

El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo

Tras un 2017 realmente excepcional, el crecimiento de la eurozona bajó una marcha en la primera mitad de 2018 y, aunque levantó algunas suspicacias, se achacó a factores temporales (gripes, huelgas, meteorología...). Sin embargo, el ritmo de avance en el 3T ha sido mucho menor y esto ya ha hecho saltar algunas alarmas. ¿Hasta qué punto debemos preocuparnos? En este artículo estudiaremos en detalle esta cuestión: empezaremos analizando el dato del 3T para dirimir qué ha fallado y, a continuación, realizaremos una prospección sobre las perspectivas de la economía europea para los próximos trimestres.

Cuando miramos de forma desglosada la composición del PIB en el 3T, los elementos más preocupantes son el modesto crecimiento del consumo privado (+0,1% intertrimestral) y la caída de las exportaciones (-0,1% intertrimestral). Sin embargo, cuando profundizamos en las causas, vemos que ambos componentes se han visto parcialmente afectados por factores temporales de peso.

En concreto, dos factores temporales han lastrado el consumo de los hogares. En primer lugar, el precio del petróleo escaló más de lo anticipado en el 3T, lo que redujo el poder adquisitivo de los hogares (el consumo real se desaceleró pero el consumo nominal se mantuvo estable, de forma que esta vez las familias no compensaron el repunte de precios con un mayor gasto). Según nuestras estimaciones,¹ la subida del petróleo habría detraído 0,2 p. p. de crecimiento del consumo en el 3T, lo que a su vez reduciría el crecimiento intertrimestral del PIB en 0,1 p. p.

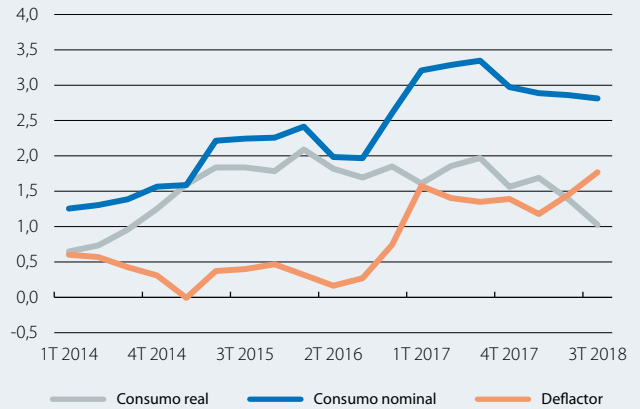
En segundo lugar, el 1 de septiembre entró en vigor en toda la UE un nuevo protocolo para las emisiones contaminantes de los vehículos. La nueva regulación tuvo efectos disruptivos importantes sobre la actividad económica: como se observa en el segundo gráfico, en agosto los concesionarios lograron vender el estocaje de vehículos que no superarían la nueva homologación, pero ello se vio más que compensado por la caída de la producción en septiembre –cuando los fabricantes tuvieron que ralentizar su producción para ajustar los vehículos al nuevo marco normativo–. Estimamos que este segundo factor redujo también en 1 décima el crecimiento del PIB,² ya que la menor producción de coches erosionó el crecimiento económico. Además, la menor producción de vehículos también lastró las exportaciones y estimamos que ello redujo

1. Comparamos el consumo real con los precios del petróleo realizados (68 euros por barril a finales del 3T) frente a un escenario con unos precios del petróleo alrededor de los 60 euros por barril (el promedio de los nueve primeros meses del año).

2. El crecimiento intertrimestral de los nuevos vehículos registrados sorprendió negativamente en 4,5 p. p. y el 4% del gasto de los hogares en la UE es en automóviles, arrojando una caída del consumo de prácticamente 0,2 p. p.

Eurozona: consumo nominal y consumo real

Variación interanual (%)



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

Eurozona: registros de nuevos coches para pasajeros *

Nivel (miles)

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

el crecimiento en 0,2 p. p. adicionales.³ De este modo, los factores temporales detrajeron 0,4 p. p. de crecimiento (véase el tercer gráfico), con lo que, si no hubieran estado presentes, el crecimiento podría haber alcanzado un sólido 0,6% intertrimestral.

Estos resultados son tranquilizadores, pero queremos también analizar las perspectivas económicas de la eurozona para los próximos meses. Por un lado, la moderación del precio del petróleo que estamos viendo en el 3T, la vuelta a la normalidad observada en octubre en la actividad en el sector de la automoción y el dinamismo del

3. El crecimiento de la producción de coches sorprendió negativamente en algo más de 8 p. p. en el 3T. Dado que las exportaciones europeas de coches suponen el 7% del total de las exportaciones, la sorpresa negativa redujo las exportaciones europeas en casi 0,6 p. p.

