

Previsiones para la eurozona 2017-2018: se acelera la recuperación pero con preocupantes divergencias

Raymond Torres y Patricia Stupariu*

La economía de la eurozona ha mejorado notablemente. Los indicadores apuntan a una recuperación tanto de la demanda nacional como de las exportaciones. Estos resultados se explican por el mantenimiento de tipos de interés bajos, fruto de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, la recuperación de los mercados internacionales y el optimismo que parece haber prendido entre los consumidores y las empresas. El PIB debería crecer un 2% en 2017 y una décima menos en 2018, lo que se traduciría en una caída acusada en la tasa de paro hasta el 8,5%. Pese a todo, en 2018, todavía faltarían 1,7 millones de puestos de trabajo para alcanzar la tasa de paro anterior a la crisis. Además, se mantienen importantes divergencias entre países de la eurozona, lo que puede poner en entredicho la sostenibilidad de la moneda única.

Evolución reciente de la eurozona

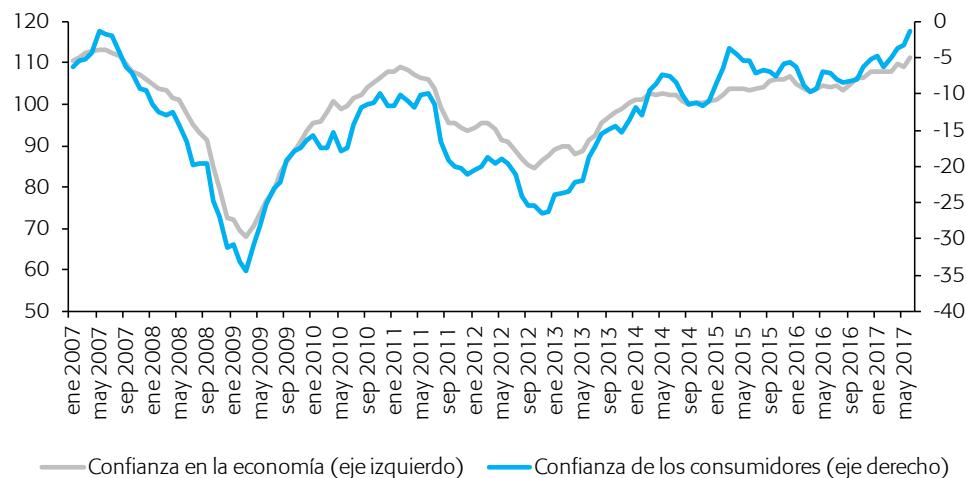
Desde el inicio del año, la economía de la eurozona ha acelerado su recuperación. Los indicadores de actividad y de confianza de los consumidores han repuntado, mejorando ligeramente los niveles anteriores a la crisis (gráfico 1). Por otra parte, los flujos de comercio internacional, tanto dentro de la eurozona como con terceros países, se han incrementado, en línea con la recuperación de los mercados mundiales. Con todo, el PIB creció un 0,6% durante el primer trimestre, y un 1,9% con respecto al primer trimestre del 2016. Todos los países que comparten la moneda única experimentan una aceleración del crecimiento económico (cuadro 1).

La mejoría económica se refleja en el mercado laboral. La tasa de paro encadena 38 meses de caída, y su reducción ha sido más contundente durante el último año. Sin embargo, la tasa de paro todavía alcanza un nivel elevado, del 9,3%, y los ingresos salariales apenas aumentan en términos reales.

Esta evolución se produce sin agravar los desequilibrios internos ni externos. Aunque el aumento de los precios energéticos se ha trasladado al índice de precios de consumo, la inflación subyacente (descontando la energía y otros componentes volátiles) se mantiene en torno al 1%, significativamente por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). A su vez, la balanza

* Funcas.

Gráfico 1

Indicadores de confianza de la eurozona

Fuente: Eurostat.

