

¿Será duradero el deterioro de la economía europea?

La zona euro está viviendo un momento de debilidad económica, quizás con el peor crecimiento interanual del PIB desde 2014 (Figura 1), lo que se ha reflejado en la revisión a la baja de las estimaciones de diferentes organismos y, muy recientemente, de la Comisión Europea (que proyecta +1,3% en 2019 y +1,6% en 2020). A modo de ejemplo, hace un año la economía de la zona euro crecía a un 0,7% en intertrimestral (2,8% anualizado) y, sin embargo, el crecimiento actual apenas alcanza el 0,2% (0,8% anualizado). También hay que analizar los datos desde otra óptica: la zona euro lleva 24 trimestres de crecimientos consecutivos, una serie histórica bastante prolongada y que constituye un éxito reseñable.

En nuestra opinión hay que discernir varios ámbitos.

- Primero, qué tendencias son supranacionales, frente a las más domésticas.
- Segundo, cuáles son más estructurales, y cuáles, más coyunturales.
- Tercero, qué cambios del *statu quo* podrían afectar al crecimiento futuro.
- Cuarto, los riesgos inherentes al crecimiento.

Analicemos cada punto por separado, para luego establecer una conexión y conclusión.

Tendencias supranacionales vs. economías domésticas

Contexto supranacional

La zona euro es una economía muy exportadora. Según el BCE, exporta un 28% de su PIB entre bienes y servicios más que los EEUU, China o Japón (otras fuentes habituales como Eurostat o el Banco Mundial no ajustan las exportaciones intra-zona euro). La incertidumbre generada por las guerras comerciales provoca necesariamente un impacto. Así, el comercio internacional se ha debilitado desde el +4,7% de crecimiento nominal en 2017 hasta el +3,9% estimado actual para 2018 (según la OMC), lo que ha hecho mella en el crecimiento europeo.

Además, el comercio mundial es muy sensible al crecimiento global y, como hemos expuesto en el pasado ("[El mundo en 2019](#)"), ha experimentado una intensa desaceleración, en parte provocada por la debilidad de China.

Mientras, el proceso de salida del Reino Unido de la UE, por desgracia, también está generando incertidumbre. Aunque a nivel macro el impacto de un desenlace traumático sería mayor en el Reino Unido que en la UE, los países más cercanos también se verían afectados, sobre todo Irlanda, pero también Holanda, Bélgica y, en menor medida Alemania, Francia y España (para más información, consulte el documento publicado en julio de 2018 sobre posibles escenarios e impactos del Brexit para España: "[Cómo afecta el Brexit a España](#)"). Además, la incertidumbre originada por los tres factores arriba reseñados provoca que se diferan decisiones de inversión, componente que representa aproximadamente una quinta parte del PIB de la zona euro.

Por último, se observa una tendencia muy evidente a nivel global: una fuerte ralentización del sector industrial, en parte también por los motivos mencionados anteriormente. Esta situación hace mella en un sector que representa algo menos del 20% del PIB de la zona euro, lo que explica las caídas de la producción industrial observadas los últimos meses de 2018.

Ignacio de la Torre, Ph. D.

idelatorre@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

Leopoldo Torralba

ltorralba@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

Contexto doméstico por países

A nivel doméstico, es de destacar cómo la principal economía de Europa, **Alemania**, experimentó una contracción el tercer trimestre (0,2% de PIB). Aunque todo parece indicar que ha recuperado la senda del crecimiento durante el cuarto trimestre, todos los indicadores apuntan a un crecimiento anémico. El principal motivo es que las tendencias expuestas en el párrafo superior se amplifican en Alemania. Así, este país exporta el doble que la zona euro en porcentaje de su PIB, y su sector industrial presenta un tamaño un 50% superior al del conjunto de la zona euro, lo que explica la debilidad de la confianza empresarial y su impacto en el PIB (Figura 2). Es necesario mencionar el importante sector automovilístico alemán, aquejado de problemas de producción al cambiar los estándares de emisión, de incertidumbres de tarifa, ante la amenaza de EEUU de imponer aranceles a los automóviles europeos, así como de la desaceleración global en el consumo de coches como consecuencia de la disrupción tecnológica (la producción cayó un 22% en noviembre frente al mismo mes del año anterior). Con todo, Alemania presenta las tasas de paro más bajas desde la reunificación, lo que está redundando en mayores salarios (subidas cercanas al 3%), algo que soporta el consumo (Figuras 3 y 4).

