Eurozona

De la resiliencia a la transformación

Europa ha resistido mejor de lo esperado un nuevo *shock* energético; sin embargo, aumentar su potencial de crecimiento requerirá un ciclo inversor sostenido que mejore la productividad y la competitividad. En 2027, la inversión puede acelerarse, pero este impulso deberá complementarse con una mayor inversión privada.

Concepción Sanz Gómez

Una inesperada capacidad de resiliencia en 2026. Estimamos que la economía de la Eurozona crecerá un 1,0% en 2026, mostrando una notable adaptación al encarecimiento de la energía y a la incertidumbre derivada del conflicto en Oriente Próximo.

La economía depende menos del gas y presenta un menor consumo energético que al inicio de la crisis de 2022. Los hogares han utilizado parte de su ahorro para amortiguar el impacto sobre la renta disponible y sostener el consumo. La demanda interna está beneficiándose del mayor gasto en defensa, la expansión fiscal alemana y el aumento global de la inversión tecnológica, incluida la relacionada con la inteligencia artificial (IA).

La inflación ha aumentado, pero el crecimiento de los salarios se ha moderado y, por ahora, no se observan señales claras de efectos de segunda ronda.

Mayor crecimiento en 2027, pero también mayores retos. Prevemos que el producto interior bruto (PIB) de la Eurozona crezca un 1,4% en 2027, impulsado por la recuperación de la inversión, la cual se verá favorecida por el gasto en defensa, los planes alemanes de infraestructuras y las inversiones en digitalización e IA.

El mercado laboral seguirá proporcionando estabilidad a las familias y la tasa de paro se mantendrá en niveles históricamente reducidos.

Sin embargo, los retos son mayores. El crecimiento probablemente será desigual, ya que Alemania está ganando impulso con su política fiscal; algo que no está al alcance de economías con restricciones fiscales. La competencia china más intensa está ejerciendo una presión adicional sobre la competitividad externa de la Eurozona. Además, parte del nuevo gasto en inversión se traducirá en importaciones, limitando su impacto sobre el PIB.

La inflación, un riesgo clave en 2027. Anticipamos que la inflación se modere, pero que probablemente permanezca por encima del objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE). La principal preocupación es que unos precios de la energía persistentemente elevados aumenten los costes empresariales y se transmitan a los salarios y a los precios de bienes y servicios. Como consecuencia, esperamos que el ciclo de endurecimiento monetario del BCE se prolongue hasta 2027.

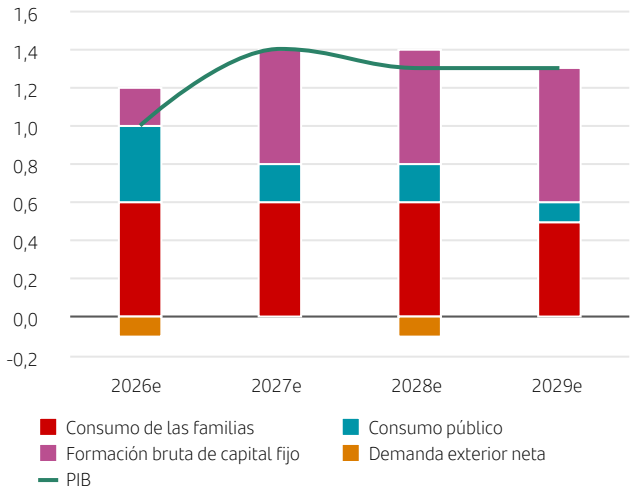
Eurozona

El apoyo de la política fiscal podría volverse más desigual. En 2026, la política fiscal está teniendo un efecto ligeramente expansivo, impulsado por la inversión pública, el gasto en defensa y las medidas destinadas a amortiguar el *shock* energético. En 2027, el tono fiscal será ligeramente restrictivo en el conjunto de la Eurozona, aunque con diferencias significativas entre países. Alemania mantendrá una orientación expansiva. En otros países, el fin de los fondos NextGenerationEU (NGEU) y la necesidad de consolidar las cuentas públicas tendrán un efecto contractivo.

En este contexto, la inversión privada será crucial para complementar la pública, ya que el capital privado, el aumento de la capacidad productiva y la adopción de nuevas tecnologías determinarán su efecto sobre el crecimiento potencial.

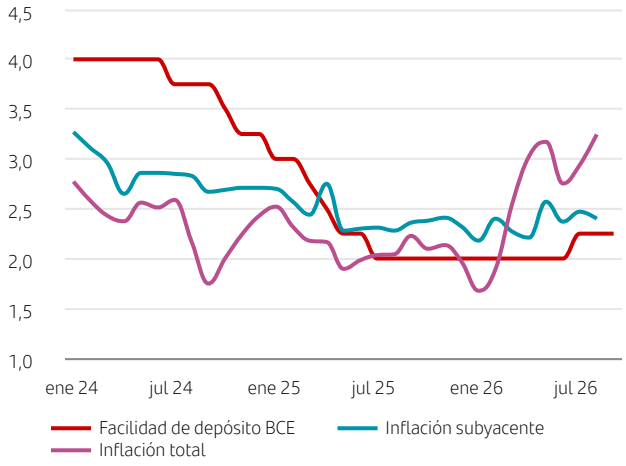
En última instancia, **2027 podría marcar el comienzo de una transición hacia una economía en la que la inversión desempeñe un papel más destacado** en el modelo de crecimiento. Su capacidad para afianzarse determinará si la resiliencia puede traducirse en una expansión económica duradera.

