniciativas colectivas— al menos desde la década de 1990. Enrico Letta los reformuló como un único proyecto en su documento de 2024 para el Consejo Europeo sobre el mercado único. El objetivo de Letta era acelerar la transición ecológica y digital movilizando el ahorro europeo para financiar inversiones europeas muy necesarias (Letta, 2024: 28-38).

Esta idea de aprovechar las oportunidades más accesibles resultó atractiva de inmediato. Mario Draghi amplió ese objetivo en un documento posterior para la Comisión Europea, con el fin de incluir la inversión en el crecimiento de la productividad y la expansión del sector industrial de defensa europeo (Draghi, 2024: 59-62). En un tercer documento, Sauli Niinistö añadió a la ecuación la inversión en "preparación" y un enfoque de seguridad y resiliencia que abarca a toda la sociedad (Niinistö, 2024: 163). Y Andrius Kubilius situó la unión del ahorro y la inversión en el centro del *Libro Blanco* de la Comisión Europea *sobre la Defensa Europea: Preparación 2030* (Comisión Europea, 2025: 17).

Para los observadores experimentados del mercado de capitales europeo y la regulación bancaria, esta ampliación de una agenda de reforma de los mercados financieros que ya cuenta con décadas de antigüedad es fácil de entender, pero difícil de tomar en serio. Todo el mundo está de acuerdo en que la creación de una verdadera Unión Europea del Ahorro y la Inversión aportaría importantes ventajas. Pero esos mismos observadores también reconocen la fuerza de la resistencia política a nivel nacional y regional frente al tipo de cambios que se exigirían.

Agrupar las reformas necesarias para la unión de los mercados de capitales y la unión bancaria —aunque sea esencial— no facilita en absoluto la tarea (Underhill y Jones, 2023). En todo caso, solo añade complejidad a la inercia que ha impedido avances significativos en cualquiera de los dos frentes de la agenda, más allá de aquellas medidas —como el Mecanismo Único de Supervisión o el Mecanismo Europeo de Estabilidad— que se pusieron en marcha en momentos de crisis real. Ni siquiera esos grandes cambios institucionales han resultado tan transformadores como cabría imaginar.

No obstante, hay motivos para creer que este momento puede ser diferente. La presión no proviene del atractivo de una mayor eficiencia en los mercados de capitales europeos ni de una mayor estabilidad en el sistema bancario europeo. Tampoco proviene de la quimera de utilizar fondos públicos para movilizar un ahorro privado con el fin de financiar inversiones en tecnologías verdes o digitales, innovación productiva, infraestructuras, cohesión social o una base industrial de defensa europea más amplia. En cambio, la presión proviene de un entorno económico y de seguridad internacional en constante cambio.

Lo reconozcan o no, los europeos necesitan un mayor aislamiento frente a las fuerzas del mercado global y frente a la manipulación de su dependencia de otras economías para acceder a los recursos, la tecnología y las infraestructuras necesarias para el comercio mundial. Los europeos también necesitan una mayor capacidad —o, quizás mejor dicho, "capacidad de acción", es decir, la capacidad de actuar con un

propósito— para fomentar la innovación productiva, identificar y colaborar con socios afines, y proteger sus intereses vitales.

Esta combinación de protección y capacidad de acción es necesaria para responder a los retos globales. Abordar estas preocupaciones resultará costoso. Encontrar una forma de reducir ese coste —y de utilizar los recursos financieros de manera más eficiente— no es solo algo que estaría bien tener. Es imperativo. El reto consiste en sensibilizar a la opinión pública tanto sobre la urgencia de la necesidad como sobre la falta de otras alternativas más viables. Basta incluso con una exposición sucinta para subrayar la necesidad de actuar.

Aislamiento

La economía europea está concebida para la apertura. Las empresas europeas comercian ampliamente tanto dentro de Europa como con otras partes del mundo. Invierten en filiales globales, asociaciones estructurales y mercados de capitales extranjeros. Recurren a materias primas, recursos energéticos y tecnología desarrollados en el extranjero. Y operan a través de infraestructuras de mercado compartidas para bienes, comunicaciones, finanzas y datos.

Esta apertura es intencionada, no fortuita (Jones, 2024). La economía internacional creada al término de la Segunda Guerra Mundial se integró de esta manera para reforzar la alianza entre Estados Unidos y Europa. Juntos, Europa y Estados Unidos extendieron ese modelo de integración tras el fin de la Guerra Fría para construir una nueva economía global con la economía atlántica (u "Occidente") como eje central.

El modelo de globalización que promovieron generó importantes ventajas para las empresas occidentales mediante el desarrollo de una compleja división del trabajo basada en largas cadenas de valor globales e interconectadas. También generó importantes vulnerabilidades. Las industrias europeas, como el sector automovilístico alemán, dependían del acceso a los mercados de Estados Unidos y China. Economías europeas enteras, como Alemania, pero también Italia y los Países Bajos, dependían de mantener superávits constantes por cuenta corriente. Los fondos de pensiones europeos u otros grandes inversores institucionales dependían de una diversificación internacional de activos. A su vez, dependían de la moneda extranjera —normalmente el dólar de Estados Unidos (EE. UU.) o activos denominados en dólares— para satisfacer sus necesidades de liquidez (Jones, 2021).

En el marco de la compleja división del trabajo, los europeos pasaron a depender del acceso a las materias primas y los recursos energéticos, así como del acceso a las tecnologías necesarias para integrarlo todo

Estas vulnerabilidades van mucho más allá del comercio y los pagos. En el marco de la compleja división del trabajo, los europeos pasaron a depender del acceso a las materias primas y los recursos energéticos, así como del acceso a las tecnologías necesarias para integrarlo todo. También pasaron a depender del acceso a las infraestructuras físicas, digitales y financieras que conectaban los mercados globales. En consecuencia, la rentabilidad de los modelos de negocio europeos dependía implícitamente de las decisiones tomadas en otros países en materia de precios y calidad. Dependía del control sobre los derechos de propiedad intelectual. Y dependía de la determinación o la capacidad de otros países para obtener rentas o imponer costes

mediante el ejercicio de su influencia sobre los puntos de estrangulamiento.

Este conjunto de vulnerabilidades explica por qué los europeos han dedicado tanta atención a la preservación de un sistema internacional basado en normas y gobernado a través de instituciones multilaterales eficaces. El modelo económico europeo depende de una combinación de previsibilidad (en materia de contratación y acceso) y resolución de controversias (ante los desacuerdos) para evitar perturbaciones en sus cadenas de valor globales y en sus inversiones transfronterizas. Sin embargo, cuando los actores comienzan a incumplir las normas o a socavar los acuerdos multilaterales, esas vulnerabilidades cobran importancia (Baurle Danzman y Meunier, 2024).

Las políticas comerciales de "América primero" aplicadas tanto por la primera como por la segunda administración Trump pusieron en entredicho el acceso de los europeos a los mercados estadounidenses; también cuestionaron la apertura europea hacia otros países. Las políticas industriales desplegadas durante la administración Biden tuvieron prácticamente el mismo efecto. Además, las consecuencias se extendieron a las inversiones europeas en Estados Unidos. Las filiales europeas y otros socios estructurales tuvieron que cambiar su forma de hacer negocios para cumplir con las nuevas políticas estadounidenses o estructuras de incentivos, de manera que se alteraron las cadenas de valor globales europeas existentes.

Las administraciones de Trump y Biden no fueron las primeras en utilizar el papel central de Estados Unidos en la economía mundial para ejercer presión sobre otros países. Administraciones anteriores también ejercieron presión a través de la influencia única de Estados Unidos sobre las infraestructuras digitales mundiales, sobre los pagos y sobre el papel central del dólar en la economía mundial (Demarais, 2022).

Del mismo modo, Estados Unidos no fue el único socio económico que cambió las reglas del juego. China, bajo el mandato de Xi Jinping, también ha restringido el acceso al mercado europeo y ha modificado las condiciones de las inversiones europeas para exigir una mayor cesión de los derechos de propiedad intelectual y un menor control sobre los activos con sede en China. Xi Jinping también utilizó la creciente influencia de China sobre el refinado de minerales de tierras raras y componentes críticos para la fabricación con el fin de obtener rentas cada vez mayores de las empresas occidentales que dependían de la producción china. Además, utilizó la Iniciativa de la Franja y la Ruta, junto con inversiones estratégicas para modernizar los puertos existentes en Europa y otros lugares, con el objetivo de afirmar un papel destacado en la infraestructura física del comercio mundial (Economy, 2021).

No existe un gran consumidor de último recurso que absorba los superávits de la balanza por cuenta corriente europea, ni hay ningún Plan Marshall disponible para la reconstrucción de la economía europea

Todos estos acontecimientos son bien conocidos. Sin embargo, merece la pena describirlos en paralelo, ya que su yuxtaposición revela hasta qué punto y con qué rapidez está cambiando la economía mundial. Para que los europeos puedan protegerse de la influencia de estos cambios, deben asegurarse el acceso a mercados más abiertos, "reducir el riesgo" de las cadenas de valor globales europeas sustituyendo las materias primas escasas o la propiedad intelectual fundamental,

y desarrollar infraestructuras paralelas para el comercio, las comunicaciones y las finanzas.

La magnitud del reto es enorme. Peor aún, los recursos no pueden obtenerse ni pedirse prestados fácilmente de otras partes del mundo. No existe un gran consumidor de último recurso que absorba los superávits de la balanza por cuenta corriente europea, ni hay ningún Plan Marshall disponible para la reconstrucción de la economía europea. En todo caso, China está descargando su excedente industrial en Europa, mientras que Estados Unidos intenta obtener rentas en forma de aranceles, compromisos de inversión y contratos a largo plazo para el gas natural licuado estadounidense.

Este nuevo contexto mundial explica por qué es necesario reformar los mercados de capitales europeos para retener y reasignar el ahorro europeo. La buena noticia es que ese ahorro existe. La cifra bruta que cita Letta es de 33 billones de euros (Letta, 2024: 28). Esos fondos brutos podrían utilizarse de manera más eficiente. Pero el ahorro neto también es importante. Los europeos suelen ahorrar más de lo que invierten, en toda la Unión Europea y no solo en los países más ricos (véase el cuadro 1). En 2026, por ejemplo, la UE generó 347.000 millones de euros en préstamos netos al resto del mundo.

La mala noticia es que a los europeos les resulta más fácil invertir ese dinero en el extranjero que

Cuadro 1

Saldo del ahorro, la inversión y la balanza por cuenta corriente

Miles de millones de euros, 2026

País	Préstamos netos	Balanza por cuenta corriente	País	Préstamos netos	Balanza por cuenta corriente
Austria	2,4	3,53	Letonia	-1,9	-2,61
Bélgica	-18,3	-17,37	Lituania	0,9	-0,57
Bulgaria	-2,6	-6,06	Luxemburgo	-3,3	-2,64
Croacia	-1,0	-3,19	Malta	1,9	1,65
Chipre	-3,0	-2,76	Países Bajos	89,7	96,41
Chequia	7,2	1,43	Polonia	-14,1	-12,26
Dinamarca	46,5	48,13	Portugal	6,4	0,22
Estonia	-0,4	-1,22	Rumanía	-19,3	-27,73
Finlandia	0,9	0,30	Eslovaquia	-1,2	-4,69
Francia	-5,8	-13,62	Eslovenia	1,7	1,77
Alemania	124,0	162,12	España	54,8	33,30
Grecia	-8,0	-18,43	Suecia	27,1	26,43
Hungría	1,5	-0,53	UE-27	346,9	323,2
Irlanda	43,6	50,56	EA 21	298,0	287,8
Italia	17,0	11,06			

Fuente: Base de datos AMECO, Comisión Europea.

encontrarlo en oportunidades de inversión en Europa. Esa es una de las razones (en términos causales) por las que tantas economías europeas registran superávits por cuenta corriente. En términos contables, ambas cifras deberían ser iguales: cuando el ahorro supera a la inversión, las exportaciones superan a las importaciones en la balanza de pagos. El superávit por cuenta corriente de la UE fue de algo más de 323.000 millones de euros; los 24.000 millones restantes representan la riqueza recibida por la UE en su cuenta de capital y exportada de nuevo en forma de préstamos.