Italia se encuentra técnicamente en recesión, tras contraerse un 0,3% su PIB de los últimos seis meses (Figura 5). Italia no acometió reformas estructurales, lo que frenó su crecimiento, su sistema bancario continúa presentando deficiencias que le obstan financiar el crecimiento (aunque poco a poco han ido reduciendo sus carteras de créditos fallidos, desde 340.000 millones de euros hasta 210.000 actualmente). Por si fuera poco, la situación política ha agravado el entorno, con desafíos al pacto de estabilidad y crecimiento de la zona euro que provocaron subidas de la prima de riesgo, algo que retrasa decisiones de consumo e inversión, y que explican una recesión técnica (como indicamos en nuestra nota en abierto "[Nuevo gobierno en España: por qué España no es Italia](#)"). En cualquier caso, el acuerdo con Bruselas ha supuesto una fuerte contracción de la prima de riesgo. De hecho, las últimas subastas del tesoro italiano han resultado muy sobre suscritas a precios inferiores a lo estimado, y la rentabilidad del bono a dos años ha bajado de niveles del 2,7%, hasta un 0,3%... en torno a un 90%, tal y como muestra la Figura 6. De ello deducimos que se producirá el proceso contrario: un menor coste de financiación activará funciones de consumo e inversión. De hecho, la confianza del consumidor ha comenzado a repuntar.

Francia comenzó a realizar reformas, pero no han generado el resultado esperado debido a las revueltas de los "chalecos amarillos", revueltas que aparte de influir la agenda de reformas (aunque Macron no ha tocado la laboral, que es clave y ya ha sido acometida), han podido mermar algo el crecimiento, aunque menos de lo esperado. Con todo, la intensidad se ha mitigado, lo que ha resultado en una mejora evidente de la confianza del consumidor, y un crecimiento trimestral del PIB (+0,3%) superior a lo esperado (+0,2%).

Por su parte la **economía española** es la única que aguanta el envite, con un crecimiento intertrimestral del 0,7% (2,8% anualizado), como diagnosticamos en nuestra nota de agosto de 2018, "¿Se ralentiza la economía española?" (cuya conclusión puede verse en nuestro documento en abierto "[Nuestras previsiones para 2018. ¿Qué sucedió?](#)").

Tendencias estructurales frente a coyunturales

En nuestra opinión, una parte relevante de la debilidad de los factores arriba expuestos es coyuntural. Lo que afecta a la economía más que una decisión u otra es la incertidumbre, y es la incertidumbre lo que explica parte de la debilidad. La arancelaria debería ser resuelta durante el primer semestre (en el caso de China se espera que a final de febrero). Esto debería explicar que el comercio mundial se recupere desde los niveles de 2018 (la OCDE proyecta una cierta aceleración en el área, desde +3,3% del 2018 hasta el +3,6% del 2019 esperado). Y debería

notarse en las exportaciones. De hecho, éstas ya apuntan a una cierta mejora, con datos actualizados del pasado mes de octubre de 2018 a nivel agregado de la zona euro, que muestran un crecimiento real interanual de las exportaciones de bienes del +1,5% frente al entorno del +0,5% los dos meses anteriores. En el caso específico español, en noviembre se produjo una aceleración de las exportaciones totales de bienes en términos reales interanuales, pasando a crecer más del 2% frente al estancamiento del mes anterior¹. Lo mismo debería ocurrir con el Brexit, sea con su fecha límite actual (29 de marzo) o con una prórroga de tres meses. Ambos factores, junto con el fin del *impasse* generado por los cambios de estándares de emisión, deberían explicar una reanimación paulatina de las inversiones.

Si miramos tendencias más estructurales, se observa cómo la recuperación laboral (desempleo al 8%, mínimo de diez años, Figura 7), y sobre todo el subempleo (gente que trabaja a tiempo parcial deseando trabajar a tiempo completo, Figura 8), en niveles mínimos de ocho años, comienza poco a poco a trasladarse a los salarios, que suben ya a un 2,5%, el mejor nivel en siete años (Figura 9). Esta tendencia, pronosticada por nosotros desde hace tiempo (en documento en abierto "[The Case for Euro\(pe\): La locomotora del crecimiento occidental](#)"), provocará una subida de la renta disponible real (neta de inflación) de un 1,7%, lo que soportará un razonable crecimiento del consumo. Dado que el consumo representa más de la mitad del PIB de la zona euro (54%), creemos que su recuperación es una tendencia estructural que apoyará a la economía. Sin embargo, cabe reseñar que el último dato de ventas minoristas (diciembre) muestra todavía un crecimiento interanual débil (+0,8%). Y aunque parcialmente se explica por un efecto coyuntural como es el éxito creciente del Black Friday en noviembre en hábitos de consumo frente a las compras navideñas en diciembre, no toda la debilidad es aplicable al mismo factor, por lo que la incertidumbre sí está pasando factura al consumidor europeo. No obstante, como hemos mencionado, esta tendencia debería ir mejorando a lo largo de 2019.