Eurozona: la inversión tendrá una contribución creciente al crecimiento del PIB
(%)



Fuente: Santander Research.

Eurozona: La inflación estará en el foco en 2027
(%)



Fuente: Banco Central Europeo.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,4	1,3
Tasa de desempleo	6,4	6,3	6,3
Inflación (IPC)	3,1	2,6	1,9

Fuente: Santander Research. Media anual.

Eurobonos: el debate pasa de la conveniencia al diseño institucional

Las razones a favor de los eurobonos están cambiando. Un debate inicialmente centrado en prevenir la fragmentación financiera y las crisis de deuda soberana se ocupa ahora de cómo Europa puede financiar sus prioridades estratégicas, profundizar sus mercados de capitales y reforzar el papel internacional del euro.

Por qué Europa necesita un activo seguro común

1. Europa afronta elevadas necesidades de inversión en defensa, transición energética, infraestructuras digitales e innovación tecnológica. Estas inversiones son difíciles de abordar exclusivamente mediante los presupuestos nacionales o los mercados privados, ya que sus beneficios presentan características de bienes públicos europeos. Dada su escala y las restricciones fiscales de muchos Estados miembros, en torno al 80% tendría que proceder de capital privado[1]. Un activo seguro europeo común podría aportar la capacidad de financiación necesaria.

2. El papel internacional del euro está limitado por la reducida oferta de activos seguros denominados en euros[2]. Frente a los más de 30 billones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense, los bonos soberanos alemanes —el instrumento más cercano a un activo seguro europeo— representan menos de una décima parte; y los emitidos por la Unión Europea (UE), todavía menos.

3. Reforzaría la arquitectura financiera de la Eurozona de varias formas. Una mayor oferta de activos de alta calidad profundizaría los mercados de repos, derivados y otros mercados financieros, mejorando la gestión del riesgo y la intermediación. También reduciría la dependencia de los bancos respecto a la deuda soberana nacional para cumplir sus requisitos de liquidez. Además, una curva de rendimientos común reduciría la fragmentación de los mercados europeos de capitales y las diferencias entre países en la transmisión de la política monetaria[3].

4. Un mercado profundo de activos seguros denominados en euros podría impulsar la innovación y la competitividad, al apoyar el desarrollo de *stablecoins* y otros instrumentos financieros digitales, como hacen los bonos del Tesoro estadounidense en los mercados en dólares. Además, complementaría la Unión del Ahorro y la Inversión, facilitando la canalización del ahorro europeo hacia inversiones productivas.

[1] Parlamento Europeo (2026), *Financing competitiveness in the EU: One year on from the Draghi Report* (PE 783.090), Dirección General de Políticas Públicas de la UE.
[2] Villeroy de Galhau, F. (2025), *The international role of the euro and the development of European safe assets*, discurso, Banco de Francia, 2 de octubre.
[3] Lane, P. R. (2026), *Expanding the supply of euro safe assets*, discurso principal pronunciado en el taller *A European Safe Asset and Financial Stability* del European Systemic Risk Board, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 22 de abril.

Obstáculos

Tradicionalmente, el principal obstáculo para los eurobonos ha sido el riesgo moral: la posibilidad de que el endeudamiento conjunto debilite la disciplina presupuestaria y genere transferencias implícitas hacia los Estados miembros más endeudados.

Esta preocupación se ha atenuado en estos años debido a la mejor situación fiscal de las economías periféricas. Además, existe un reconocimiento creciente de que Europa se beneficiaría de una oferta adecuada de activos seguros denominados en euros. Así, el debate está desplazándose hacia cómo diseñar un marco institucional adecuado.

Las opiniones siguen divergiendo. Algunos responsables políticos sostienen que la deuda común debería ir acompañada de mecanismos europeos de gobernanza más sólidos y, posiblemente, de una mayor capacidad recaudatoria de la UE. Otros prefieren soluciones más rápidas basadas en transformar parte del *stock* existente de deuda nacional en un instrumento común.

La credibilidad fiscal sigue siendo central. Análisis recientes sostienen que el principal obstáculo ya no es el diseño de las normas, sino su aplicación efectiva[4], lo que exige coherencia por parte de los Estados miembros.

También continúa el debate sobre la asignación del gasto común: los argumentos políticos a favor serían más sólidos si el endeudamiento estuviera claramente vinculado a auténticos bienes públicos europeos, cuyos beneficios se comparten entre países[5].

Conclusión

Un activo seguro europeo común podría reducir los costes de financiación, favorecer la integración y la estabilidad financieras y fortalecer la autonomía estratégica europea. La principal controversia ya no es si Europa lo necesita, sino qué diseño institucional permitiría compatibilizarlo con la disciplina fiscal y la provisión eficaz de bienes públicos europeos, de manera que fuera económicamente eficiente, financieramente creíble y políticamente aceptable. Finalmente, su puesta en marcha también puede requerir un momento adecuado, tanto desde el punto de vista fiscal como de mercado.

[4] Arnal, J. (2026), *Why Eurobonds will never fly without credible fiscal enforcement*, EUobserver, 26 de mayo.
[5] Rehn, O. (2026), *A European safe asset: From crisis pragmatism to strategic necessity*, discurso de bienvenida pronunciado en el taller *A European Safe Asset and Financial Stability* del European Systemic Risk Board, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 22 de abril.