

Alemanya: per què la locomotora europea perd gas?

- L'economia alemanya entrarà probablement en recessió aquest trimestre, a causa del *shock* d'incertesa global, que llasta el seu sector exterior, i de la crisi que travessa el sector de l'automoció.
- La desacceleració del PIB dels principals socis comercials d'Alemanya explica el 70% de la disminució de les seves exportacions i un terç de la caiguda de la seva producció industrial.
- Alemanya s'ha vist més perjudicada que els seus veïns europeus per l'alentiment del comerç internacional, ja que és una economia més oberta i més integrada en les cadenes de valor global.

Després de créixer un destacable 2,8% el 2017, Alemanya es va desaccelerar de forma brusca el 2018, i, en els quatre últims trimestres, el creixement interanual ha estat, de mitjana, del 0,8%. En el 2T, de fet, el creixement es va situar en territori negatiu, i tot fa pensar que aquesta tendència s'ha mantingut en el 3T, la qual cosa comportaria l'entrada en recessió tècnica. Tot seguit, s'analitza per què.

El refredament alemany

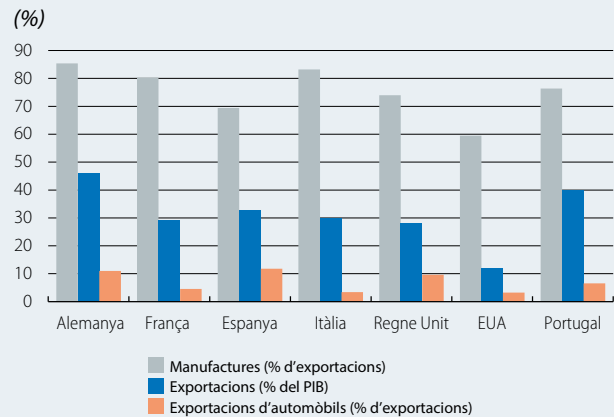
Dos *shocks* adversos, un global i un altre sectorial, han afectat l'economia alemanya:

- **L'augment de la incertesa global** (arran del conflicte comercial entre els EUA i la Xina i de les tensions europees, com el *brexit* o les tibantors entre Itàlia i la Comissió Europea) ha provocat un alentiment del comerç internacional que ha llastat les exportacions alemanyes (desacceleració de 3,0 p. p. en la mitjana dels quatre últims trimestres en relació amb el primer semestre del 2018). A més a més, el deteriorament del sector manufacturer ha estat considerable, en bona part per una elevada dependència exterior (s'exporta el 59% de les manufactures alemanyes, segons les dades de l'OCDE), que el deixa més exposat a canvis en el cicle manufacturer global.
- La sensibilitat dels sectors exterior i industrial d'Alemanya a la demanda global queda ben il·lustrada pel fet que **el creixement de les exportacions i de la producció industrial es va començar a reduir coincidint amb la desacceleració del creixement dels principals socis** i ha seguit una evolució similar (vegeu el segon gràfic). Així, la desacceleració del PIB dels principals socis explica el 70% de l'alentiment exportador i un terç de la caiguda de la producció industrial.

- Quan analitzem les exportacions alemanyes cap als seus principals socis comercials des del començament de l'any (vegeu el tercer gràfic), observem que **les contraccions més destacables** s'han centrat en dues economies especialment afectades per l'elevada incertesa: el **Regne Unit i Itàlia**.¹ En el cas del Regne Unit, la acumulació d'existències en el 1T per afrontar un possible *brexit* sense

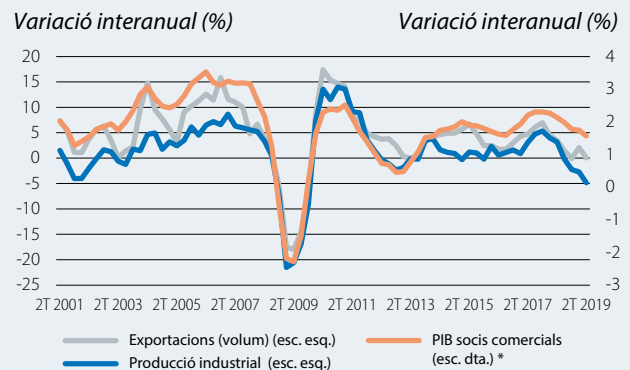
1. En el cas d'Espanya, la frenada del sector de l'automòbil, afectat pels canvis reguladors, és la principal causa: el 20% de les exportacions alemanyes a Espanya són d'automòbils (i de components de l'automoció), i aquestes exportacions han caigut el 9,3% interanual des del gener al juny.

Importància de les manufactures i de l'automòbil al sector exterior



Nota: Dades del 2018. Les exportacions són de béns (excloem els serveis).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i del «World Factbook».

