

Incertidumbre política en Europa: Implicaciones estratégicas, económicas y financieras

En dos minutos

- Europa se encuentra en una encrucijada. Desde el punto de vista económico, las vulnerabilidades se centran en una dependencia exterior elevada y la falta de competitividad en los sectores de alta tecnología. Geopolíticamente, el alejamiento de Estados Unidos y la irrupción de China, sitúan a la Unión Europea en busca de su espacio estratégico.
- Las elecciones presidenciales de Francia en abril de 2027 suponen un aumento de la incertidumbre política en un entorno político fragmentado y marcado por el aumento de la popularidad de M. Le Pen. En Alemania, la impopularidad del canciller Merz y el ascenso de Alternativa por Alemania (AfD) en comicios regionales suponen factores incertidumbre política.
- Este entorno es poco proclive, a nivel doméstico, para adoptar las necesarias reformas estructurales y programas de consolidación fiscal (en Francia). A nivel europeo, supone un reto para diversas iniciativas de coordinación europea que requieren el impulso de los Estados. La inmigración gana centralidad política de forma generalizada y pone de relieve las dificultades en la construcción europea.

1. Europa en el actual contexto global

Europa (definida ya sea por la UE o por la zona euro) se enfrenta a un entorno global complejo en diversas dimensiones, con importantes tendencias económicas y geopolíticas de fondo que interactúan y tienen consecuencias a corto y medio plazo para la situación económica y financiera del bloque.

1.1. Retos estructurales: Entorno económico y geopolítico

La economía europea se enfrenta a un sustancial reto de competitividad, tal como pusieron de relieve los informes Draghi y Letta. Estas diferencias son atribuibles a la débil posición competitiva de la UE en los sectores de alta tecnología, lo que limita su capacidad de innovación, también lastrada por un mercado de capitales todavía fragmentado y un marco regulatorio y de competencia complejo. Todo ello supone un reto en términos de la sostenibilidad del modelo económico y social propio de la Unión Europea, que también se encuentra expuesta a dependencias externas (suministros, energía, ...) que limitan su capacidad estratégica. La actual Comisión Europea ha adoptado las recomendaciones de estos informes en su programa de trabajo y los ha concretado en la conocida como “Brújula para la Competitividad”.

Desde el punto de vista geopolítico, la UE ha perdido peso específico en los últimos años en un contexto marcado por la menor globalización –comercial, financiera y cultural– y la retirada estratégica de Estados Unidos, que, bajo las presidencias de Trump, ha retirado su protección implícita y ha dejado de actuar como un socio confiable. Esta menor relevancia geoestratégica se ha concretado en ejemplos como: (i) la aceptación de un tratado comercial con Estados Unidos muy asimétrico en términos de concesiones; (ii) la no participación en las negociaciones de paz entre Rusia y Ucrania promovidas por Estados Unidos; y (iii) la voluntad expresada de forma

repetida por Estados Unidos de anexionarse Groenlandia, a pesar de las protestas por parte de Dinamarca y de la UE y en el seno de la OTAN.

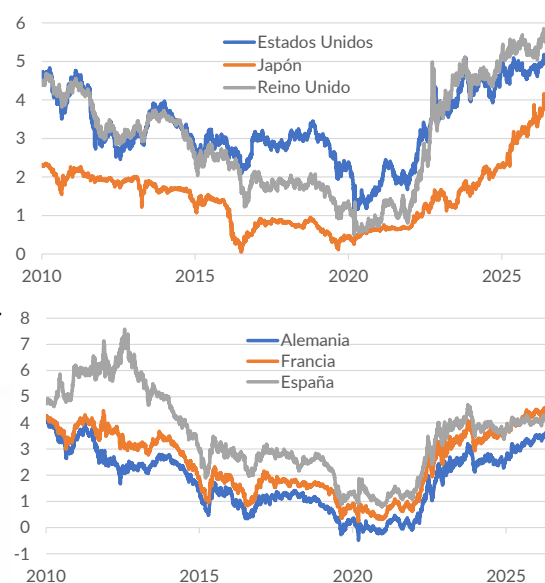
1.2. Retos coyunturales: Entorno financiero y de mercados

Las rentabilidades de la deuda soberana están repuntando de forma generalizada a partir de, entre otros:

