

¿Qué haría falta para que Europa volviera a ser «grande»?

Las acciones europeas han tenido una impresionante racha este año. A principios de año, el repunte se debió sobre todo a las valoraciones, ya que muchos valores europeos cotizaban con un importante descuento respecto a sus homólogos estadounidenses. En los meses siguientes, sin embargo, se impuso el optimismo: esperanzas de que se pusiera fin a la guerra en Ucrania, esperanzas de generosos paquetes de estímulo... y quizá incluso esperanzas de una especie de «Make Europe Great Again».

Las acciones europeas ya no son tan baratas como a principios de año, pero siguen siendo más asequibles que las estadounidenses. **Esa diferencia de valoración refleja, entre otras cosas, la creencia de los inversores de que la zona euro es menos productiva que Estados Unidos u otras regiones.** Hay varias razones que explican este retraso de la productividad, siendo una de las principales la fragmentación de la propia zona euro.

A pesar de compartir una moneda común, los 20 países que componen la eurozona mantienen sistemas fiscales, mercados laborales y políticas económicas diferentes. Esta fragmentación hace más difícil que las empresas operen eficientemente a través de las fronteras y limita las economías de escala. Sus mercados de capitales están igualmente separados por las fronteras nacionales. La propia Unión Europea reconoce que la integración de los mercados europeos de capitales sigue siendo «relativamente modesta». **Unos mercados de capitales integrados y que funcionen bien son importantes para ayudar a los mercados nacionales a crecer** y para apoyar a las empresas innovadoras de nueva creación y a las de nueva escala. **Un mercado de**

capitales plenamente unificado también podría impulsar las inversiones transfronterizas, atraer más capital extranjero a la región y reforzar el papel del euro como moneda de inversión mundial.

Por eso no sorprende que Estados Unidos sea líder en el desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías, especialmente en campos como la inteligencia artificial, los macrodatos y la computación en la nube. Gigantes tecnológicos estadounidenses como Google, Amazon, Apple y Microsoft impulsan la productividad a través de la innovación. Europa tiene su propia cuota de empresas innovadoras, pero a menudo tienen dificultades para crecer con la misma rapidez o asertividad.

Presiones externas

El programa «América primero» del presidente de Estados Unidos, Donald Trump, ha tensado los lazos transatlánticos y cuestionado el modelo económico europeo basado en las exportaciones. **En Alemania, la mayor economía de la eurozona, las exportaciones de bienes y servicios representan más del 40 % del producto interior bruto (PIB). Países como España (36,7 %), Francia (33,5 %) e Italia (32,3 %) están igualmente expuestos a los flujos comerciales mundiales.** Además, la guerra en Ucrania sigue pesando en la confianza de las empresas y los consumidores, y crece la preocupación de que Rusia pueda llegar a amenazar a más naciones europeas. El aumento de las amenazas a la seguridad también ha provocado llamamientos para aumentar el gasto en defensa.

Trump ha criticado repetidamente a los aliados de la OTAN por quedarse cortos en los presupuestos de defensa e incluso ha amenazado con retirar el apoyo de

EE. UU. Si no contribuyen más: ha propuesto un objetivo del 5 % del PIB. Aunque el gasto europeo en defensa aumentó un 11,7 % hasta los 423.300 millones EUR el año pasado, la mayoría de los países aún están lejos de alcanzar el 5%, dadas las actuales restricciones presupuestarias.

Europa también se enfrenta a la presión del Este. China está inundando los mercados mundiales con productos baratos de alta tecnología, como vehículos eléctricos y paneles solares, lo que supone una amenaza para industrias europeas clave. Al mismo tiempo, las empresas europeas siguen luchando por hacerse un hueco significativo en el mercado chino.

A esto hay que añadir las secuelas de crisis anteriores. La Eurozona aún arrastra las cicatrices de la crisis del euro que siguió al colapso financiero de 2008. Como muestra el gráfico 1, el gasto en inversión en Europa se desplomó durante ese tiempo y aún no se ha recuperado del todo.

Y en el frente interno, la inmigración sigue siendo un tema candente. Las expectativas en torno a la integración, la vivienda y la seguridad interior suelen alimentar movimientos políticos populistas y contrarios a la UE, sobre todo en países como Alemania y Francia.