Cuadro 1

Tasas de crecimiento del PIB de la eurozona

	Media 2008-2015	2016	2017 (1 ^{er} tr.) (a)
Eurozona-19	0,2	1,8	1,9
Alemania	1,0	1,9	1,7
Austria	0,6	1,5	1,9
Bélgica	0,8	1,2	1,6
Chipre	-0,7	2,8	3,3
Eslovaquia	2,2	3,3	3,1
Eslovenia	-0,1	2,5	5,0
España	-0,4	3,2	3,0
Estonia	0,0	1,6	4,0
Finlandia	-0,6	1,9	2,6
Francia	0,5	1,2	1,1
Grecia	-3,7	0	0,4
Irlanda	3,5	5,2	6,6
Italia	-1,0	0,9	1,2
Letonia	-0,5	2	4,0
Lituania	1,0	2,3	4,1
Luxemburgo	1,9	4,2	3,3
Malta	3,5	5	4,0
Países Bajos	0,4	2,2	2,5
Portugal	-0,7	1,4	2,8

Nota: (a) Crecimiento con respecto al 1^{er} trimestre del 2016; datos desestacionalizados (excepto Eslovaquia).

Fuente: Eurostat.

por cuenta corriente mantiene un superávit importante, que en 2016 alcanzó el 3,3% del PIB europeo, el máximo desde la creación del euro.

Finalmente, el déficit público se orienta claramente a la baja. En 2016, el déficit del conjunto de las administraciones públicas representó el 1,5% del PIB, seis décimas menos que un año antes y el segundo mínimo de la serie histórica (el mínimo fue en 2007). Todos los países de la eurozona experimentaron una reducción del déficit público en 2016, con la excepción de Austria y Bélgica, que mantuvieron un déficit reducido. En nueve países (Alemania, Estonia, Grecia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) las arcas públicas arrojaron un superávit.

Cuadro 2

Previsiones económicas de Funcas para la eurozona, 2017-2018

(Tasas de variación anual en porcentaje)

	Datos observados		Previsiones Funcas		
	Media 2001-2007	Media 2008-2015	2016	2017	2018
1. PIB y agregados, precios constantes					
Producto Interior Bruto	2,0	0,2	1,8	2,0	1,9
Consumo final	1,7	0,3	1,9	1,6	1,5
Consumo final administraciones públicas	1,9	0,9	1,9	1,4	1,4
Consumo final hogares e ISFLSH	1,6	0,1	2,0	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo	2,5	-1,5	3,7	3,9	3,4
Demandada interna (a)	1,8	-0,2	2,1	2,0	1,8
Saldo exterior (a)	0,1	0,4	-0,3	0,0	0,1
2. Inflación, empleo y paro					
Deflactor del consumo de los hogares	2,3	1,2	0,5	1,5	1,2
Empleo total	1,1	-0,1	1,3	1,5	1,4
Tasa de paro	8,6	10,4	10,0	9,2	8,5
Productividad (PIB por persona ocupada)	0,9	0,3	0,5	0,5	0,5
Compensación por asalariado	2,5	1,9	1,6	1,8	1,5
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)					
Saldo por cuenta corriente frente al resto del mundo	0,2	1,0	3,3	2,9	2,9
Déficit de las administraciones públicas	-2,3	-3,8	-1,5	-1,3	-1,1
Deuda de las administraciones públicas	67,4	85,0	89	88	87

Nota: (a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: Eurostat y Funcas.

del aumento de los excedentes empresariales, del desendeudamiento de las sociedades no financieras y de la mejora del clima empresarial. Con todo, la demanda interna reducirá levemente su aportación al crecimiento del PIB.

Las importaciones repuntarán por la apreciación del euro y la elevación de la demanda interna. No obstante, las exportaciones se beneficiarán de la recuperación del comercio mundial y del posicionamiento de muchas empresas europeas en el sector de las nuevas tecnologías, lo que permitiría una mayor aportación externa al crecimiento.

Para 2018, se anticipa una leve desaceleración, debido al repunte esperado de tipos de interés, y su impacto sobre la inversión –sobre todo residencial– y el consumo privado. El auge exportador se prolongará, lo que resultará en una contribución positiva del sector exterior.

Se prevé un aumento acusado del empleo, en línea con la aceleración del crecimiento económico. Durante 2017-2018, se crearían 4,5 millones de puestos de trabajo, y la tasa de paro alcanzaría el 8,5%, su nivel más bajo desde enero de 2009. Sin embargo, todavía faltarían

1,7 millones de empleos para recuperar la tasa de paro anterior a la crisis (gráfico 2).

La previsión de crecimiento para el conjunto de la eurozona es de un 2,0% en 2017 (dos décimas más que el año anterior) y un 1,9% en 2018. Se crearían así 4,5 millones de empleos en el bienio 2017-2018 y la tasa de paro descendería hasta el 8,5%, su nivel más bajo desde enero de 2009.

