

El creixement de la zona de l'euro: entre poc i massa

Després d'un 2017 realment excepcional, el creixement de la zona de l'euro va reduir una marxa en la primera meitat del 2018. Tot i que va generar algunes suspicàcies, aquesta reducció va ser atribuïda a factors temporals (grips, vagues, meteorologia...). No obstant això, en el 3T, el ritme d'avanç ha estat molt menor, i això ja ha fet saltar algunes alarmes. Fins a quin punt ens hem de preocupar? En aquest article, estudiarem detalladament aquesta qüestió: començarem analitzant la dada del 3T per esbrinar què ha fallat i, tot seguit, realitzarem una prospecció sobre les perspectives de l'economia europea per als pròxims trimestres.

Quan observem de forma desglossada la composició del PIB en el 3T, els elements més preocupants són el creixement modest del consum privat (el +0,1% intertrimestral) i la caiguda de les exportacions (el -0,1% intertrimestral). No obstant això, quan aprofundim en les causes, veiem que els dos components han estat parcialment afectats per factors temporals de pes.

En concret, dos factors temporals han llastat el consum de les llars. En primer lloc, el preu del petroli va escalar més del que s'havia anticipat en el 3T, la qual cosa va reduir el poder adquisitiu de les llars (el consum real es va desaccelerar, però el consum nominal es va mantenir estable, de manera que, aquesta vegada, les famílies no van compensar el repunt de preus amb una despesa més elevada). Segons les nostres estimacions,¹ la pujada del petroli hauria restat 0,2 p. p. al creixement del consum en el 3T, la qual cosa, al seu torn, hauria reduït el creixement intertrimestral del PIB en 0,1 p. p.

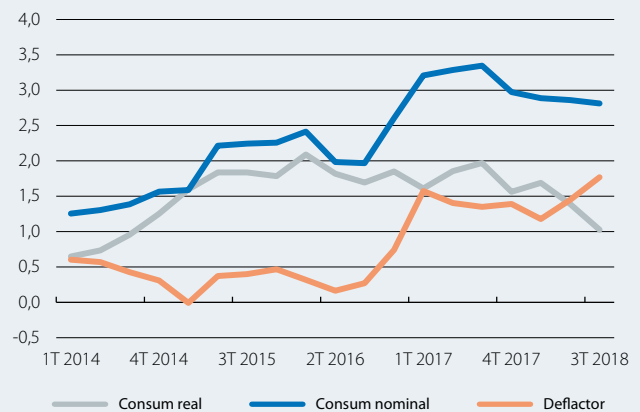
En segon lloc, l'1 de setembre, va entrar en vigor a tota la UE un nou protocol per a les emissions contaminants dels vehicles. La nova regulació va tenir efectes disruptius importants sobre l'activitat econòmica: com s'observa al segon gràfic, a l'agost, els concessionaris van aconseguir vendre l'*stock* de vehicles que no superarien la nova homologació, però això va ser compensat amb escreix per la caiguda de la producció al setembre, quan els fabricants van haver d'alentir la producció per ajustar els vehicles al nou marc normatiu. Estimem que aquest segon factor va reduir també en una 1 dècima el creixement del PIB,² ja que la menor producció de cotxes va erosionar el creixement econòmic. A més a més, la menor producció de vehicles també va llastar les exportacions, i estimem que això

1. Comparem el consum real amb els preus del petroli realitzats (68 euros per barril al final del 3T) amb un escenari amb uns preus del petroli al voltant dels 60 euros per barril (la mitjana dels nou primers mesos de l'any).

2. El creixement intertrimestral dels nous vehicles registrats va sorprendre negativament en 4,5 p. p., i el 4% de la despesa de les llars a la UE és en automòbils, de manera que s'obté una caiguda del consum de gairebé 0,2 p. p.

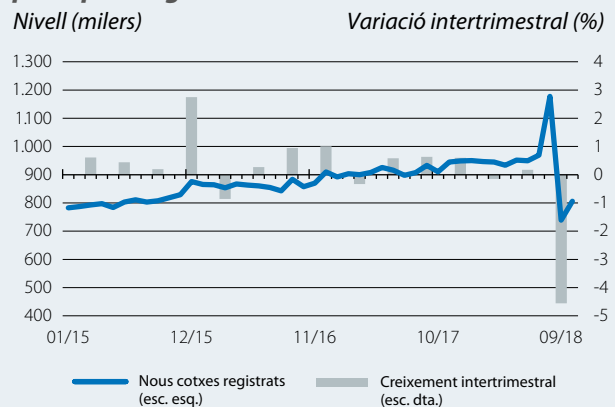
Zona de l'euro: consum nominal i consum real

Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: registres de nous cotxes per a passatgers *



Nota: * Dades desestacionalitzades.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

va reduir el creixement en 0,2 p. p. addicionals.³ D'aquesta manera, els factors temporals van restar 0,4 p. p. al creixement (vegeu el tercer gràfic). Per tant, si no haguessin estat presents, el creixement podria haver assolit un sòlid 0,6% intertrimestral.