Teniendo en cuenta todos estos vientos en contra, puede que no sorprenda que las empresas europeas tengan una visión bastante pesimista de su competitividad global (gráfico 2).

Gráfico 1: La inversión en inmobilizado en Europa nunca se recuperó de la crisis financiera global

Formación de capital fijo neto como % del PIB



La formación de capital fijo neto como porcentaje del PIB es un indicador económico que mide la inversión neta en activos fijos (como edificios, maquinaria, equipos e infraestructuras) en relación con el tamaño de la economía de un país. Refleja la porción del PIB de una nación que está reinvertiéndose en activos productivos después de tener en cuenta la depreciación.

Fuente: LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

Gráfico 2: Las empresas de la zona euro admiten que su posición competitiva internacional es débil

Saldo neto



— Encuesta de la industria:
 Posición competitiva en el mercado extranjero
 ■ Recesión en la zona euro

Fuente: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Vontobel; al segundo trimestre de 2025.

Se han hecho progresos

A pesar del pesimismo, la Eurozona ha realizado verdaderos progresos estructurales en los últimos años. **Un logro destacado es la fuerte reducción del desempleo estructural.**

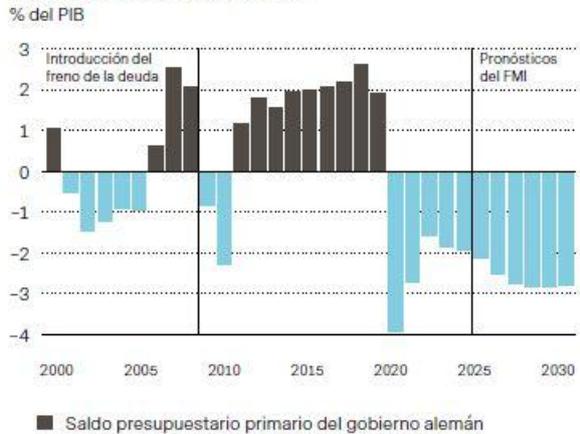
Desde lo más profundo de la crisis del euro, la tasa de desempleo de la eurozona se ha reducido a la mitad (abril de 2025: 6,2 %). La mejora ha sido aún más espectacular en el sur de Europa, donde el desempleo llegó a superar el 18 %, pero ahora sólo alcanza el 7,7 %⁷. Los hogares también han saneado sus finanzas, con niveles de deuda significativamente inferiores a los de después de la crisis financiera o la pandemia (gráfico 3).

Gráfico 3: Los hogares europeos han hecho los deberes



Fuente: LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

Gráfico 4: Alemania ha puesto fin a la austeridad fiscal relajando el freno de la deuda



Fuente: Fondo Monetario Internacional, LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

El sector bancario también ha avanzado. La proporción de préstamos morosos, especialmente en países como Grecia, Italia, España, Portugal e Irlanda, ha caído de más del 10 % durante la crisis a menos del 3 % en la actualidad, gracias a la recuperación económica y a reformas clave. Los bancos también están mejor capitalizados, con mayores ratios de capital de nivel 1.

Los años de tipos de interés ultrabajos también han contribuido a reducir la carga neta de intereses de la eurozona. En porcentaje del PIB, los costes por intereses han caído de más del 5 % en el punto álgido de la crisis del euro a sólo el 3 %, una posición mucho más cómoda que en EE.UU., donde ahora superan el 8%. Dicho esto, algunos países, como Italia (más del 6 %) y España (4%), siguen enfrentándose a elevados costes del pago de la deuda.

Gráfico 5: Lista de verificación de Make Europe Great Again (MEGA)

