

La actividad económica en el área del euro registró una notable desaceleración en el primer trimestre de 2018, tras mostrar un elevado dinamismo a lo largo de 2017. Como se aprecia en el gráfico 1, las previsiones del ejercicio de marzo del BCE proyectaban un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7 %, muy por encima del 0,4 % finalmente observado. Este debilitamiento inesperado de la actividad ya fue anticipado por los sucesivos indicadores publicados antes de darse a conocer el dato de Contabilidad Nacional<sup>1</sup>, según refleja el índice de sorpresas económicas elaborado por Citigroup (véase gráfico 2)<sup>2</sup>. Además, las sorpresas tuvieron un carácter generalizado por países.

La información disponible apunta a la incidencia tanto de factores de naturaleza transitoria como de otros de carácter más persistente a la hora de explicar la desaceleración del producto. Por lo que respecta a los elementos transitorios, se han venido señalando cuatro circunstancias que podrían haber afectado al desarrollo de la actividad durante el primer trimestre. En primer lugar, la existencia de condiciones climatológicas más adversas de lo habitual podría haber frenado la producción y la demanda<sup>3</sup>. Sin embargo, cabe destacar que el valor añadido en la construcción, uno de los sectores donde se suelen percibir con mayor intensidad los efectos del mal tiempo, mantuvo un comportamiento expansivo en el primer trimestre del año, con una tasa de avance intertrimestral del 0,7 % en el conjunto del área. En segundo lugar, en el caso concreto de la economía germana, este invierno tuvo lugar una

- 1 La estimación preliminar del PIB del primer trimestre para el área del euro se publicó el 2 de mayo de 2018.
- 2 El índice de sorpresas económicas del Citigroup del gráfico 2 se construye a partir de las diferencias entre el dato publicado para cada indicador y la previsión de consenso de Bloomberg para este.

- 3 En particular, en los meses de febrero y marzo se registraron temperaturas inusualmente bajas.

Gráfico 1  
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2008

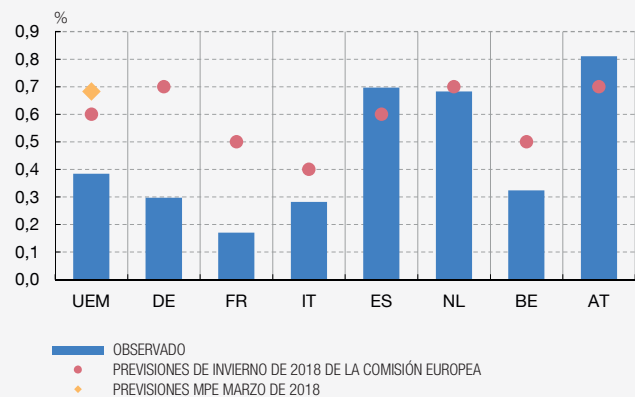


Gráfico 2  
ÍNDICE DE SORPRESAS DEL CITIGROUP PARA LA UEM Y EEUU



Gráfico 3  
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES  
2017

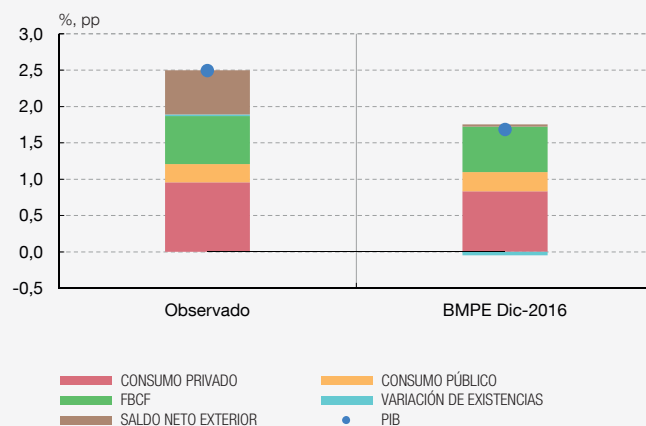
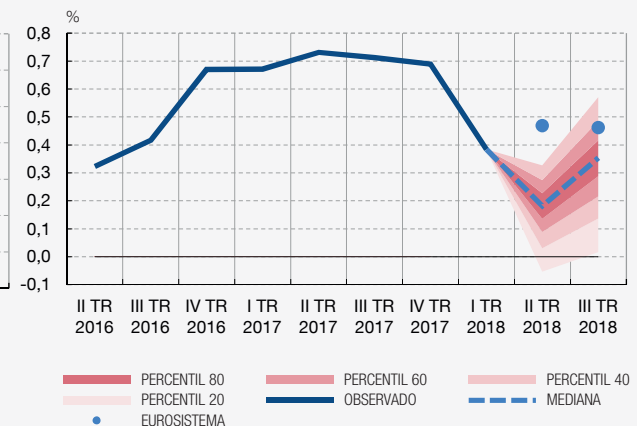


