

# Artículos

## 1 Impactos macroeconómicos del aumento del gasto en defensa: un análisis basado en modelos

Nikola Bokan, Pascal Jacquinot, Magdalena Lalik, Georg Müller, Romanos Priftis y Rodolfo Rigato

### Introducción

**En este artículo se utilizan diversos modelos para analizar el impacto macroeconómico del aumento del gasto público en defensa.** En junio de 2025, los países miembros de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) se comprometieron a incrementar el gasto en defensa en sentido estricto y otros gastos relacionados en una magnitud sin precedentes en la historia reciente. En vista de este compromiso, en este artículo se reconsidera el tamaño de los multiplicadores fiscales y sus determinantes en una serie de modelos macroeconómicos del BCE. El artículo complementa análisis anteriores efectuados por el BCE poniendo de relieve el papel que desempeñan las diferencias entre los modelos en la cuantificación de los efectos económicos del gasto público<sup>1</sup>.

**Las simulaciones se han realizado bajo el supuesto de un aumento del consumo público desde el 2 % del PIB en 2024 hasta el 3 % del PIB en 2028 que muestra una expansión estilizada de las compras relacionadas con la defensa (gráfico 1)**<sup>2</sup>. Este aumento se inicia en 2025, alcanza un máximo a principios de 2028 y se mantiene en ese nivel más elevado durante diez años, tras los cuales retorna gradualmente a su nivel original.

**El uso de especificaciones alternativas en los modelos permite explorar los determinantes de los multiplicadores fiscales y las estimaciones de la inflación.** En este artículo se examinan los efectos de los incrementos del gasto público en variables macroeconómicas en un marco de referencia y a continuación se estudia la transmisión utilizando especificaciones alternativas. El artículo muestra: i) la importancia de las expectativas del sector privado sobre la evolución

<sup>1</sup> Para conocer estudios previos en los que se investigan las implicaciones de los planes de gasto público en defensa de los países de la zona del euro para las proyecciones macroeconómicas de referencia y el análisis de riesgos, véase Checherita-Westphal *et al.* (2025). Dicho análisis se centra en el nuevo gasto en defensa anunciado desde febrero de 2025, en los riesgos asociados, en aspectos de su composición por países y en una selección de factores dependientes del estado de la economía. Las simulaciones se llevaron a cabo utilizando los modelos de proyección del BCE y bajo la hipótesis de que no hay reacción de la política monetaria.

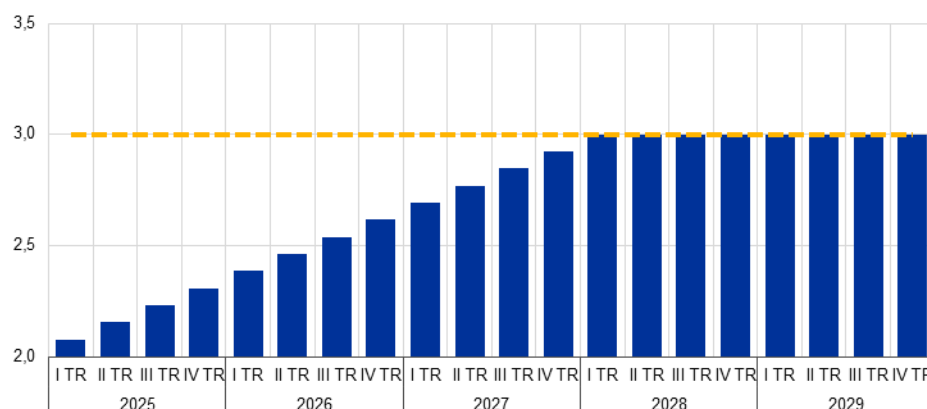
<sup>2</sup> La mayor parte de los resultados que se presentan en este artículo son válidos para incrementos del gasto público de distintas magnitudes, siempre que el efecto en las variables macroeconómicas se ajuste como corresponda. El compromiso más reciente de los miembros de la OTAN consiste en aumentar hasta el 3,5 % del PIB el gasto en defensa en sentido estricto, así como en destinar un 1,5 % adicional del PIB al gasto relacionado con la seguridad, de modo que el gasto total asociado a la defensa ascienda al 5 % del PIB. Se prevé que este nivel de gasto anual se haya alcanzado para 2035. Por consiguiente, el patrón de gasto que se analiza en este artículo es una interpretación estilizada del calendario exacto de los gastos.