- i. El aumento de la inflación provocado por el incremento del precio del petróleo a raíz del conflicto en Oriente Medio y en Rusia-Ucrania.
- ii. Las mayores perspectivas de aumento de los tipos de interés por parte de los bancos centrales que, en el caso del BCE, se han concretado en las reuniones de junio y septiembre de 2026.
- iii. El creciente foco en la fiscalidad, es decir, en la situación de las cuentas públicas de los países, castigadas por crecientes demandas sobre los recursos públicos, el ascenso de opciones políticas populistas y mayores costes de financiación. Todo ello ha contribuido a un desplazamiento al alta de los tipos de interés de la deuda soberana, también en los tramos más largos, hasta niveles máximos, ya sea de varios años o incluso históricos.
- iv. Un fuerte aumento de las emisiones de deuda privada en algunos sectores y en especial por parte de las grandes empresas tecnológicas estadounidenses, que captan financiación en dólares, pero también en otras divisas como el euro.

La cambiante estructura de los mercados financieros, especialmente los de renta fija, provoca movimientos más abruptos. Por una parte, la práctica desaparición de los bancos centrales como compradores (a través de programas de compra de deuda soberana como los *quantitative easing*) y una estabilización del interés de inversores internacionales ha eliminado una fuente de demanda relativamente estable y ha propiciado una mayor relevancia de los fondos de inversión, más sensible al precio. Este factor también favorece la aparición de primas en los precios de los activos financieros, incluyendo las primas de riesgo soberano, que pueden vivir un aumento del grado de discriminación por países. Por otra parte, la generalización del *trading* algorítmico y de estrategias basadas en reglas de rentabilidad-riesgo han dado lugar a una reducción de la liquidez del mercado y a la amplificación de movimientos iniciales a través de ventas forzosas (ya sea por requisitos de la estrategia de inversión o por “llamadas de margen”).

Gráfico 1. Rentabilidad del bono soberano a 30 años (%)



Fuente: Bloomberg.

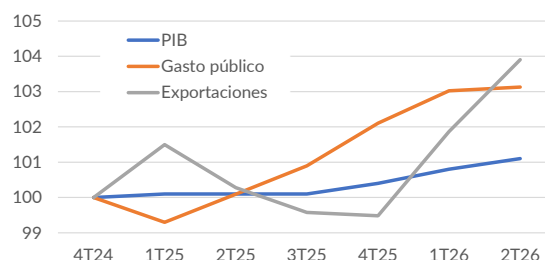
La economía europea también debe enfrentarse a la apreciación del euro contra el dólar estadounidense, tanto de forma estructural como coyuntural. Estructuralmente, el euro puede verse presionado al alza por el carácter arbitrario y heterodoxo de las políticas de Estados Unidos bajo Trump, que generan una menor confianza en los activos de Estados Unidos y pueden reducir el interés inversor internacional en los mismos. Ello contribuiría al objetivo, más o menos explícito, de la administración Trump de favorecer una reducción de su uso internacional y su consiguiente depreciación, con el objetivo de apoyar las exportaciones y el sector manufacturero

del país. Desde el punto de vista coyuntural, el paso hacia una política menos acomodaticia por parte del BCE en su lucha contra la inflación, especialmente en relación con otros grandes bancos centrales como la Fed, apoya el diferencial de tipos a favor de la zona euro y, con ello, la cotización del euro.

2. Alemania: Creciente solidez económica y debilidad de la coalición de gobierno

El crecimiento económico se ha recuperado de la mano de un aumento del gasto público y, en 2026, de las exportaciones (gráfico 2). Así, la economía alemana ha encadenado tres trimestres consecutivos creciendo a ritmos del 0,3 % trimestral o superiores y ha abandonado los crecimientos negativos y próximos a cero propios de la era post-Covid. En los últimos trimestres, el gobierno ha acelerado el aumento del gasto y la inversión públicas posibilitados por el levantamiento del freno fiscal constitucional y que se destina a los sectores de infraestructuras, sostenibilidad y defensa. Con ello, en 2026, el gobierno está cumpliendo sus objetivos de expansión fiscal al contrario de lo sucedido en 2025.

Gráfico 2. Crecimiento del PIB alemán y de algunos de sus componentes (4T24 = 100)



Fuente: Oficina estadística de Alemania.

