

Incertidumbre geopolítica y crecimiento económico: el impacto indirecto del conflicto de Ucrania en España

El conflicto entre Rusia y Ucrania está afectando a nuestra economía de múltiples maneras. Una de ellas, que ya abordamos en otro artículo, es el impacto del aumento del precio de la energía.¹ Otro canal que también merece la pena examinar es el incremento de la incertidumbre, pues cuando esta aumenta, los hogares y las empresas suelen posponer decisiones de consumo e inversión, lo que acaba afectando a la marcha de la actividad económica. En este artículo intentamos arrojar algo de luz sobre esta cuestión.

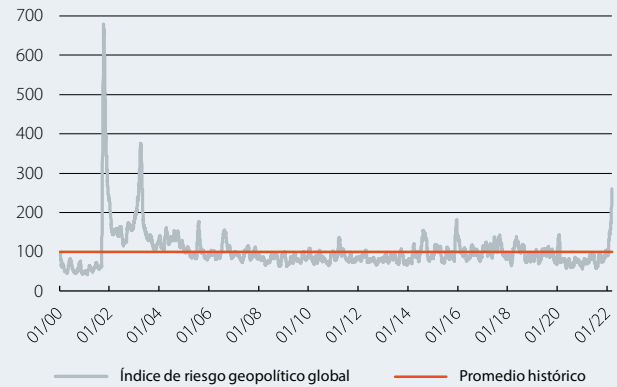
El nivel de incertidumbre es algo muy difícil de medir. De todas formas, en los últimos años se han desarrollado varios índices que nos permiten tener una idea de cómo esta evoluciona prácticamente en tiempo real. Así, según el índice de riesgo geopolítico desarrollado por Iacovello y Caldara, el aumento de la incertidumbre que se ha producido desde el estallido del conflicto ha sido sustancial, tal y como se recoge en el primer gráfico.² Tanto es así que el índice, disponible en frecuencia diaria, revela que, desde el inicio de la invasión rusa, el riesgo geopolítico ha aumentado hasta cotas no vistas desde el estallido de la guerra de Irak en marzo de 2003, aunque se sitúa un 30% por debajo de entonces.

Otro índice que también captura bien la evolución del grado de incertidumbre es el índice de incertidumbre política en Europa (EPU) elaborado por Baker, Bloom y Davis.³ Como se puede observar en el segundo gráfico, el EPU presenta una estrecha relación con los datos de actividad españoles: cuanto más elevado es el índice de incertidumbre, menor suele ser el crecimiento del PIB. Por ejemplo, un aumento del índice de incertidumbre como el que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 fue acompañado de una reducción del crecimiento interanual en el trimestre en cuestión de 1,6 puntos.

Los índices comentados nos ayudan a obtener una idea del nivel de incertidumbre en el que nos encontramos y de su relación con la actividad económica. Pero, cuando aumenta la incertidumbre, normalmente, además, se producen otros fenómenos que afectan también a la actividad eco-

Global: riesgo geopolítico

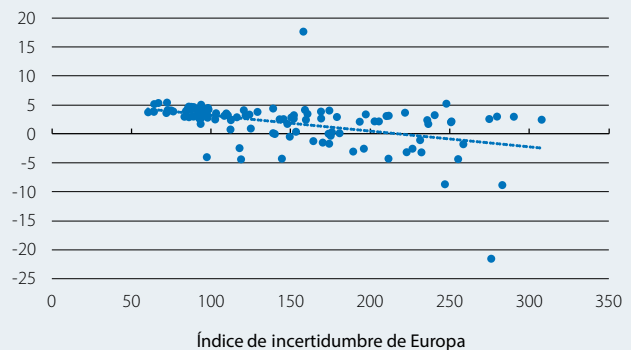
Índice



Notas: Media móvil de 1 mes. Datos hasta el 18 de marzo de 2022. El índice de riesgo geopolítico (GPR) se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos. Un valor más elevado del índice señala un mayor aumento del riesgo geopolítico.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, abril, 112(4), pp.1.194-1.225 (datos descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 18 de marzo de 2022).

España: actividad económica e incertidumbre política en Europa

Crecimiento del PIB (% variación interanual)



Notas: Datos de frecuencia trimestral desde el 1T 1996 hasta el 4T 2021. Índice de incertidumbre de Europa de Baker, Bloom y Davis.
Fuente: CaixaBank Research.

nómica. ¿Hasta qué punto el aumento de la incertidumbre puede reducir el crecimiento de la caída de la actividad económica? En aras de identificar mejor el impacto directo de la incertidumbre, utilizamos una técnica estadística⁴ que permite cuantificar el impacto de un *shock* de incertidumbre de origen externo sobre la economía española a lo largo del tiempo. En este caso, las estimaciones apuntan a que un *shock* de incertidumbre como el observado hasta la fecha a causa de la guerra en Ucrania podría generar una desaceleración del crecimiento interanual del PIB en el 2T 2022 de 0,6 p. p.