futura de los mercados financieros y la financiación del déficit; ii) los aspectos distributivos del mayor gasto público, y iii) la magnitud de los efectos de desbordamiento entre los países de la zona del euro, que a su vez varían en función del instrumento empleado o del origen de las importaciones. El análisis basado en modelos se complementa con el recuadro 1, que pone en perspectiva los resultados de los modelos proporcionando una revisión de los multiplicadores fiscales en la literatura empírica pertinente sobre gasto en defensa.

### Gráfico 1

#### Senda contrafactual del aumento del gasto público en defensa

(porcentaje del PIB)



Fuente: Supuestos de los autores.

## Conclusiones

**En el contexto de los planes de aumento del gasto en defensa en la zona del euro, un análisis basado en modelos de *shocks* de gasto público apunta a un efecto positivo en el crecimiento del PIB real y a un impacto modesto en la inflación medida por el IAPC, con una incertidumbre significativa en torno a las estimaciones.** Un incremento continuado pero gradual del gasto militar del 1 % del PIB durante tres años se asocia a un multiplicador del PIB que se sitúa en 0,93 en dos años y un impacto sobre la inflación medida por el IAPC de 0,07 puntos porcentuales en dos años, en promedio, en los diferentes tipos de modelos. Se observa una heterogeneidad sustancial entre los modelos, con unos multiplicadores del PIB que oscilan entre 0,42 y 1,13. En promedio, al cabo de cuatro años del *shock*, el multiplicador del PIB se mantiene en 0,93, mientras que la inflación medida por el IAPC registra un alza media de 0,2 puntos porcentuales en los distintos modelos. En general, los multiplicadores fiscales obtenidos de los modelos son acordes con la evidencia empírica sobre los efectos del gasto en defensa. En el artículo también se identifican los principales canales de transmisión que determinan el impacto económico del gasto militar adicional: una proporción más elevada de inversión genera mayores efectos desbordamiento, mientras que las expectativas del sector privado relativas a subidas de los impuestos y de los tipos de interés influyen considerablemente en la reducción de los multiplicadores. Hay varios aspectos que quedan fuera del ámbito de este análisis, en particular la dependencia

del estado de la economía en relación con el endeudamiento público y el ciclo económico, que ha demostrado ser relevante en la literatura empírica. Por último, existen elementos importantes del gasto en defensa que el análisis realizado en este artículo no puede explorar por completo, entre ellos la composición del gasto en cada país o los efectos sectoriales de oferta y las interdependencias entre las distintas ramas de actividad.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

## Conserva la calma y lleva efectivo: enseñanzas sobre el papel excepcional del dinero físico en cuatro crisis

Francesca Faella y Alejandro Zamora-Pérez

### Conclusiones e implicaciones para las políticas públicas

**Los diversos episodios de crisis considerados en el artículo ilustran que la utilidad del efectivo aumenta notablemente cuando la estabilidad se ve amenazada, con independencia de la naturaleza específica o el alcance geográfico de la perturbación causante, o del grado de digitalización.** No obstante, cada caso analizado muestra una dimensión diferente de su resiliencia en las distintas situaciones en las que se produjeron fallos. La pandemia dio lugar a una acumulación sostenida de efectivo por motivos de precaución debido a la prolongada incertidumbre durante la emergencia de salud pública. La injustificada invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia provocó repuntes rápidos y localizados de la demanda cerca de las zonas de conflicto, con independencia del grado de digitalización de los países. El apagón en la Península Ibérica puso en evidencia que el efectivo es un medio de pago indispensable cuando fallan las infraestructuras digitales, así como un instrumento importante para dar seguridad a los ciudadanos, cuya influencia se extendió incluso a áreas que no se vieron directamente afectadas por la perturbación inicial. Por último, durante la crisis de deuda soberana de Grecia se produjeron picos de demanda recurrentes durante las prolongadas turbulencias financieras y las tensiones políticas que atravesó el país. Todos estos casos revelan un patrón uniforme: en momentos de fuertes tensiones, los ciudadanos suelen recurrir al dinero físico como depósito de valor seguro y medio de pago confiable, lo que subraya el papel crucial que desempeña, más allá de facilitar las transacciones cotidianas.

