

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Eurozona: situación estabilizada en el cuarto trimestre

Unidad de Europa

El deterioro observado desde el verano en la zona euro parece haberse frenado, con cierta tendencia a una estabilización del crecimiento trimestral esperado de dos décimas para el conjunto de la eurozona, en línea con nuestro escenario previo. Los indicadores de confianza han dejado de caer y dan señales de darse la vuelta (aunque están en niveles consistentes con crecimiento muy bajo), mientras que los indicadores de actividad siguen débiles, pero en general no están en valores negativos, y las exportaciones han dado signos importantes de recuperación en los últimos dos meses. Por países, Alemania y Francia están algo mejor que Italia (que no parece salir de la recesión), mientras que los periféricos se aceleran según los indicadores de Markit (y que en el caso de la economía española se refleja en varios indicadores). Los fundamentales evolucionan con señales mixtas, ya que la caída del precio del petróleo podría reforzar la recuperación el año que viene, pero se intensifican algunos riesgos (Rusia, desde el punto de vista externo, y Grecia dentro de la eurozona). La política fiscal será prácticamente neutra en 2015 para el conjunto de la zona, aunque el Plan Juncker podría suponer un estímulo adicional no desdeñable en los tres próximos años si se gestiona adecuadamente. En cuanto a la política monetaria, la probabilidad de una expansión cuantitativa parece crecer (ver [Observatorio BCE](#)).

Eurozona: El crecimiento en 4T14 seguirá siendo muy moderado

- **Los indicadores de confianza señalan la debilidad de la actividad en la eurozona...**

En lo que va de cuarto trimestre, los indicadores de confianza confirman la fase de debilidad de la economía de la zona euro: el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI) ha registrado una pequeña mejora y el índice PMI de Markit se mantiene en terreno ligeramente expansivo, consistente con un crecimiento moderado de la actividad en 4T14 (Gráficos 3 Y 4). Ambas encuestas señalan la fragilidad, sobre todo, de la industria, lastrada en buena medida por la incertidumbre del sector exportador. Los componentes adelantados de estos indicadores sugieren que la fragilidad continuará en los próximos meses, puesto que los nuevos pedidos del sector manufacturero (internos y, sobre todo, externos), las expectativas de negocio y los trabajos pendientes de realización se han moderado. En resumen, los datos de confianza adelantarían un crecimiento trimestral mínimo del PIB, a tasas similares a las de 3T14 (Gráfico 2).

- **... y los de actividad apuntan a un crecimiento moderado en 4T14**

Los indicadores de actividad disponibles confirman las señales de los datos de confianza para 4T14: las exportaciones de octubre han disminuido un 0,3% m/m, sin revertir el efecto del fuerte rebote de septiembre (+4,2% m/m), y se encuentran un 2% por encima de la media de 3T14 (cuando crecieron un 0,8% t/t), y los pedidos del exterior mejoran, adelantando que la debilidad de las exportaciones podría haber terminado en 4T14 (Gráfico 8). Por otro lado, a principios del último trimestre del año la producción industrial registra sólo un pequeño aumento y se sitúa un 0,1% por encima del promedio de 3T14, mientras que las ventas minoristas disminuyen ligeramente respecto al trimestre pasado, en línea con la moderación de la confianza de los consumidores (Gráfico 6) y pese a la estabilización del mercado de trabajo y de una inflación todavía baja.

- **El modelo MICA-BBVA, con información todavía muy limitada, estima un crecimiento del 0,2% en 4T14**

Con la información disponible hasta el momento (datos reales sólo de octubre), nuestro modelo de corto plazo estima un crecimiento trimestral del PIB de un 0,2% t/t en 4T14 (Gráfico 2), en línea con nuestro escenario base y con la previsión de crecimiento del 0,8% para el conjunto de 2014.

- **La inflación se modera al 0,3% a/a, y la subyacente estabiliza en el 0,7% a/a**

La inflación en noviembre se desaceleró en una décima hasta el 0,3% a/a debido a la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos, mientras que la subyacente se ha estabilizado en el 0,7% a/a (Gráficos 11 y 12). Esperamos que la inflación registre una caída adicional en diciembre, con claros sesgos a la baja, ya que los acuerdos de la OPEP apuntan a un precio del petróleo muy por debajo de nuestro escenario (86 \$/barril en media en 4T). Hacia adelante, prevemos un aumento muy lento y gradual a partir del segundo trimestre de 2015, puesto que, a pesar de que se espera que la recuperación vaya ganando algo de tracción en los próximos trimestres, la dinámica de precios continuará limitada por una brecha de producción negativa, una elevada tasa de desempleo y la ausencia de presiones salariales

Alemania

- **El PIB creció un 0,1% t/t en 3T14, gracias al impulso del consumo privado**

En 3T14, el crecimiento del consumo privado fue robusto (0,7% t/t) (Gráfico 13) y confirma los altos niveles de la confianza de los consumidores, lo que unido a la mejora de las exportaciones (1,9% t/t) ha compensado una nueva contracción de la inversión (-0,9% t/t). En lo que va de trimestre, los indicadores de confianza arrojan señales mixtas, aunque en general, parece haberse interrumpido la tendencia bajista que empezó en verano. Lo anterior se estaría reflejando en una tímida mejora de los datos de actividad, con la producción industrial y las ventas minoristas creciendo un 0,2% y un 0,4% por encima de la media de 3T14, respectivamente (Gráficos 17 y 18). Las exportaciones también han registrado un fuerte incremento en octubre, pese a que los pedidos industriales recibidos del extranjero adelantaban un enfriamiento del sector exportador alemán. Como resultado, el crecimiento esperado este trimestre es de 0.2% t/t.

Francia

- **Crecimiento mayor de lo esperado en 3T14 (+0,3% t/t), pero con reservas**

El sorprendente crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año se debió principalmente a la aportación de inventarios y al aumento en el consumo público (0,8% t/t), mientras que las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa (-0,2pp) y la inversión se contrajo por cuarto trimestre consecutivo (Gráfico 25). Sin embargo este ritmo de crecimiento no parece sostenible, puesto que se prevén fuertes recortes en el gasto público y el consumo privado no termina de despegar. En general, los indicadores PMI mantienen unas perspectivas poco optimistas (no así los nacionales y el ESI de la Comisión Europea), en particular en el sector manufacturero, lo que se refleja en los pobres datos de producción industrial que, al igual que las ventas minoristas de octubre, registra un empeoramiento de 0,8% respecto a la media de 3T14. Por otro lado, el sector exterior ha drenado crecimiento desde principio de año, pero, comparado con el trimestre anterior, 4T14 ha empezado con un rebote de las exportaciones de bienes y un aumento sólo moderado de las importaciones (Gráfico 32). En conjunto, esperamos que el crecimiento sea moderado en 4Q14 (0.2% t/t), similar al de Alemania y al del conjunto de la zona euro.