Alemanya: exportacions i PIB dels seus socis comercials



Nota: * Mitjana ponderada del creixement del PIB dels principals socis comercials d'Alemanya.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, d'Oxford Economics i de l'Oficina Estadística Federal d'Alemanya.

acord explica la caiguda interanual del 20% de les exportacions alemanyes de l'abril i del maig.

- **Al mateix temps, un altre *shock* ha afectat el sector de l'automòbil, que representa el 5% del PIB** alemany i que és el sector manufacturer més interconnectat amb la resta de sectors. En concret, els ajustos de producció per adaptar-se a les noves regulacions d'emissions d'automòbils, que van entrar en vigor a la UE al setembre del 2018, i una disminució de la demanda global d'automòbils (en bona part, per una actitud de *wait and see* dels consumidors,

per la incertesa reguladora i per l'expectativa d'un abaratiment dels cotxes híbrids i elèctrics gràcies als avanços tecnològics) han provocat una caiguda significativa tant de la producció de vehicles com de les exportacions de cotxes alemanys, que representen l'11% de les exportacions totals d'Alemanya, molt per damunt de la majoria d'economies de la zona de l'euro.

- **El consum i la inversió, per la seva banda, es desacceleren en els últims trimestres, tot i que a un ritme molt més suau que el sector exterior** (per exemple, el consum privat va créixer el 0,3% intertrimestral en els dos primers trimestres del 2019, en relació amb el 0,4% del 2017-2018; la inversió va créixer el 0,4% en el primer semestre del 2019, en relació amb l'1,0% del 2017-2018). Així, tot i que la demanda interna es continua mostrant resilient, gràcies al dinamisme del mercat laboral i a unes condicions financeres acomodaticies, si aquests shocks persisteixen més de l'esperat, podríem començar a veure una desacceleració més intensa d'aquests components.

Per què Alemanya?

- **Alemanya és una economia molt més oberta que la resta de les principals economies europees i més integrada en les cadenes de valor globals.** Per tant, la incertesa global la penalitza més. L'evidència històrica mostra que el grau de sensibilitat de les exportacions a un shock d'incertesa global d'una magnitud com la del que s'ha desencadenat en els últims mesos és clarament superior a Alemanya que en altres economies, com França, Espanya o Portugal. Els resultats mostren que **l'impacte negatiu és més gran sobre les exportacions alemanyes** i només és significatiu en el seu cas (vegeu el quart gràfic).

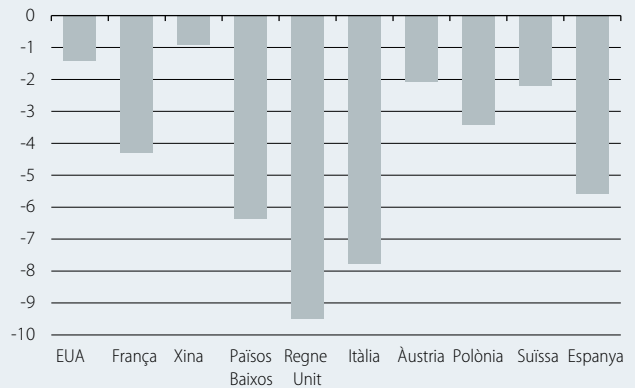
- **El sector manufacturer alemany està més orientat a l'exterior que la resta d'economies de la zona de l'euro,** de manera que es veu més afectat per la desacceleració de les exportacions. L'evidència històrica mostra que, a Alemanya, una desacceleració de les exportacions es transmet amb més força a l'activitat manufacturera (vegeu el cinquè gràfic).

- Un altre factor, una mica més subtil, és que **Alemanya es troba en una fase més madura del cicle expansiu,** de manera que, possiblement, el seu creixement s'havia de suavitzar de tota manera. Alguns indicadors de mercat laboral donen suport a aquesta visió: per exemple, **la ràtio de vacants²** que mostra el grau de tensionament del mercat laboral, és molt superior a Alemanya (el 3,3%)

2. La ràtio de vacants mesura la fracció del nombre total de llocs de treball en l'economia que estan vacants (o sigui, que han estat creats recentment o que continuen sense cobrir-se, de manera que l'ocupador fa una recerca activa per cobrir-los de forma immediata o en un període de temps determinat). Una ràtio més elevada indica que les empreses tenen més dificultats per cobrir les vacants, la qual cosa suggereix un major tensionament del mercat laboral (per exemple, si el mercat laboral està en plena ocupació o hi ha desajustaments estructurals per connectar demanda i oferta).