Una Unión de Ahorro e Inversión resuelve solo una parte del problema de la correspondencia, al prometer utilizar el ahorro europeo de manera más eficiente y, con ello, prometer también reequilibrar el rendimiento macroeconómico. El reto consiste en garantizar que el ahorro europeo se utilice de manera eficiente para financiar inversiones productivas que, al mismo tiempo, refuercen las vulnerabilidades europeas. Tal y como reconocen los informes de Letta, Draghi y Niinistö, lograr esa combinación de objetivos al mismo tiempo no puede dejarse en manos del mercado. Los participantes en el mercado deben percibir los incentivos adecuados. Solo una política industrial europea activa, utilizada en combinación con instrumentos de política comercial, puede proporcionar el tipo de protección frente a los mercados mundiales que los europeos necesitan.

Agencia

Este papel más activo de los responsables políticos europeos a la hora de configurar los incentivos a los que se enfrentan los participantes en el mercado requiere una comprensión clara del propósito general o estratégico que subyace a la Unión del Ahorro y la Inversión. Por eso "capacidad" no es la palabra adecuada para el tipo de agencia de que se trata. Además, la estrategia que sustenta dicha agencia debe ser integral. No basta con reforzar las vulnerabilidades europeas. Los responsables políticos europeos deben imaginar la economía del futuro, deben reconocer los límites de lo que los europeos pueden lograr por sí solos y deben prepararse para proteger los logros conseguidos frente a la injerencia extranjera y proyectar los intereses europeos en el exterior. Esta agenda va mucho más allá del mercado único. Implica algo más que la búsqueda de la competitividad. Y solo tendrá éxito si se consigue que Europa sea más resiliente y, cuando sea necesario, más asertiva.

Los numerosos elementos que intervienen en cualquier estrategia de adaptación al cambiante entorno geopolítico explican por qué los informes de Letta, Draghi y Niinistö deben leerse junto con el Libro Blanco sobre la Defensa Europea. Lo ideal sería que también se leyeran junto con la estrategia de seguridad económica de la UE y el conjunto de instrumentos que se han creado para hacer frente a la coacción económica, reforzar el control de las inversiones y acelerar la innovación industrial (Bauerle Danzman y Meunier, 2024). No se trata aquí de repasar la bibliografía de documentos europeos, sino de destacar los tres elementos que los unen, relacionados con la seguridad de la investigación, la interdependencia selectiva y los facilitadores estratégicos.

La preocupación por la seguridad de la investigación surge del reconocimiento de que los derechos de propiedad intelectual y las tecnologías patentadas representan fuentes de vulnerabilidad, tanto porque pueden utilizarse en contra de los intereses europeos como porque pueden ser objeto de apropiación indebida por parte de terceros no europeos. En este sentido, es importante subrayar que las tecnologías en cuestión

no tienen por qué situarse en la vanguardia del descubrimiento científico. La innovación productiva puede tener lugar tanto al llevar nuevas ideas al mercado como al ponerlas a disposición para su adaptación (Feldstein, 2026: 27-46).

Cuando la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, pronunció su discurso sobre el estado de la Unión, argumentó que los europeos no necesitan liderar el desarrollo de grandes modelos de lenguaje u otras formas de inteligencia artificial. Bastaría con que los europeos lideraran el desarrollo de aplicaciones fácilmente implementables que pudieran adaptarse para mejorar los procesos industriales y, de este modo, hacerlos más eficientes[1]. Si tiene razón en esta afirmación es algo que merece un debate. Que pueda tener razón —y que esto deba debatirse— es algo más fácil de aceptar. En el marco de ese debate, los responsables políticos tendrán que considerar necesariamente las vulnerabilidades asociadas al uso de modelos de vanguardia desarrollados en otros países y la seguridad de cualquier aplicación implementable, tanto en lo que respecta a su funcionamiento como a su condición de tecnología patentada.

El reto consiste en identificar en qué socios se puede confiar, y hasta qué punto, en una variedad de escenarios diferentes

Estos debates tendrán lugar en muchos contextos. A medida que evolucionen, los responsables políticos irán elaborando una lista de tecnologías que los europeos no pueden desarrollar ni aplicar por sí mismos, sin aportaciones o sin la cooperación de otros países. El reto consiste en identificar en qué socios se puede confiar, y hasta qué punto, en una variedad de escenarios diferentes. El carácter condicional de esta confianza explica la necesidad de una interdependencia selectiva (Anghel, 2025).

Para ilustrarlo, basta con pensar en el papel de la geografía, la política y las relaciones con terceros. Depender de socios de regiones propensas a los conflictos o cuyo acceso al mercado pueda verse bloqueado es un riesgo que hay que gestionar. Esta es la lección que se desprende del cierre del estrecho de Ormuz por parte de Irán y de los intentos de los hutíes de controlar el estrecho de Bab al-Mandab. Los riesgos políticos provienen de socios que podrían intentar ejercer influencia sobre la relación, como Estados Unidos y China, o que podrían abandonar rápidamente cualquier relación al enfrentarse a dicha influencia. Y el riesgo de terceros surge cuando un socio, por lo demás fiable, expone de repente a las empresas europeas a una brecha de seguridad a través de su relación con otro país. Esto ha sido motivo de preocupación cuando países europeos o socios cercanos han implantado la tecnología 5G de Huawei, lo que aumenta el riesgo de que esta tecnología pueda proporcionar una puerta trasera para la injerencia del gobierno chino.

Para que Europa pueda protegerse frente a tales amenazas, las empresas europeas tendrán que desarrollar activos clave cuyos mercados se limitan, o casi se limitan, a la contratación pública. Entre estos facilitadores estratégicos se incluyen la tecnología necesaria para las comunicaciones seguras, la recopilación de inteligencia y el análisis. También abarcan el equipamiento necesario para hacer frente a amenazas híbridas, contrarrestar incursiones violentas y proyectar fuerza en el extranjero. Este equipamiento está compuesto

1 El texto completo del discurso sobre el "Estado de la Unión" de 2026 de la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, se puede consultar aquí: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/state-union_en

por *software* y *hardware*, con diferentes componentes procedentes de distintos proveedores. Requiere un mantenimiento y una actualización constantes. Además, combina elementos que tienen un doble uso en el sector comercial con otros que son exclusivos de su finalidad estratégica.

Estos facilitadores estratégicos aúnan los requisitos de seguridad de la investigación con los de interdependencia selectiva. Esa combinación exige un delicado equilibrio entre confianza y compensación, sobre todo en el caso de aquellos elementos que tienen un uso exclusivo. Los gobiernos implicados en la producción de estos activos querrán garantizar que se compense a las empresas, se protejan los derechos de propiedad intelectual y se compartan los costes de adquisición. Alcanzar este equilibrio resulta complicado incluso dentro de la Unión Europea. Decidir cuáles de los aliados de Europa pueden participar en proyectos conjuntos de desarrollo y adquisición también supone un reto, al igual que explicar por qué los consorcios de un proyecto son diferentes de los de otro. Contar con una potencia hegemónica como Estados Unidos para que proporcionara la mayor parte de estos activos resultaba más sencillo que negociar con un grupo de socios potenciales relativamente más igualados entre sí.

Una vez más, una Unión de Ahorro e Inversión puede abordar, al menos, parte del problema al aumentar los recursos financieros de los que disponen los responsables políticos para influir a través de sus instrumentos e incentivos. La capacidad de combinar tecnologías de doble uso con aquellas de uso exclusivo también permite ampliar los consorcios implicados y redistribuir los costes y beneficios. Sin una Unión de Ahorro e Inversión, los costes implicados serían mayores y se vería mermada la capacidad de utilizar incentivos para reorientar el patrón de inversiones realizadas por los participantes en el mercado. Peor aún, los distintos gobiernos europeos se enfrentarían a los mismos imperativos de seguridad con un acceso muy diferente a las subvenciones para la industria o al endeudamiento para la contratación pública. Este punto se destaca en el informe Draghi como una amenaza para la fragmentación del mercado interior europeo en un ámbito en el que la concentración del mercado es necesaria para el éxito europeo. Al plantear este argumento, Draghi fue incluso más allá y abogó por un aumento del endeudamiento común europeo (Draghi, 2024: 61-62).

Eficacia

El cambiante entorno geopolítico plantea enormes exigencias a los responsables políticos europeos. También plantea enormes exigencias a las instituciones europeas y a la solidaridad europea. Reforzar las vulnerabilidades de la economía europea es solo una parte de la preocupación; también es importante sentar las bases para una Unión Europea más decidida y con un propósito claro. La unión del ahorro y la inversión puede facilitar ese proceso al devolver el ahorro europeo a Europa para financiar las inversiones necesarias. Al mismo tiempo, la unión del ahorro y la inversión también puede crear un contexto en el que los responsables políticos europeos sean capaces de moldear la dinámica de los mercados de manera que contribuya a fomentar la inversión "adecuada" o necesaria en innovación, alianzas y capacidades de las que la Unión Europea carece actualmente. Esta combinación de factores no garantiza el éxito de la agenda conjunta de reforma de los mercados financieros. La oposición política a esas reformas sigue existiendo, al igual que la inercia que rodea al proceso de reforma. Pero esta lógica geopolítica difiere de los incentivos que impulsaron esa agenda de reformas en el pasado. Ese es un motivo para el optimismo.

La cuestión que queda por resolver es si los políticos europeos están dispuestos a aprovechar la oportunidad que representa una unión del ahorro y la inversión. También se trata de saber si serán capaces de ponerse de acuerdo sobre cómo aprovechar esa oportunidad en caso de que logren crearla. Este análisis no pretende restar importancia a la gravedad de esa cuestión. Más bien pretende sugerir que esa misma lógica geopolítica sustenta la necesidad de una mayor capacidad de acción europea, así como de un mayor aislamiento frente a las fuerzas del mercado mundial y la instrumentalización (o uso como arma) de la interdependencia europea. Es posible que los responsables políticos europeos no estén a la altura de las circunstancias. Si fracasan, todos los europeos sufrirán las consecuencias. Saber esto es una buena razón para apostar por su éxito.

Referencias

Anghel, V. (2025). Why the EU Is a Geopolitical Power: Wartime Enlargement, Integration, and Reform. *Journal of European Public Policy, (32)*12, 2826-2885.

Bauerle Danzman, S., y Meunier, S. (2024). El giro geoeconómico de la UE: de rezagada en materia de políticas a innovadora institucional. *Journal of Common Market Studies, (62)*4, 1097–1115.

Comisión Europea. (2025). *Libro Blanco sobre la Defensa Europea: Preparación 2030*. Bruselas: Comisión Europea.

Demarais, A. (2022). *Efecto boomerang: cómo las sanciones reconfiguran el mundo en contra de los intereses de EE. UU.* Nueva York: Columbia University Press.

Draghi, M. (2024). *El futuro de la competitividad europea, parte A*. Bruselas: Comisión Europea, septiembre.

Economy, E. (2021). *El mundo según China*. Cambridge: Polity.

Feldstein, S. (2026). *Bytes y balas: rivalidades globales, las grandes tecnológicas y la nueva forma de la guerra moderna*. Nueva York: St. Martin's Press.

Jones, E. (2021). Las consecuencias financieras del crecimiento impulsado por las exportaciones en Alemania e Italia. *German Politics, (30)*3, 422-440.

Jones, E. (2024). Una perspectiva global sobre la geopolítica y la política económica. En R. Balfour y S. Ülgen (eds.), *Geopolitics and Economic Statecraft in the European Union* (pp. 9-20). Washington, D.C.: Carnegie Endowment for International Peace.