Italia

- **La contribución negativa de la inversión impide la recuperación**

La caída del PIB en 3T14 (-0,1% t/t) fue ya anticipada por el intenso empeoramiento de todos los indicadores de confianza a lo largo del tercer trimestre del año. La brusca caída de la inversión (-1% t/t) y la reducción del gasto público (-0,3% t/t) han sido los principales lastres de la economía, que no han sido compensados por las ligeras mejoras de exportaciones y consumo privado (Gráfico 37). En lo que va de cuarto trimestre, el índice ESI de la Comisión Europea ha registrado una importante flexión a la baja y el empeoramiento del mercado laboral está debilitando la confianza de los hogares. Los primeros datos reales disponibles (producción industrial de octubre) siguen dibujando un escenario negativo (Gráfico 41) y no parecen señalar una reversión inmediata de la tendencia, mientras que los pedidos para exportación, más bajos que en 3T14, adelantarían que el sector exterior no apoyará la recuperación de la actividad en los próximos meses. De este modo, esperamos un crecimiento prácticamente nulo en el cuarto trimestre del año.

España:

- **El crecimiento económico se acelera en la recta final del año**

El tercer trimestre del año se caracterizó por el sólido avance tanto del consumo de los hogares (0,8% t/t) como de la inversión en maquinaria y equipo (1,7% t/t). En lo que respecta a la demanda externa, se registró una enérgica expansión de las exportaciones, pero el repunte de las importaciones derivó en un retroceso de la demanda externa neta (Gráfico 49). De cara al cierre del año, la información disponible sugiere que la composición del crecimiento podría equipararse a la observada en 3T14. En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas y gasto señalan que las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan creciendo. Por el lado de la demanda doméstica privada, los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares apuntan a que el gasto real podría seguir aumentando en 4T14. Igualmente, la evolución de la confianza industrial, de los PMI de manufacturas y de los flujos comerciales adelanta un nuevo crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo similar al registrado en el trimestre precedente. En lo que se refiere al mercado de trabajo, la afiliación a la Seguridad Social superó las expectativas de crecimiento en noviembre (+69,6 mil, desestacionalizado). El modelo MICA-BBVA apunta a un crecimiento de 0,6% ó 0,7% t/t en este último trimestre, por encima de lo previsto y acelerándose respecto a los dos trimestres precedentes (ver [Observatorio Económico España](#)).

Eurozona

Contabilidad nacional: ligero crecimiento en 3T14

La economía de la eurozona crece un 0,2% t/t en 3T14, crecimiento ligero pero mayor del esperado. Sin conocer aún la descomposición por componentes, los datos nacionales y nuestras previsiones apuntan a que este sorpresa pueda deberse a un desempeño mejor del esperado de la demanda doméstica, con la inversión pesando negativamente.

Gráfico 1
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

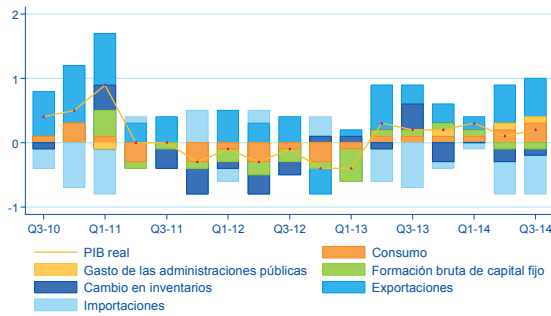
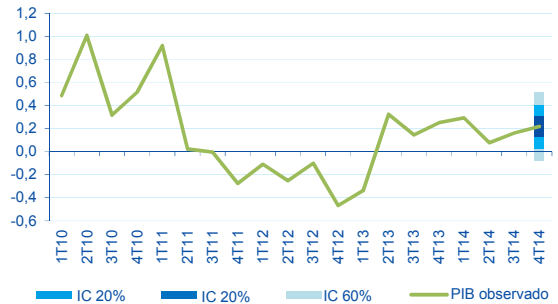


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: señales mixtas de PMIs y ESI

Los PMIs están dibujando una tendencia negativa en los últimos meses aunque registran una ligera mejora en diciembre, mientras el índice ESI parece señalar un pequeño avance de la confianza empresarial.

Gráfico 3
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

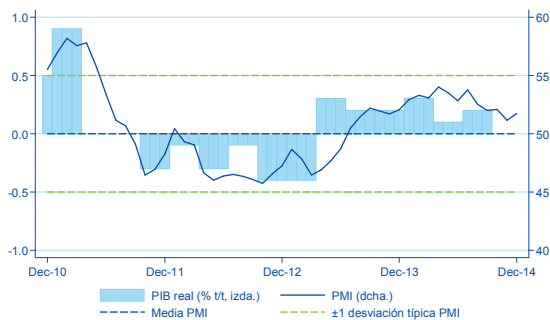
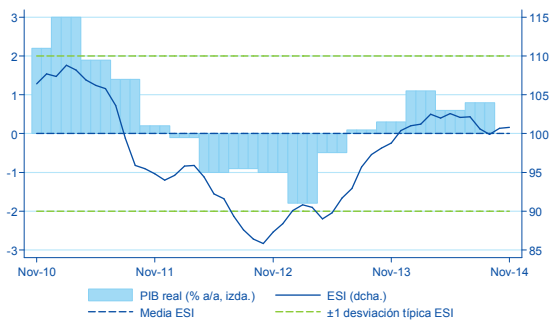


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



Actividad: aumenta ligeramente la producción industrial

Comparado con el promedio de 3T14, el índice de producción industrial registra una pequeña mejora (+0,1%), mientras que las ventas minoristas retroceden ligeramente (-0,1%).

Gráfico 5
Prod. Ind. (% a/a), PMI nuevos pedidos y prod. manuf.*

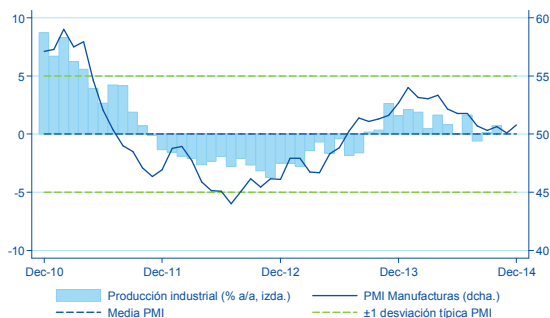
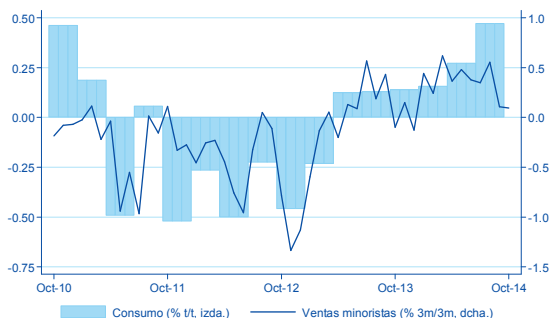