Qué podría cambiar frente al *statu quo*

Predecir la economía implica predecir cambios frente a las tendencias actuales. Como hemos expuesto muchas veces, los índices de gestores de compras (PMI) anteceden bien (entre 3 y 6 meses) las cifras de crecimiento del PIB. De ahí que lo relevante sea detectar puntos de inflexión. Actualmente los PMI compuestos de la zona euro, en 51, son consistentes con un crecimiento marginalmente inferior al 1% (Figura 10). Por otro lado, para entender los movimientos de los PMI resulta muy útil seguir las condiciones financieras. A mayor facilidad para conceder créditos a buen precio, las empresas suelen reaccionar con más actividad (aunque se gesta inestabilidad financiera) y viceversa. Esta magnitud se percibe observando los flujos de nuevo crédito y los cambios en sus ritmos. Durante el segundo semestre de 2018 se observó una ralentización de dichos flujos de créditos a empresas, posiblemente explicando factores de oferta y de demanda (Figura 11). La oferta estriba en que la banca europea fue regada con 740.000 millones de liquidez por parte del BCE hace aproximadamente tres años, en un programa conocido como TLTRO², al 0%, con el objetivo de que dicho dinero fuera prestado a particulares y empresas de la zona euro. Estos créditos se devuelven de manera obligatoria en junio de 2020 y voluntariamente antes, pero con un tope de devoluciones anticipadas de 400.000

¹ Medido en medias móviles de tres meses, ya que los crecimientos interanuales en periodos mensuales son a veces demasiado erráticos.

² Con el objetivo de acelerar la inflación, en marzo de 2016, el BCE implantó el programa TLTRO 2, consistente en inyectar liquidez a la banca, mediante préstamos condicionados a prestar los fondos a particulares y empresas. Así, el BCE abrió cuatro ventanas de suministro de liquidez, entre junio de 2016 y marzo de 2017. El máximo de fondos a otorgar era el 30% del crédito al sector privado en balance de los bancos. Las condiciones de los préstamos incluían: i) cuatro años de vencimiento máximo, hasta junio 2020 (reducible a dos voluntariamente) y, ii) 0% de tipo de interés (con la posibilidad de tipos incluso negativos del -0,4%, si en dos años aumentaban los saldos de crédito al sector privado).

millones de euros. Sin embargo, para mejorar sus ratios regulatorios de financiación estable (según criterio de Basilea 3), muchos bancos quieren reducir su dependencia de una fuente de financiación no considerada como tal estructuralmente y, por ende, realizar devoluciones cuantiosas antes del vencimiento, es decir, en 2019. Esto explica que, aunque la banca sea solvente y líquida, en cierto sentido tiene que acumular liquidez para devolver estos préstamos, lo que podría reducir el plazo de los mismos, algo que dificulta las inversiones. Por el lado de la demanda, la difícil coyuntura arriba expuesta también se traduce en una menor demanda de créditos. En este contexto no es de extrañar que los PMI y los PIB resultantes sean débiles.

¿Qué puede cambiar? En nuestra opinión el BCE, ante la debilidad actual, no se puede permitir una contracción de su balance en 2019 por importe de 0,4 billones de euros, que sería lo máximo que podrían devolver los bancos del TLTRO antes de 2020 (su balance total actual asciende a 4,5 billones). De aquí colegimos que el BCE anunciará un nuevo programa TLTRO por un importe importante (en negociaciones con la banca buscaría una cifra cercana a los 250.000 millones de euros) y posiblemente con plazos medios y condiciones muy flexibles (al 0%). Esto podría actuar como cierto revulsivo en la oferta de créditos, en un contexto en que la demanda podría recuperarse a medida que las circunstancias más coyunturales vayan desapareciendo.

Por otro lado, la tendencia de mejora de empleo y salarios es inexorable. Ambos factores, junto con la caída de un 8% del precio del petróleo (en euros) y la subida de precios de las casas (4,3%) repercutirán en una paulatina fortaleza del consumo, vector que será el principal viento de cola de la economía de la zona euro. Es cierto que la zona euro presenta debilidad en su sector industrial, que pesa un 25,3% de su PIB, pero también que el consumo es el motor del sector servicios, mucho más relevante (73,1% de su PIB).