Letta, E. (2024). *Mucho más que un mercado: rapidez, seguridad, solidaridad —Potenciar el mercado único para garantizar un futuro sostenible y la prosperidad de todos los ciudadanos de la UE—*. Bruselas: Consejo Europeo, abril.

Niinistö, S. (2024). *Más seguros juntos: reforzar la preparación y la capacidad de respuesta civiles y militares de Europa*. Bruselas: Comisión Europea, octubre.

Underhill, G., y Jones, E. (2023). Áreas financieras óptimas: reestructurar la gobernanza de las finanzas globales. *The World Economy, (46)*6, 1582-1608.

07

Vicente Salas Fumás
Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza
e investigador asociado de Funcas



Competitividad empresarial en Europa y Estados Unidos: ¿dónde está la brecha?

La creciente distancia entre Europa y Estados Unidos en productividad y capacidad de inversión constituye uno de los principales desafíos de la economía europea. Pero ¿hasta qué punto responde a diferencias en la eficiencia con la que las empresas utilizan sus recursos y hasta qué punto a su capacidad para invertir, acumular capital e incorporar mejoras tecnológicas? Este trabajo compara la evolución de las sociedades no financieras de la UE-27 y Estados Unidos durante el periodo 2000-2025. Los resultados muestran que, aunque los costes laborales por unidad de trabajo han aumentado más en las empresas estadounidenses, su mayor crecimiento de la productividad laboral ha permitido contener mejor los costes laborales unitarios. Entre 2000 y 2025, la productividad laboral aumentó un 56 % en Estados Unidos, frente al 20 % en la UE-27. La diferencia se manifiesta también en la productividad total de los factores, cuyo crecimiento anual estimado fue del 1 % y del 0,4 %, respectivamente. La evidencia es compatible con comportamientos similares de ambos colectivos empresariales en la asignación eficiente de los recursos disponibles, pero revela diferencias importantes en su evolución inversora y productiva. La brecha competitiva europea parece situarse, por tanto, menos en la eficiencia estática que en la dinámica de acumulación de capital y crecimiento de la productividad.

Introducción

La pérdida de competitividad de la economía europea frente a Estados Unidos ha pasado a ocupar un lugar central en el debate económico y en las prioridades de la política europea. El informe Draghi (2024) ha contribuido a situar la productividad, la inversión y la innovación en el centro de este debate. Sin embargo, el diagnóstico de la brecha competitiva exige distinguir entre dos cuestiones diferentes: cómo utilizan las empresas los recursos productivos de los que disponen y cómo amplían y mejoran esos recursos a lo largo del tiempo. La primera remite a la eficiencia en la asignación de los factores productivos; la segunda, a la inversión, la acumulación de capital y el progreso técnico. Esta distinción resulta relevante tanto para interpretar las diferencias observadas como para orientar las respuestas de política económica.

El presente trabajo examina estas cuestiones mediante una comparación de la evolución de las sociedades no financieras de la Unión Europea (UE-27) y Estados Unidos durante el periodo 2000-2025. A diferencia de las comparaciones habituales, referidas al conjunto de las economías, el análisis se concentra en el sector empresarial no financiero, cuyo valor añadido representa, en promedio, aproximadamente el 52 % del PIB en ambos espacios económicos. Esta delimitación permite comparar colectivos institucionales más homogéneos, sujetos a motivaciones económicas similares, y analizar con mayor precisión sus resultados productivos, sus costes laborales y sus decisiones de inversión[1].

Los resultados apuntan a una diferencia significativa entre ambos colectivos empresariales. Las empresas estadounidenses han experimentado un mayor crecimiento de los costes por unidad de trabajo, pero también avances mucho más elevados de la productividad laboral. Entre 2000 y 2025, esta última aumentó un 56 % en Estados Unidos, frente al 20 % en la UE-27. En consecuencia, el incremento acumulado de los costes laborales unitarios fue menor en Estados Unidos (47,5 %) que en Europa (66,6 %). La diferencia también resulta apreciable en la productividad total de los factores, cuyo crecimiento anual estimado alcanza el 1% en Estados Unidos, frente al 0,4% en la UE-27. A ello se añade una divergencia inversora particularmente visible en los años posteriores a la pandemia, con una recuperación mucho más intensa de la formación de capital en las sociedades estadounidenses.

La interpretación de estos resultados introduce un matiz importante en el debate sobre la competitividad europea. La evidencia agregada es compatible con una respuesta similar de las empresas europeas y estadounidenses a los cambios en los precios relativos de los factores productivos. No se observan, en este sentido, diferencias reseñables en los comportamientos asociados a la minimización de costes y a la eficiencia asignativa. Las diferencias más relevantes aparecen en la evolución de la inversión, la acumulación de capital y la productividad conjunta de los factores. Dicho de otro modo, el problema parece encontrarse menos en la utilización de los recursos disponibles que en la capacidad para ampliar y mejorar la base productiva.

1 Una version ampliada del trabajo, con detalles sobre las fuentes de datos, cálculo de las variables, metodología... puede consultarse en Salas Fumás (2026). Varios trabajos recientes analizan la *performance* de las compañías europeas con datos individualizados de empresas, Adilbish et al. (2025); Archanskaia et al. (2026); Mazzucato et al. (2026), van Ark (2026). Veiga-Duarte et al. (2026) analizan las fuentes del crecimiento económico de las principales economías europeas con datos desagregados sectoriales. Becker et al. (2026) comparan y explican el valor de mercado de las sociedades cotizadas en Europa y en Estados Unidos.

Esta distinción no permite, por sí misma, identificar las causas últimas de la brecha. Las diferencias pueden estar relacionadas con las condiciones tecnológicas, institucionales y de mercado en las que operan las empresas, pero también con factores internos de organización, gobierno corporativo y decisiones de inversión. Asimismo, las diferencias entre las fuentes estadísticas europeas y estadounidenses y la utilización de datos agregados aconsejan prudencia en las interpretaciones. El trabajo no pretende resolver estas cuestiones causales, sino aportar evidencia para delimitarlas.

Con este propósito, el artículo compara primero la evolución de los costes laborales unitarios y sus determinantes en ambos espacios económicos. A continuación, examina la inversión, la acumulación de capital y la productividad total de los factores, distinguiendo entre la eficiencia estática y la dinámica. Finalmente, se presentan los principales resultados y sus implicaciones para el debate sobre la competitividad de las empresas europeas.

Costes laborales unitarios de las SNF en la UE-27 y EE. UU.

Un indicador habitual de competitividad referido a empresas individuales pero que se extrapola al conjunto de las economías es el coste laboral por unidad de producto; es decir, lo que cuesta el trabajo necesario para producir una unidad de *output*. A partir de datos agregados para el conjunto de las SNF, si w indica el coste por unidad de trabajo (hora de trabajo, persona); L indica la cantidad de trabajo; y Q, el número de unidades de *output* producido, el coste laboral unitario, *clu*, se determina por el cociente entre el coste por unidad de trabajo y las unidades producidas por unidad de trabajo (productividad parcial del trabajo),

$$\text{Coste laboral unitario, } clu = w\frac{L}{Q} = \frac{w}{\frac{Q}{L}} = \frac{\text{Coste por unidad de trabajo}}{\text{Productividad parcial del trabajo}}$$

A corto plazo, el capital está dado y, por tanto, su coste puede considerarse fijo; de igual modo, las innovaciones en productos y procesos tardan tiempo en materializarse. Por estas razones, la capacidad competitiva de la empresa en el corto plazo (preservar o aumentar cuota en el mercado de producto y/o margen de beneficio), dependerá principalmente del coste laboral unitario, en sentido inverso. Para que el coste laboral unitario no aumente, perjudicando a la competitividad, el salario que retribuye al trabajo utilizado en la producción debe crecer igual o por debajo de lo que crece la productividad laboral. El coste laboral unitario calculado para el agregado de las SNF se interpreta como indicativo de competitividad de una empresa representativa.

El coste laboral unitario en relación con el precio de venta determina el reparto del valor añadido bruto en la producción y venta al mercado entre trabajo y capital. Llamando p al precio de venta, el mismo para todos los competidores si el producto es homogéneo, el margen bruto de beneficio es igual a,

$$\frac{p - clu}{p} = 1 - \frac{w}{p\frac{Q}{L}} = 1 - \frac{wL}{pQ}$$

El término wL/pQ es la participación de la remuneración del trabajo en el valor de la producción; su complementario es el margen bruto de explotación que retribuye al capital y al emprendimiento. Si el salario aumenta más (menos) que la productividad la participación laboral en el valor de la producción aumenta (disminuye), mientras que al margen bruto de explotación le ocurre justamente lo contrario. La comparación de los márgenes de beneficios brutos en distintas economías debe tener en cuenta también posibles diferencias en los impuestos y las subvenciones a la producción entre ellas.

Resultados

El gráfico 1 muestra la evolución del coste laboral unitario y de la participación del trabajo para las SNF de la UE-27 y de EE. UU. Los valores del coste laboral unitario están normalizados por los valores respectivos del año 2000 (por tanto, lo que realmente se compara es la evolución en el tiempo de los niveles variables en la moneda nacional, euros en el caso de la UE y dólares en el caso de EE. UU.). La participación laboral se calcula directamente como cociente entre la remuneración de los trabajadores y el valor añadido bruto.

En términos de evolución del coste laboral unitario, las SNF de la UE muestran una pérdida de competitividad relativa respecto a las SNF en Estados Unidos durante prácticamente todo el período. La comparación entre 2025 y 2000 revela

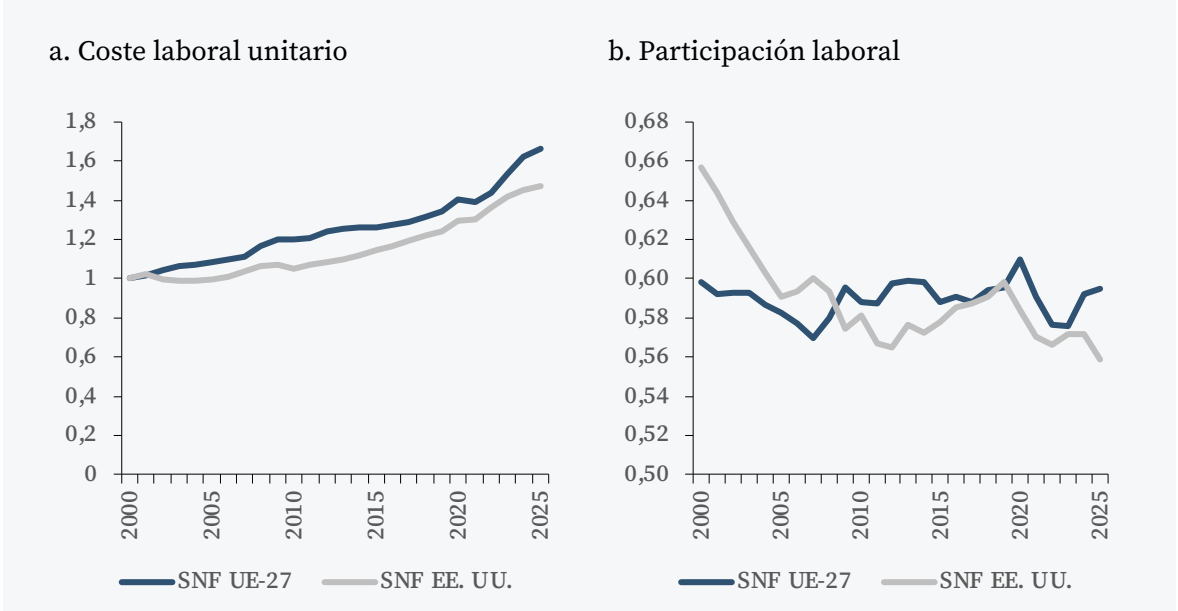
Las SNF de la UE muestran una pérdida de competitividad relativa respecto a las SNF en Estados Unidos

que entre el inicio y el final del periodo las SNF en la UE-27 acumulan un incremento de coste laboral unitario del 66,6 %, notablemente superior al 47,5 % de aumento en el agregado de las compañías en EE. UU. Una parte sustancial de la pérdida de competitividad se consuma en el periodo 2000-2007, años en los que el coste laboral unitario crece para las SNF de la UE, pero se mantiene estable en las americanas.