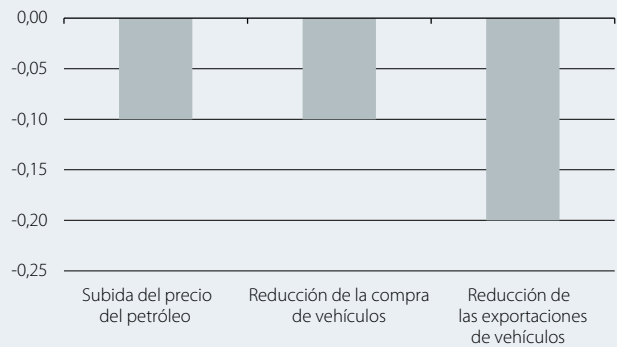
mercado laboral⁴ apuntan a un rebote significativo del consumo en el 4T y a una evolución positiva en 2019. Por el otro, la continuidad de unas condiciones macrofinancieras acomodaticias seguirá impulsando el consumo y la inversión. El elemento que más preocupa es la debilidad del sector exterior (incluso si las exportaciones de automóviles no hubieran caído en el 3T, la contribución de la demanda externa hubiera sido de -0,1 p. p. en términos intertrimestrales), afectado por la incertidumbre, la desaceleración de la economía global y las tensiones comerciales. Esperamos que el sector exterior continúe en horas bajas en los próximos trimestres, pero, gracias a la demanda interna, ello no debería ser óbice para observar ritmos de crecimiento económico razonables para el conjunto de la eurozona.

Tras esta visión cualitativa, terminamos el artículo con un análisis cuantitativo que pone sobre la mesa algunas cifras para dilucidar la magnitud de la evolución razonablemente positiva que esperamos para los próximos meses. Para ello, realizamos un pequeño modelo de predicción del crecimiento del PIB en los próximos trimestres a partir de los registros de los indicadores de sentimiento empresarial (PMI) y de estimaciones de los principales indicadores de actividad (ventas minoristas y producción industrial)⁵ en el 4T.⁶ En este sentido, el ejercicio de predicción arroja un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,4% para los próximos trimestres. Se trata de ritmos de crecimiento remarcables que se emplazan en niveles similares a nuestras previsiones (0,5% en los próximos trimestres).

En definitiva, de nuestras estimaciones se desprende que la coctelera cuenta con ingredientes suficientes como para que la economía europea recupere su dinamismo en los próximos trimestres. Con todo, debemos ser muy cautos con relación al último tramo de 2018 y el inicio de 2019, dado que ha surgido un nuevo factor que está afectando negativamente la economía. Concretamente, las disrupciones en la actividad económica en Francia tras las movilizaciones de los chalecos amarillos han reducido el PMI en diciembre y podrían suponer un nuevo freno al crecimiento de la actividad de la eurozona.

Eurozona: factores temporales y crecimiento intertrimestral en el 3T

(p. p.)

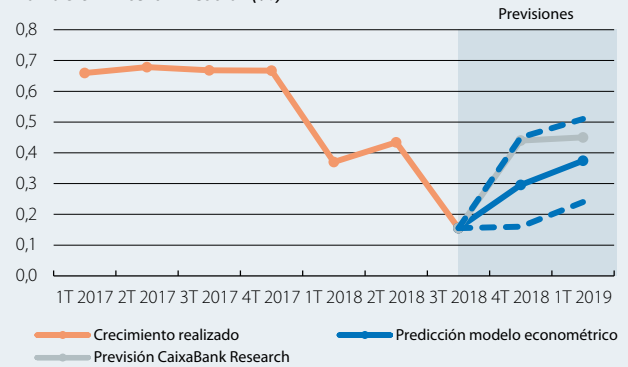


Nota: Impactos estimados siguiendo la metodología desarrollada en las notas 1, 2 y 3 al pie de página.

Fuente: CaixaBank Research.

Eurozona: modelo de predicción del PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: Predicciones a partir de los datos de los PMI y de estimaciones de ventas minoristas y producción industrial para el 4T. Las líneas discontinuas representan los intervalos de confianza al 95%.

Fuente: CaixaBank Research.

4. Según datos del BCE, la remuneración por trabajador creció un 2,5% interanual en el 3T, el ritmo más elevado desde 2008.

5. Regresamos el crecimiento del PIB sobre los indicadores de actividad y sentimiento. La principal especificación es: crecimiento PIB_t = β₀ + β₁ * PMI_t + γ * ventas minoristas_t + α * producción industrial_t + ε_t, con datos trimestrales que empiezan el año 2000.

6. Utilizamos los datos observados de ventas minoristas y producción industrial en octubre y una estimación de los registros en noviembre y diciembre a partir de los PMI observados en el 4T.