Riesgos

En nuestra opinión, muchas veces medios, empresas e inversores centran su atención en los crecimientos (Figura 12), cuando hay que analizar tan en detalle sus riesgos inherentes. Es mejor crecer menos con riesgos acotados, que al revés. Defendemos dos que son clave: presentar déficit o superávit de cuenta corriente, y la excesiva dependencia del crédito en el crecimiento. Los países que presentan un déficit de cuenta corriente continuado tienen que financiarlo endeudándose frente al resto del mundo (exceptuando los EEUU, que al contar con el privilegio de emitir la moneda de reserva mundial puede mantener déficits de cuenta corriente continuados), lo que puede generar una situación de vulnerabilidad, como bien sabemos en España. Pues bien, la zona euro presenta un superávit de un 2,6% de PIB, superávit sostenido durante cinco años. El otro gran riesgo estriba en una dependencia insana del crédito. Si el PIB nominal sube menos que el crédito, la intensidad de crédito es mayor a uno y viceversa. Los países que acumulan intensidades superiores a uno acaban presentando crisis financieras y económicas, especialmente cuando la deuda privada (empresas y hogares) acumula niveles de deuda entre 1,7 y 2 veces el PIB. Pues bien, la zona euro presenta hoy intensidades (no acumuladas, sino en variación anual de crédito sobre variación anual nominal de PIB) de 1 vez, lo que contrasta con otras economías como China, con una intensidad de 1,75 veces. Estados Unidos también se acerca a 1 vez, aunque con un crecimiento del PIB nominal menos sostenible que el europeo, al estar más basado en notables déficits públicos.

Ante la debilidad económica se puede responder con política fiscal y política monetaria. La zona euro presenta un déficit fiscal agregado reducido (0,9% del PIB), lo que le confiere margen para poder estimular la economía vía impuestos o gastos si se requiere (EEUU no goza de este privilegio, ya que ya han empleado su política fiscal con la reforma fiscal, lo que ha llevado al país a un déficit de un 4% de PIB). Así, Alemania, con un superávit fiscal récord del 1,6% del PIB, tiene amplio margen de maniobra para combatir con estímulos un deterioro de su economía más

intenso y/o pronunciado de lo esperado. De hecho, El ministro de Economía, ha anunciado ya un paquete de estímulos superior a 10.000 millones de euros, con el fin de compensar la ralentización industrial animando la demanda interna.

Por política monetaria, el margen de un banco central depende de si la inflación subyacente se sitúa cerca de su objetivo. Cuanto más cerca del objetivo, menos margen para realizar política monetaria. En EEUU la medida favorita de inflación de la FED (PCE subyacente) se sitúa en el 1,9%, muy cerca del objetivo del 2%. En la zona euro, en el 1,1%, lejos del 2%, de ahí que el BCE tenga margen para anunciar medidas como un nuevo TLTRO arriba descrito. Además, la subida de tipos que ha llevado a cabo la FED presentará consecuencias en forma de menor crecimiento (como describimos en nuestra nota de finales de 2018, "[¿Vamos hacia una nueva recesión?](#)"), en tanto que en la zona euro hay que descartar subidas de tipos hasta el segundo semestre de 2020.

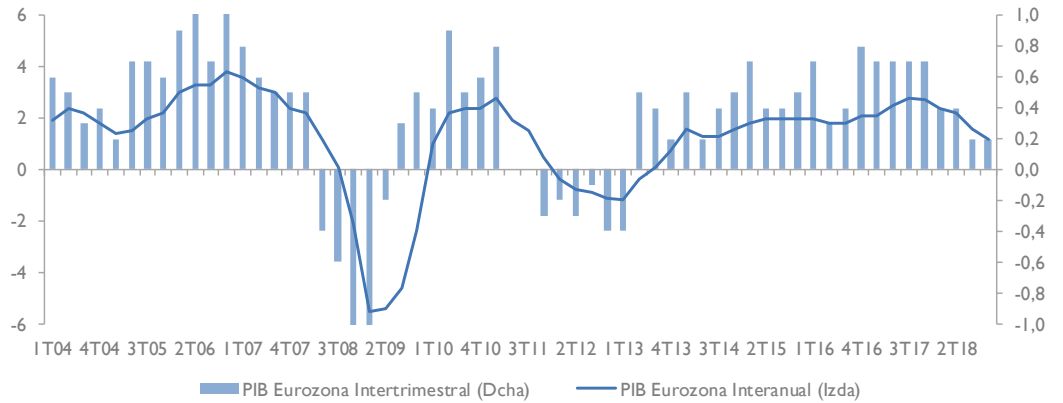
Finalmente, cabe destacar un riesgo no demasiado descontado que sí podría afectar más notablemente a la economía europea, tanto coyuntural como estructuralmente. Se trataría de una extensión del endurecimiento arancelario que Trump está aplicando a China, pero hacia Europa (pasando a gravar en un 25% las importaciones de los EEUU de automóviles europeos). Este hecho podría recrudecer una potencial guerra comercial EEUU-Europa que sería dañina para ambas economías y para el mundo en general. A priori, no parece el escenario más probable (de hecho, explicamos nuestro escenario base en el documento recientemente publicado "[Dieciséis predicciones para 2019](#)"). Pero conviene seguir muy de cerca los acontecimientos asociados, dada la volatilidad de Trump en algunas de sus opiniones y su tendencia a reaccionar con contundencia súbita, en ocasiones, en materias relacionadas con su principal apuesta electoral: "America first". Se trata de un "mini cisne negro", acontecimiento de no excesivas probabilidades de ocurrencia, pero que, de plasmarse, podría tener impactos negativos muy reseñables, en este acaso en forma de aceleración de las incertidumbres globales y parálisis de aquellas variables más cíclicas relacionadas con la confianza (inversiones empresariales, consumo de bienes duraderos).

