



Hacia una recuperación cíclica

La eurozona acelerará su crecimiento en 2026 apoyada por la política monetaria y la política fiscal. A medio plazo, los retos de recuperar competitividad y aumentar el crecimiento potencial mantendrán el foco en las reformas estructurales, la simplificación normativa y la mayor integración dentro de la UE.

En 2025, el área euro se ha defendido bien frente a los choques derivados de la subida de aranceles por EE.UU. y la incertidumbre en el comercio mundial. El PIB creció en el primer semestre el 1,4% anualizado. Pero la composición fue frágil, pues el crecimiento del primer trimestre se vio impulsado por las exportaciones, anticipándose a la subida de aranceles, y en el segundo por la acumulación de inventarios. La formación bruta de capital fijo ha tenido un comportamiento errático y el consumo de las familias no termina de despegar. El acuerdo comercial entre UE y EE.UU. es positivo porque reduce la incertidumbre, pero presiona sobre la competitividad de las empresas del área euro frente a sus homólogas estadounidenses, en un momento en que el euro se ha fortalecido.

En 2026 esperamos una recuperación cíclica, sustentada por la relajación de la política monetaria, por una política fiscal expansiva y por la favorable situación financiera de familias y empresas dado su bajo apalancamiento y elevado ahorro. En suma, esperamos que el PIB del área euro crezca el 1,2% en 2025 y el 1,3% en 2026, con un perfil trimestral ascendente que nos podría llevar al 1,7% en 2027.

De fondo, la eurozona afronta el reto de cambiar su modelo de crecimiento, orientándolo desde la demanda externa hacia la demanda interna, donde la inversión tenga un papel protagonista y se realice mayor gasto en seguridad nacional. El informe Draghi marca un camino para que la UE pueda competir con las grandes potencias, haciéndola más productiva, a la vez que avanza en la transformación energética y digital. Sus propuestas de potenciar el mercado interior, simplificar la regulación y fortalecer los mercados de capitales esperamos que estén entre las prioridades en las políticas públicas de los próximos años.

El mercado de trabajo ha sido resiliente frente al modesto crecimiento de la economía. La tasa de paro se ha mantenido en torno a mínimos históricos (6,2%), en buena parte por la escasez de mano de obra asociada al envejecimiento de la población. No obstante, el empleo ha mostrado un patrón desigual por países, ya que, si bien ha aumentado en el conjunto del área euro, es gracias a los incrementos registrados en España, Portugal e Italia, que han superado a las caídas registradas en Alemania y Francia. Para 2026, la recuperación de la actividad económica reforzará la tendencia descendente del desempleo, que se dirigirá hacia el 6%.

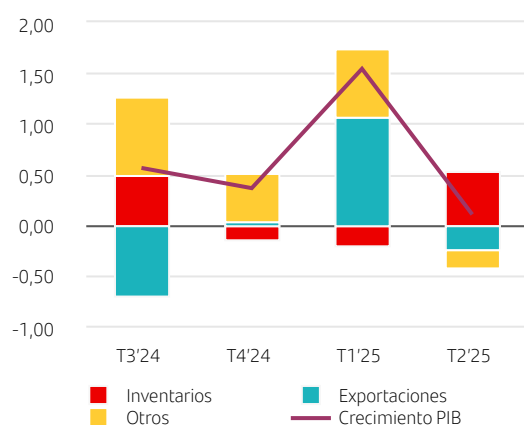
Eurozona

En 2025 la inflación ha vuelto al objetivo del BCE del 2%, lo que le ha permitido bajar sus tipos de interés. Para 2026 esperamos que la inflación se mantenga alineada con dicho objetivo. Podría caer puntualmente por debajo del 2% por el efecto de la apreciación del euro, pero esperamos que dicho efecto quede compensado por la mejora cíclica en la economía.

El BCE ha bajado sus tipos de interés hasta el 2%, un nivel que se considera neutral o ligeramente acomodaticio para la economía real. Dado el desfase con que actúa la política monetaria, esperamos que los recortes de tipos de interés de estos últimos años tengan efecto expansivo en 2026. Para 2026 esperamos que el BCE mantenga estables sus tipos de interés.

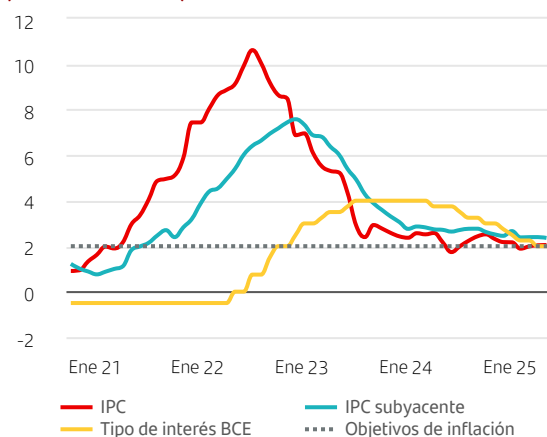
La política fiscal adoptará un sesgo expansivo en 2026 resultado de decisiones estratégicas tomadas en el año anterior, por las cuales la UE ha dado prioridad al aumento del gasto en defensa, y Alemania ha lanzado un ambicioso plan para renovar sus infraestructuras. También contamos con un impulso de los proyectos financiados con los fondos NGEU, dado que se acerca el final del plazo para recibir las subvenciones. Con todo, el déficit público del conjunto del área euro creemos que aumentará de forma moderada, desde el 2,9% del PIB previsto para 2025 hacia algo más del 3% en 2026. No todos los países tienen el mismo espacio fiscal. Aquellos con deuda pública elevada creemos que optarán por reasignar gasto público hacia defensa, pero preservando la sostenibilidad de su deuda pública.

