

Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento, pero con margen de mejora

- El crecimiento de la eurozona en los próximos años será inferior al del anterior ciclo expansivo.
- Existen factores estructurales (baja productividad, envejecimiento y desajustes en el mercado laboral) que limitarán las perspectivas económicas a medio plazo.
- Los *buffers* de la eurozona han mejorado después de la crisis, pero la persistencia de algunos desequilibrios dificultará su reconstrucción plena.

Perspectivas económicas a medio plazo: un menor crecimiento

Más allá de las fluctuaciones cíclicas a corto plazo, ¿qué podemos esperar de la economía europea a medio plazo? Esta pregunta cobra especial relevancia ante la desaceleración de la actividad europea en los últimos trimestres y la expectativa de que seguirá avanzando a un ritmo más moderado en los próximos meses (esperamos un crecimiento de la eurozona por debajo del 1,5% en 2019 tras el 2,5% de 2017 y el 1,8% de 2018).

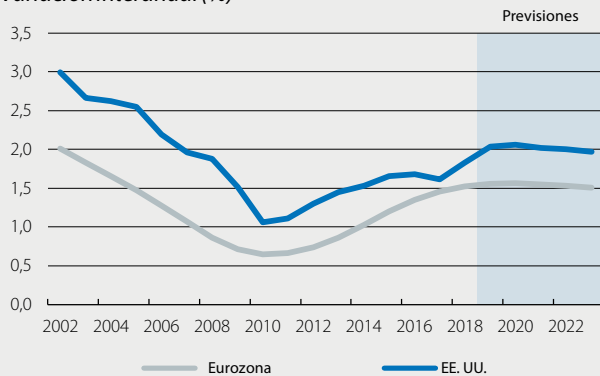
De hecho, tal y como podemos observar en el primer gráfico, el crecimiento de la economía europea ha seguido una trayectoria descendente desde 2017 y, en los últimos dos trimestres de 2018, se ha situado netamente por debajo de su potencial, algo que no sucedía desde la crisis de deuda soberana de 2012. Esta evolución a la baja ha estado en buena parte condicionada por un encadenamiento de *shocks* adversos (tensiones comerciales, el *brexit*, huelgas, meteorología, problemas en el sector del automóvil, etc.), pero ante la elevada sensibilidad que ha mostrado la economía europea a dichos *shocks* debemos analizar cuán sólidos son los cimientos en los que se asienta la actividad. Mirando al futuro, esperamos que, en los próximos años, el crecimiento de la eurozona sea positivo –gracias a la robustez de la demanda interna– pero moderado, y que se sitúe por debajo del anterior ciclo expansivo (crecimiento del 2,2% entre el 2000 y 2007).

Además, los riesgos están sesgados a la baja. Por un lado, el menor apoyo del entorno exterior, debido a la desaceleración de la demanda global, dificultará que las exportaciones vuelvan a crecer a ritmos elevados en los próximos años. Por el otro, la incertidumbre política ha venido para quedarse y seguirá bien presente, ya sea por el *brexit* o por la polarización política. Esta tendencia la podemos observar en la evolución del índice de incertidumbre construido por los académicos Baker, Bloom y Davis para la eurozona: entre 2017 y 2018 se situó en los 215 puntos, algo por encima del promedio de 2013-2016 (192) y muy superior al promedio del anterior ciclo expansivo (100 puntos de promedio en 2000-2007).

Para mirar en más detalle las perspectivas económicas de la eurozona a medio plazo, una buena guía es analizar su PIB potencial: lo que puede producir la economía europea de forma sostenible, es decir, sin generar presiones que alejen la inflación de su objetivo ni otros desequilibrios. En el segundo gráfico podemos observar que, según nuestras estimaciones, el crecimiento potencial de la eurozona se emplazará en el próximo lustro en niveles alrededor del 1,5%. Se trata de cotas significativamente menores que en el periodo precrisis (algo por encima del 2,0%) y también por debajo de lo que esperamos para EE. UU. (1,9%).