Conclusión

Aunque no se puede negar la debilidad de la zona euro, en nuestra opinión, una parte de la debilidad es coyuntural. Además de mantener su capacidad para poder responder con estímulos ante la debilidad, creemos que los riesgos macroeconómicos más estructurales siguen siendo limitados. Así, afrontará el segundo semestre con mejores perspectivas, perspectivas que explican por qué los pronósticos para 2020 son más halagüeños.

Figuras señaladas en el texto

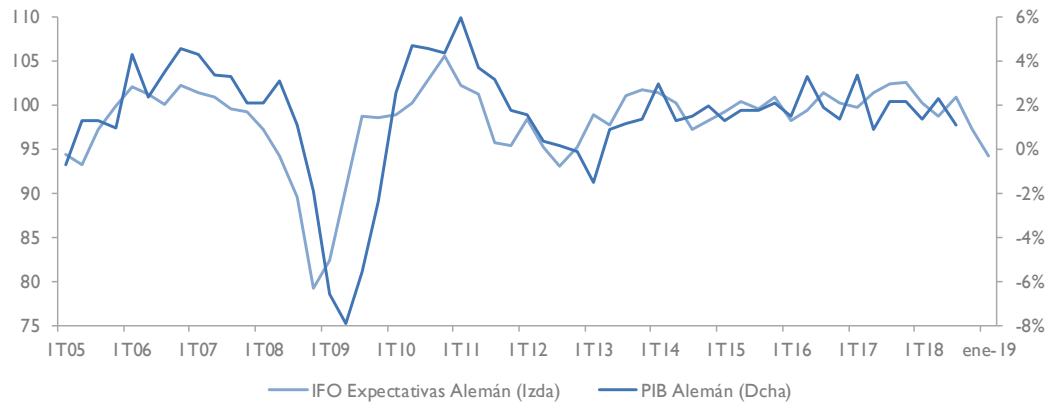
Figura 1: PIB de zona euro. Crecimiento interanual e intertrimestral por trimestres (%). 2004-4T18*



(*) Crecimiento intertrimestral en 4T08, -1,7%, y en 1T09, -3%

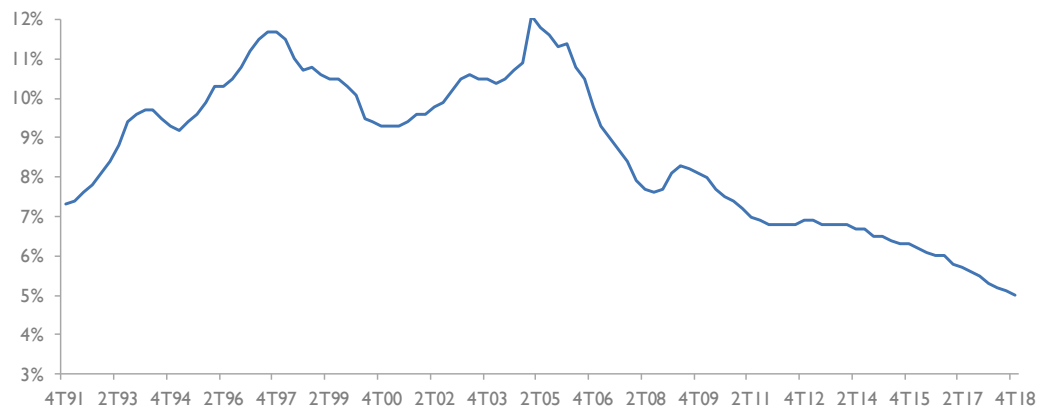
Fuente: Bloomberg, Arcano Economic Research