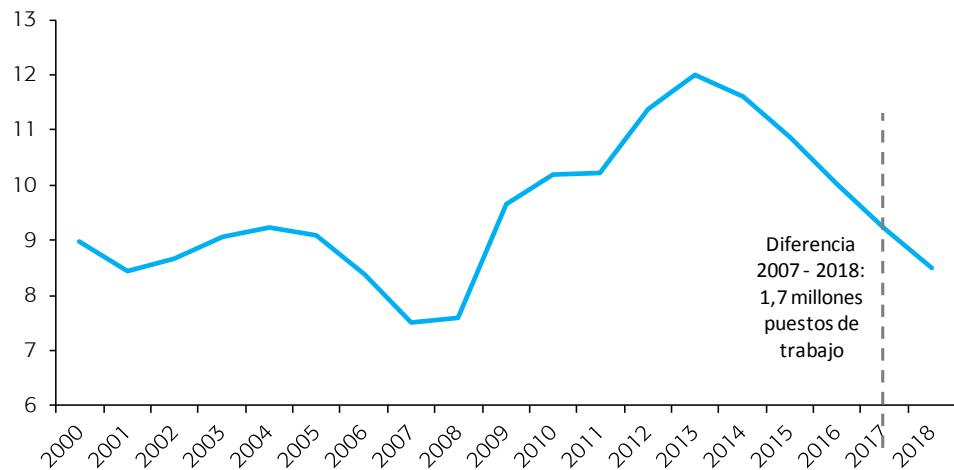
Bajo el supuesto de un mantenimiento del precio del barril de petróleo en torno a 50 dólares y de una cotización del euro a sus niveles actuales (cerca de 1,10 dólares por euro), se prevé una moderación de los precios energéticos. El índice general de precios de consumo se incrementaría a un ritmo anual del 1,5% en 2017 y 1,2% en 2018. Tanto la inflación subyacente como los costes salariales conservarían una senda de moderación.

La balanza por cuenta corriente presentará un superávit significativo, aunque inferior al de años anteriores, debido al comportamiento de los precios del comercio internacional (deterioro de la

Gráfico 2

Tasa de desempleo de la eurozona

(Valores observados 2000-2016, previsiones 2017-2018)



Fuente: Eurostat y previsiones Funcas.

relación real de intercambio). En 2017, el precio de las exportaciones tenderá a aumentar menos que el precio de las importaciones, como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de otras materias primas. La relación real de intercambio se estabilizará en 2018.

Finalmente, se espera una disminución del déficit de las administraciones públicas, por el efecto mecánico de la recuperación sobre la recaudación y el gasto público. Descontando esos efectos, no se anticipan medidas adicionales de consolidación fiscal. Con todo, la contracción del déficit sería insuficiente para aligerar la carga de la deuda pública. Esta representaría todavía algo menos del 90% del PIB durante los dos próximos años, 25 puntos más que antes de la crisis. Así pues, a falta de iniciativas para mejorar la recaudación, el margen de maniobra fiscal será reducido.

Persisten las divergencias entre países de la eurozona

Los riesgos geopolíticos han disminuido. El entorno político europeo se ha esclarecido con

el resultado de los recientes comicios celebrados en varios países de la eurozona. Sin embargo, persisten importantes dudas sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Las consultas electorales en ese país no han hecho más que acrecentar las incertidumbres con respecto al ritmo del *Brexit*, y su impacto sobre los flujos europeos de comercio e inversión.

Las divergencias entre los países de la eurozona se han intensificado, tanto en lo que se refiere a las tasas de paro, como a los indicadores de competitividad, al esfuerzo inversor y a los niveles de endeudamiento.