Por otra parte, la proporción de valor añadido que retribuye al trabajo se mantiene estable en el 60 % durante todo el periodo en el agregado

Gráfico 1

Comparación del coste laboral unitario, CLU, y de la participación del trabajo para el agregado de las SNF de la UE-27 y de EE. UU.



Fuentes: Elaboración propia con datos de Eurostat y Bureau of Labor Statistics, BLS.

de las compañías no financieras de la UE-27, y se reduce en el agregado de las compañías en EE. UU., especialmente durante los años 2000-2007, los mismos años en que el coste laboral unitario se mantiene estable. El complemento de la participación laboral es igual al margen bruto de explotación, lo que significa, a partir de los datos anteriores, que en el agregado de las SNF en la UE-27 el margen bruto permanece estable en el entorno del 40 % a lo largo del periodo, mientras que en el colectivo de las SNF en EE. UU. el margen bruto evoluciona del 35 % al principio del periodo al 43 % al final (no se tienen en cuenta posibles diferencias en los impuestos y subvenciones a la producción entre las dos economías).

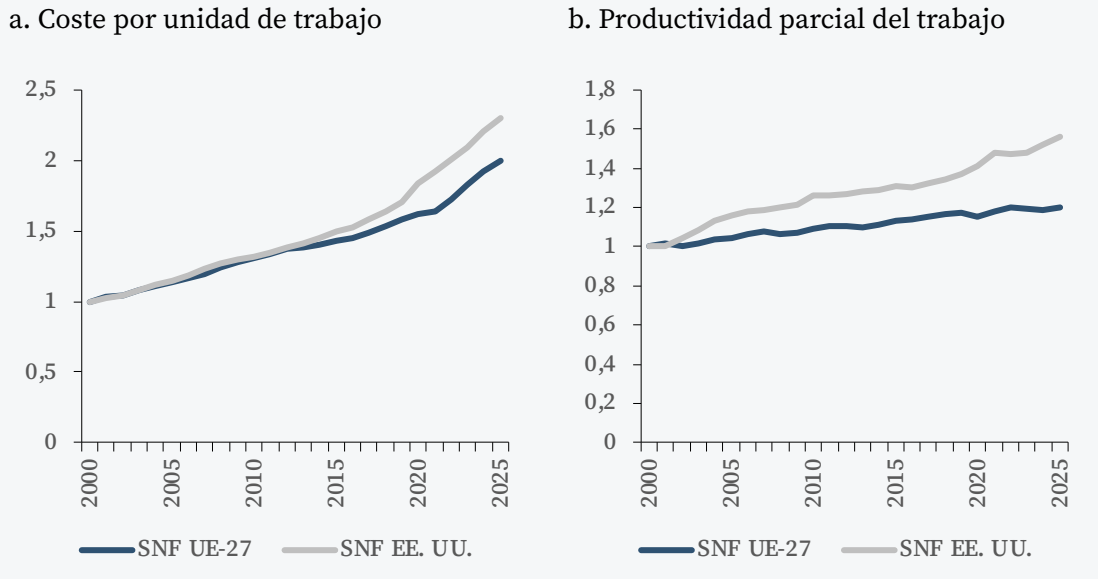
Resulta de interés conocer si las diferencias en costes laborales unitarios entre las SNF de la UE-27 y de EE. UU. se explican por diferencias en los costes por unidad de trabajo, o se explican por diferencias en productividad laboral, para lo cual se elabora el gráfico 2.

Hasta 2013, el coste laboral por unidad de trabajo evolucionó de forma casi idéntica en la UE-27 y en EE. UU. (gráfico 2a). Sin embargo, desde 2014 los costes laborales nominales aumentaron más rápidamente en Estados Unidos que en la UE-27. Así, en 2025 el coste por unidad de trabajo en EE. UU. multiplica por 2,3 el coste del año 2000, un aumento del 130 %, mientras que en el conjunto de las SNF en la UE-27 el aumento con respecto al año 2000 es del 100 %.

Por otra parte, la productividad parcial del trabajo de las SNF estadounidenses crece por encima del crecimiento de la productividad del trabajo en las

Gráfico 2

Determinantes del coste laboral unitario. Comparación SNF en la UE-27 y EE. UU.



Fuentes: Elaboración propia a partir de Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

SNF de la UE-27, con una brecha de productividad del trabajo que se agranda con el tiempo, gráfico 2b. En este sentido, la productividad laboral de las SNF en EE. UU. en el año 2025 es un 56 % mayor que en el año 2000, mientras que en el agregado de las SNF de la UE-27 el incremento en 2025 con respecto a 2000 es sólo del 20 %. Por tanto, la ventaja competitiva en costes laborales unitarios de las SNF en EE. UU. sobre las SNF en la UE-27 se sustenta en un crecimiento de la productividad del trabajo notablemente mayor en las sociedades del otro lado del Atlántico, y que compensa holgadamente la desventaja en coste por unidad de trabajo, más alto en las compañías estadounidenses que en las europeas.

Acumulación de capital y productividad total de las SNF en la UE-27 y EE. UU.

Los activos de capital tienen una vida útil productiva que se prolonga a lo largo de varios años. El *stock* de capital de las compañías disponible para la producción en un momento del tiempo es el resultado de un flujo de entrada de nuevo capital en cada periodo, inversión o formación bruta de capital fijo, FBCF, y de la detracción de unidades de servicio de capital del *stock* existente por uso y/o obsolescencia tecnológica. En general, los activos de capital nuevo incorporan mejoras tecnológicas que a su vez mejoran el rendimiento productivo del *stock*. Una parte de la inversión nueva reemplaza la capacidad productiva por los activos que se deprecian y/o se retiran. Otra parte de la inversión puede responder a la sustitución de trabajo en respuesta racional (minimización de costes) a un encarecimiento relativo del recurso trabajo con respecto al capital. La sustitución de trabajo por más capital aumentará la productividad aparente del trabajo y reducirá la del capital, de manera que la mejora en la productividad del trabajo que se detecta en la figura anterior no sería necesariamente indicativa de una mayor eficiencia en la utilización de los recursos, sino la consecuencia de un efecto de sustitución. Finalmente, la inversión en capital puede responder al objetivo de aumentar la capacidad productiva y/o innovar en nuevos productos o servicios para la venta.

En este apartado se compara la FBCF y la inversión neta de las SNF en la UE-27 y en Estados Unidos en el periodo de estudio. Además, el crecimiento en la productividad parcial del trabajo del gráfico 2b se descompone en la contribución a la misma como resultado de la sustitución de más capital por menos trabajo para un mismo nivel de producción, y en la parte de mejora en la productividad del trabajo no explicada por la sustitución, que coincide con la productividad total de los factores (productividad conjunta del capital y del trabajo) más un posible efecto de escala (ver anexo).

Resultados: inversión

El gráfico 3a muestra la evolución del índice (valor 1 en el año 2000) del flujo anual de formación bruta de capital fijo (FBCF), en dólares constantes de 2000, en el agregado de las SNF estadounidenses, y el índice en el agregado de las SNF de la UE-27, en euros constantes del año 2000. En el gráfico 3b se compara la formación neta de capital fijo (FNCF), igual a la bruta menos el consumo de capital del año correspondiente.

Durante el período 2000–2008, anterior a la crisis financiera, la formación de capital fijo, bruta y neta crece más en el agregado de las SNF de la UE-27 que en el agregado de las SNF estadounidenses. La crisis financiera marca un descenso brusco en la formación bruta de capital fijo hasta los niveles del inicio del periodo en las dos economías, y un descenso todavía más pronunciado en la inversión neta.

En el agregado de las SNF en EE. UU., la inversión bruta en capital fijo recupera su crecimiento de forma inmediata después de la caída, mientras que en el agregado de las SNF en la UE-27 el inicio de la recuperación de la inversión se retrasa hasta el año 2014. A partir de ese momento el crecimiento de la inversión bruta fue rápido y en 2019 el índice de formación de capital de las SNF en la UE-27 alcanza el mismo nivel que el de las SNF en EE. UU. La pandemia por la COVID-19 provoca un nuevo descenso severo en la formación de capital del que las SNF en la UE-27 aún no se han recuperado, a diferencia de la recuperación acelerada en la postpandemia de la inversión en capital por parte de las SNF en EE. UU.

En 2025, la inversión bruta de las SNF estadounidenses, en dólares constantes, supera en un 80 % la de 2000, mientras que en el mismo año la inversión bruta de las SNF en la UE-27 en euros constantes, supera a la del año 2000 en sólo un 40 %

El resultado final es que, en 2025, la inversión bruta de las SNF estadounidenses, en dólares constantes, supera en un 80 % la de 2000, mientras que en el mismo año la inversión bruta de las SNF en la UE-27 en euros constantes, supera a la del año 2000 en sólo un 40 %, con el agravante de que la inversión prácticamente no crece desde el año 2019. En cuanto a la inversión neta, en las SNF en EE. UU. la cifra del año 2025 supera a la del año 2000 en un 30 %, mientras que la inversión neta de las SNF en la UE-27 en 2025 es un 30 % inferior a la del año 2000.

Resulta llamativo el contraste entre la capacidad de las SNF europeas para recuperar el crecimiento de inversión en capital entre 2014 y 2019, y la incapacidad de hacerlo desde 2019 en adelante. El estancamiento inversor reduce la incorporación de nuevas tecnologías incorporadas en los nuevos bienes de capital. En los últimos años, esta posibilidad adquiere especial relevancia por el fuerte ciclo inversor asociado a la digitalización y la IA en Estados Unidos, aunque los datos utilizados en este trabajo no permiten identificar directamente el impacto de este canal en la composición y volumen de inversión en capital.

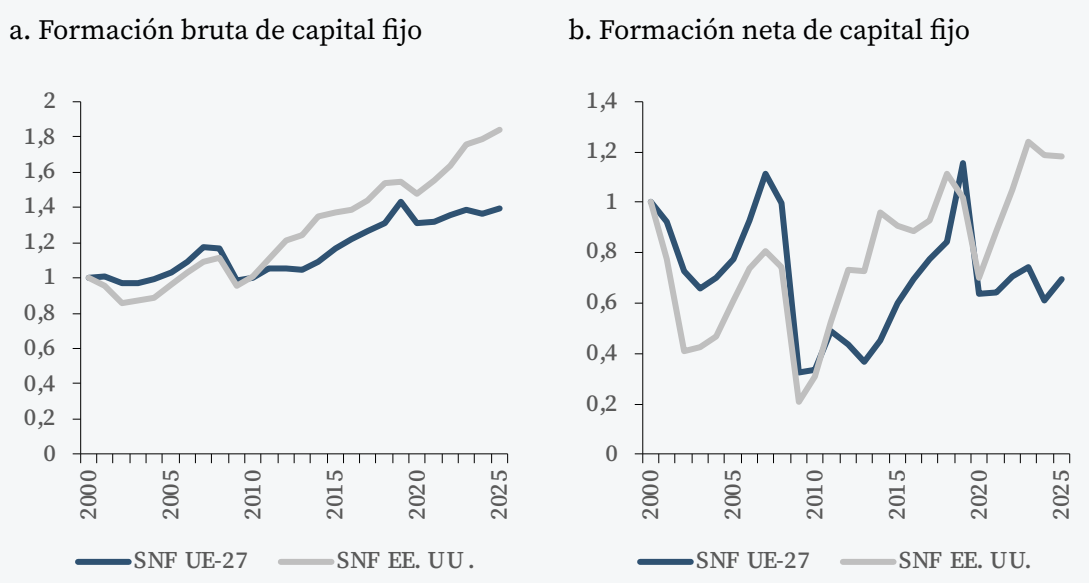
Resultados: intensidad de capital y productividad total

Los flujos de inversión nueva y el consumo de servicios de capital del *stock* de capital acumulado en el pasado determinan la evolución del *stock* de capital de las SNF a lo largo de una senda que responde al objetivo de maximizar el valor económico de la inversión, como extensión de la maximización del beneficio periodo a periodo. El método de inventario permanente permite estimar el *stock* de capital fijo para el agregado de las SNF en la UE-27 y en EE. UU. a lo largo del periodo 2000-2025. Como se ha señalado antes, una parte del crecimiento del *stock* puede estar justificada por el deseo de reducir trabajo y aumentar el capital para conseguir el mismo nivel de producción, en respuesta a un cambio en los precios relativos de los recursos (encarecimiento relativo del trabajo). El gráfico 4 muestra la evolución de la ratio capital trabajo para el agregado de las SNF en la UE-27 y EE. UU. (valor normalizado de numerador y denominador con valor 1 en el año 2000), gráfico 4a, y la evolución de la PTF, también en logaritmos, que está implícita en la diferencia entre la evolución de la productividad laboral y la de la intensidad de capital por unidad de trabajo; ver anexo para una explicación de los cálculos realizados.