Figura 2: Alemania. Confianza empresarial (IFO) y PIB (crecimiento interanual, %)



Fuente: Deutsche Bundesbank, Bloomberg, Arcano Economic Research

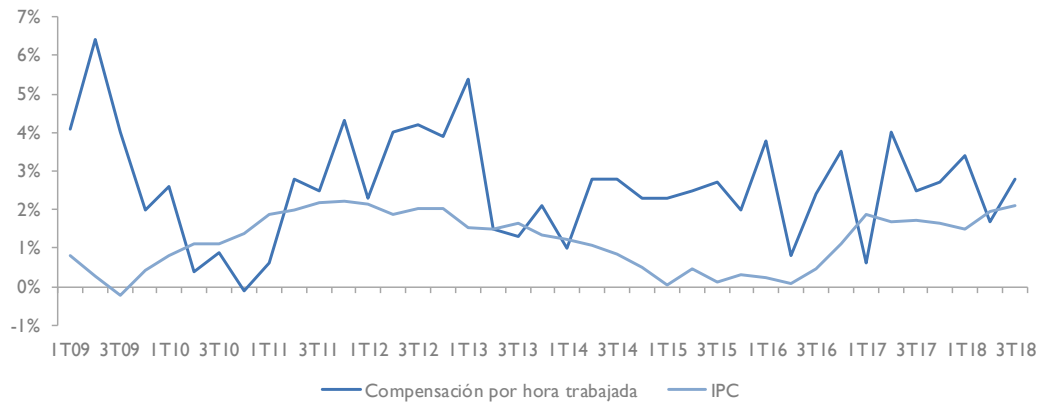
Figura 3: Tasa de paro* en Alemania (%)



(*) Tasa de desempleados registrados

Fuente: Destatis, Arcano Economic Research

Figura 4: Salarios en Alemania. Crecimiento interanual (%)



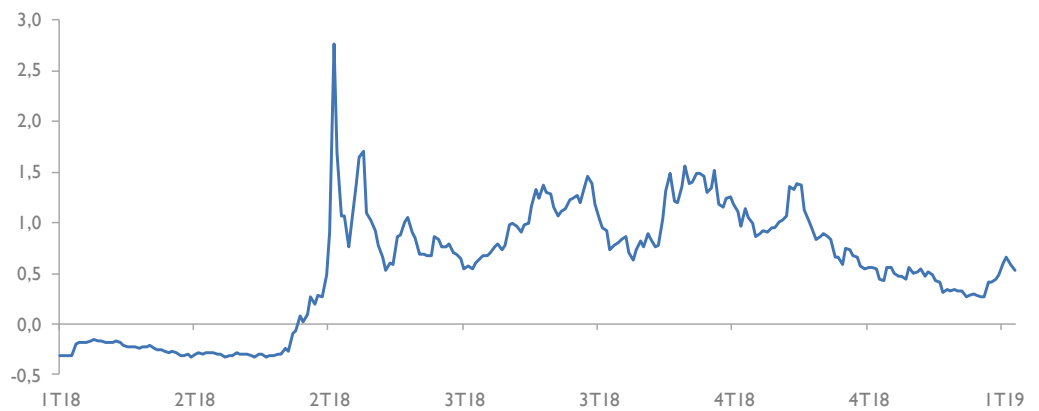
Fuente: Deutsche Bundesbank, Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 5: PIB de Italia (crecimiento real intertrimestral, anualizado, %)



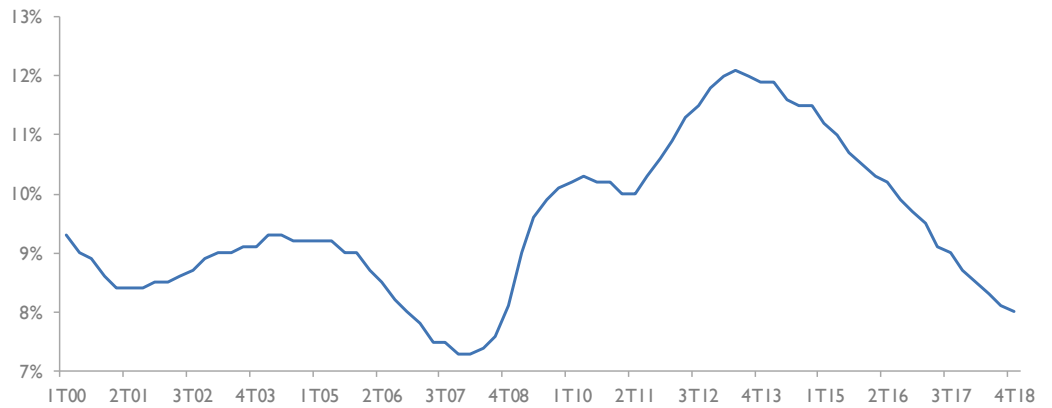
Fuente: Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 6: Rentabilidad del bono soberano italiano, vencimiento de dos años (%)