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones por encima de 3T14

Tras el fuerte rebote de septiembre, las exportaciones disminuyen ligeramente, pero se mantienen abundantemente por encima del promedio de 3T14 (+2%)

Gráfico 7
Cuenta corriente (% del PIB)*

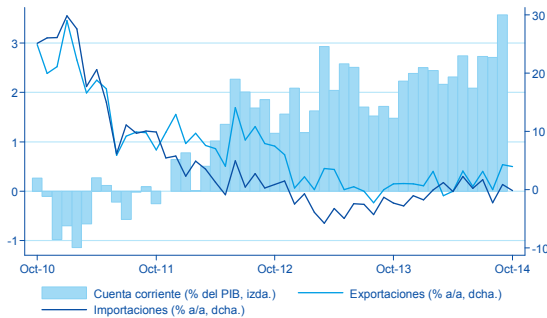
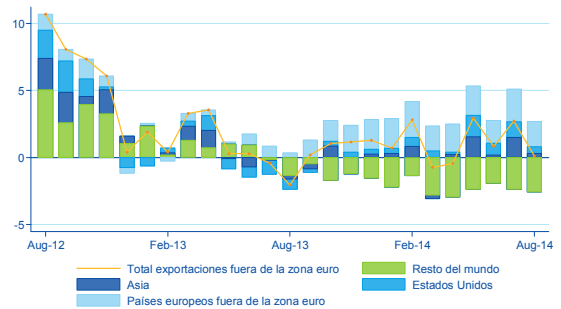


Gráfico 8
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



Mercado de trabajo: estable en el último año

La tasa de desempleo se ha mantenido estable en los últimos meses, aunque con grandes diferencias entre países. Los costes laborales en el sector empresarial han aumentado un 1,3% a/a en 3T14.

Gráfico 9
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

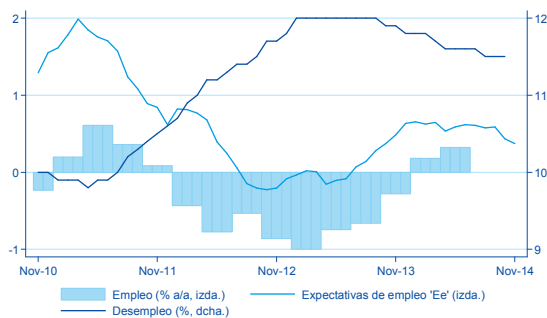
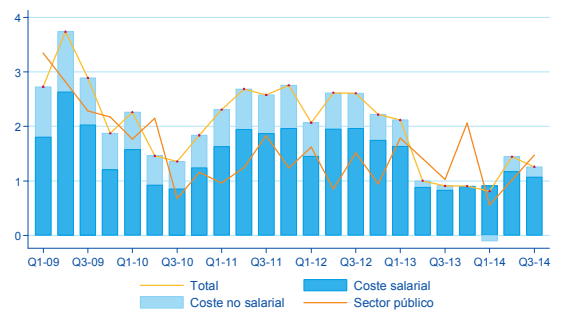


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación se modera al 0,3% a/a, y la subyacente se mantiene estable

La inflación en noviembre se desaceleró en una décima hasta el 0,3% a/a, debido a la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos, mientras que la subyacente se ha estabilizado en el 0,7% a/a

Gráfico 11
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

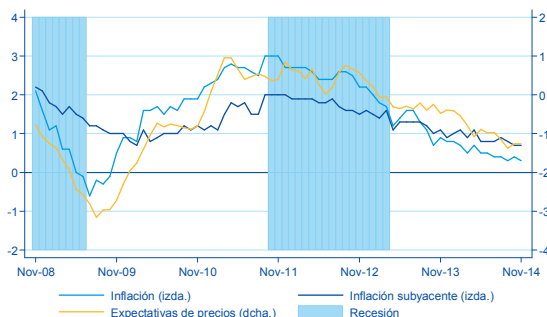
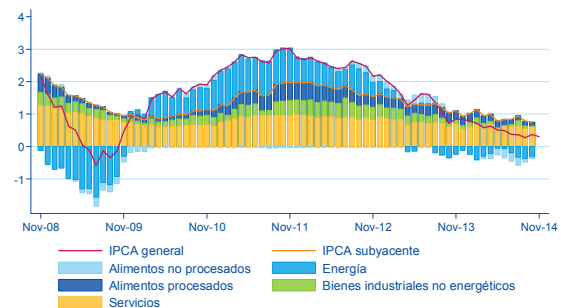


Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Alemania

Contabilidad nacional: el PIB crece ligeramente en 3T14

El PIB crece un 0,1% t/t en 3T14, debido fundamentalmente al comportamiento del sector exterior y del consumo privado. El efecto positivo de las exportaciones netas vendría por un crecimiento mayor de las exportaciones que de las importaciones. La inversión, especialmente en maquinaria y equipo, volvió a contraerse y los inventarios drenaron crecimiento.

Gráfico 13
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

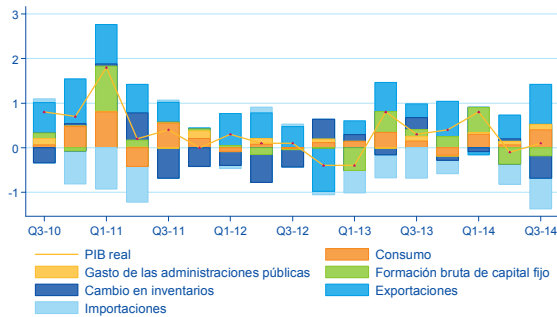
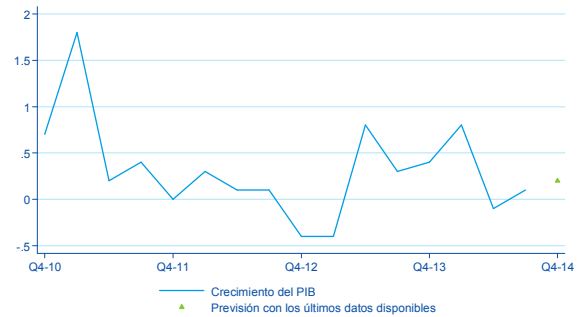


Gráfico 14
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: se moderan los indicadores de confianza

El PMI compuesto en noviembre vuelve a bajar, pero se mantiene en territorio expansivo. El indicador nacional de confianza del ZEW se estabiliza en un valor bajo en noviembre. El indicador ESI de la Comisión Europea había mostrado cierta estabilización en octubre.