La tendencia general de sustitución de unidades de trabajo por más unidades de capital en la

Gráfico 3

Comparación de los flujos de formación bruta y neta de capital fijo para el agregado de las SNF en la UE-27 y en EE. UU. Valores en euros y dólares constantes, normalizados en valor 1 en el año 2000



Fuentes: Elaboración propia a partir de Eurostat y FRED.

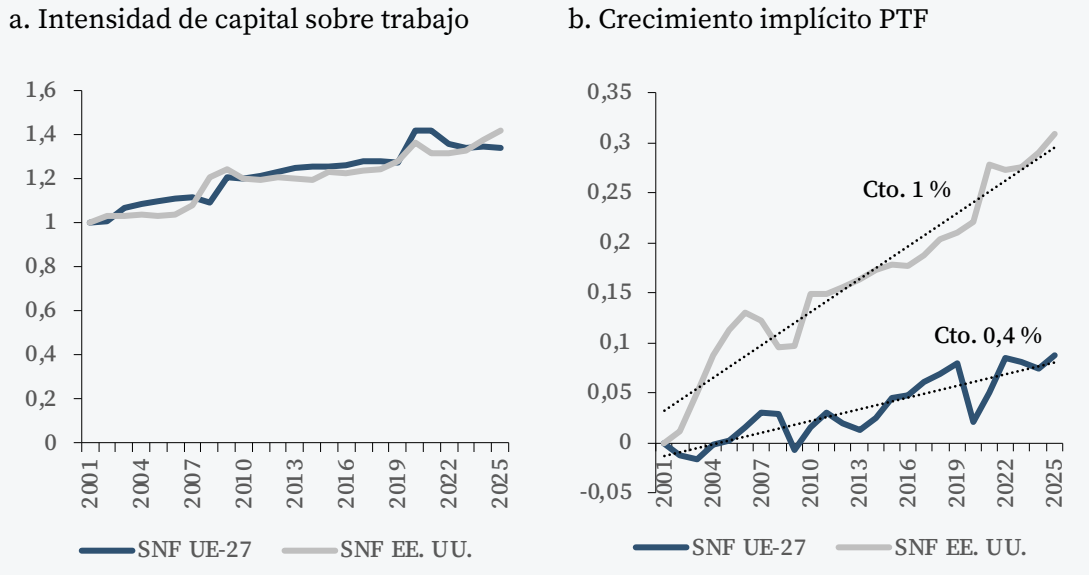
producción afecta por igual a las SNF en la UE-27 y en EE. UU.; la sustitución es coherente con un encarecimiento relativo del trabajo con respecto al capital —observado en los datos, aunque no reportado—, cuando las empresas eligen las cantidades de recursos en la producción con el criterio de maximizar beneficio (minimizar costes). El proceso de sustitución no sigue una evolución temporal regular (véase el importante salto en los años inmediatamente posteriores a la crisis financiera), y se aprecian diferencias entre los dos colectivos en periodos concretos; por ejemplo, en los últimos años la sustitución se frena en el colectivo de las SNF en la UE-27 (consecuente con el estancamiento en el *stock* de capital fijo dese año 2021 en adelante), pero continua en las SNF en EE. UU., donde el crecimiento en la acumulación de capital no se detiene.

El gráfico 4b muestra el resultado de la estimación de la PTF que se desprende de la la diferencia entre la producción observada y la prevista con las cantidades de recursos, capital y trabajo, utilizados en la producción. La medida de productividad total crece al 1 % anual en el agregado de las SNF en EE. UU., y el 0,4 % anual en el colectivo de las SNF en la UE-27. Obsérvese que la PTF estimada para el agregado de las SNF en la UE-27 en los últimos años está prácticamente estancada en los valores del año 2019.

La PTF se interpreta aquí como una medida residual de la eficiencia conjunta con la que los factores medibles de trabajo y capital se transforman en producción. Su evolución puede reflejar progreso técnico, pero también cambios en activos intangibles no medidos, calidad

Gráfico 4

Comparación de la evolución temporal de la intensidad de capital por unidad de trabajo (logaritmo de los valores normalizados, valor 1 año 2000) para el agregado de las SNF en la UE-27 y EE. UU. (gráfico 4a), y comparación del crecimiento medio acumulativo anual de la PTF para el agregado de los dos colectivos de SNF



Fuente: Elaboración propia; ver explicación en anexo.

de los factores, organización, utilización de la capacidad y otros elementos omitidos. La PTF calculada como "residuo" no permite por sí sola profundizar en las causas de las diferencias observadas en el crecimiento de la misma entre los dos colectivos societarios.

Cuadro de síntesis

El cuadro 1 resume la comparación entre las SNF de la UE-27 y las de Estados Unidos de valores estimados para un conjunto de variables que se han utilizado en la elaboración de las figuras previas. Las dos primeras columnas comparan las tasas anuales acumulativas de crecimiento de las variables seleccionadas durante el período 2000–2025; en las dos restantes se compara la evolución de las mismas variables para el período inicio de 2019 y final de 2025. Hay que tener en cuenta que no todos los valores que aparecen en el cuadro se miden con la misma precisión, pues la variabilidad alrededor de la línea tendencial del logaritmo de la variable correspondiente no es la misma entre todas ellas. Las estimaciones de las variaciones en los valores de las variables entre 2019 y 2025 no permiten apreciar diferencias dentro del subperiodo y que afectan a la interpretación de algunos resultados. Por ejemplo, el crecimiento del capital de explotación de las SNF en la UE-27 entre 2021 y 2025 es prácticamente nulo, como era previsible según el comportamiento de la inversión.

Cuadro 1

Comparación de indicadores seleccionados (valores e índices) de precios, producción, productividad y competitividad entre las SNF de la UE-27 y de Estados Unidos. Datos primarios de Estados Unidos en dólares de 2000 y datos primarios de la UE-27 en euros de 2000

Porcentajes

	Tasa de crecimiento anual, 2000-2025		Crecimiento entre 2019 y 2025	
	UE-27	EE. UU.	UE-27	EE. UU.
Deflactor de precios del *output*	1,75	2,04	24	23
Coste por unidad de trabajo nominal	2,53	3,20	26	35
Coste unidad de trabajo real	0,78	1,16	2	7
Coste por uso del capital real	-0,9	-0,62	0	0
Trabajo	0,87	0,47	6,6	3
Capital de explotación	2,2	2,5	11,5	14
Producción	1,64	2	8,6	18
Productividad del trabajo	0,76	1,58	2	14
Productividad total	0,4	1,0	0,8	10
Coste laboral unitario	1,78	1,60	24	19
Participación del trabajo	0,00	-0,43	0	-4
FBCF	1,55	3,00	-3	19

Fuentes: Elaboración propia con datos de Eurostat, BLS y FRED.

Las variaciones en los precios de los inputs *y del* output *en la UE-27 y en EE. UU. son relativamente similares*

La conclusión más relevante que se desprende del cuadro 1 es que las variaciones en los precios de los *inputs* y del *output* en la UE-27 y en EE. UU. son relativamente similares, y llevan a decisiones de producción que en los dos colectivos están alineadas con lo esperado desde la maximización del beneficio por empresas precio-aceptantes: La maximización del beneficio predice que el aumento en el coste laboral real debe tener como consecuencia un aumento en la productividad parcial del trabajo. De igual modo, una disminución en el coste de uso real del capital se espera que derive en un descenso en la productividad parcial del recurso. Finalmente, un encarecimiento relativo del trabajo con respecto al capital se espera que desencadene un proceso de sustitución entre factores con más capital y menos trabajo. Las variaciones en las cantidades que aparecen en el cuadro 1 son consistentes con estas predicciones en los dos colectivos de SNF. Por tanto, en lo que se refiere a la eficiencia asignativa que resulta de utilizar los recursos con el criterio de minimizar costes, en el periodo de estudio no se perciben diferencias

reseñables en el agregado entre las SNF en la UE-27 y las SNF en EE. UU.

Las diferencias principales en los resultados de las SNF en la UE-27con respecto a sus homólogas en EE. UU. las encontramos en variables relacionadas con la eficiencia que denominamos dinámica y que se materializa en la evolución de la PTF. La acumulación del capital influye en la PTF por la mejora tecnológica incorporada en los nuevos activos de capital, así como por la producción interna de activos, la mayoría intangibles, que ni siquiera aparecen contabilizados en los balances (capital organizacional, capital comercial y algunas formas de capital conocimiento). De igual modo sería relevante conocer qué parte de la brecha en la acumulación de capital entre las SNF en la UE-27 y en EE. UU. en los últimos años se atribuye al desigual dinamismo de la inversión para el desarrollo de las tecnologías relacionadas con la IA en las dos economías.

Conclusión

Las SNF responden a unas motivaciones de la conducta y se enfrentan a unas restricciones técnicas y de competencia en los mercados, distintas de las que afectan al resto de sectores institucionales de la economía. Si a este elemento diferenciador de carácter cualitativo se añade la importancia cuantitativa (con un valor añadido que supera la mitad del PIB), el estudio por separado de la *performance* del sector de las SNF, su competitividad a corto y largo plazo, parece del todo justificada.

La evidencia presentada, apoyada a su vez en la que fue recogida como parte de un estudio previo sobre la *performance* de las SNF en la UE-27 (Salas Fumás, 2026), lleva a la conclusión de que las compañías europeas alcanzan niveles de eficiencia asignativa en términos de minimización de costes similares a los de las SNF en EE. UU., pero en niveles de eficiencia dinámica, medida en términos de acumulación de capital y crecimiento de la productividad total las sociedades europeas están por debajo de las americanas con una brecha que se ha ampliado en los últimos años. La diferencia en el diagnóstico de la comparación en lo que se refiere a eficiencia en la asignación de los recursos disponibles, y la eficiencia que se desprende de la dinámica inversora y evolución temporal de la PTF, es un resultado novedoso del estudio, con comparación con los de estudios centrados en la comparación para el conjunto de las economías.

Las políticas articuladas en torno a la *Brújula para la Competitividad* aplicadas por la Comisión Europea —fomento de la inversión en I+D, extensión de un verdadero mercado único a los servicios, además de a los bienes, implantación de nuevas políticas industriales y de competencia…— mejorarán, en última instancia, las condiciones para hacer negocios en la UE y ampliarán las oportunidades tecnológicas. La *Brújula,* en términos generales en línea con el diagnóstico del informe Draghi, pone especial énfasis en mejorar las condiciones externas en las que las empresas europeas invierten e innovan. Mazzucato et al. (2026), por

el contrario, ponen el énfasis en factores internos de las empresas —en particular en un modelo de gobierno de las grandes corporaciones de la UE que, argumentan, prioriza la extracción de valor frente a la creación de valor—, en el diagnóstico de las causas de la brecha de competitividad de las compañías en la UE. Los resultados que se presentan en este estudio y en el más amplio en el que se apoya, son consistentes con los esperados para empresas precio aceptantes que asignan recursos con el criterio de maximizar beneficio/minimizar costes, tanto en el agregado de las sociedades europeas como en el de las americanas. Sin embargo, no pueden explicar el peor comportamiento relativo en el agregado las SNF en la UE-27 en términos dinámicos (inversión en capital e innovación).