PIB potencial *

Variación interanual (%)

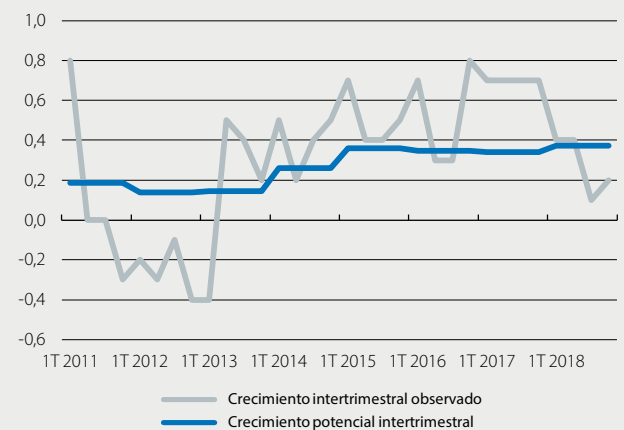


Nota: * Estimaciones de la eurozona propias a partir de un filtro de Hodrick-Prescott con los datos de crecimiento económico de la eurozona y las previsiones de CaixaBank Research. Estimaciones de EE. UU. del Congressional Budget Office (CBO).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CBO.

Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

¿Qué factores están detrás de este patrón de crecimiento más moderado? La respuesta la encontramos en una serie de factores estructurales que limitarán el crecimiento a medio plazo. Se trata fundamentalmente de la evolución de la productividad, de la demografía, de la inversión y de algunos desajustes en el mercado laboral.

Empezando por la productividad, según las estimaciones de la Comisión Europea, el crecimiento promedio entre 2018 y 2020 de la productividad total de los factores será del 0,7%, pero con tendencia decreciente (aunque en línea con el 0,73% de promedio de los últimos 20 años, excluyendo los años de la crisis) y por debajo del que se espera en EE. UU. (1,1% en promedio entre 2018 y 2028). En este sentido, uno de los lastres del dinamismo de la productividad es la difusión: los estudios

muestran que la productividad crece en aquellas empresas que ya son más productivas, pero ello no se filtra al resto de la economía.¹

En cuanto a la demografía, el impacto del envejecimiento de la población ya empezará a dejarse notar. No en vano, se estima que la tasa de dependencia² aumentará entre 2017 y 2026 en 5,4 p. p. por la jubilación de los *baby boomers*, hasta alcanzar una cifra que casi duplicará la del periodo 2009-2017. El envejecimiento de la población tendrá un impacto indudable en el crecimiento económico debido a la reducción que implica de la fuerza laboral. Además, este fenómeno también puede reducir el crecimiento de la productividad europea, medida con la productividad total de los factores.³

Respecto a la inversión, es uno de los componentes que se ha mostrado más dinámico en la recuperación económica. Sin embargo, se espera que su crecimiento se ralentice en los próximos años (tras un crecimiento del 3,3% en 2018, el BCE espera que crezca un 2,2% en 2019-2021, inferior en 0,6 p. p. al crecimiento en 2000-2007) debido a un impacto moderado de la incertidumbre geopolítica sobre el sentimiento empresarial y a un gradual endurecimiento de las condiciones financieras.

Finalmente, se estima que el paro estructural en la eurozona todavía se mantendrá en cotas relativamente elevadas (la Comisión Europea proyecta una tasa del 7,8% en 2020). El hecho de que ello contraste con un aumento de las dificultades de las empresas para cubrir sus vacantes con trabajadores que dispongan de las cualificaciones deseadas es un síntoma de que existen desajustes entre demanda y oferta de habilidades en el mercado laboral que pueden limitar la producción en el futuro: en 2030 solamente el 36,5% de los trabajadores de la UE serán altamente cualificados, pero se espera que 4 de cada 5 nuevos empleos creados requerirán una cualificación elevada debido en buena parte al proceso de cambio tecnológico.⁴ De ahí la importancia de mejorar el capital humano de los trabajadores.

Análisis de los mecanismos de la eurozona para acomodar los riesgos a los que se enfrenta

Más allá del crecimiento potencial, es importante analizar las capacidades de la eurozona para encarar los próximos años y estar bien equipada para afrontar con garantías la siguiente recesión. Como veremos, se produjeron progresos significativos tras la crisis, pero, para los próximos años, nos encontramos ante unas perspectivas de avances muy lentos debido a que los *buffers* en sus distintas dimensiones (fiscal, posición externa y política monetaria) se están reconstruyendo lentamente y a un diseño institucional incompleto (para un análisis exhaustivo sobre este factor véase el siguiente artículo [«Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes»](#) de este mismo Dossier).