Gráfico 4  
PREVISIÓN CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB  
EURO-STING. 22 de junio de 2018



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo, Banco de España y Citigroup.

epidemia de gripe más intensa y duradera de lo habitual, lo que habría aumentado el absentismo laboral durante los meses de febrero y marzo de 2018. Además, a todo ello cabría añadir la incidencia de varias jornadas de huelga en algunos sectores relevantes<sup>4</sup>. Por último, el retroceso del consumo público en el primer trimestre en Alemania podría explicarse por un retraso en las compras de bienes y servicios causado por la tardía formación del nuevo Gobierno. El impacto negativo de este conjunto de factores sobre la actividad económica resulta difícil de cuantificar. En cualquier caso, al tratarse todos ellos de fenómenos asociados a países y sectores específicos, no parece que puedan justificar por sí solos la intensidad y el carácter generalizado de la desaceleración observada.

Ello lleva a pensar en la probable presencia de factores de carácter más persistente y comunes a toda el área a la hora de explicar la reciente pérdida de dinamismo. En este sentido, un rasgo destacable es la intensa ralentización en términos intertrimestrales (y, en algunos casos, incluso descensos) que mostraron las exportaciones en la mayoría de los países de la UEM durante el primer trimestre de 2018. Este comportamiento podría reflejar una reversión del ritmo de avance de esta variable hacia cotas más acordes con el momento cíclico de la economía mundial, después de haber registrado crecimientos excepcionalmente altos a lo largo del año pasado, y especialmente en su segunda mitad, cuando explicó la totalidad de la sorpresa positiva que se registró en la actividad económica en el conjunto del año (véase gráfico 3). Tampoco se puede descartar que los efectos desfasados de la apreciación del tipo de cambio observada a lo largo del pasado año y la desaceleración que, como sugieren algunos indicadores, podría estar experimentando el comercio mundial al inicio de 2018 estuvieran

teniendo un impacto negativo sobre las exportaciones. Además, la información más reciente que proporcionan los indicadores adelantados relacionados con las ventas al exterior (como la cartera de pedidos o las expectativas de exportación) sugiere que la moderación de esta variable se habría prolongado en el segundo trimestre del año.

En todo caso, más allá del origen de la pérdida de intensidad de la actividad desde el punto de vista de los componentes de demanda, la información disponible para el segundo trimestre de este año anticipa, en general, un crecimiento del PIB inferior al observado a lo largo de 2017 y sugiere la existencia de riesgos a la baja en relación con la tasa del 0,5 % prevista en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio. De hecho, el modelo EURO-STING del Banco de España<sup>5</sup>, que permite estimar en tiempo real el crecimiento a corto plazo del área a partir de la información que aporta un conjunto amplio de indicadores, apunta a que la tasa de avance del PIB en el segundo trimestre de 2018 podría situarse en niveles similares a los del primero (véase gráfico 4).

Con todo, los fundamentos económicos del área del euro continúan siendo robustos, lo que permite anticipar la continuación a medio plazo de la actual fase expansiva, a tasas todavía superiores al crecimiento potencial de la economía, si bien más moderadas que las observadas durante 2017. En este sentido, el avance de la actividad seguirá impulsado por una política monetaria que continúa siendo muy acomodaticia, por unas condiciones financieras favorables, que sustentan el incremento del crédito al sector privado, y por un mercado laboral en expansión, que seguirá apuntalando la confianza de hogares y empresas a la hora de tomar sus decisiones de consumo e inversión.

4 En concreto, se registraron conflictos laborales en Alemania (en el sector metalúrgico, en el mes de enero) y en Francia (en el sector del transporte, en marzo).

5 Véase M. Camacho y G. Pérez-Quirós (2008), *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.