

FOCUS · Incertesa geopolítica i economia: *deep impact?*

La relació entre la geopolítica i les variables econòmiques és un tema recurrent als mitjans de comunicació. I no solament a nivell mediàtic: els economistes són cada vegada més conscients de la importància d'analitzar els riscos geopolítics per dur a terme un exercici encertat de perspectives econòmiques. I, no obstant això, malgrat que la geopolítica estigui de moda, amb prou feines hi ha anàlisis que quantifiquin aquesta relació. En aquest article, obrirem la veda amb una primera exploració sobre el tema.

Per mesurar la incertesa geopolítica global de manera precisa generem un índex que té en compte tant la incertesa política a nivell global com l'evolució dels conflictes, també a nivell global.¹ Per començar l'anàlisi, és útil estudiar el grau de correlació entre l'índex d'incertesa geopolítica i diferents indicadors d'activitat. Un primer pas en aquest sentit consisteix a analitzar la relació d'aquest índex amb l'índex de sentiment empresarial PMI global. Tal com observem al primer gràfic, la relació entre els dos és clarament negativa: com més elevat és l'índex d'incertesa geopolítica, menor és l'índex de confiança empresarial. Una altra mostra que la relació entre els dos índexs sembla molt estreta és que un augment de l'índex d'incertesa d'una magnitud equivalent a la del novembre del 2016, després de la inesperada victòria de Donald Trump, sol anar acompanyat d'una reducció de 4 punts del PMI. Perquè el lector es faci una idea de la magnitud, al voltant del valor mitjà de l'índex PMI, en un rang de 5 punts, trobem el 50% de les observacions.

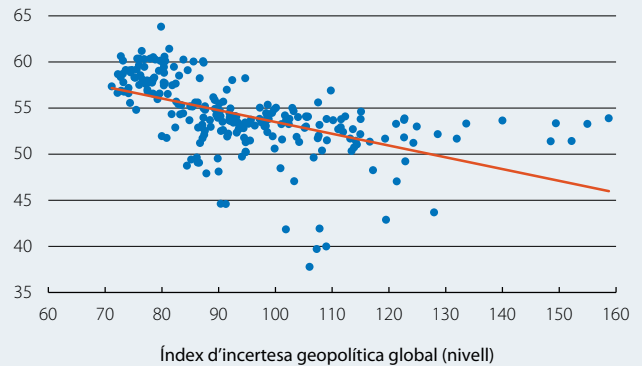
Una altra manera d'analitzar la relació entre la incertesa geopolítica i l'activitat econòmica és observar directament la correlació entre la incertesa geopolítica i el creixement del PIB mundial. En aquest cas, un augment de la incertesa d'una magnitud equivalent a la del 4T 2016 sol anar associada a un descens del creixement del PIB mundial de 0,3 p. p. en aquest trimestre.

Finalment, una altra forma de valorar la intensitat de la relació entre l'índex de risc geopolític i els indicadors d'activitat econòmica és comparar-la amb la que s'observa amb indicadors similars, però d'altres àmbits. En aquest sentit, una bona referència és l'índex de volatilitat financera, l'índex VIX, ja que, en aquest cas, és ben sabut que els augments d'aquest índex solen tenir importants repercussions sobre l'activitat econòmica. Doncs bé, un augment de la mateixa magnitud dels dos índexs sol anar associat a descensos similars del creixement del PIB mundial. En concret, si apliquem a l'índex VIX un *shock* d'una magni-

1. En concret, tornem a l'índex de riscos geopolítics de Iacovello i Caldara sobre l'índex d'incertesa política global de Baker, Bloom i Davis, i l'índex de conflictes que construïm a l'IM01/2018, i utilitzem el valor predit com la nostra variable d'incertesa geopolítica.

Activitat econòmica i incertesa geopolítica

PMI global compost (nivell)

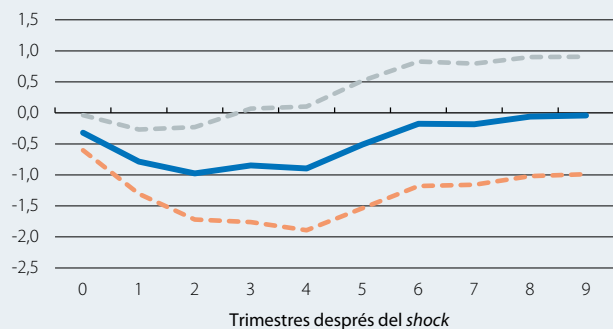


Nota: Dades de freqüència mensual des del juliol del 1998.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit i de Iacovello i Caldara.

Resposta del creixement mundial a un *shock* geopolític

(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa geopolítica, el VIX, i el creixement mundial. Shock d'incertesa observat en el 4T 2016. Les línies discontinues representen un interval de confiança del 95%.

Font: CaixaBank Research.

tud equivalent al succeït en l'índex de risc geopolític en el 4T 2016, el descens del creixement del PIB mundial hauria estat, aproximadament, de 0,4 p. p.²

Els resultats presentats al paràgraf anterior són útils per obtenir una primera aproximació sobre la relació entre geopolítica i economia, però només mesuren les correlacions. En altres paraules, mostren com es mouen conjuntament les variables econòmiques i les geopolítiques, però no distingeixen la causa de l'efecte (augmenta la incertesa geopolítica per raons estrictament geopolítiques o hi ha altres variables que originen aquests canvis?). Per dur a terme una anàlisi més sofisticada, utilitzem una tècnica estadística³ que permet quantificar l'impacte d'un *shock* d'incertesa d'origen extern, causat per motius geopolítics,

2. En concret, estandarditzem la sèrie de l'índex de risc geopolític i del VIX, per poder aplicar un *shock* de magnitud similar en els dos casos.