Gráfico 15
PMI y crecimiento del PIB (% t/t)*

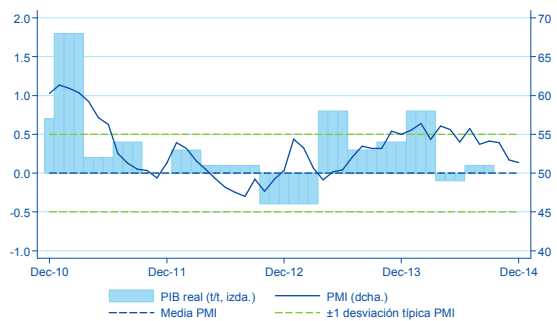
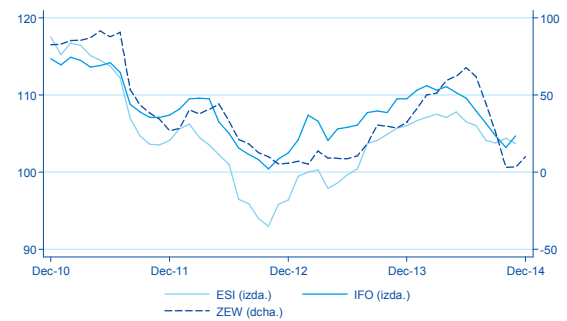


Gráfico 16
Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)*



Actividad: mejora de la producción industrial y de las ventas minoristas

La producción industrial crece un 0,2% por encima de la media de 3T14, cuando cayó un 0,4% t/t, y las ventas minoristas aumentan 0,4% sobre el tercer trimestre, tras -0,3% t/t

Gráfico 17
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

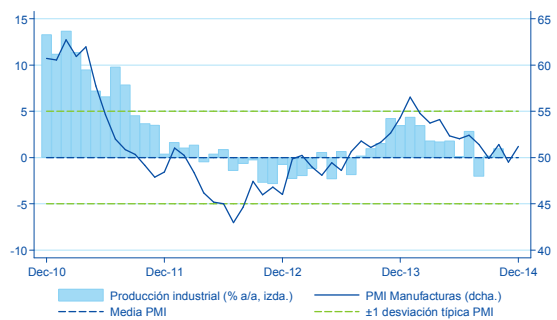
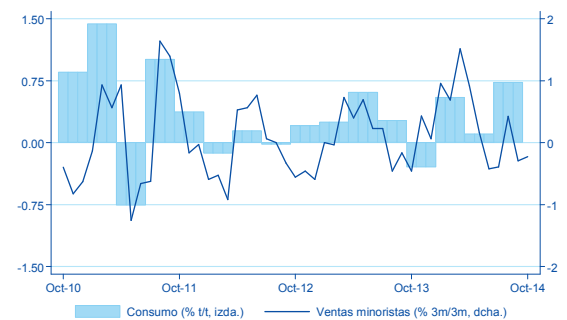


Gráfico 18
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones de bienes mejoran respecto al trimestre anterior

A pesar de mostrar una creciente volatilidad, las exportaciones de bienes hasta octubre suben un 1,1% respecto al trimestre anterior. Por su parte, las importaciones de bienes bajan un -0,2 con respecto a 3T14.

Gráfico 19
Cuenta corriente (% del PIB)*

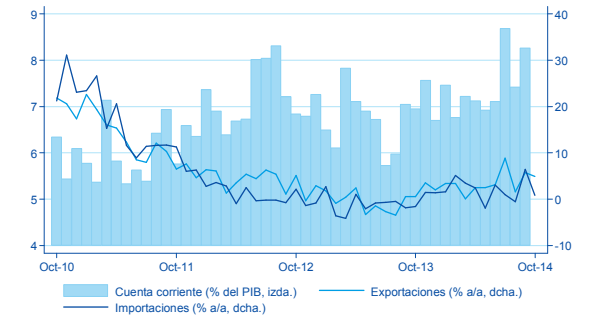
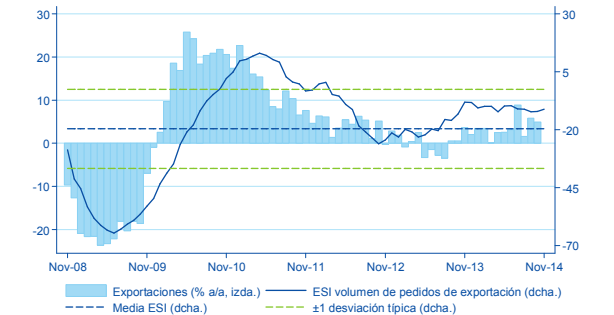


Gráfico 20
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la tasa de desempleo sigue en mínimos históricos

La tasa de desempleo se mantiene en su mínimo histórico (4,9%) en octubre, mientras que el crecimiento de los costes laborales se acelera hasta el 2,3% a/a en 3T14 tras un 1,9% a/a en 2T14.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

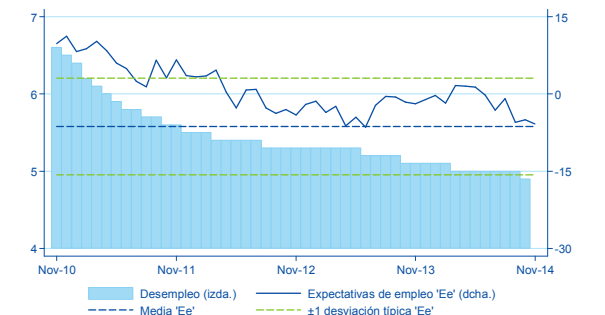
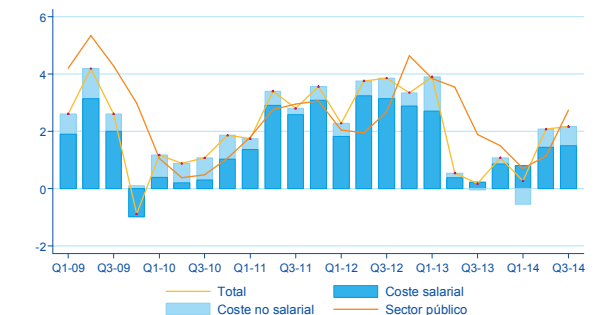


Gráfico 22
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: vuelve a moderarse la inflación en noviembre

La inflación armonizada en noviembre también baja dos décimas hasta +0,5% a/a, especialmente por la caída de los precios de la energía. La inflación subyacente se mantiene estable en el +1,2% a/a.

