

Anatomía de la desaceleración de la eurozona: lecciones del segundo semestre de 2018

- En la segunda mitad de 2018, la economía europea se desaceleró de forma notable. En este artículo analizamos cuantitativamente el peso de los tres factores detrás de dicha desaceleración: el menor consumo de coches, la ralentización comercial y la incertidumbre política.
- Estimamos que estos tres factores explican casi el total de la desaceleración europea. El 40% de la desaceleración se explica por el menor consumo de vehículos, algo más de un tercio por la ralentización comercial y una quinta parte por la incertidumbre política.

¿Qué hay detrás de la desaceleración?

La segunda mitad de 2018 supuso un jarro de agua fría para la economía de la eurozona. Tras crecer a un ritmo intertrimestral de un razonable 0,4% en la primera mitad de año, el crecimiento se redujo hasta cotas del 0,1%-0,2% en el segundo semestre. En este artículo, analizamos el cóctel de ingredientes que llevó a esta ralentización. Este ejercicio cobra especial relevancia tras la sorpresa positiva del 1T (crecimiento del 0,4% intertrimestral, 2 décimas por encima de lo esperado): ¿ha sido una sorpresa temporal o lo que observamos en la segunda mitad de 2018 fue un bache y la economía volverá a coger impulso de forma sostenida? Para ello, estudiamos en detalle el papel de tres factores que han estado detrás de la desaceleración: la caída de las ventas de automóviles (enmarcada en las dificultades del sector de la automoción y el peor desempeño del sector manufacturero europeo), la ralentización del comercio internacional y la incertidumbre política.

En concreto, analizamos cuál era el comportamiento que esperábamos en condiciones normales para estos tres factores en el segundo semestre de 2018 y lo comparamos con los datos que finalmente observamos. A partir de aquí es relativamente sencillo estimar el impacto sobre el PIB de las «desviaciones» de dichos factores.

Empecemos por las ventas de automóviles en la eurozona, afectadas por la incertidumbre regulatoria causada por el nuevo protocolo para las emisiones contaminantes de los vehículos que entró en vigor el 1 de septiembre de 2018 en toda la UE. Estimamos que el crecimiento de los nuevos vehículos registrados en la eurozona sorprendió negativamente en 4,3 p. p., lo que se tradujo en un impacto negativo sobre el crecimiento intertrimestral del PIB de 0,10 p. p.¹

En cuanto a la ralentización del comercio internacional, en un contexto caracterizado por las tensiones proteccionistas, el crecimiento de las exportaciones nos sorprendió negativamente en 0,4 p. p., lo que redujo el crecimiento del PIB en la segunda mitad del año en 0,09 p. p. (la esti-

Eurozona: exportaciones

(Miles de millones de euros)



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

mación tiene en cuenta el contenido importador de las exportaciones).² Lógicamente una parte de la ralentización de las exportaciones se explicó por las menores exportaciones de vehículos (estimamos que algo menos de la mitad), lastradas por los ajustes en la producción para adaptarse a las nuevas normativas y el menor empuje de la demanda global.

Finalmente, la incertidumbre política, afectada a nivel internacional por las tensiones geopolíticas y comerciales y a nivel doméstico por las tensiones del nuevo Ejecutivo italiano con Bruselas y por el *brexit*, también jugó un papel relevante. En concreto, comparamos la evolución observada del índice de incertidumbre política en Europa de los académicos estadounidenses Baker, Bloom y Davis con la evolución esperada a partir de su evolución histórica. La sorpresa fue de 52 puntos adicionales del índice de incertidumbre, una magnitud nada desdeñable (véase el segundo gráfico) si tenemos en cuenta que el 80% de las observaciones centrales oscilan en un rango de 154 puntos. Así, estimamos que este factor erosionó el crecimiento en 0,05 p. p.³

Si unimos todos los resultados (véase el tercer gráfico), obtenemos que los tres factores sumados redujeron en 0,24 p. p. el crecimiento intertrimestral promedio de la eurozona en el segundo semestre de 2018, una cifra que

1. Comparamos el crecimiento observado con el predicho por un modelo AR(1) según la evidencia histórica. Luego multiplicamos la desviación obtenida por el peso del consumo de coches en el consumo total de los hogares europeos (4%) y, finalmente, para estimar el impacto en crecimiento, tenemos en cuenta que el consumo privado representa algo más de la mitad del PIB de la eurozona.