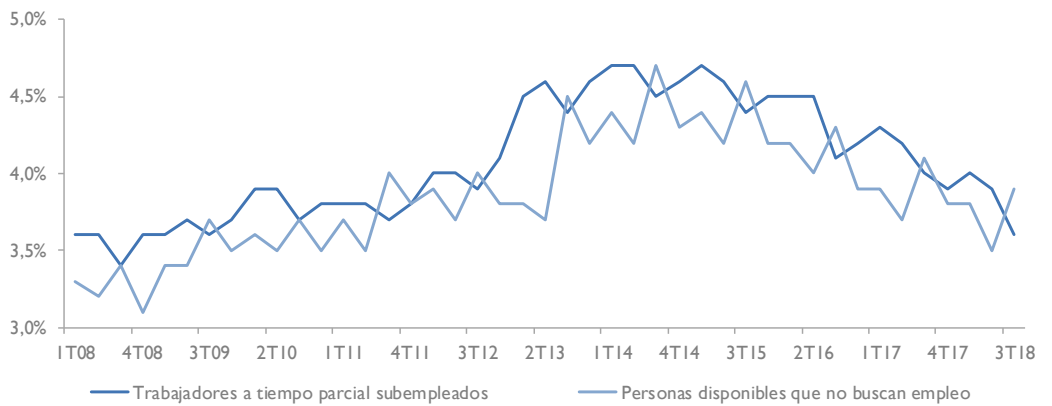
Fuente: Bloomberg, Arcano Economic Research

Figura 7.: Zona euro. Tasa de paro (%)



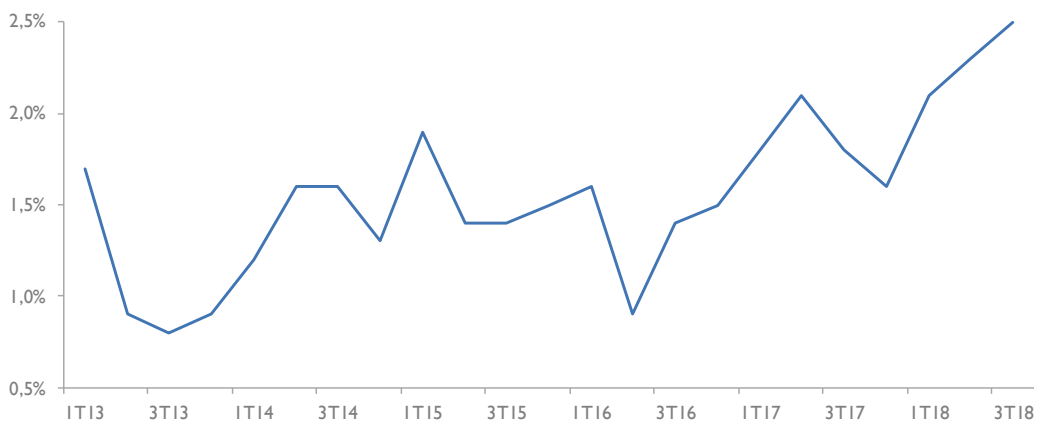
Fuente: Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 8: Subempleo en zona euro (% de población activa)



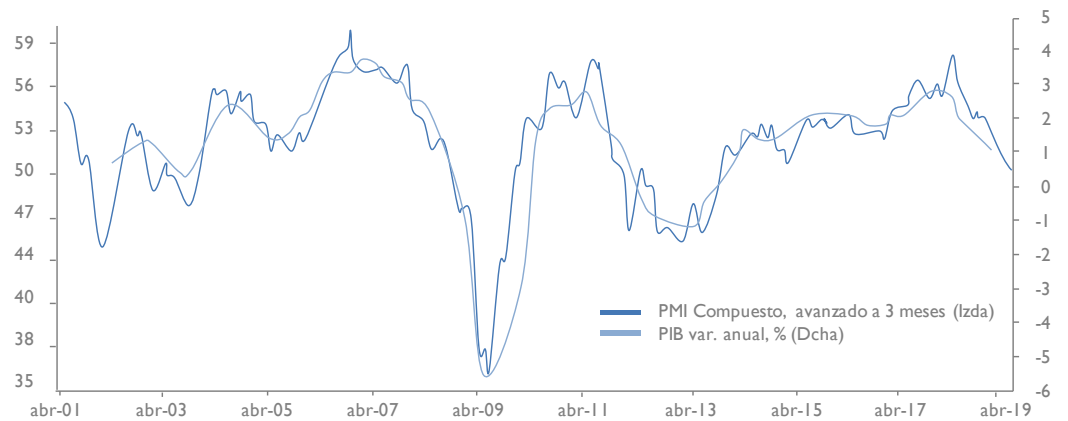
Fuente: Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 9: Salarios de la zona euro (crecimiento interanual, %)