4. La técnica es un vector autorregresivo (VAR). Detalles en las notas del tercer gráfico.

1. Véase el Focus «El impacto de un aumento del precio del petróleo y del gas en España: posibles escenarios» en el IM03/2022.
 2. Véase <https://www.policyuncertainty.com/gpr.html>.
 3. Este índice refleja la incertidumbre en Europa medida en la frecuencia relativa de noticias y artículos de periódicos que contienen términos relacionados con la economía, la incertidumbre, la política y las políticas públicas. Regresamos el aumento del EPU sobre el aumento del riesgo geopolítico para ver qué parte se filtra a incertidumbre en Europa. Históricamente un aumento de 100 en índice de riesgo geopolítico se traslada a un aumento de 25 en el EPU. Usando esta relación, trasladamos al EPU el repunte del índice geopolítico tras el estallido de la guerra en Ucrania.

Por tanto, el aumento de la incertidumbre que se está produciendo podría tener un impacto notable sobre la actividad económica. Que acabe siendo así dependerá, sobre todo, de la evolución del conflicto, algo que es muy difícil de prever, pero también de la velocidad y la eficacia de las medidas de política económica que se pongan en marcha.

Por un lado, el BCE ya ha dejado claro que irá adaptando su actuación en función de las circunstancias y que, por tanto, está listo para ajustar los distintos instrumentos que tiene a su alcance si es necesario. Desde la política fiscal es importante que se actúe con rapidez y eficacia, ayudando a los colectivos y a los sectores más afectados por la crisis y creando un marco de confianza para el conjunto de la economía.

¿Qué canales hemos tenido en cuenta para estimar este impacto por la incertidumbre?

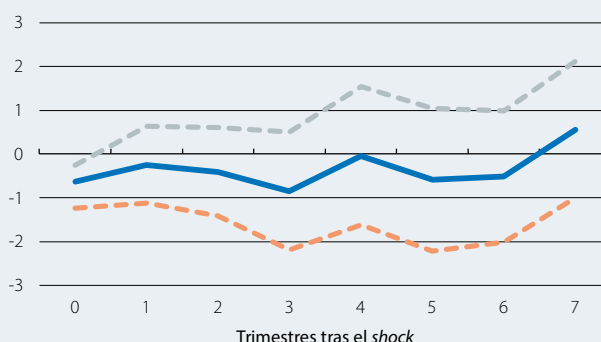
Nuestro modelo captura una erosión del crecimiento económico a causa del impacto del *shock* de incertidumbre en los consumidores, las empresas y los mercados financieros. En el ejercicio suponemos que las variables financieras se ven afectadas en primer lugar por el *shock* y que luego este también se transmite a las variables macroeconómicas de la economía real. Por un lado, analizando un *shock* de incertidumbre coherente con el aumento del índice de riesgo geopolítico observado tras el inicio de la ofensiva rusa, la prima de riesgo tiende a aumentar a corto plazo y, al mismo tiempo, se erosiona la confianza del consumidor. En este contexto, el crecimiento de la inversión se retrae (aproximadamente 1,2 p. p. en términos interanuales), ya que algunas empresas posponen sus planes de inversión hasta tener mayor visibilidad.

El impacto de este *shock* de incertidumbre sobre el crecimiento promedio de 2022 en España podría suponer una reducción de 0,2 p. p.⁵ Ahora bien, ello supone que el conflicto se encauza en los próximos meses y que en la segunda mitad del año no se mantiene el mismo grado de incertidumbre. La cronificación del conflicto supondría un mayor peaje en términos de crecimiento.

Javier Garcia-Arenas y Oriol Carreras Baquer

5. Este impacto es parecido al que obtenemos mediante el modelo semiestructural de CaixaBank Research para la economía española (véase «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para España», Documento de Trabajo 01/21). Según el modelo, la reducción del crecimiento del PIB por el efecto incertidumbre sería de unos 0,3 p. p. cuando consideramos un escenario en el que el conflicto se encauza en unos pocos meses.

España: respuesta del crecimiento interanual del PIB a un shock de incertidumbre a nivel europeo (p. p.)



Notas: Se estima un vector autorregresivo de cuarto orden que incluye los datos trimestrales del índice de incertidumbre política en Europa, la prima de riesgo, el tipo de cambio, el tipo soberano a 10 años, el precio del petróleo, la inflación, la confianza al consumidor, el crecimiento de la inversión y el crecimiento del PIB. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%. Es un shock que se desvanece de forma rápida. Shock de incertidumbre de magnitud consistente con el repunte de riesgo geopolítico observado entre finales de febrero y mediados de marzo de 2022.

Fuente: CaixaBank Research.