La cuestión relevante sigue siendo por qué las decisiones privadas de inversión e innovación de las empresas europeas, consideradas en conjunto, se han traducido en una formación de capital y un crecimiento de la productividad más débiles que en Estados Unidos. La evidencia presentada no permite determinar si el origen de esa diferencia se encuentra principalmente en el entorno tecnológico, institucional y de mercado en el que operan las empresas europeas, o en factores internos de las propias compañías, cuestión que queda pendiente para futuras investigaciones.

Anexo: estimación de la PTF

Para la estimación de la productividad total de los factores, PTF, que se muestra en el gráfico 4b, se parte del supuesto que los valores observados de *output*, Q, e *inputs* trabajo L, y capital, K, se relacionan productivamente según la función de producción,

$$Q = AL^{\alpha} K^{\beta}$$

Donde A,α,β, son parámetros no negativos con α,β menores o iguales a uno. La ecuación puede expresarse como,

$$Ln\left(\frac{Q}{L}\right) = LnA + \alpha Ln\left(\frac{K}{L}\right) + (\gamma - 1)LnL$$

Para $\gamma = \alpha + \beta$. A partir de información año a año sobre la productividad del trabajo, gráfico 2, sobre la intensidad de capital por unidad de trabajo, gráfico 4, sobre la cantidad de trabajo y sobre los valores de los parámetros de la función de producción, α,β, es posible calcular el índice de progreso técnico general o PTF, a partir de la expresión,

$$LnA(t) = Ln\left(\frac{Q(t)}{L(t)}\right) - \alpha Ln\left(\frac{K(t)}{L(t)}\right) + (1-\gamma)LnL(t),\ t = 2000 \ldots 2025$$

En el supuesto de que los valores observados de las cantidades de *output* e *inputs* proceden de decisiones empresariales bajo el criterio de maximizar el beneficio para una tecnología y unos precios dados, los valores de los parámetros α,β coinciden con la participación de la remuneración del trabajo y la participación del coste por uso del capital, respectivamente, en el valor de la producción.

El gráfico 1b muestra una participación de la remuneración al trabajo en el VAB de las SNF en el agregado de la UE-27 del 60 %, estable en

el tiempo. Por otra parte, para las mismas sociedades se estima una participación del coste por uso del capital del 33 % (Salas Fumás, 2026). Por tanto, para el agregado de las SNF $\widehat{\alpha} = 0{,}6$, $\widehat{\beta} = 0{,}33$. En el agregado de las SNF en EE. UU., el mismo gráfico 1b muestra una tendencia decreciente en la participación laboral, con un valor medio para los 25 años muy próximo al 60 %. La participación del coste por uso del capital se ha estimado para este trabajo utilizando la misma metodología de cálculo que en el caso de las sociedades europeas con un resultado promedio también del 33 %. La estimación de la evolución de la PTF, $\widehat{LnA(t)}$ en el gráfico 4b se ha realizado con los mismos valores de $\widehat{\alpha} = 0{,}6$, $\widehat{\beta} = 0{,}33$ para los dos colectivos empresariales. Se ha comprobado también que la estimación del crecimiento de la PTF del 1 % acumulativo anual en el agregado de las SNF en EE. UU. no cambia cuando se permite que la participación laboral varíe año a año de acuerdo con los valores en el gráfico 1b.

Referencias

Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H., & Vaziri, M. (2025). Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies. *IMF Working Papers, 2025*(040). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9798229001441.001

Archanskaia, L., Bormans, Y., Garrone, M., Hassan, W. & Thum-Thysen, A. (2026). Understanding Market Power: Insights from Firm-Level data on Markups and Profitability in the EU. *Discussion paper, 257*. European Commision.

Becker, B., Benmelech, E., & Monteiro, J. (2026). The value gap: Europe can not scale. *NBER WP,* Nº 35577

Draghi, M. (2024). *The Draghi Report: A competitive Strategy for Europe*. European Commission. https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059

Mazzucato, M., Fleischman, S., Emerson, A.H., & Merling, L. (2026). Labour Squeezed, Investment Stalled: The Hidden Cost of Financialisation in Europe's Corporate Sector. IIPP Policy Brief Series. *IIPP Policy Brief,* No. 35. UCL Institute for Innovation and Public Purpose. https://www.ucl.ac.uk/bartlett/publications/2026/jun/labour-squeezed-investment-stalled

Salas Fumás, V. (2026). The economic performance of EU non-financial corporations, 200:2025. Evidence and explanations from National Accounts. *Investigaciones de Funcas*, 43/2026. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/the-economic-performance-of-eu-non-financial-corporations-2000-2025-evidence-and-explanation-from-the-national-accounts/

van Ark, B. (2026). Rewiring Europe's Productivity Framework: Aligning Investment, Innovation, and Diffusion. *Productivity Insights Paper,* No. 096. The Productivity Institute.

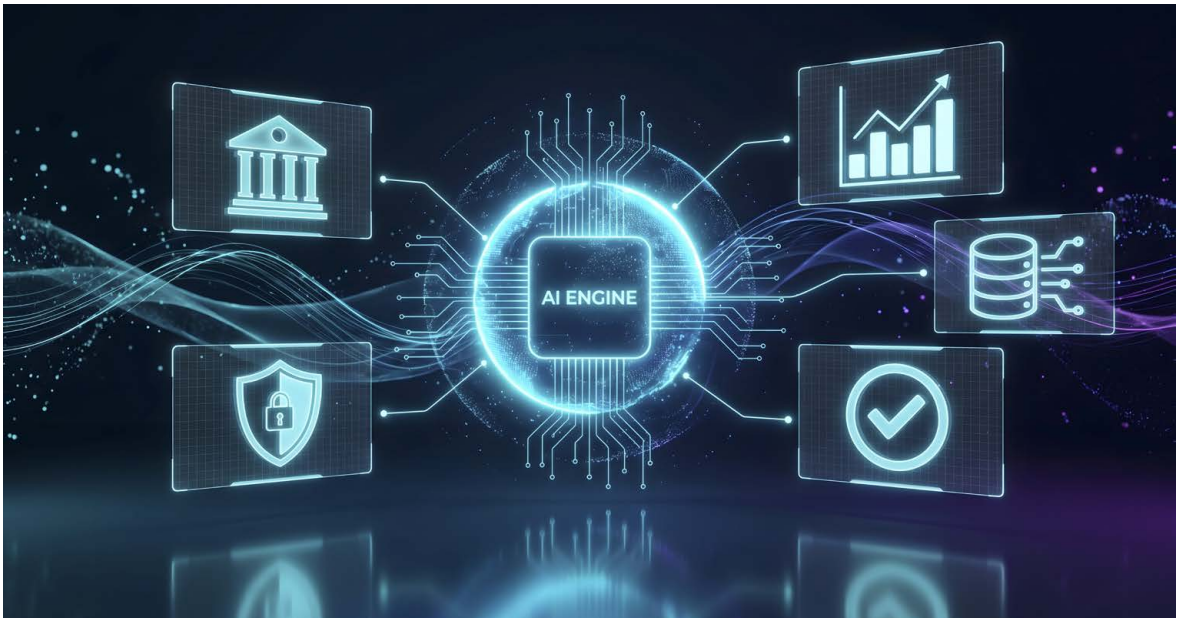
Veiga-Duarte, R., Gutiérrez, E., Marcos-Fernández, A., Moral-Benito, E., & Quintana, J. (2026). Las fuentes del crecimiento en España y las principals economías europeas: productividad total de los factores y heterogeneidad sectorial. *Documentos Ocasionales,* nº 2614. Banco de España.

08

Pedro Cuadros-Solas
CUNEF Universidad y Funcas

Francisco Rodríguez
Universidad de Granada y Funcas

Nuria Suárez
Universidad Autónoma de Madrid y Funcas



La banca española ante el reto de la inteligencia artificial y la plataformización

Este artículo analiza el grado de adopción de la inteligencia artificial (IA) y la plataformización de los servicios bancarios en el sector bancario español. A partir de datos extraídos de los informes anuales de las diez principales entidades bancarias españolas, se observa una adopción creciente de esta tecnología en los últimos años. La mayor parte del sector bancario español ha apostado por diseñar, entrenar, adaptar e implementar sus propias soluciones de IA utilizando principalmente equipos, datos e infraestructura tecnológica propios. La adopción de la IA se ha producido al tiempo que el sector avanza hacia la plataformización con el desarrollo de interfaces de programación de aplicaciones (API), principalmente para realizar pagos, lo que permite integrar los servicios bancarios en ecosistemas digitales en los que participan tanto las propias entidades como proveedores tecnológicos y otros intermediarios.

La IA en el sector bancario

La inteligencia artificial (IA) está adquiriendo una importancia creciente en la transformación de la actividad económica y financiera, con implicaciones particulares para el sector bancario. Las entidades financieras están incorporando estas tecnologías en diversos ámbitos, como la atención al cliente, la personalización de servicios, la evaluación del riesgo de crédito (*credit scoring*), la detección del fraude o la automatización de procesos internos. La expansión de estas aplicaciones refleja, sin duda, el potencial de las herramientas basadas en IA para transformar tanto la operativa bancaria como la prestación de servicios financieros y los procesos de toma de decisiones.

Las oportunidades asociadas a estas tecnologías conviven, no obstante, con retos relacionados con la disponibilidad y calidad de los datos, la fiabilidad y explicabilidad de los modelos, la protección de la información y el cumplimiento de los requisitos regulatorios. En este contexto, el alcance de su incorporación a la rutina de la actividad bancaria dependerá no solo de los beneficios que las entidades identifiquen en sus posibles aplicaciones, sino también de cómo valoren los riesgos asociados a las mismas, así como de las decisiones que adopten para integrar dichas soluciones basadas en IA. La incorporación de la IA plantea decisiones estratégicas sobre cómo acceder a estas tecnologías y desarrollar las capacidades necesarias para su utilización, ya sea mediante la adquisición de soluciones de terceros a través de licencias, el establecimiento de alianzas estratégicas o el desarrollo interno.

Simultáneamente, la transformación tecnológica que caracteriza actualmente al sector bancario también está modificando la forma en que las entidades se relacionan con sus clientes y acceden a ellos a través de canales digitales. En este contexto, la plataformización, entendida como el uso de plataformas digitales para la prestación de servicios financieros y la interacción con los clientes, constituye otra dimensión relevante de los cambios de índole tecnológica que afronta el sector en la actualidad.

El objetivo de este artículo es analizar el grado de adopción de la IA en la banca española y sus principales ámbitos de aplicación. Asimismo, se examinarán las estrategias empleadas por las entidades para incorporar estas tecnologías, distinguiendo entre la adquisición de licencias, el establecimiento de alianzas estratégicas y el desarrollo interno. Finalmente, se estudiará la posición del sector bancario español en los procesos de plataformización, atendiendo al papel de las plataformas digitales en la distribución y prestación de servicios financieros, así como su posición en términos de los canales de acceso y relación con los clientes.