2. Hace un año preveíamos en CaixaBank Research que el crecimiento intertrimestral de las exportaciones en el 3T y el 4T 2018 fuera del 1,2% y el 1,1%, respectivamente, pero observamos un 0,2% y un 1,2%. Multiplicamos la desviación del crecimiento de las exportaciones por su peso en el PIB de la eurozona (28%) restándole el contenido importador de las exportaciones (25,7% según la OCDE).

3. En concreto, comparamos los valores observados del índice con los predichos por un modelo AR(1). A continuación, hacemos una regresión del crecimiento del PIB sobre el índice y realizamos una predicción del crecimiento del PIB en la segunda mitad del año con los valores observados y los obtenidos con el modelo AR(1).

prácticamente equivale al total de la desaceleración observada. En concreto, el 40% de la desaceleración se explica por la caída de las ventas de vehículos, algo más de un tercio por la ralentización comercial y una quinta parte por la incertidumbre política.

Más allá de esta descomposición, otra manera de caracterizar la desaceleración de la eurozona es preguntarnos si se debe a factores de oferta (es decir, factores que restringen la capacidad o el potencial productivo de la economía, como puede ser la aparición de cuellos de botella) o de demanda (como, por ejemplo, la disposición a consumir de las familias), una distinción que también nos informa sobre cuán persistente puede ser la moderación del crecimiento. En este sentido, un detallado estudio cuantitativo del BCE⁴ centrado en la actividad manufacturera estima que la desaceleración se ha producido principalmente por la debilidad de la demanda, si bien es cierto que las restricciones de oferta también han desempeñado un papel, aunque claramente menor (véase el cuarto gráfico).⁵

Lecciones para el presente y el futuro

El ejercicio «anatómico» realizado nos ofrece algunas pistas sobre las perspectivas económicas de la eurozona en 2019. Respecto al ajuste observado en el sector del automóvil, es de esperar que, a medida que los fabricantes de vehículos se adapten plenamente a la normativa europea de 2018 y los consumidores europeos sepan a qué atenerse, las ventas de vehículos se normalicen. De hecho, ello ya se trasluce en los datos del primer trimestre: el número de vehículos registrados ha aumentado un 7,0% intertrimestral tras caer un 11,0% en el 4T 2018. Con todo, es probable que la incertidumbre regulatoria siga afectando al sector: la UE prepara nuevas y más estrictas normas sobre las emisiones que deberán cumplirse antes de 2021 y se prevé que más ciudades europeas introduzcan restricciones a la circulación de vehículos.

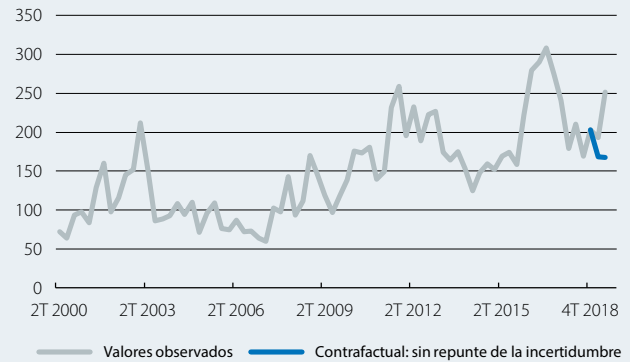
En cuanto a la ralentización comercial, el balance es mixto: por un lado, un apaciguamiento en el conflicto de China y EE. UU. puede contribuir a dinamizar los flujos comerciales, aunque existe el riesgo de que la Administración estadounidense acabe estableciendo aranceles sobre los automóviles europeos. Por otro lado, la desaceleración de los principales socios comerciales de las economías europeas en combinación con un entorno global más incierto para el comercio global (menor confianza, mayores barreras no arancelarias y mayores presiones sobre las cadenas globales) implica que el sector exterior continuará teniendo una contribución modesta al crecimiento de la eurozona.