Gráfico 23
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

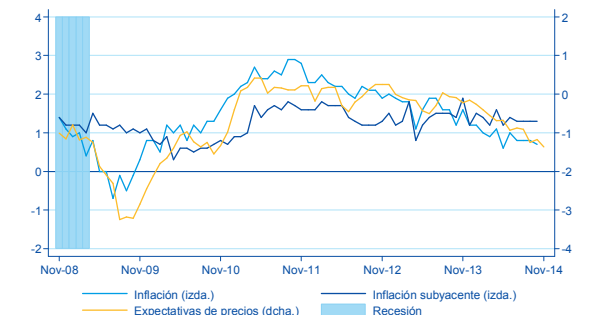
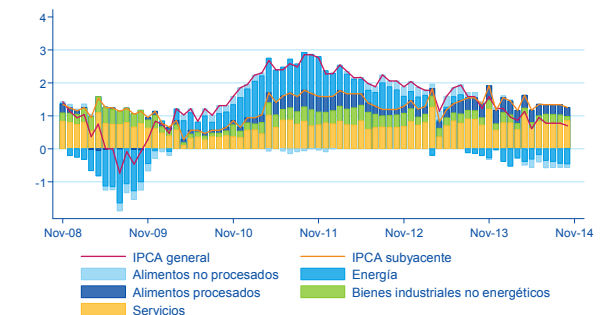


Gráfico 24
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Francia

Contabilidad nacional: el PIB sorprende creciendo más de lo esperado en 3T14

El PIB francés crece en 3T14 un 0,3% t/t, más de lo esperado. El consumo mantiene su ritmo de crecimiento, mientras que la inversión frena su caída. Los inventarios contribuyen positivamente (+0,3pp.), y las exportaciones netas contribuyen negativamente, por el mayor crecimiento de las importaciones.

Gráfico 25
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

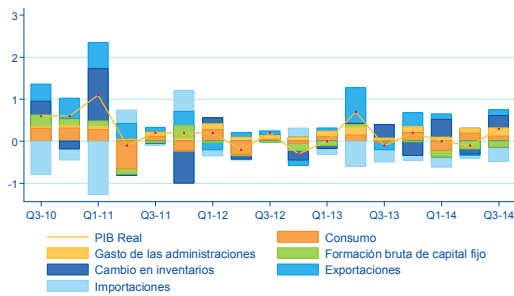
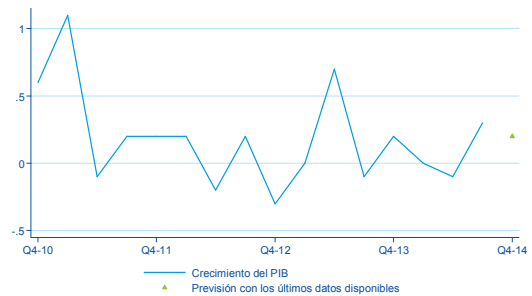


Gráfico 26
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: divergencias entre indicadores

El PMI compuesto empeora y sigue en territorio negativo en noviembre, mientras que la confianza medida por la CE encadena tres meses de mejora y el INSEE señala una cierta estabilización. La descomposición del PMI evidencia, sobre todo, la debilidad del sector servicios.

Gráfico 27
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

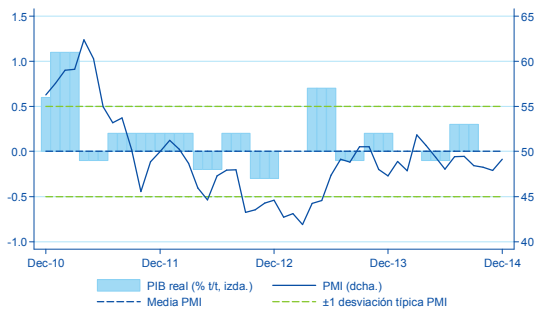
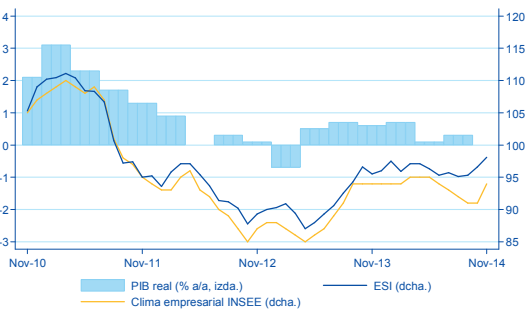


Gráfico 28
Indicador de confianza (ESI, y INSEE)*



Actividad: caen tanto producción industrial como ventas minoristas

Tras sendas mejoras en 3T14, producción industrial y ventas minoristas se contraen un 0,8% con respecto al promedio del trimestre anterior.

Gráfico 29
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

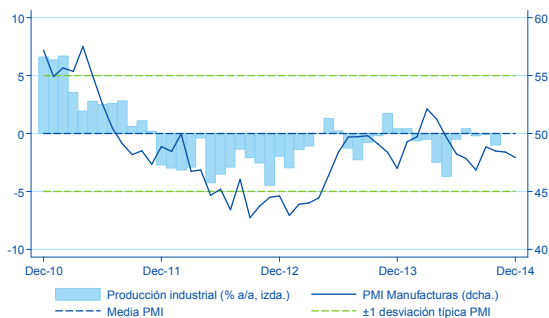
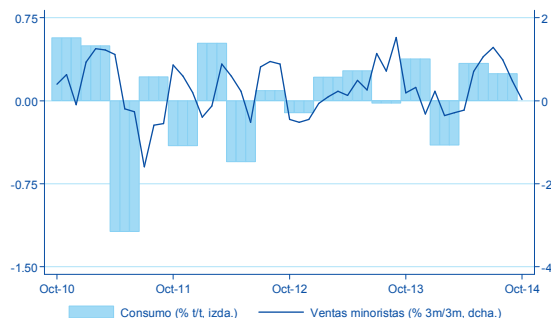


Gráfico 30
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: aumentan las exportaciones en octubre

Si comparadas con el promedio de 3T14, las exportaciones de bienes de octubre aumentan un 1,6%, mientras que las importaciones lo hacen sólo un 0,2%

Gráfico 31
Cuenta corriente (% del PIB)*

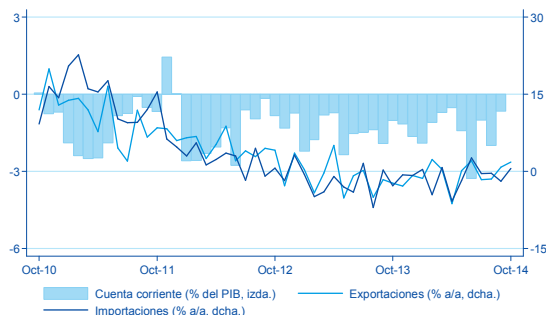
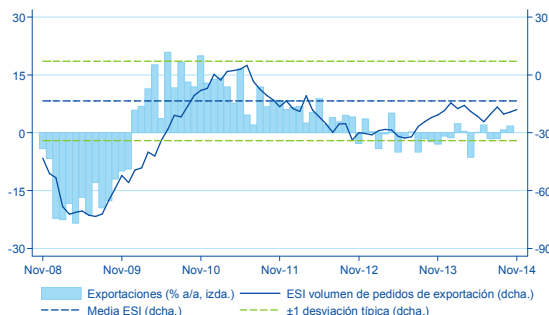


Gráfico 32
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: cierta estabilización en los últimos meses

La tasa de desempleo se estabilizó en torno al 10,5% desde verano, después de haberse incrementado 0,2pp aproximadamente por trimestre durante el año anterior. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 0,5% a/a en 3T14.