**Esta demanda de efectivo impulsada por las crisis viene motivada por sus atributos fundamentales: tiene una utilidad clara desde el punto de vista psicológico y práctico, lo que explica su capacidad de permanencia a escala global, ampliamente documentada.** La teoría de los activos refugio explica, en parte, la huida hacia pasivos respaldados por el Estado en períodos de incertidumbre (Gorton y Ordoñez, 2022). Sin embargo, el atractivo del dinero en metálico se ve acrecentado por su naturaleza tangible, que proporciona comodidad y control, y por la enorme importancia que cobra su funcionalidad *offline* cuando se producen fallos en los sistemas digitales (Bartzsch *et al.*, 2024). El efectivo ofrece certidumbre sobre su valor nominal, acceso inmediato y privacidad. La mayor aversión a las pérdidas durante las crisis, unida a las distintas percepciones individuales de la estabilidad, convierte al dinero físico en un instrumento que responde a la demanda de liquidez inmediata por parte de personas con alta

aversión al riesgo (Muñoz y Soons, 2022)<sup>1</sup>. Esta utilidad asociada específicamente a las crisis contribuye a la persistencia de la demanda de efectivo que no puede explicarse del todo por factores económicos tradicionales como los tipos de interés o la renta (Jobst y Stix, 2017; Goodhart y Ashworth, 2020).

**Más allá de los factores específicos, la resiliencia del efectivo evidencia beneficios para el sistema que son difíciles de medir con precisión.**

Desde la perspectiva de la teoría de sistemas, mientras que las infraestructuras digitales de pago se optimizan para lograr mayor eficiencia (maximizando el «tiempo medio entre fallos»), el efectivo proporciona una redundancia esencial —una «rueda de repuesto»— dentro de los sistemas de pago<sup>2</sup>. Esta redundancia es vital para cualquier sistema, dado que ninguno es infalible. En este sentido, las tenencias de efectivo individuales generalizadas generan un beneficio social o una «externalidad positiva»: una red de distribución de liquidez para la comunidad de la zona del euro cuando fallan los sistemas centralizados, una característica que los entornos exclusivamente digitales no pueden replicar. Este rasgo convierte al dinero físico en una especie de seguro social, una protección de coste reducido frente a episodios de inestabilidad sistémica grave. Por último, el efectivo puede actuar como contrapeso crucial de la concentración de poder en los sistemas de pago, fomentando la competencia en los mercados (Lagos y Zhang, 2022) y reforzando la posición de los usuarios al ofrecerles la opción de realizar operaciones que no quedan registradas. Ello apunta a que los beneficios sociales latentes del efectivo pueden ser mayores de lo que se había estimado tradicionalmente (Rösl y Seitz, 2022 y 2024).

**Estas conclusiones y reflexiones respaldan el creciente reconocimiento por parte de las autoridades de que el efectivo es un componente fundamental de la preparación nacional frente a crisis.**

Los bancos centrales, los ministerios de Finanzas y las agencias de protección civil de varios países recomiendan actualmente que los hogares mantengan una reserva de efectivo para varios días con el fin de poder realizar compras de productos de primera necesidad. Por ejemplo, las autoridades de los Países Bajos, Austria y Finlandia sugieren disponer de cantidades que oscilen entre aproximadamente 70 y 100 euros por miembro del

<sup>1</sup> En condiciones de tensión e incertidumbre, las personas suelen mostrar una mayor aversión a las pérdidas, lo que implica que el impacto psicológico de una posible pérdida sea desproporcionadamente mayor que el de la ganancia equivalente.