Alemanya: exportacions cap als 10 primers socis comercials

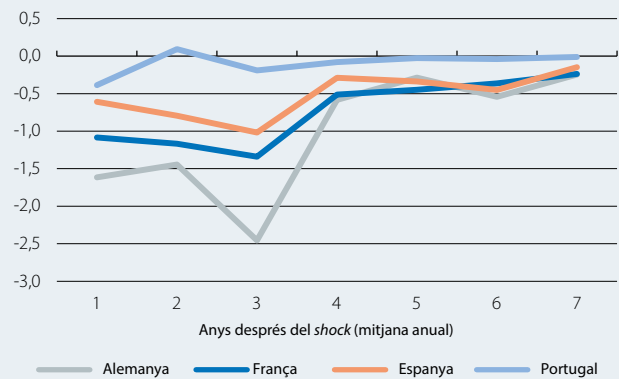
Variació interanual (gener-maig 2019, %)



Font: CaixaBank Research, a partir de la Direcció d'Estadístiques de Comerç (DOTS) de l'FMI.

Resposta del creixement de les exportacions a un shock d'incertesa global

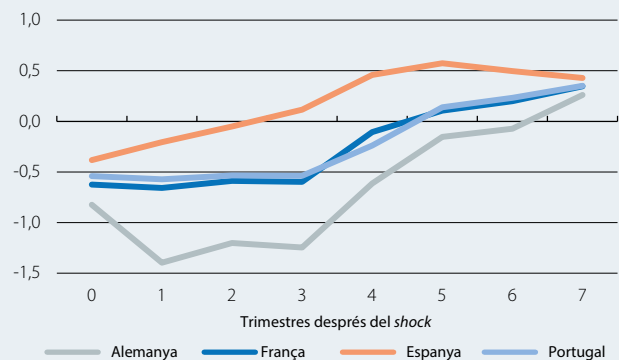
(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa global de Baker, Bloom i Davis, el deflactor mundial del PIB per als béns exportats i el creixement interanual de les exportacions del país. Simulem un shock exogen que incrementa la incertesa global en 100 punts (l'increment vist entre el 3T 2018 i el 2T 2019 en relació amb els dos primers trimestres del 2018). És significatiu al 95% per a Alemanya en els primers trimestres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les estadístiques oficials dels països.

Resposta del creixement de la producció industrial a un shock advers sobre les exportacions

(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou dades trimestrals del creixement de les exportacions, del PMI manufacturer, del creixement de la producció industrial i del PMI de serveis (per a Portugal, no incloem els PMI, ja que no existeixen). Shock sobre el creixement de les exportacions de mitja desviació estàndard (equivalent a una desacceleració de 3,0 p. p., que és el que s'ha observat a Alemanya). L'impacte és significatiu al 95% per a tots els països en els primers trimestres.
Font: CaixaBank Research.

que en països com França (l'1,3%), Itàlia (l'1,2%), Espanya (el 0,9%) o Portugal (l'1,0%). Un altre indicati de la maduresa del cicle és el creixement salarial, que és més intens a Alemanya (del 3,2% en el 2T 2019, en relació amb el 2,7% del conjunt de la zona de l'euro).

Perspectives: i, d'ara endavant, què?

- No sembla que la incertesa sobre els conflictes geopolítics hagi de desaparèixer a curt termini, de manera que tot fa pensar que **l'economia alemanya continuarà mostrant feblesa fins al final d'enguany**. Un element que cal tenir en compte és que, segons les nostres previsions, **el creixement dels socis comercials d'Alemanya s'estabilitzarà**, la qual cosa pot generar un modest repunt de les exportacions en els propers trimestres.
- La relativa resiliència de la demanda interna i la fortaleixa d'un mercat laboral en plena ocupació (la taxa d'atur, del 3,0%, està en mínims històrics) suggereixen que, si la incertesa es mitiga, Alemanya recuperarà el pols a partir del 2020.
- La clau serà la persistència dels factors que afecten els sectors exterior i manufacturer: si es prolonguen més de l'esperat, els factors de suport es podrien erosionar. En aquest sentit, no han de caure en sac foradat **alguns senyals que ja emet el mercat laboral**: segons l'Institut Econòmic de Recerca de Munic (IFO), el 8,5% de les empreses manufactureres han retallat l'horari laboral dels treballadors en els últims mesos i l'índex que mesura les intencions de les empreses per a noves contractacions se situa en el nivell més baix des del 2013.

Alemanya: mercat laboral



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

- Si fos necessari, Alemanya té marge fiscal per a un estímul important (segons el ministre de Finances, podria arribar a 50.000 milions d'euros, l'1,4% del PIB). Amb un saldo fiscal que podria tancar el 2019 amb un superàvit proper a l'1,0% del PIB, Alemanya es pot permetre impulsar inversions que donin suport no solament al creixement a curt termini, sinó també a la competitivitat de l'economia a mitjà i llarg termini (per exemple, mitjançant les millores d'infraestructures clau i donant suport a la transició energètica del sector industrial i de l'automobilístic en particular).

Javier Garcia-Arenas