3. La tècnica és un vector autoregressiu (VAR). Detalls a les notes del segon i del tercer gràfic.

sobre l'economia al llarg del temps. Tal com veiem al segon gràfic, s'estima que un *shock* d'incertesa amb una magnitud com la del 4T 2016 genera una reducció gens menyspreable de gairebé 1 p. p. en el creixement mundial entre mig any i un any després de la seva realització.

Una qüestió rellevant per entendre el canal a través del qual opera la incertesa geopolítica global és si el seu impacte és similar als països avançats i als emergents. Com s'observa al tercer gràfic, els països emergents toleren molt pitjor que els avançats la incertesa geopolítica. En concret, en el moment culminant del *shock* geopolític (tres trimestres després de la seva realització), el creixement del PIB disminueix als emergents 1,45 vegades més que als avançats. A més a més, l'efecte sobre els països emergents és molt més persistent en el temps que als avançats. L'asimetria observada entre el bloc avançat i l'emergent podria ser deguda al fet que els països avançats compten amb un sistema institucional més madur i consolidat que els proveeix d'un matalàs més gruixut per capejar la incertesa de naturalesa geopolítica. En canvi, molts països emergents encara estan immersos en un procés de consolidació del seu entorn institucional, la qual cosa els fa més fràgils i, en conseqüència, més sensibles als vaivens geopolítics. Per tant, els països emergents haurien de fer el possible per evitar tensions que generin incertesa geopolítica.

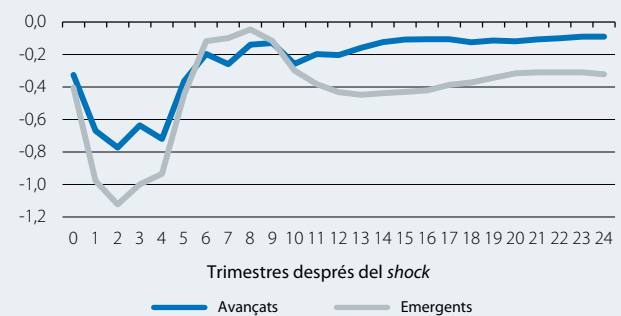
Finalment, analitzem la importància dels factors geopolítics per explicar el creixement mundial al llarg del temps. Per fer-ho estudiem el pes dels factors geopolítics globals,⁴ de les condicions macrofinanceres⁵ i de la volatilitat financera (VIX) per explicar la variació del creixement del PIB a nivell mundial. Dividim la mostra en tres períodes, és a dir, del 2000 al 2007 (anterior cicle expansiu), del 2008 al 2012 (crisi econòmica) i del 2012 al 2017 (recuperació).

Els resultats no deixen lloc a dubtes. Els factors geopolítics han perdut importància en relació amb el cicle expansiu anterior a la crisi econòmica del 2008 i del 2009, però continuen sent importants: entre el 2000 i el 2007, els factors geopolítics representaven el 49% de la variància explicada del creixement mundial; entre el 2008 i el 2012, el pes era, només, del 13% (les condicions macrofinanceres explicaven el 62% i reflectien l'impacte de la crisi financera), i, entre el 2013 i el 2017, el pes era d'un significatiu 30% (la volatilitat i les condicions macrofinanceres explicaven el 41% i el 29%, respectivament).

El gran poder explicatiu dels factors geopolítics entre els anys 2000 i 2007 es podria atribuir al fet que les tensions geopolítiques es van mantenir en cotes baixes (amb l'excepció del període entre el 2001 i el 2003, que coincideix amb els atemptats de l'11-S i la invasió d'Afganistan i

de l'Iraq), de manera que la geopolítica va ser un factor de suport clau del creixement. D'altra banda, després de la crisi, els factors macrofinancers han adquirit més importància: els programes monetaris d'expansió quantitativa han contribuït a un descens molt important de la volatilitat⁶ i les condicions financeres acomodaticies han impulsat el creixement econòmic. No obstant això, sembla que la importància dels factors geopolítics augmenta, una tendència que es podria consolidar a mesura que les condicions financeres deixin de ser tan laxes i si l'auge dels populismes es manté.

Avançats vs. emergents: resposta del creixement a un shock geopolític
(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa geopolítica, el VIX, i el creixement mundial als països que pertanyen a l'OCDE (avançats) i als que no hi pertanyen (emergents). Shock d'incertesa observat en el 4T 2016.
Font: CaixaBank Research.

Factors que expliquen el creixement mundial
Contribució de cada factor (% del total)



Nota: La variància explicada del creixement mundial és del 62% entre el 2000 i el 2007; del 72% entre el 2008 i el 2012, i del 74% entre el 2013 i el 2017.
Font: CaixaBank Research.

4. Inclouem l'índex d'incertesa geopolítica global, l'índex de riscos de l'acovello i Caldara i l'índex de conflictes de CaixaBank Research.
5. Inclouem l'índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago, l'S&P 500 i l'índex MSCI dels mercats emergents.

6. Vegeu el Focus «Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?», a l'IM09/2017.