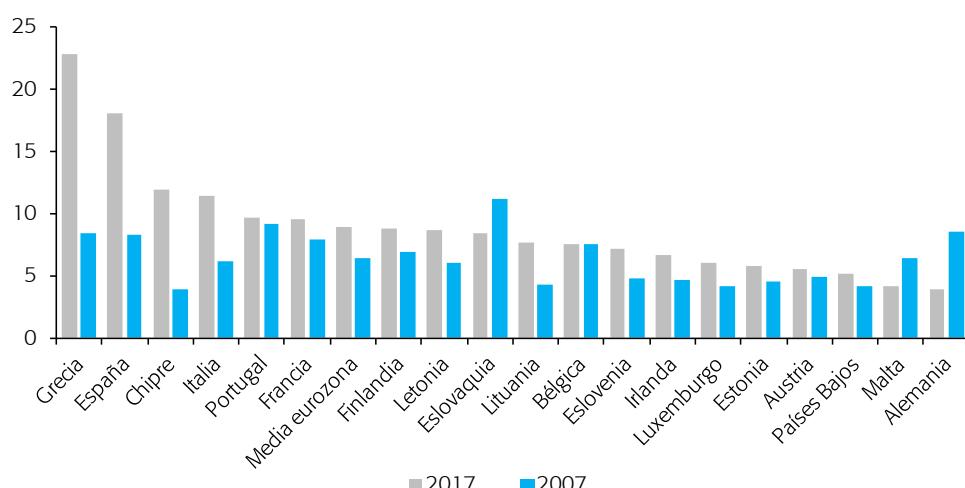
Por otra parte, las divergencias entre países de la eurozona se han intensificado. Algunos países combinan una tasa de paro elevada, baja inversión, una competitividad deteriorada y un fuerte endeudamiento:

- El diferencial de tasas de paro se ha incrementado durante la última década (gráfico 3).

Gráfico 3

Tasas de desempleo

(En porcentaje)



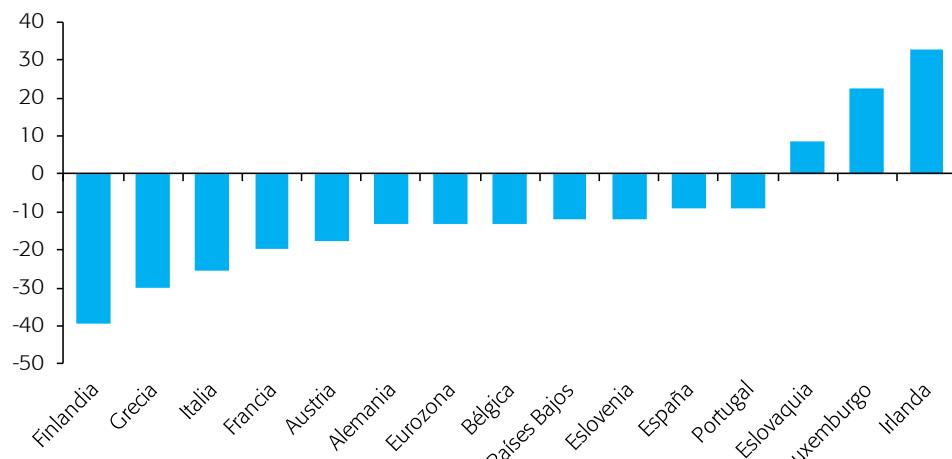
Nota: Los datos de 2017 son promedios mensuales hasta el mes de mayo, excepto Bélgica y Grecia (marzo), y Estonia (abril).

Fuente: Eurostat y Funcas.

Gráfico 4

Evolución de la cuota de mercado de exportaciones de bienes y servicios

(Diferencia entre 2007 y 2017, en porcentaje)

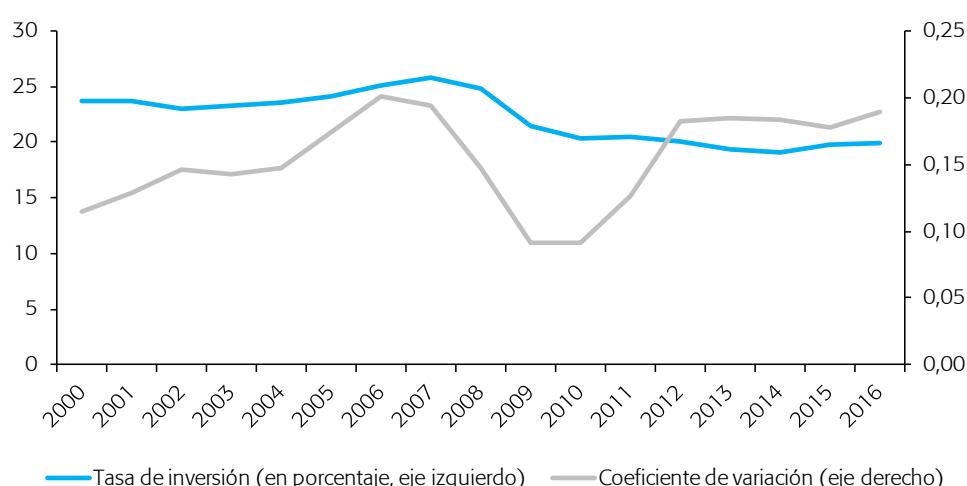


Fuente: OCDE.