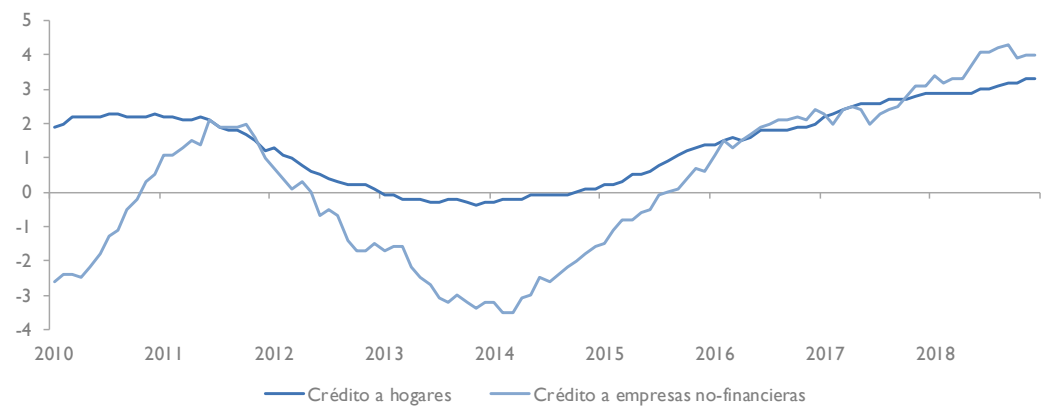
Fuente: Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 10: Zona euro. PMI compuesto y crecimiento trimestral del PIB (%)



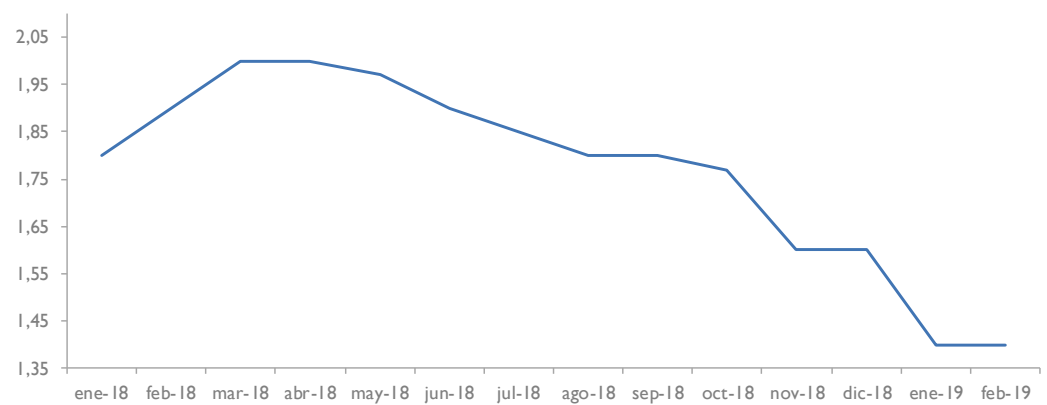
Fuente: IHS Markit, Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 11: Zona euro. Crecimiento interanual del crédito bancario privado (%)



Fuente: Eurostat, Arcano Economic Research

Figura 12: Zona euro. Evolución del crecimiento anual (%) del PIB esperado por el consenso en 2019



Fuente: Bloomberg (Consensus), Arcano Economic Research

AVISO LEGAL

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Alternative Markets S.L.U. ("Arcano"). Arcano es una sociedad limitada debidamente constituida conforme a la legislación española, en virtud de escritura pública otorgada ante el notario de Madrid, D. Carlos Pérez Baudín el día 26 de mayo de 2008, con el número 1.769 de su protocolo; registrada en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 25.699, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M-463208, Inscripción 1ª. El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente. Arcano no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano. Arcano, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano no asume obligación ni compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, modificación, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por escrito por Arcano.

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Alternative Markets S.L.U.

José Ortega y Gasset 29, 4ª planta

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanopartners.com