		¿QUÉ SE NECESITA?	¿VERIFICADO?	COMENTARIO
ENTORNO EXTERNO	1	Aceleración de la economía global	(x)	Alta incertidumbre de políticas
	2	Entorno de comercio global estable		Se necesita un acuerdo comercial EE. UU.-UE
	3	Alto el fuego Rusia-Ucrania		Mucho ruido y pocas nueces
POLÍTICA DEL LADO DE LA DEMANDA	4	Política monetaria de la UEM favorable	x	Ciclo de recorte de tipos del BCE en curso
	5	Política fiscal de la UEM favorable	x	Anuncio del fin de la austeridad
POLÍTICA DEL LADO DE LA OFERTA	6	Desregulación apreciable		Primeros intentos (p. ej., Omnibus IV)
	7	Iniciativas de I+D concretas		Primeros intentos (p. ej., fábricas de IA)
	8	Creación de una unión de mercados de capitales		Vigilancia de fusiones transfronterizas
	9	Suministro de energía a precios competitivos		Precios todavía elevados frente a competidores
	10	Medidas de liberalización del mercado laboral		Enfasis en las aptitudes, no en la liberalización

Fuente: Vontobel; a 19 de junio de 2025.

Vientos de cola a corto plazo

Además de estas mejoras a largo plazo, también hay aspectos positivos a corto plazo. Irónicamente, Donald Trump podría ser uno de ellos. Su primer mandato provocó un puñado de reformas menores pero positivas en Europa. La presión ha vuelto con su segundo mandato, y se podría argumentar que los líderes europeos no tienen más remedio que actuar.

Un buen ejemplo es la **reforma del freno de la deuda alemana** (gráfico 4). En febrero, el entonces candidato a canciller Friedrich Merz rechazó rotundamente cualquier cambio en la norma alemana de equilibrio presupuestario. Pero en marzo, citando las «amenazas a la libertad en nuestro continente», pidió una enmienda constitucional para permitir cientos de miles de millones de euros en inversiones financiadas con deuda para defensa e infraestructuras. Este cambio parece haber tenido un efecto dominó en toda Europa: otros países también han anunciado un mayor gasto en defensa, aunque no a la misma escala.

La política industrial también está cobrando impulso. El antiguo jefe del BCE, Mario Draghi, presentó en septiembre de 2024 un exhaustivo informe sobre competitividad en el que destacaba los puntos débiles de la economía europea, que la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, utilizó como base para una nueva «Brújula de la competitividad». Según declaraciones de von der Leyen a finales de enero, Europa tiene «todo lo que necesita para triunfar en la carrera hacia la cima», y ahora es necesario recuperar la competitividad para superar las debilidades. La Brújula de la Competitividad pretende traducir las recomendaciones de Draghi en una hoja de ruta factible. «Así que ahora tenemos un plan», dijo. «Tenemos la voluntad política. Lo que importa es la velocidad y la unidad. El mundo no nos está esperando. Todos los Estados miembros están de acuerdo en esto. Así que pasemos de este consenso a la acción».

El plan se centra en tres áreas fundamentales: 1) Cerrar la brecha de innovación de Europa, 2) alinear la descarbonización con la competitividad, y 3) reducir las dependencias y reforzar la seguridad. De estas prioridades se derivan una serie de iniciativas, como un «Fondo de Competitividad», una «Unión Europea del Ahorro y la Inversión» y una «Iniciativa Ómnibus» destinada a reducir la burocracia.

Otro dato alentador: **la inflación está volviendo a la normalidad.** En mayo, la inflación de los precios al consumo en la eurozona cayó al 1,9%, por debajo del objetivo del 2 % fijado por el BCE. El crecimiento salarial también se está ralentizando. El indicador salarial del BCE, basado en los convenios colectivos en vigor, prevé un aumento medio del 3,1% en 2025, frente al 4,7% de 2024. Si

Vontobel

se excluyen las primas extraordinarias, el crecimiento salarial podría caer hasta el 2,9 %, frente al 4,9%.

La normalización de los tipos podría dar a la economía de la eurozona un impulso necesario.

¿Qué haría falta para que Europa volviera a ser «grande»?

En nuestra lista de control interna «Make Europe Great Again» (Hagamos a Europa grande de nuevo), sólo dos de las diez casillas están marcadas (gráfico 5). No es necesario cumplir todos los criterios, pero probablemente se necesiten más de dos. Con algunos pasos iniciales dados y las velas desplegadas, **todo lo que Europa necesita es un poco más de viento a favor para insuflar nueva vida al viejo continente.**

*Michaela Huber, Senior Cross-Asset Strategist, Multi Asset Boutique,
Vontobel*

*Stefan Eppenberger, Chief Investment Strategist, Multi Asset Boutique,
Vontobel*