Algunos países con elevadas tasas de paro han experimentado una mejora notable como consecuencia de una vigorosa recuperación, pero otros se han estancado.

■ Los resultados apuntan a un deterioro importante de la competitividad en varios países, como Finlandia, Grecia e Italia (gráfico 4). El indicador de competitividad que se toma

Gráfico 5

Tasa de inversión de la eurozona y dispersión entre países

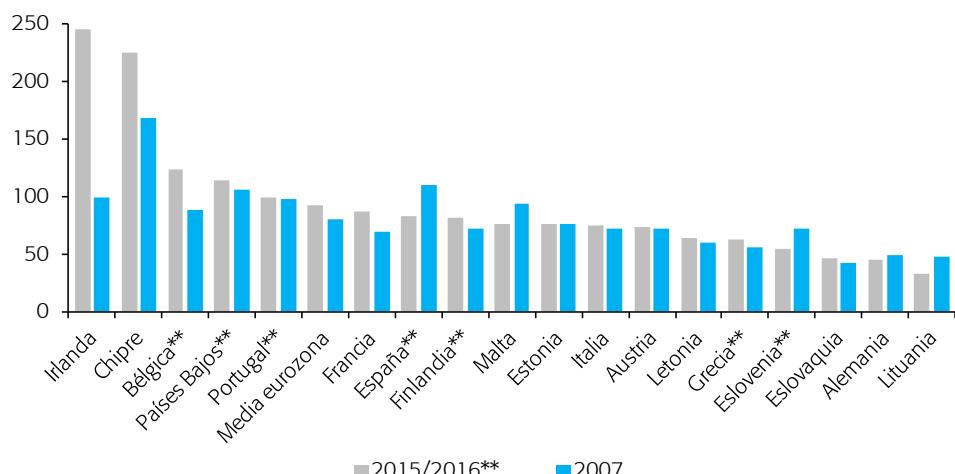
Nota: La dispersión entre países en la tasa de inversión se mide con el coeficiente de variación.

Fuente: Eurostat y Funcas.

Gráfico 6

Deuda de las empresas no financieras

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

como referencia para el análisis es el volumen de exportaciones de bienes y servicios en porcentaje sobre el total mundial.

- El esfuerzo inversor se ha incrementado algo durante la etapa de recuperación, pero dista de alcanzar los niveles anteriores a la crisis

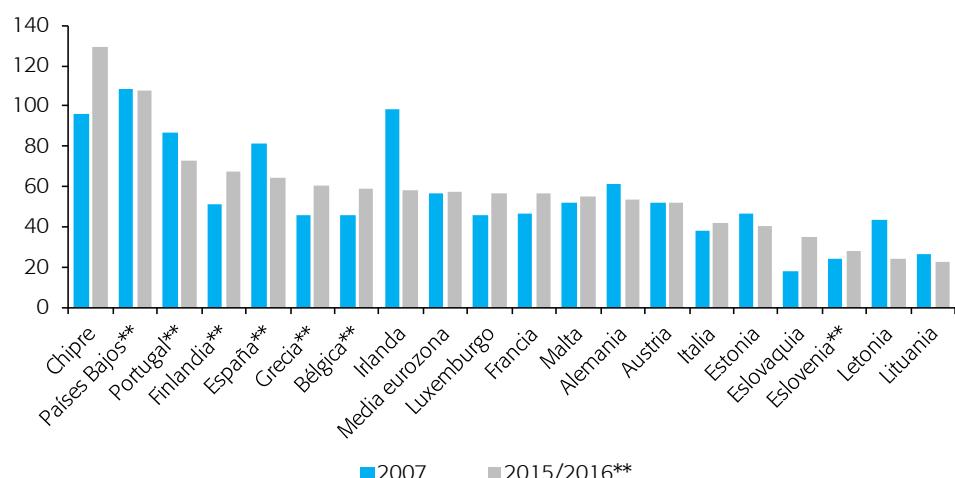
(gráfico 5). En algunos países, la tasa de inversión es apenas suficiente para mantener la capacidad productiva.