En relación con las finanzas públicas, la deuda pública ha disminuido de forma moderada (del 94% del PIB en 2014 hasta una proyección de la Comisión Europea del 83% en 2020) gracias al crecimiento económico y las condiciones financieras laxas (no a una mayor consolidación fiscal), pero todavía se mantiene en niveles elevados y por encima del umbral de seguridad que uno de los criterios del Tratado de Maastricht fija en el 60%. Además, la heterogeneidad entre países es elevada y la mayoría de los periféricos cuentan con niveles de deuda pública superiores al 90%, lo que reduce el margen para implementar políticas anticíclicas en caso necesario, especialmente ante la falta de avances en relación con una mayor integración fiscal.

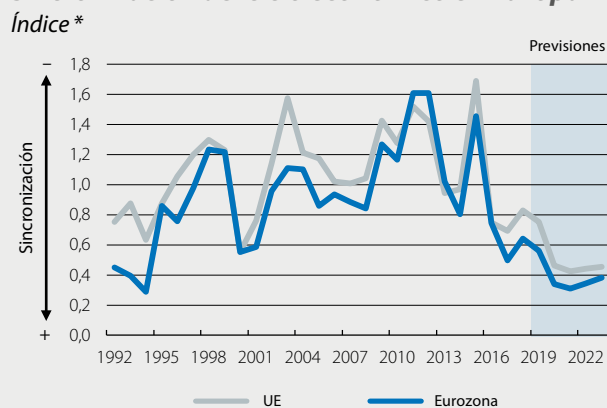
En cuanto a la posición externa, la Comisión Europea espera que el conjunto de la eurozona mantenga un superávit por cuenta corriente por encima del 3% en los próximos dos años, aunque de nuevo esta cifra enmascara importantes heterogeneidades: algunos países (como Alemania o Países Bajos) mantienen unos superávits considerables, mientras que la periferia, después de una corrección muy notable, registra situaciones más próximas al equilibrio. En este sentido, será importante que los países periféricos mantengan unos niveles de competitividad que les permitan consolidar los superávits externos y reducir, de esta manera, su deuda externa.

Finalmente, en política monetaria, sería deseable subir los tipos de interés cuando las circunstancias lo permitan para disponer de un colchón adicional que permitiera bajar los tipos cuando la situación económica se complique. En este sentido, no resulta conveniente prolongar los tipos en niveles tan bajos como los actuales más allá de lo imprescindible, aunque todo apunta a que la normalización monetaria irá a un ritmo muy lento y que no podremos contar con un colchón abultado en el plano de la política monetaria.

Las elevadas asimetrías en las tasas de crecimiento de los distintos países en la última crisis económica (véase en el último gráfico la caída de la sincronización en la crisis financiera) ya mostraron las limitaciones para ofrecer una respuesta de política económica común que pudiera funcionar de forma generalizada. Por desgracia, la reconstrucción incompleta de los *buffers* y la falta de avances sustantivos a nivel institucional sugieren que las capacidades para hacer frente a *shocks* adversos todavía no son lo suficientemente robustas y que el actual patrón de crecimiento será vulnerable, si no se toman medidas, a la aparición de nuevos *shocks*.

Javier Garcia-Arenas

Sincronización del ciclo económico en Europa



Nota: * Suma ponderada de las desviaciones estándar de cada país menos el crecimiento promedio de la UE o la eurozona. Como método de ponderación, utilizamos el peso de cada país en términos del PIB nominal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

1. Véase Andrews, D., Criscuolo, C. y Gal, P. (2016). «The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective», Hutchins Center Working Paper.

2. Proporción de población mayor de 65 años respecto a la que se encuentra en edad de trabajar, entre los 16 y los 64 años.

3. Véase Aiyar, S., Ebeke, C. y Shao, X. (2016). «The impact of workforce aging on European productivity», IMF Working Papers.

4. Véase Chatzichristou, S. (2018), «The future of skills: what does data tell us?», presentación de la European Center for the Development of Vocational Training.