Finalmente, es probable que la incertidumbre política continúe siendo elevada y no son descartables repuntes si se producen sorpresas en las elecciones europeas, en el *brexit* o se reavivan otros frentes de tensión, como la política fiscal italiana. Con todo, un dato esperanzador es que en el 1T 2019, un periodo complicado en el que planeó la amenaza de un *brexit* caótico, el índice de incertidumbre política de Europa disminuyó en 24 puntos respecto al 4T 2018, gracias principalmente a sendas mejoras en Francia e Italia.

Javier Garcia-Arenas

4. Véase Dossche, M. y Martínez-Martin J. (2018). «Understanding the slowdown in growth in 2018». ECB Economic Bulletin, Issue 8.
 5. Otros estudios también llegan a la misma conclusión. Véase, por ejemplo, Benito, A. y Vernet, P. (2019). «European Daily: Anatomy of a slowdown». Goldman Sachs Economic Research.

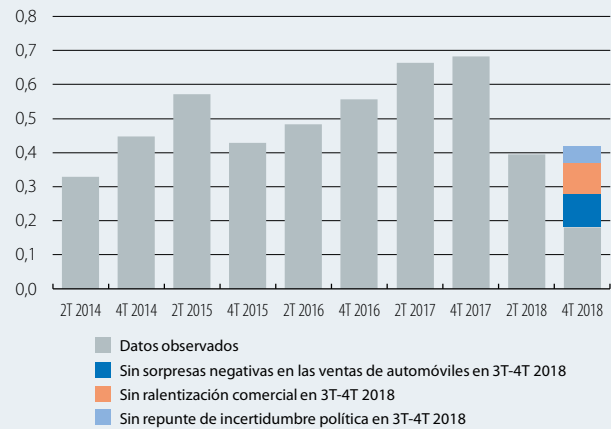
Europa: índice de incertidumbre política (Nivel)



Nota: Índice de incertidumbre política para Europa a partir de las noticias aparecidas en periódicos de Alemania, Francia, España, Italia y Reino Unido. Los valores del contrafactual se obtienen a partir de un modelo AR(1).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, Bloom y Davis (2016).

Eurozona: reducción del crecimiento en la segunda mitad de 2018

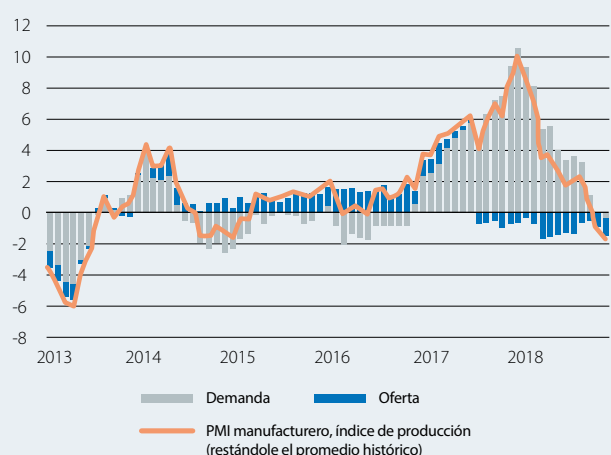
Crecimiento intertrimestral (promedio semestral, %)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias.

Eurozona: descomposición de la actividad manufacturera según demanda y oferta

Contribución (puntos)



Nota: Descomposición del PMI de manufacturas a partir de un VAR estructural con producción y capacidad de utilización que identifica shocks de oferta y demanda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Dossche, M. y Martínez-Martin J. (2018), «Understanding the slowdown in growth in 2018», ECB Economic Bulletin, Issue 8.