La adopción de la IA en la banca española

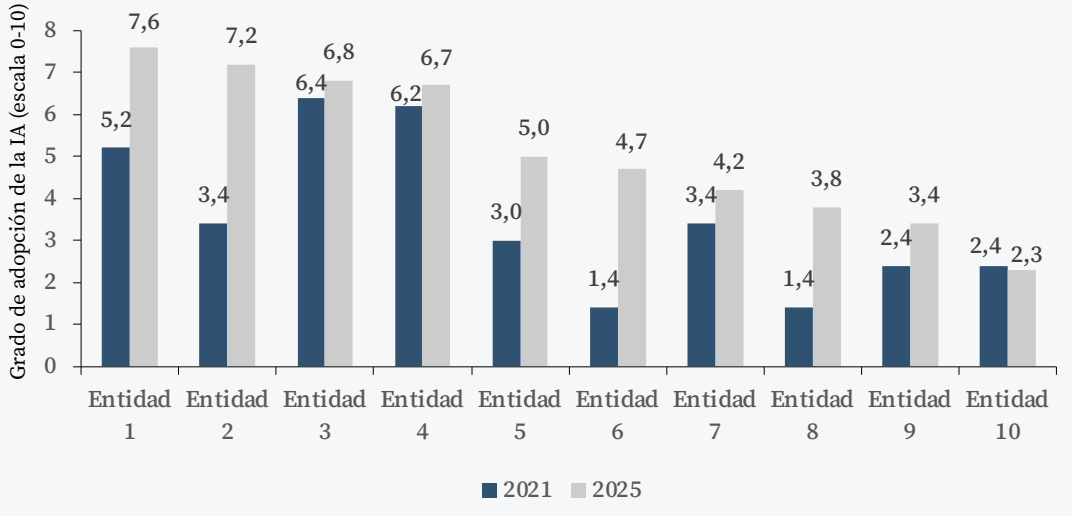
El grado de incorporación de la IA a la actividad bancaria constituye una de las dimensiones más relevantes actualmente para entender la transformación tecnológica del sector bancario y permite analizar cómo están evolucionando las entidades en este ámbito. No obstante, la disponibilidad de información detallada sobre las estrategias y modalidades mediante las cuales los bancos están incorporando estas herramientas, así como las aplicaciones en las que se están adoptando, supone un reto. En el reciente estudio de Funcas sobre *Inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio* (Cuadros Solas et al., 2026), se presenta un análisis pormenorizado sobre la evolución del grado y estrategias de adopción de la IA por parte del

sector bancario español, sus aplicaciones de uso y los efectos que de la integración de la IA en la actividad bancaria puedan derivarse. Para ello, se ha calculado un indicador sintético que integra distintas dimensiones relacionadas con su aplicación. En concreto, con el fin de calcular dicha métrica, se ha empleado una IA conversacional a la que se le ha solicitado cuantificar, empleando una escala de 0 (uso nulo) a 10 (uso muy amplio), en qué medida las entidades bancarias se encuentran empleando herramientas basadas en IA. El principal *input* de cálculo es la información proporcionada por las diez principales entidades bancarias españolas en sus informes anuales[1]. En concreto, este indicador, calculado para el período 2021-2025, considera aspectos vinculados al soporte operativo, la personalización de productos y recomendaciones, la automatización de procesos, los sistemas de suscripción y *onboarding*, la detección del fraude, los modelos de evaluación crediticia y la gestión de carteras de inversión. La puntuación obtenida permite ofrecer, por tanto, una aproximación al nivel de implantación de la IA en las entidades analizadas.

En el gráfico 1 se presenta una comparativa entre los años 2021 y 2025 sobre el grado de adopción de la IA por parte de los diez bancos españoles examinados.

Gráfico 1

Grado de adopción de la IA en las diez principales entidades bancarias españolas (2021 vs. 2025)



Fuente: Elaboración propia a partir del *Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio* (Cuadros-Solas et al., 2026).

1 El Apéndice metodológico del *Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio* describe con detalle el proceso de cálculo del indicador y proporciona el *prompt* utilizado.

A la vista de los datos presentados, se puede afirmar que, entre 2021 y 2025, el grado de adopción de la IA aumentó de forma destacada en nueve de los diez bancos analizados, si bien con diferencias significativas tanto en los niveles alcanzados como en el ritmo de avance. Durante el periodo analizado, la tasa media de crecimiento se sitúa en el 70,7 %, aunque se observan diferencias significativas entre entidades, con algunas que han llegado a duplicar e incluso triplicar su nivel de adopción de esta tecnología. Esta evolución apunta, en cualquier caso, a una incorporación progresiva de estas herramientas en el sector bancario español, aunque su desarrollo no ha sido homogéneo entre entidades. Mientras que algunos de los bancos partían ya de niveles relativamente elevados en 2021 y durante los períodos más recientes han consolidado su posición, otros han registrado avances más pronunciados durante todo el periodo considerado, en tanto que su posición inicial era de un nivel relativamente inferior.

El proceso de transformación tecnológica que caracteriza actualmente a la banca española se enmarca en una dinámica más amplia de digitalización que afecta al conjunto del sector bancario en Europa. Esta tendencia se refleja en el grado de implantación alcanzado por estas herramientas en el ámbito europeo. Y es que, según la EBA, la mayoría de las entidades bancarias de la Unión Europea ya utilizaban soluciones de IA en 2024, mientras que buena parte de las iniciativas había superado la fase experimental para integrarse en las infraestructuras tecnológicas de las entidades (EBA, 2024). Asimismo, el BCE señala que, en 2025, cerca del 90 % de las entidades bancarias significativas de la zona del euro ya utilizaban tecnologías basadas en IA, en un contexto de inversión creciente en tecnologías digitales (BCE, 2026). Este escenario justifica el interés de analizar la evolución de la adopción de la IA en la banca española en perspectiva comparada, con el fin de evaluar su posición relativa respecto al conjunto del sector bancario europeo. Para ello, el gráfico 2 presenta una comparativa a nivel europeo acerca de la adopción de la IA en el período 2021-2025.

Siguiendo la metodología expuesta anteriormente, se calcula un índice para cada país en el que se toma como referencia el nivel medio de adopción de la IA en Europa en el periodo 2021-2025 (Europa representa la base 100). A partir de esta referencia, se analiza el grado de adopción en cada país en relación con la media europea. Todos los países con valores por encima de 100 indican que su sector bancario es más intensivo en el uso de la IA con respecto a la media global de la banca europea.

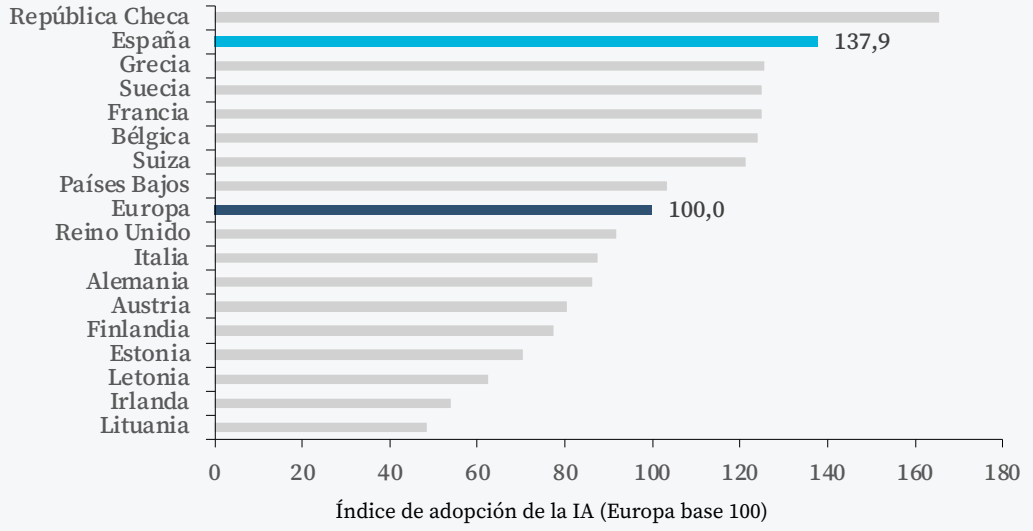
España se sitúa entre los países europeos con mayor grado de adopción de la IA en el sector bancario, con un nivel un 37,9 % superior a la media europea

Como puede observarse, España se sitúa entre los países europeos con mayor grado de adopción de la IA en el sector bancario, con un nivel un 37,9 % superior a la media europea. La banca española supera a otras economías que también presentan niveles relativamente elevados de adopción, como Grecia, Suecia, Francia y Bélgica. Las diferencias son aún más pronunciadas respecto a algunas de las principales economías europeas, como Alemania, Italia y Reino Unido, cuyos niveles de adopción se sitúan por debajo del promedio europeo.

Sin embargo, esta posición destacada de la banca española contrasta con el mayor ritmo de crecimiento registrado en el conjunto de Europa durante los últimos años. Entre 2021 y

Gráfico 2

Comparativa en el grado de adopción de la IA en el sector bancario (Europa base 100)



Fuente: Elaboración propia a partir del *Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio* (Cuadros-Solas et al., 2026).

2025, la adopción de la IA en el sector bancario español aumentó un 83,5 %, frente al crecimiento del 122,8 % observado en el conjunto de Europa. Estos resultados indican que, aunque la banca española mantiene una posición de liderazgo en la adopción de esta tecnología, la brecha respecto a la media europea se ha ido reduciendo progresivamente, como consecuencia de su mayor ritmo de expansión en otros países europeos.

En particular, el mayor crecimiento registrado en la banca europea durante los últimos años no responde tanto a una ralentización del proceso de adopción en la banca española, sino a una aceleración más pronunciada en el conjunto del sector bancario europeo, que partía de niveles medios de adopción inferiores.

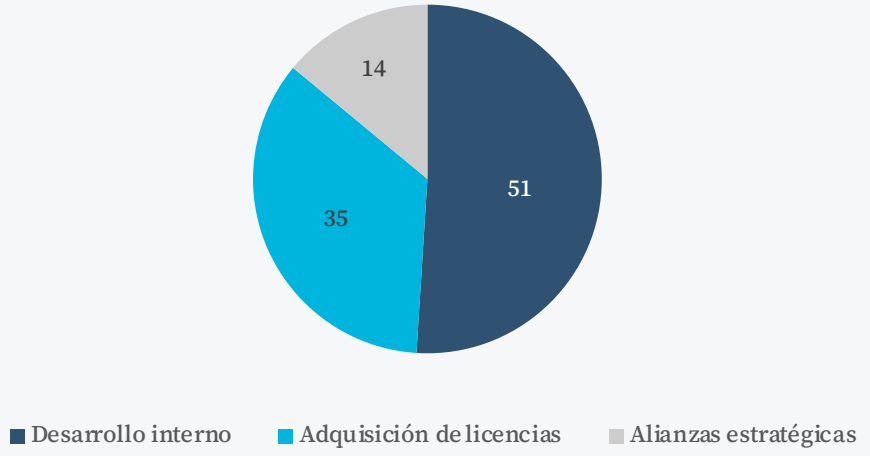
Estrategias de adopción de la IA en la banca española

Más allá del grado de adopción de la IA, resulta relevante analizar las distintas vías mediante las cuales las entidades bancarias incorporan estas tecnologías a su actividad. En particular, los bancos pueden optar por desarrollar soluciones internamente, adquirir herramientas y licencias de proveedores tecnológicos externos y/o establecer alianzas estratégicas con empresas especializadas. Estas alternativas responden a diferentes modelos de acceso a las capacidades tecnológicas y presentan implicaciones diferenciadas en términos de inversión, control sobre las soluciones implementadas, acceso a conocimiento especializado y dependencia de terceros. Por tanto, examinar las estrategias elegidas

Gráfico 3

Estrategias de adopción de la IA en el sector bancario español

Porcentajes



Fuente: Elaboración propia a partir del *Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio* (Cuadros-Solas et al., 2026).

permite profundizar en la manera en que el sector bancario está integrando la IA en sus procesos y estructuras operativas, más allá de su grado de adopción.