La coalición de gobierno está formada por los dos grandes partidos de centro, liderada por los demócrata-cristianos de la CDU/CSU y el partido socialista (SPD). La coalición ha vivido algunos momentos de tensión, especialmente tras la remodelación de urgencia provocada por la dimisión del ministro de Salud y crecientes discrepancias entre sus miembros sobre las causas y soluciones del mal desempeño económico del país en los últimos años.

Las elecciones regionales confirman la mala situación de la CDU, el partido del canciller Merz.

- En Sajonia-Anhalt, el partido de extrema-derecha, Alternativa por Alemania (AfD) se convirtió en la primera fuerza política (gráfico 3), superando las perspectivas de las encuestas electorales previas. A pesar de que el partido no logró la mayoría absoluta, la formación de gobierno supone un reto por la necesaria coordinación del resto de partidos, incluido el partido de extrema-izquierda BSW, para evitar un posible acuerdo con AfD y la rotura de lo que hasta la fecha ha sido un cordón sanitario en la política del país.
- En Mecklemburgo-Pomerania Occidental, AfD también su impuso y la CDU no logró entrar al Parlamento, su peor resultado desde la Segunda Guerra Mundial (gráfico 4). A pesar de que AfD se convirtió en la primera fuerza del Land, la resistencia del SPD y de los partidos a su izquierda (Die Linke y los Verdes), facilitará la formación de una coalición de gobierno.
- En Berlín, el descontento se canalizó a un fuerte aumento del voto y la victoria del partido de izquierdas, Die Linke, y un nuevo retroceso de la CDU y del SPD, que perdieron más de un tercio de los escaños.

A pesar de los malos resultados, el canciller Merz ha descartado su dimisión señalando que cuenta con el apoyo de los líderes de la CDU y del otro partido de la coalición, el SPD. Merz se beneficia de la ausencia de líderes que busquen cuestionar abiertamente su liderazgo y, en cualquier caso, incluso en caso de una eventual dimisión, ello no tendría porqué suponer un cambio sustancial en las políticas económicas y fiscales adoptadas por el actual gobierno.

Gráfico 3. Resultado de las elecciones regionales en Sajonia-Anhalt

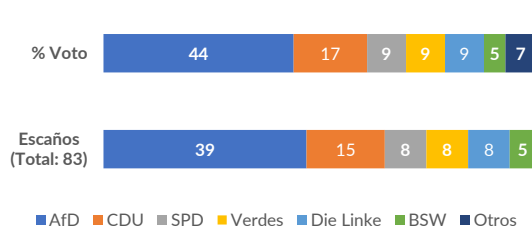
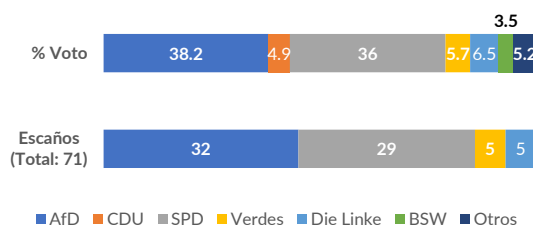


Gráfico 4. Resultado de las elecciones regionales en Mecklemburgo-Pomerania Occ.



Fuente: Elaboración propia.

Desde el punto de vista económico, la economía muestra señales incipientes de un mayor dinamismo, tal como queda reflejado en los principales indicadores de confianza empresarial (ISM y ZEW), que arrojan señales de mejora tanto en la valoración de la situación, como en la de las perspectivas. También se observan mejoras en los indicadores coincidentes de actividad, como la producción industrial y las ventas al detalle, aunque siguen en niveles relativamente débiles. Así, en el entorno político, **la incertidumbre política y el auge de partidos como AfD suponen una vulnerabilidad**, ya que pueden poner en peligro la implementación del plan de inversión y aumento del gasto público y provocar nuevas tensiones en los mercados de deuda pública a largo plazo.