Gráfico 33
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

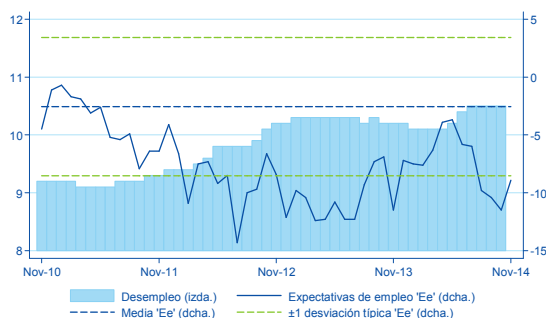
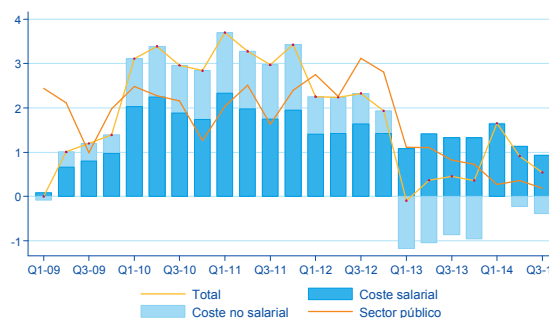


Gráfico 34
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación vuelve a desacelerarse ligeramente en noviembre

La tasa de inflación interanual en Francia se ha desacelerado una décima en noviembre hasta 0,4% a/a y la inflación subyacente se sitúa en el 0,6% a/a, tras el 0,7% a/a de octubre

Gráfico 35
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

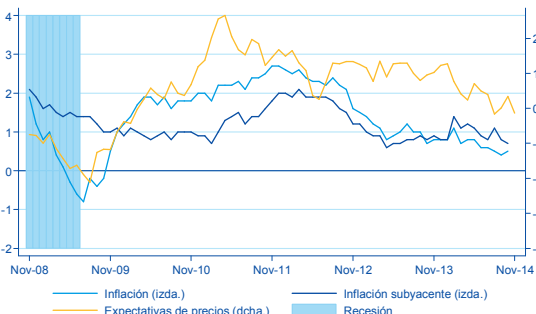
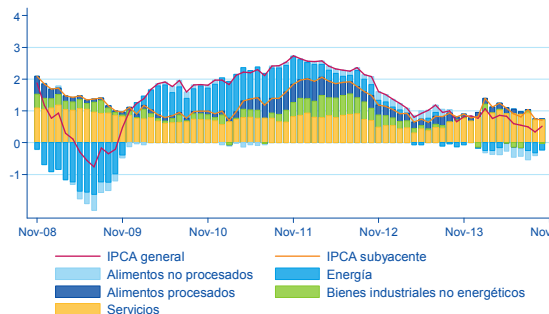


Gráfico 36
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Italia

Contabilidad nacional: el PIB se sigue contrayendo en 3T14

El PIB se contrajo en 3T14 un -0,1% t/t. Esto se debió fundamentalmente a la fragilidad de la demanda doméstica, lastrada por el desempeño negativo del sector manufacturero. Las exportaciones podrían haber contribuido positivamente al crecimiento.

Gráfico 37
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

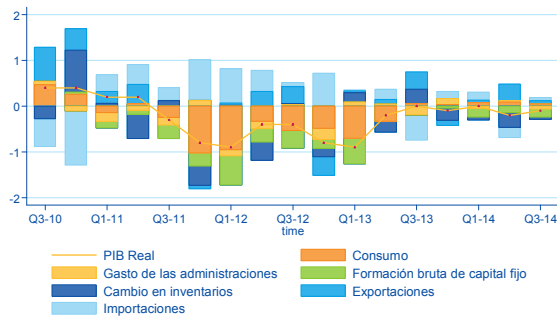
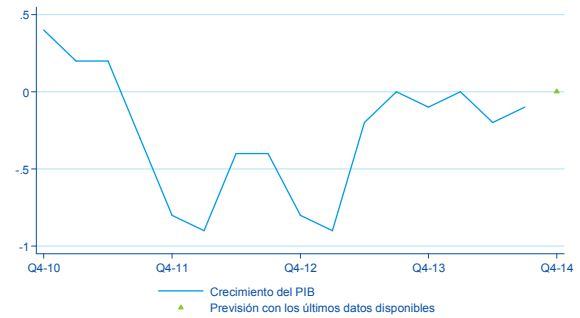


Gráfico 38
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: débiles los indicadores de confianza en noviembre

El PMI compuesto de noviembre se mantiene en territorio positivo, pero los indicadores de confianza de la CE y del ISTAT empeoran y siguen reflejando la debilidad de la economía italiana.

Gráfico 39
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

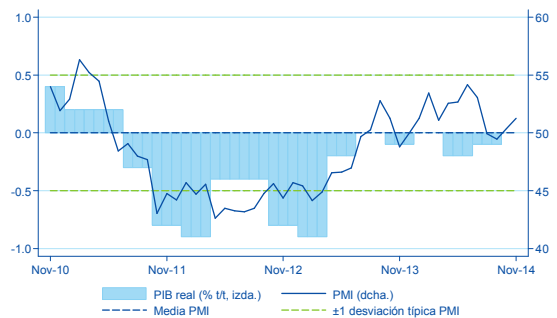
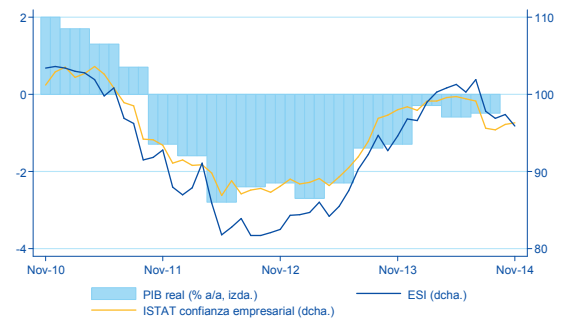


Gráfico 40
Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)*



Actividad: el sector industrial y las ventas minoristas en línea con la débil coyuntura

La producción industrial en Italia ha bajado un -0,1% m/m en octubre, situándose un -0,6% por debajo del promedio de 3T14, cuando disminuyó un -1,1% t/t. Las ventas minoristas (dato de septiembre) no despegan.