- La evidencia empírica y la experiencia histórica sugieren que los procesos de desaparaciamiento pueden prolongarse en el tiempo

Gráfico 7

Deuda de los hogares

(En porcentaje del PIB)

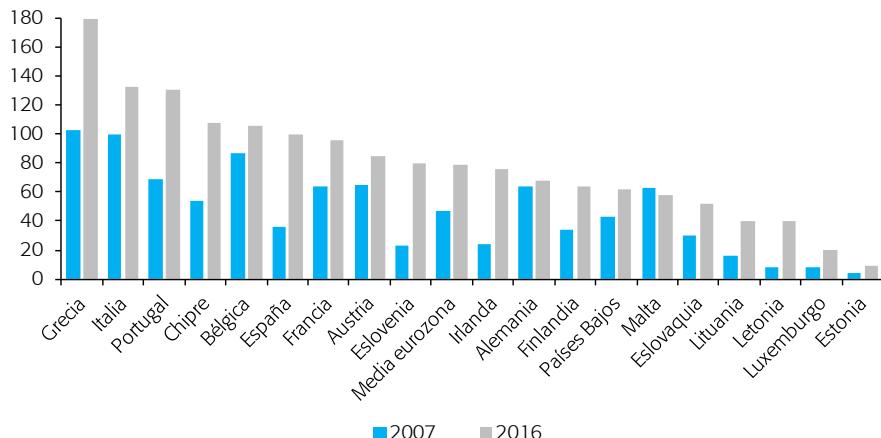


Fuente: Eurostat.

Gráfico 8

Deuda de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

y postergar la recuperación. Los altos niveles de deuda de algunos países de la eurozona son resultado de los altos déficits registrados después del estallido de la crisis financiera y de burbujas inmobiliarias. El endeudamiento de las empresas permanece elevado, pero exceptuando países como Chipre e Irlanda, el endeudamiento expresado en porcentaje del PIB está en un nivel similar o menor que antes de la crisis (gráfico 6). Este es también el caso de la deuda de los hogares, aunque con diferencias importantes entre países (gráfico 7). En términos de PIB, el endeudamiento de los hogares es relativamente reducido en la mayoría de los países, pero es superior al nivel precrisis en diez de los diecinueve países de la eurozona (entre los que destaca Países Bajos, Portugal, Chipre y Finlandia). La deuda pública sigue en cotas elevadas (gráfico 8) y esta situación plantea importantes desafíos en la medida que aumenten los tipos de interés. Es fundamental el mantenimiento de la trayectoria actual de crecimiento económico y de iniciativas de aumento de la recaudación y de la calidad del gasto público.

Estas divergencias constituyen una amenaza para la sostenibilidad de la moneda única:

el desempleo es un barómetro de la capacidad de un país para mantenerse en la eurozona, tanto desde el punto económico como social; una pérdida sostenida de competitividad representa un riesgo para el modelo de crecimiento;

La deuda pública continúa en cotas elevadas y ello plantea importantes desafíos en la medida que aumenten los tipos de interés. Es fundamental el mantenimiento de la trayectoria actual de crecimiento económico, pero también son necesarias iniciativas de aumento de la recaudación y de mejora de la calidad del gasto público.

la inversión mide el esfuerzo para mejorar la productividad, el empleo y la competitividad, y es necesaria para asentar la integración en el mercado único; finalmente, el endeudamiento indica el grado de vulnerabilidad financiera.

Implicaciones para las políticas públicas en Europa y para España

Frente a la persistencia de estas importantes divergencias, se requiere el mantenimiento del

esfuerzo reformista en los países más afectados. Pero también se necesita un fortalecimiento del funcionamiento de la eurozona. Es urgente completar la unión bancaria, conseguir que los créditos dudosos en el balance de los bancos no afecten la recuperación, y fortalecer la gestión macroeconómica a nivel de la eurozona.