Composición del crecimiento del PIB en el área euro (% variación anual)



Fuente: Eurostat.

La inflación está en el objetivo del BCE (% variación anual)



Fuentes: BCE y Servicio de Estudios Banco Santander.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,2	1,3	1,7
Tasa de desempleo	6,3	6,2	6,0
Inflación (IPC)	2,1	1,9	2,0

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Eurozona: En profundidad

En busca de un activo seguro común en el área euro



Nos encontramos ante una nueva oportunidad para impulsar la creación de un activo común en la eurozona, los eurobonos, algo que sería una pieza clave para fortalecer la integración financiera europea y su autonomía estratégica.

Una de las peculiaridades del área euro, derivada de que es una unión monetaria sin unión fiscal, es que **su mercado de deuda pública está atomizado**, lo que ha determinado que haya pocos instrumentos financieros en euros que actúen como activo seguro.

Esta fragmentación proviene de que cada estado tiene su propia calidad crediticia (dada por su posición fiscal), y porque existen grandes diferencias en cuanto a profundidad y liquidez entre los mercados de deuda pública de los estados. En concreto, el saldo vivo de los bonos emitidos por los tesoros del área euro se acerca a los 12 billones de euros, una cuarta parte califican con triple A, otro cuarto tiene un *rating* AA y el resto tiene un *rating* A o inferior. Además, el tamaño de las emisiones con frecuencia ha obstaculizado el desarrollado de mercados de derivados organizados. Por ejemplo, Eurex solo ofrece contratos de futuros con subyacentes de deuda pública alemana, francesa, italiana y española; entre ellos, los que realmente tienen profundidad y liquidez son los futuros alemanes, que concentran más del 70% de los futuros de renta fija que se negocian cada día. El resultado es que sólo la deuda pública alemana reúne las condiciones de calidad y liquidez que los inversores esperan de un instrumento que funcione como activo seguro. Cambiar esta estructura financiera requiere un acuerdo político entre los estados miembros y encontrar una solución técnica adecuada.

Emerge una nueva oportunidad

La falta de dicho acuerdo político proviene de que los estados del área euro, que mantienen la soberanía fiscal, han mostrado históricamente distintos grados de disciplina fiscal. Además, el Tratado de Maastricht prohíbe mutualizar la deuda pública de los estados miembros. Pese a ello, en varios momentos se ha planteado seriamente la posibilidad de crear un activo común.

La primera discusión surgió durante la crisis de deuda soberana desencadenada a raíz de la crisis financiera. Se buscaba romper el círculo vicioso entre solvencia soberana y bancaria. Aquellas propuestas no prosperaron debido a que la disparidad en la posición fiscal de los países provocó la desconfianza de los estados más austeros, que se negaron a emitir instrumentos de deuda que implicasen compartir riesgos.

 Eurozona: En profundidad

La segunda gran ocasión llegó con la pandemia, con el objetivo de dar capacidad fiscal a la UE para responder a un choque sistémico. Entonces sí se acordó emitir bonos comunes, pero como una medida excepcional (ligados a los programas Next Generation y SURE) y con fecha de caducidad, pues se legisló que dichos bonos se amortizaran en un plazo determinado.

La tercera oportunidad se presenta ahora, porque los cambios geopolíticos que está protagonizando EE.UU ha reorientado flujos internacionales de capital hacia el euro, lo que ha llevado a las instituciones públicas de la eurozona a replantearse el papel internacional de su moneda. Esta vez, la motivación para crear un activo común, un eurobono, sería impulsar la integración de los mercados de capitales europeos, aumentar su resiliencia frente a choques externos y reforzar la autonomía estratégica de europea.

Propuestas para un activo seguro común

Se han planteado dos líneas de actuación para conseguir de forma rápida un mercado de eurobonos que tenga el suficiente volumen y calidad crediticia como para poder funcionar como activo seguro, sin que suponga compartir riesgo entre los estados que formen parte del proyecto.

Una de ellas, presentada por los economistas Olivier Blanchard y Ángel Ubide,¹ reformula la propuesta que hicieron Delpla y von Weizsäcker (2010)² para abordar la crisis de deuda pública. Consiste en que la Comisión Europea emita eurobonos y utilice la financiación obtenida para comprar una parte de los bonos de los estados. Estos eurobonos serían deuda *senior* con respecto a la deuda pública de los estados (esto minimizaría el riesgo de que unos estados tenga que asumir el pago de la deuda de otros), y el pago de intereses estaría ligado a determinados ingresos fiscales de los países que formen parte del proyecto. Al final, la deuda pública de los estados quedaría segmentada en dos niveles, "bonos azules" de máxima calidad, que serían los eurobonos y estarían en condiciones de funcionar como activo seguro, y "bonos rojos" que serían el resto de los bonos nacionales.

La otra alternativa se basa en crear eurobonos de forma sintética, a partir de una emisión de títulos respaldados por bonos soberanos. El tramo *senior* de dicha titulización tendrían la capacidad de convertirse en el activo seguro europeo. Esta solución técnica también proviene de la etapa de la crisis financiera,³ y ha recibido

¹ Blanchard O. y Ubide, Á. (2025), "Now is the time for Eurobonds: A specific proposal", Peterson Institute for International Economics, Realtime Economics Blog.

² Delpla, J., y von Weizsäcker, J. (mayo, 2010), "The blue bond proposal", Bruegel Policy Brief No. 2010/03

³ Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (septiembre, 2011), "European Safe Bonds (ESBies)" y Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (mayo, 2016), "The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, American Economic Review, 106(5), 508–512.