Gráfico 41
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

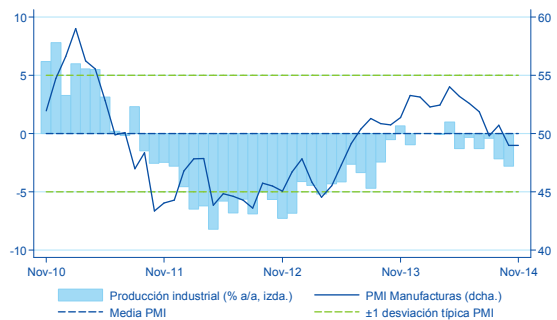
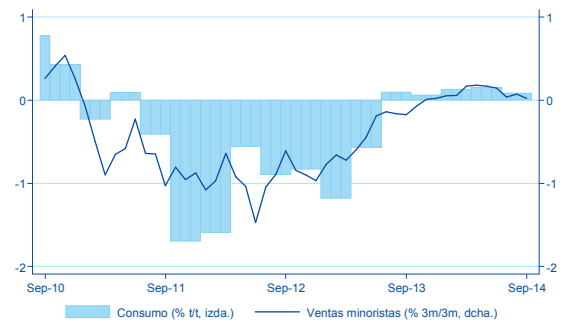


Gráfico 42
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: la balanza comercial empeora en septiembre

En septiembre, las importaciones crecen más que las exportaciones, haciendo que empeore el saldo de la balanza comercial, si bien se mantiene en valores positivos. Por otra parte, se reduce el volumen de pedidos del exterior en noviembre.

Gráfico 43
Cuenta corriente (% del PIB)*

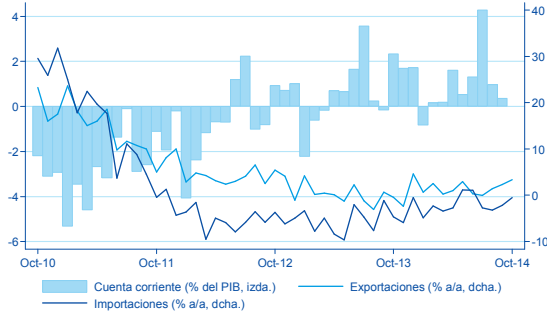
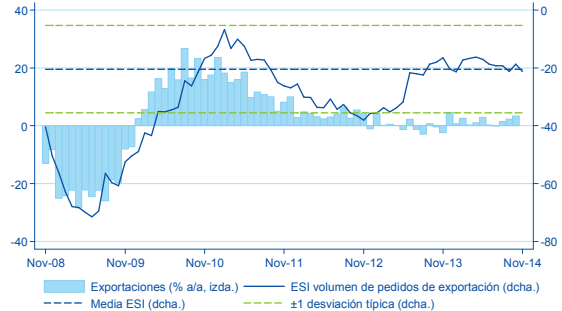


Gráfico 44
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: el desempleo sigue aumentando, y aumentan los costes laborales

La tasa de desempleo alcanza el peor dato histórico (13,1%), 0,9pp más que hace un año, y empeoran las expectativas de empleo. Los costes laborales aumentan un 0,4% a/a en 3T14, muy por debajo de la media europea (1,3% a/a).

Gráfico 45
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

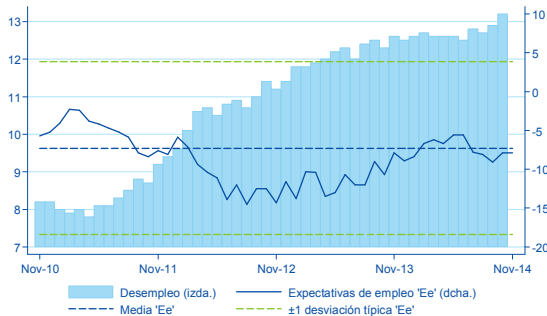
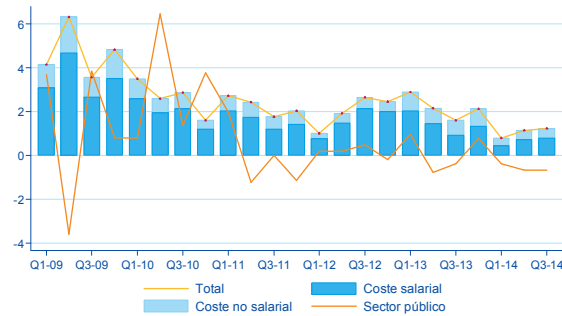


Gráfico 46
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación se acelera una décima en noviembre

La tasa de inflación se sitúa en el 0,3% a/a, debido principalmente al incremento de los precios de los alimentos no elaborados (0,8% tras -0,2% a/a). La inflación subyacente se mantiene estable en el 0,5% a/a en noviembre

Gráfico 47
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

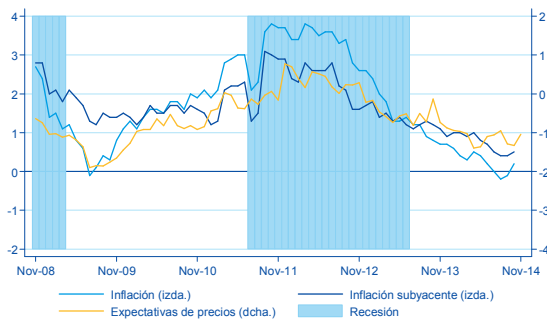
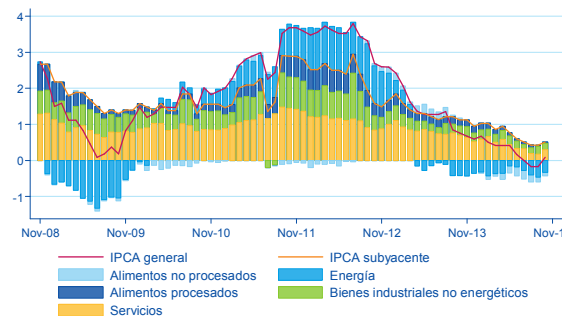


Gráfico 48
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

España

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se afianza

El tercer trimestre del año se caracterizó por el crecimiento generalizado de la demanda agregada; volvió a destacar el sólido avance tanto del consumo de los hogares (0,8% t/t) como de la inversión en maquinaria y equipo (1,7% t/t)

Gráfico 49
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

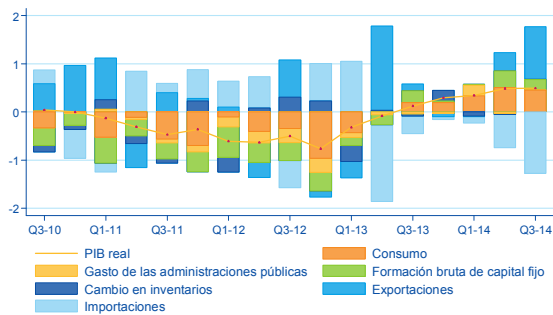
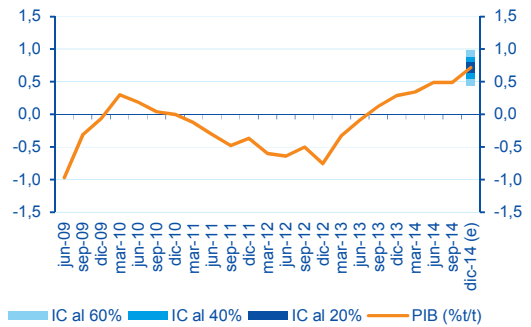


Gráfico 50
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: perspectivas favorables en el cuarto trimestre

El índice PMI enfría su tendencia positiva en 4T14, pero se mantiene en niveles elevados, claramente por encima del umbral de crecimiento, al igual que el índice ESI, especialmente en los servicios y con la confianza de los consumidores en tendencia positiva.