Ya se han dado pasos importantes con respecto a la unión bancaria. Los mecanismos únicos de supervisión y de resolución bancaria (MUS y MUR, respectivamente) han empezado a funcionar, aunque con dudas sobre su efectividad, como lo demuestra la reciente caída de varios bancos europeos. Falta la constitución de un fondo, financiado por las entidades, para hacer frente a crisis bancarias, y sobre todo un seguro europeo de depósitos. Además, las carteras de las instituciones financieras no están suficientemente diversificadas, lo que revela una fragmentación de los mercados y dificulta la circulación de los capitales y de la inversión.

Es urgente fortalecer la gestión macroeconómica de la eurozona, algo en lo que podría avanzarse mediante la incorporación de un seguro europeo de desempleo o de un fondo para la inversión en países en crisis.

En cuanto a los créditos dudosos, su incidencia en los balances bancarios de varios países sigue siendo motivo de preocupación. Estos créditos son una reminiscencia de la crisis financiera y, sobre todo, de los años de recesión durante los cuales los balances bancarios se contrajeron y la morosidad aumentó considerablemente, sin poder ser contrarrestada por un aumento de créditos rentables al sector privado. En este caso también, una recuperación del crecimiento económico sostenible y acompañado de una recuperación de las rentas, podría ayudar a mejorar el cumplimiento de los pagos pendientes, y así mejorar la calidad de ciertas carteras morosas. Por otra parte, se necesita un mayor esfuerzo a nivel europeo para hacer frente a las consecuencias de la morosidad, y evitar efectos de contagio.

Por último, el debate sobre la gestión macroeconómica de la eurozona se ha intensificado. Un consenso empieza aemerger sobre las limitaciones de los instrumentos existentes. Tanto el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), como el "semestre europeo", parecen claramente insuficientes para hacer frente a posibles recesiones. La creación de un fondo europeo —y no necesariamente de un presupuesto europeo, que plantearía importantes desafíos políticos, institucionales y democráticos— sería un paso en la buena dirección. La incorporación de un seguro europeo de desempleo o de un fondo para la inversión en países en crisis son dos de las alternativas posibles.

Conviene evaluar las diferentes opciones y progresar con prontitud en la reforma de la arquitectura del euro. La ventana de oportunidad para actuar sin precipitación acabará por cerrarse, en la medida en que la política monetaria se normalice. La acción del BCE (compra de títulos de deuda pública y corporativa, y tipos de intervención negativos) está ocultando las debilidades estructurales de la eurozona, sin resolverlas. Pero se espera un repliegue progresivo del arsenal monetario durante los próximos dos años.

En España, los niveles de paro y de deuda pública representan los principales focos de vulnerabilidad, y requieren nuevas reformas que, a la vez, reduzcan esos desequilibrios y mejoren la distribución de los beneficios de la recuperación.

Finalmente, en el contexto de la eurozona, la economía española se distingue por su dinamismo. Es uno de los países que más crece y se espera que siga haciéndolo hasta 2018. Además, todos los indicadores de convergencia apuntan en la buena dirección. El paro, las exportaciones, la inversión y el déficit presentan un comportamiento mejor que el resto de países.

Sin embargo, el legado de la crisis sigue pesando sobre esos resultados. Los niveles de paro y de deuda pública representan los principales focos de vulnerabilidad, y requieren de nuevas

reformas que, a la vez, reduzcan esos desequilibrios y mejoren la distribución de los beneficios de la recuperación.

Sin duda, las reformas orientadas a la reducción de la temporalidad en el empleo y a la mejora de la calidad de la oferta educativa ayudarían a intensificar la convergencia con el núcleo central del euro. Por otra parte, la corrección de los desequilibrios presupuestarios exige un mayor esfuerzo recaudatorio.

Pero las reformas internas no son suficientes; se necesita también una acción más contundente a nivel europeo, que sería especialmente benefi-

ciosa para España. Sus bancos están sobreexpuestos a la deuda nacional, lo que en determinadas circunstancias podría afectar su capacidad de financiación de la economía en caso de aumento de la prima de riesgo. Por otra parte, la unión del mercado de capitales facilitaría la movilidad de los flujos de ahorro y de inversión en el seno de la eurozona. Esto sería algo positivo para la economía española, que disfruta de una mano de obra abundante y tasas de rentabilidad relativamente elevadas. Finalmente, la creación de un instrumento europeo de regulación de la coyuntura, como por ejemplo un seguro de desempleo o un fondo de inversión, propiciaría una respuesta más rápida a futuras recesiones y también menores costes sociales.