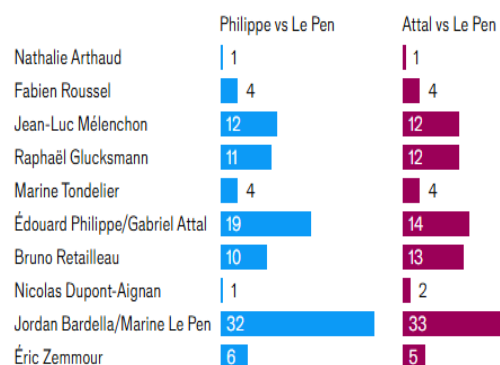
3. Francia: Ante las elecciones presidenciales de abril de 2027

Francia celebra elecciones presidenciales en abril de 2027. La líder del partido de extrema-derecha, M. Le Pen, podrá finalmente presentarse a los comicios tras la reducción de la condena por malversación de fondos públicos que le impedía ocupar cargos públicos. En cambio, el actual presidente, E. Macron, no podrá presentarse a las elecciones tras haber cumplido el límite legal de dos mandatos. Estos factores han hecho aumentar la incertidumbre política en el país galo, que también se ha visto impulsada por:

- La crisis de los partidos tradicionales de centro y la aparición de un gran número de candidatos, que incrementa la fragmentación política, especialmente en el centro.
- El ascenso de las opciones populistas a ambos lados del espectro político (Reagrupamiento Nacional con Le Pen en la derecha y el Frente de Izquierdas de J.L. Mélenchon en la izquierda).

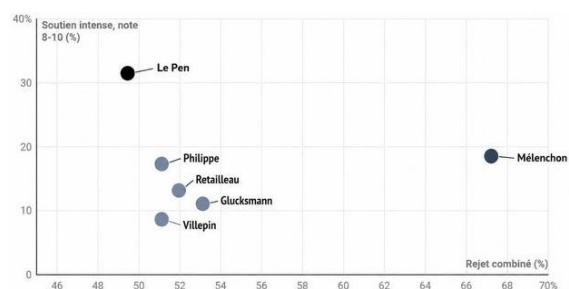
Las elecciones se anticipan como un plebiscito sobre Le Pen y su partido, Reagrupamiento Nacional (RN). El sistema electoral francés se basa en un sistema de doble vuelta en caso de que ningún partido obtenga una mayoría absoluta en la primera ronda. Las encuestas sugieren que RN pasaría a segunda ronda y se enfrentaría al candidato de una coalición de centro que podría estar liderada por Gabriel Attal (del partido Renacimiento de E. Macron) o Édouard Philippe (del partido Unión para un Movimiento Popular). Sin embargo, en función de la fragmentación del espacio de centro, también podría imponerse en primera ronda J.L. Mélenchon, de la candidatura de izquierdas. Tradicionalmente, en la segunda ronda y en caso de avance de un candidato “extremo”, los partidos tradicionales prestaban el apoyo al candidato de “centro” con mayor número de votos, favoreciendo su candidatura. Sin embargo, en las elecciones de 2027, este mecanismo puede verse aminorado por la **popularidad relativamente elevada de Le Pen**, quién también presenta un índice de rechazo menor que el de otros candidatos (y mucho menor que en el pasado), tal como muestra el gráfico 6. Esta posibilidad sería especialmente relevante en caso de que el enfrentamiento en la segunda ronda fuese entre Le Pen y Mélenchon, un candidato que genera un alto rechazo.

Gráfico 5. Intención de voto en la primera ronda de las elecciones presidenciales



Fuente: Economist Intelligence Unit.

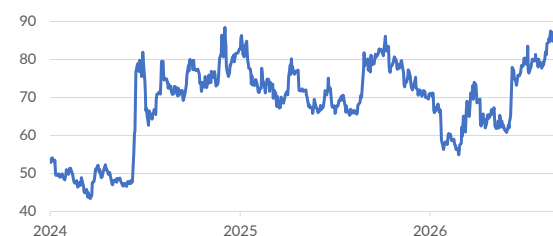
Gráfico 6. Apoyo (eje vertical) vs Rechazo (eje horizontal) a los candidatos



Fuente: Le Grand Continent (Cluster 17).

En los últimos años, la elevada incertidumbre política y la parálisis política han supuesto un lastre para la actividad del país. La fragmentación parlamentaria y la falta de acuerdos transversales a todas las fuerzas han limitado tanto las medidas de consolidación fiscal, como las medidas dirigidas de estímulo, cronificando ciertas inercias del gasto público. Una muestra de ello han sido las dificultades para aprobar presupuestos públicos que han supuesto la caída sucesiva de diversos primeros ministros: el país acumula hasta cinco primeros ministros desde 2024. Desde el punto de vista económico, el entorno de menor globalización supone un reto para las grandes empresas francesas, con una elevada exposición internacional.