<sup>2</sup> Esta analogía se basa en la ingeniería de seguridad de sistemas, en la que los sistemas críticos incorporan mecanismos de respaldo más sencillos, a menudo manuales, para garantizar su funcionamiento en caso de que fallen los sistemas automatizados principales. Un ejemplo muy conocido es el de la escalera de emergencia de un rascacielos; aunque los ascensores son más eficientes para el uso cotidiano, la escalera proporciona una vía de salida adicional redundante que es fundamental en caso de que se produzca un fallo eléctrico. Si bien esta analogía no es perfecta —ya que el efectivo, a diferencia de una escalera de emergencia, se usa ampliamente en las operaciones diarias—, el principio subyacente es válido.

hogar, o lo suficiente para cubrir necesidades básicas durante unas 72 horas<sup>3, 4</sup>. Algunos países, como Finlandia, incluso están estudiando la implantación de cajeros automáticos «a prueba de perturbaciones» para garantizar el acceso a efectivo durante fallos en los sistemas digitales<sup>5</sup>. Estas iniciativas son acordes con la idea de que el dinero físico sirve no solo para cubrir necesidades individuales, sino que contribuye también a una mayor resiliencia sistémica<sup>6</sup>.

**En último término, la evidencia disponible subraya la importancia continua de que los bancos centrales y el sector privado aseguren un suministro eficiente y estable de dinero en metálico, que incluya *stocks* adecuados y planes de continuidad de negocio resistentes.** Comprender la naturaleza de los picos de demanda de efectivo en los que acontecimientos extremos y poco frecuentes generan una demanda desproporcionada, tiene profundas implicaciones. Esto significa que, si bien las previsiones operativas diarias pueden basarse en una demanda con una distribución más normal, la infraestructura y las reservas estratégicas deben estar preparadas para esos repuntes menos previsibles y de gran impacto<sup>7</sup>. De este modo se garantiza que el efectivo, como único pasivo del banco central directamente disponible para todos, pueda cumplir su función, no solo en las transacciones diarias, sino como pilar fundamental de la estabilidad económica y la confianza del público, especialmente cuando más se necesita. Estos imperativos se reconocen en la estrategia de efectivo del Eurosistema, cuyo objetivo es garantizar la disponibilidad, el acceso y la aceptación sostenidos del efectivo en la zona del euro.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, Ministry of Finance Finland (2022), Oesterreichische Nationalbank (2024) y De Nederlandsche Bank (2025).

<sup>4</sup> A este respecto, las orientaciones de la Comisión Europea relativas a la preparación necesaria para una emergencia de 72 horas incluían dinero en efectivo, así como productos de primera necesidad como agua y medicamentos (Reuters, 2025b). Este anuncio, publicado en un vídeo en el canal oficial de la Comisión Europea en YouTube, tuvo una amplia cobertura en los medios de comunicación. Sin embargo, aún no se han elaborado las orientaciones de preparación para la población. Estas orientaciones formarán parte de la «Estrategia de Preparación de la Unión para prevenir amenazas y crisis emergentes y reaccionar frente a ellas».

<sup>5</sup> Esta información puede consultarse en el apartado «Home emergency kit' for payments» del sitio web del Suomen Pankki.

<sup>6</sup> Sin embargo, esta continua utilidad del efectivo, en particular su función como depósito de valor y la demanda asociada a las crisis, a menudo parece entrar en contradicción con políticas que, intencionadamente o no, incrementan las fricciones en su uso o tratan de reducir su circulación. Es posible que medidas como límites estrictos a los pagos o la eliminación de billetes de alta denominación —como se ha observado, por ejemplo, en las motivaciones de la desmonetización de la India— no tengan debidamente en cuenta las externalidades positivas de una reserva de efectivo de disponibilidad inmediata o la necesidad legítima del público de contar con un soporte físico adecuado como depósito de alto valor, en particular en períodos de incertidumbre. Por ello, el [Reglamento \(UE\) 2024/1624 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, relativo a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo](#) (el nuevo Reglamento de prevención del blanqueo de capitales) establece que, en caso de contingencias en las que no se puedan realizar pagos electrónicos, se podrán suspender temporalmente los límites a los pagos en efectivo.

<sup>7</sup> Este concepto muestra similitudes con el diseño de los diques neerlandeses, que no se construyen para soportar mareas normales, sino para inundaciones catastróficas muy inusuales, utilizando principios de la teoría de valores extremos para modelizar esas marejadas de gran impacto. Un suministro resiliente de efectivo debe dimensionarse de forma similar por su papel fundamental durante crisis poco frecuentes, y no solo para los flujos de las operaciones diarias.