Aquests resultats són tranquil·litzadors, però també volem analitzar les perspectives econòmiques de la zona de l'euro de cara als pròxims mesos. D'una banda, la moderació del preu del petroli que veiem en el 3T, el retorn a la normalitat observada a l'octubre en l'activitat al sector de l'automoció i el dinamisme del mercat labo-

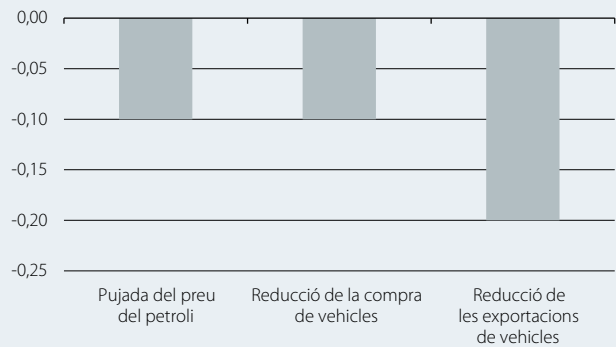
3. El creixement de la producció de cotxes va sorprendre negativament en una mica més de 8 p. p. en el 3T. Atès que les exportacions europees de cotxes representen el 7% del total de les exportacions, la sorpresa negativa va reduir les exportacions europees en gairebé 0,6 p. p.

ral⁴ apunten a un rebot significatiu del consum en el 4T i a una evolució positiva el 2019. De l'altra, la continuïtat d'unes condicions macrofinanceres acomodaticies continuarà impulsant el consum i la inversió. L'element que preocupa més és la feblesa del sector exterior (fins i tot, si les exportacions d'automòbils no haguessin caigut en el 3T, la contribució de la demanda externa hauria estat de -0,1 p. p. en termes intertrimestrals), afectat per la incertesa, per la desacceleració de l'economia global i per les tensions comercials. Creiem que el sector exterior continuarà en hores baixes en els pròxims trimestres, però, gràcies a la demanda interna, això no hauria de ser un obstacle per observar ritmes de creixement econòmic raonables per al conjunt de la zona de l'euro.

Després d'aquesta visió qualitativa, acabem l'article amb una anàlisi quantitativa que posa sobre la taula algunes xifres per dilucidar la magnitud de l'evolució raonablement positiva que esperem per als pròxims mesos. Per dur-la a terme, realitzem un petit model de predicció del creixement del PIB en els pròxims trimestres a partir dels registres dels indicadors de sentiment empresarial (PMI) i de les estimacions dels principals indicadors d'activitat (vendes al detall i producció industrial)⁵ en el 4T.⁶ En aquest sentit, l'exercici de predicció presenta un creixement intertrimestral del PIB del 0,4% per als pròxims trimestres. Es tracta de ritmes de creixement remarcables i que se situen en nivells similars als establerts en les nostres previsions (el 0,5% en els pròxims trimestres).

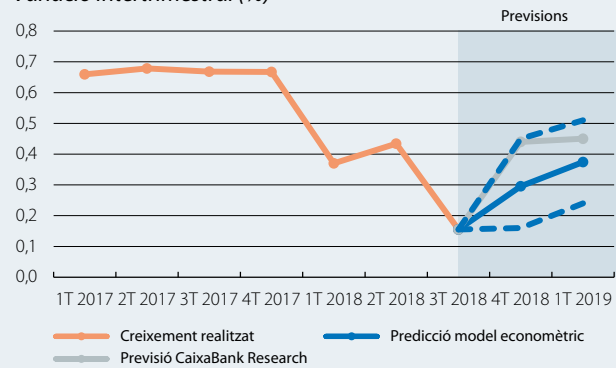
En definitiva, de les nostres estimacions es desprèn que la cotelera compta amb prou ingredients perquè l'economia europea recuperi el dinamisme en els pròxims trimestres. Així i tot, pel que fa a l'últim tram del 2018 i a l'inici del 2019, hem de ser molt cauts, ja que ha sorgit un nou factor que afecta negativament l'economia. En concret, les disrupcions en l'activitat econòmica a França després de les mobilitzacions dels armilles grogues han reduït el PMI al desembre i podrien frenar el creixement de l'activitat de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: factors temporals i creixement intertrimestral en el 3T
(p. p.)



Nota: Impactes estimats seguint la metodologia desenvolupada a les notes 1, 2 i 3 a peu de pàgina.
Font: CaixaBank Research.

Zona de l'euro: model de predicció del PIB
Variació intertrimestral (%)



Nota: Prediccions a partir de les dades dels PMI i de les estimacions de vendes al detall i de producció industrial per al 4T. Les línies discontinues representen els intervals de confiança al 95%.
Font: CaixaBank Research.

4. Segons les dades del BCE, la remuneració per treballador va créixer el 2,5% interanual en el 3T, el ritme més elevat des del 2008.

5. Regressem el creixement del PIB sobre els indicadors d'activitat i de sentiment. La principal especificació és: $\text{creixement PIB}_t = \beta_0 + \beta_1 * \text{PMI}_t + \gamma * \text{vendes al detall}_t + a * \text{producció industrial}_t + \epsilon_t$, amb dades trimestrals que comencen l'any 2000.

6. Utilitzem les dades observades de vendes al detall i de producció industrial de l'octubre i una estimació dels registres del novembre i del desembre a partir dels PMI observats en el 4T.