Gráfico 7. Prima de riesgo de la deuda soberana francesa (p.b.)



Fuente: Bloomberg.

4. España: Inmigración en el foco político

La gran entrada de inmigrantes a través de la frontera de Ceuta ha convertido la inmigración en el eje central del debate político y social. A finales de julio, se estima que entre 50.000 y 80.000 inmigrantes cruzaron la frontera española procedentes de Marruecos y, a pesar de que la gran mayoría han ido retornando a Marruecos y otros países de origen, algunos (incluyendo menores) permanecen en territorio ceutí. A nivel geopolítico, el evento sitúa a España frente a Marruecos (por sus ambiciones sobre Ceuta y Melilla y tensiones por el reconocimiento del Sáhara Occidental), frente a Israel (por las tensiones por el reconocimiento de Palestina) y frente a Estados Unidos (por las críticas por el reducido gasto en defensa y por no colaborar en la operación militar contra Irán).

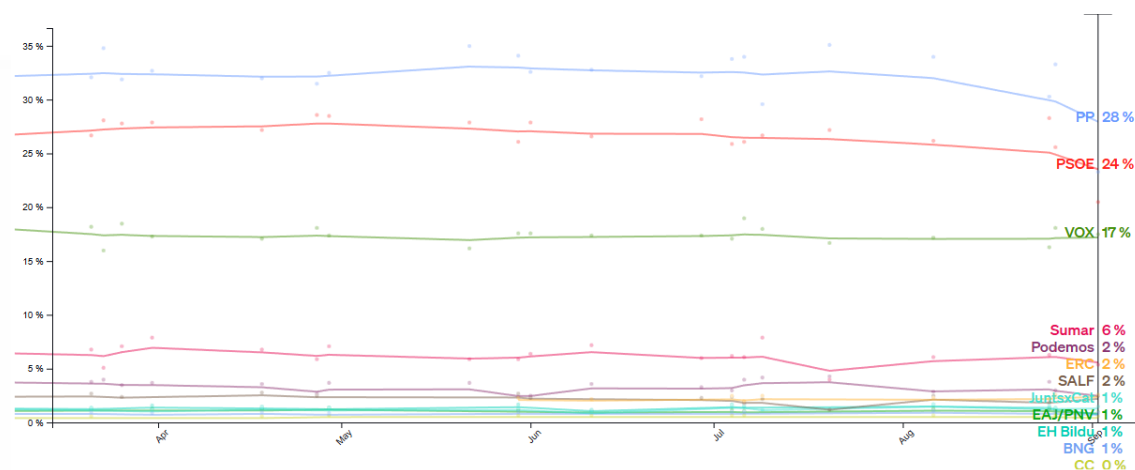
El evento de Ceuta tuvo lugar en un ambiente ya polarizado por la regularización masiva de inmigrantes aprobada por el gobierno durante la primera mitad de 2026 y que ha sido solicitada, según el gobierno, por cerca de 1.175.000 personas. Con ello, el malestar y la protesta social se han concretado en manifestaciones y declaraciones de apoyo a Ceuta y con un tono crítico al gobierno, más o menos explícito. Con ello y según un informe de la ONG "More in Common", la inmigración ha superado a la vivienda y a la corrupción como el principal problema identificado por los españoles.

Las elecciones generales deben convocarse en mayo de 2027 y celebrarse antes del 22 de agosto de 2027. A pesar de algunas noticias sobre casos de presunta corrupción que afectan a miembros del PSOE y las peticiones por parte de partidos de la oposición (incluso de la coalición de investidura, como Junts), el presidente del gobierno, P. Sánchez, ha descartado reiteradamente la convocatoria de elecciones anticipadas. Además, también se ha posicionado como el candidato de PSOE a los comicios. Tal como muestra el gráfico 8, **las últimas encuestas muestran un cierto consenso** en: (i) una victoria, aunque sin mayoría absoluta del PP; (ii) cierta resistencia del PSOE; (iii) una fuerte subida de Vox; y (iv) la caída de la intención de voto a los partidos a la izquierda del PSOE. Con todo, el escenario postelectoral más probable que se dibuja es una victoria del PP, que necesitaría de Vox ya sea para una coalición de investidura o para la formación de gobierno.