El peso del desarrollo interno apunta a la importancia que las entidades conceden a la generación de capacidades propias para incorporar la IA a sus procesos y servicios

A partir de la información recopilada de los informes anuales, el gráfico 3 muestra la distribución de las estrategias de adopción de la IA entre las diez entidades bancarias españolas analizadas. Los resultados revelan un claro predominio del desarrollo interno de soluciones, que representa el 51 % de las estrategias identificadas. Le sigue la adquisición de licencias a proveedores externos, con un 35 %, mientras que las alianzas estratégicas constituyen el 14 % restante.

El peso del desarrollo interno apunta a la importancia que las entidades conceden a la generación de capacidades propias para incorporar la IA a sus procesos y servicios. Y es que esta estrategia puede facilitar una mayor adaptación de las soluciones a las necesidades específicas del negocio de cada entidad bancaria y un mayor control sobre su desarrollo y aplicación, si bien requiere disponer de talento especializado, recursos tecnológicos y suficiente capacidad inversora. Por su parte, la adquisición de licencias permite acceder a tecnologías ya desarrolladas y agilizar su implementación, si bien puede generar una mayor dependencia de los proveedores externos. Las alianzas estratégicas, por su parte, ofrecerían una vía para combinar capacidades y conocimientos

de distintas organizaciones, aunque su menor peso en la distribución analizada apunta a un uso actualmente menos extendido de esta modalidad de incorporación de la IA.

La combinación de las diferentes estrategias parece responder, por tanto, a la necesidad de compatibilizar la adaptación de la tecnología a las necesidades del negocio con la rapidez de implementación y el acceso a conocimientos especializados. Estas decisiones adquieren especial relevancia en un sector en el que la seguridad de la información, la gestión de riesgos y las exigencias regulatorias condicionan tanto la selección de las soluciones como su integración en la actividad bancaria.

Plataformización de la banca española

La transformación digital del sector bancario está modificando no solo la forma en que se prestan los servicios financieros, sino también los canales a través de los cuales las entidades acceden a sus clientes y distribuyen sus productos. En este contexto, la plataformización adquiere una relevancia creciente, al reflejar la integración de los servicios bancarios en ecosistemas digitales en los que participan tanto las propias entidades como proveedores tecnológicos y otros intermediarios. Uno de los elementos que facilita este proceso es el desarrollo de interfaces de programación de aplicaciones (API, por sus siglas en inglés), que permiten conectar los sistemas bancarios con plataformas y servicios externos, favoreciendo la interoperabilidad y la integración de funcionalidades financieras en distintos entornos digitales.

Desde una perspectiva estratégica, la plataformización puede transformar la forma en que las entidades bancarias distribuyen sus productos, se relacionan con los usuarios y compiten con otros actores del mercado financiero. En consecuencia, analizar el desarrollo de la infraestructura de API permite profundizar en la posición de la banca española dentro de los ecosistemas financieros digitales. En este sentido, el estudio sobre el sector bancario español señala que los bancos que operan en España ofrecen 270 API y disponen de 36 portales para desarrolladores (*API developer portals*), a través de los cuales terceros pueden consultar la documentación técnica y acceder a las interfaces disponibles. Asimismo, el 79,6 % de las API identificadas están disponibles a través de agregadores especializados, lo que evidencia el papel de estos intermediarios en la conexión entre las entidades bancarias y los potenciales usuarios de sus servicios digitales.

Esta intermediación presenta, además, un grado significativo de concentración. Y es que el 75 % de las API accesibles a través de agregadores se canaliza mediante los cinco principales operadores. Este dato pone de manifiesto la relevancia de un número reducido de intermediarios en la articulación del ecosistema digital bancario. Desde la perspectiva de las entidades financieras, recurrir a estas plataformas puede facilitar la integración de sus servicios en nuevos canales y ampliar su alcance comercial. Sin embargo, también puede incrementar la dependencia de terceros y plantear cuestiones relacionadas con el control de los canales de distribución, el acceso a los clientes y la posición negociadora de los distintos participantes.

El 75 % de las API accesibles a través de agregadores se canaliza mediante los cinco principales operadores

El gráfico 4 presenta la distribución de los principales usos de las API bancarias en España. Los

resultados muestran un claro predominio de los servicios de pago, que representan aproximadamente el 55 % del total, seguidos del acceso a cuentas, con cerca del 23 %, y de los servicios de identidad, que superan el 10 %. El resto de las funcionalidades identificadas, entre las que se encuentran los servicios de crédito, el acceso a datos, las aplicaciones vinculadas al comercio y otros servicios, presenta una participación significativamente menor.

Esta realidad pone de manifiesto el protagonismo de los pagos en la integración de los servicios bancarios en los ecosistemas digitales, así como la relevancia del acceso a cuentas para facilitar la conexión entre las entidades financieras y los proveedores externos. Por su parte, los servicios de identidad contribuyen a incorporar funcionalidades de identificación, verificación y autenticación en distintos entornos digitales. La concentración de las API en estas categorías sugiere que, hoy en día, la plataformización de la banca española parece articularse principalmente en torno a los servicios transaccionales y a los mecanismos de acceso a las cuentas y de identificación digital, mientras que otras aplicaciones mantienen, por el momento, una presencia más limitada.

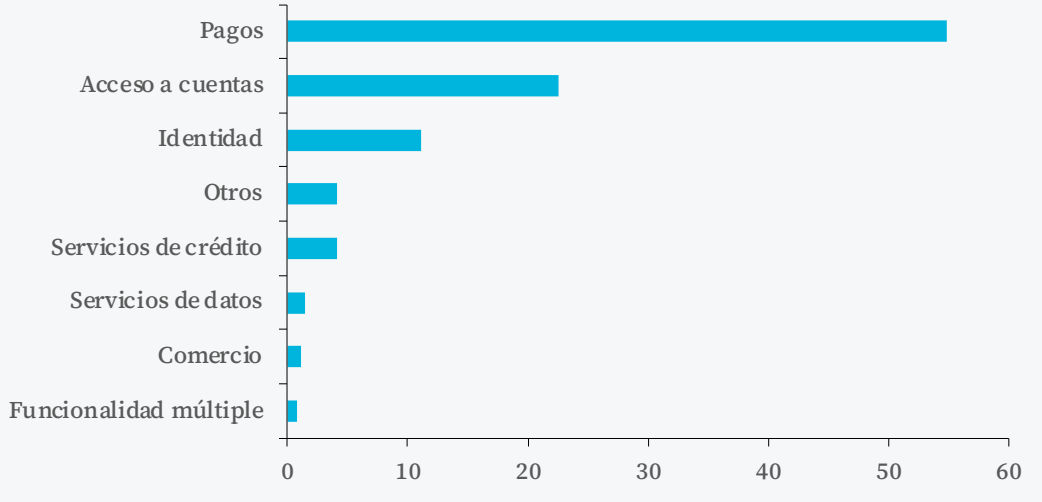
Más evidencia, pero aún más preguntas

La transformación digital del sector bancario español se manifiesta tanto en la creciente incorporación de la IA a la actividad de las entidades como en la evolución de los canales y las infraestructuras a través de los cuales se prestan los servicios financieros. La evidencia analizada permite identificar avances significativos

Gráfico 4

Plataformización en el sector bancario español

Porcentajes



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Plataformable.com

en ambos ámbitos. Si bien, la gestión de este reto tecnológico requiere por parte del sector bancario español reflexionar estratégicamente sobre diversas cuestiones:

- *¿En qué ámbitos debe priorizarse el uso de la IA?* Una de las principales características de esta tecnología es su versatilidad, ya que puede aplicarse a numerosos procesos y servicios bancarios, como la atención al cliente, la personalización de productos y servicios, la evaluación del riesgo de crédito, la detección del fraude o la automatización de procesos internos. En este contexto, las entidades deben identificar aquellas áreas en las que la IA puede generar un mayor valor añadido y priorizar su implantación en función de los beneficios esperados. Asimismo, dado que el éxito de su adopción también depende de la aceptación por parte de los clientes, resulta fundamental evaluar su disposición a utilizar nuevos productos y servicios basados en esta tecnología. Para ello, la transparencia y la generación de confianza deben constituir elementos centrales de las estrategias de adopción de la IA en el sector bancario.

- *¿Cómo establecer colaboraciones con proveedores externos de IA?* Aunque el sector bancario español apuesta mayoritariamente por el desarrollo interno de soluciones de IA, el rápido avance y la creciente complejidad de esta tecnología pueden hacer necesario recurrir a proveedores externos especializados. A medida que surjan nuevas aplicaciones y necesidades, las capacidades internas de las entidades podrían resultar insuficientes, lo que reforzaría la importancia de establecer alianzas estratégicas. En este contexto, uno de los principales retos a medio plazo será identificar proveedores tecnológicos fiables, capaces de integrar sus soluciones en las cadenas de valor de las entidades sin comprometer su seguridad y resiliencia operativa. Asimismo, será fundamental gestionar adecuadamente los riesgos asociados a la dependencia de terceros y garantizar que estas colaboraciones contribuyan a fortalecer la competitividad y la capacidad de innovación de las entidades.

- *¿Cómo aprovechar las oportunidades de la plataformización sin perder el control de la relación con los clientes?* La creciente integración de los servicios bancarios en plataformas y ecosistemas digitales ofrece nuevas oportunidades para ampliar los canales de distribución, mejorar la experiencia del cliente y desarrollar nuevos modelos de negocio. Sin embargo, también plantea retos relacionados con la dependencia de intermediarios tecnológicos, la concentración del mercado y la posible pérdida de control sobre la relación con los clientes. En este contexto, las entidades deberán definir estrategias de plataformización que les permitan aprovechar las ventajas de la colaboración con terceros, preservando al mismo tiempo su autonomía estratégica, su capacidad competitiva y su resiliencia operativa.

El proceso de transformación tecnológica en el que se encuentra inmerso el sector bancario no depende únicamente de la expansión de nuevas tecnologías, sino también de las decisiones estratégicas sobre cómo incorporarlas y de la capacidad para integrarlas en los canales de prestación de servicios financieros. En este contexto, el desarrollo de capacidades tecnológicas propias, la gestión de los riesgos asociados a la IA y el aprovechamiento de las oportunidades que ofrecen las plataformas digitales serán factores relevantes en la evolución del modelo de negocio bancario.

Referencias

Autoridad Bancaria Europea. [EBA]. (2024). *Risk assessment report: November 2024.* https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/publications/risk-assessment-report-november-2024

Autoridad Bancaria Europea. [EBA]. (2025). *Rising application of AI in EU banking and payments sector*. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-09/146b3558-d026-47bf-a872-f05e93ed30d2/Rising%20application%20of%20AI%20in%20EU%20banking%20and%20payments%20sector.pdf

Banco Central Europeo. [BCE]. (2026). *AI and the euro area economy*. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260323_1~1e06784a89.en.html

Cuadros Solas, P. J., Rodríguez Fernández, F., Rubio Alfageme, B. M., & Suárez Suárez, N. (2026). *Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: Adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio*. Funcas.

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 189. Polarización: qué es, cómo se mide y por qué importa

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

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA
N.º 314. Los crecientes riesgos de la deuda pública

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK
Vol. 15, N.º 5 (2026). Fiscal sustainability in Spain and Europe: Navigating a new landscape

PAPELES DE ENERGÍA
N.º 33. Octubre (2026). Climate Risk and Sustainable Finance: Bridging Policy, Research and Practice

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN
N.º 115. La situación actual de los jóvenes en España: integración laboral, vivienda y emigración. M. Á. Malo, F. Pinto y G. Orfao

LIBROS
Estudio sobre inteligencia artificial y plataformización en la banca española: adopción, impacto y seguimiento del modelo de negocio. P. J. Cuadros Solas, F. Rodríguez Fernández, B. M. Rubio Alfageme y N. Suárez Suárez

Precio de las publicaciones. Año 2027

	Suscripción		
Publicación	**Suscripción anual**	**Edición papel (euros)**	**Gastos de envío (euros)**
Papeles de Economía Española	3 números	45	España 6 Europa 30 Resto del mundo 60
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