La inestabilidad política es una de las principales vulnerabilidades de la economía española, que en los últimos años ha mantenido un ritmo de expansión sólido y muy por encima del promedio del de la zona euro. Además, el país ha diversificado su base productiva y exportadora y ha creado ocupación reduciendo la tasa de paro en un entorno de fuerte aumento de la población. La debilidad del ejecutivo se ha concretado en las tensiones dentro de la conocida como coalición de gobierno (especialmente con Junts), que ha impedido aprobar los Presupuestos Generales del Estado en 2024, 2025 y 2026. Sin embargo, y al contrario que en otros países, las prórrogas presupuestarias y la favorable evolución económica han permitido una reducción del déficit público y de la deuda pública en relación al PIB. Los principales focos de incertidumbre política en el actual escenario proceden de:

- i. La fecha de celebración de las elecciones: Aunque el presidente del Gobierno, P. Sánchez lo ha descartado, un adelanto estratégico de los comicios en base a desarrollos en la coyuntura política doméstica o global no resulta descartable.
- ii. La posible aprobación de políticas públicas como una herramienta política que puedan condicionar la senda fiscal en adelante.
- iii. La incertidumbre sobre las políticas de un posible gobierno de coalición de PP y Vox, incluyendo la voluntad expresada de revertir la agenda política implementada por el actual gobierno.

Gráfico 8. Encuestas electorales (%)



Fuente: Político.

5. Implicaciones y perspectivas

La estabilidad política y la capacidad de los ejecutivos de adoptar reformas estructurales y gestionar la política resultará clave para la evolución económica. En los últimos años, los dos países centrales de la UE y la zona euro han vivido una situación de relativa incertidumbre política. En Francia, por la incapacidad de afrontar una necesaria consolidación fiscal, mientras que en Alemania el reto era la necesidad de reformas estructurales en un momento de debilidad económica estructural y de una política fiscal que proveyese un apoyo a corto plazo, pero que estaba limitada por restricciones sobre la evolución del gasto. A pesar de ciertos avances (Francia ha aprobado los presupuestos públicos y Alemania acelera su expansión fiscal), la situación política se mantendrá incierta. En Francia, las elecciones presidenciales de abril de 2027 resultarán claves para el devenir político del país, después de 10 años de gobierno liberal y centrista de E. Macron.

La incertidumbre y debilidad política de los ejecutivos en Alemania, Francia y España puede lastrar el proceso de construcción europea, tal como ha sucedido en otros momentos históricos similares. En la medida que los líderes políticos deben gestionar la situación doméstica, se reduce la energía y capital político destinado a los proyectos europeos. Los avances pueden ser menores que los esperados y los deseables en proyectos, especialmente aquellos que requieren una coordinación entre Estados o de Estados con la Comisión Europea como es el caso de la Unión de Ahorro e Inversión o la Estrategia de Mercado Único, que busca reducir las barreras internas.

A nivel financiero, la expansión fiscal y la incertidumbre política provocada por los partidos políticos de cariz populista pueden generar movimientos en las primas de riesgo soberano. Al contrario que en otros episodios anteriores, Alemania es el país que afronta un mayor aumento del gasto fiscal y, en la medida que actúa como referencia para el cálculo de las primas de riesgo soberano, ello puede favorecer una tendencia a la reducción aparente de las mismas (por el aumento de las rentabilidades en Alemania).

La inmigración se mantendrá en el centro del debate político. En la medida que buena parte de los países europeos experimentan una caída natural de la población que lastra su crecimiento potencial, el debate sobre el modelo inmigración en la UE seguirá abierto y, dentro de los países, se confirmará como una grieta ideológica. Por otra parte, el episodio de la llegada masiva de migrantes a Ceuta ha marcado un nuevo reto para la construcción europea. El evento supuso un nuevo fracaso en la capacidad de dar una respuesta unificada y coordinada, después de que una gran mayoría de países adoptaran una posición crítica y algunos, como Italia, incluso suspendieran la libre movilidad de personas prevista bajo el acuerdo de Schengen.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*