Gráfico 51
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

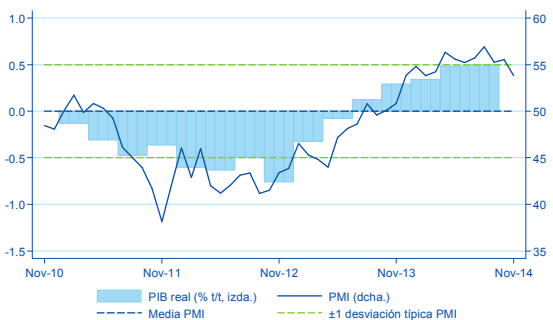
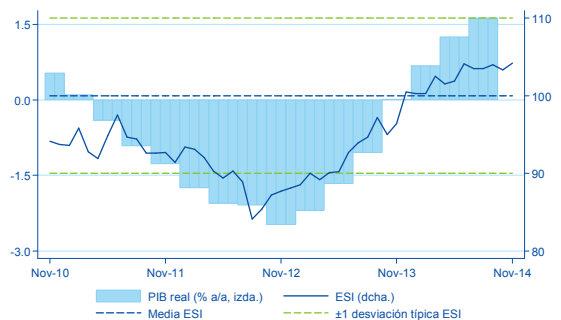


Gráfico 52
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) *



Actividad: la tendencia de la actividad sigue siendo positiva

En octubre, el índice de producción industrial mantiene la tendencia positiva y el de ventas minoristas se modera, comparándolo con la media de 3T14.

Gráfico 53
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

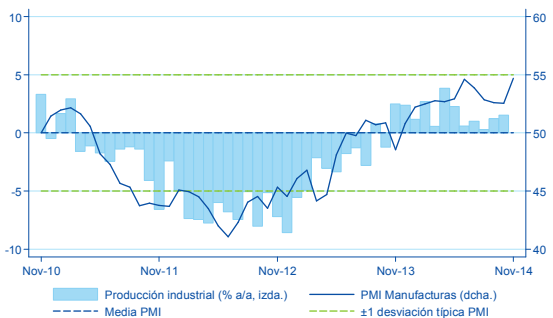
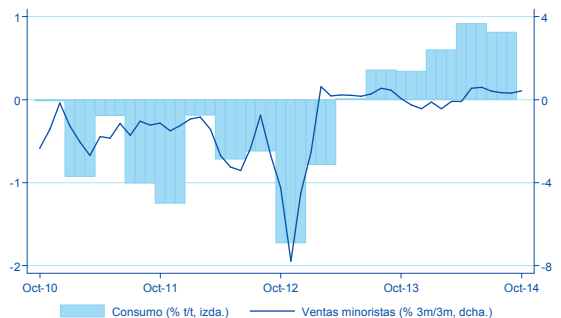


Gráfico 54
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones se recuperan en 3T14

Con el incremento intermensual registrado en septiembre, las exportaciones de bienes cierran el tercer trimestre en terreno expansivo, pero acompañadas de un mayor crecimiento de las importaciones

Gráfico 55
Cuenta corriente (% del PIB)*

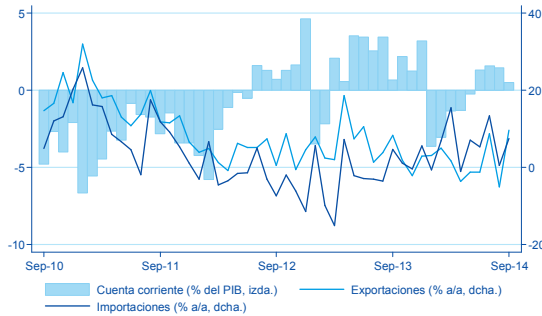
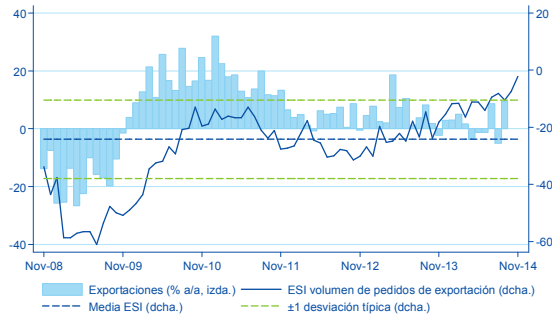


Gráfico 56
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la creación de empleo se acelera en noviembre

Los registros laborales de noviembre evolucionaron positivamente pese a que este mes suele ser negativo. Corregido el factor estacional, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y el descenso del paro se aceleraron

Gráfico 57
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

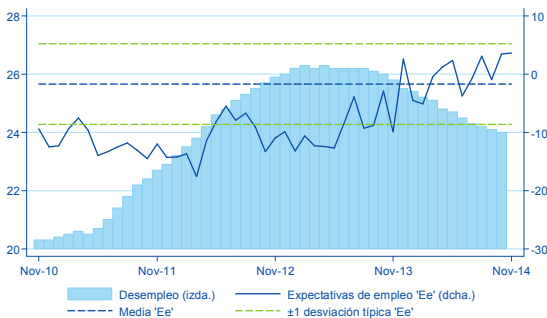
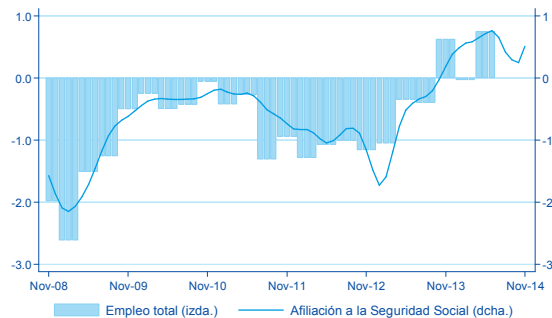


Gráfico 58
Crecimiento del empleo: N.A. y seguridad social (% t/t)*



Precios: la caída de la inflación se intensificó en septiembre

La intensificación en la caída de la inflación general se debió a la evolución de los precios de la energía y los alimentos no elaborados. En contrapartida, los componentes de la inflación subyacente se mantuvieron relativamente estables

Gráfico 59
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

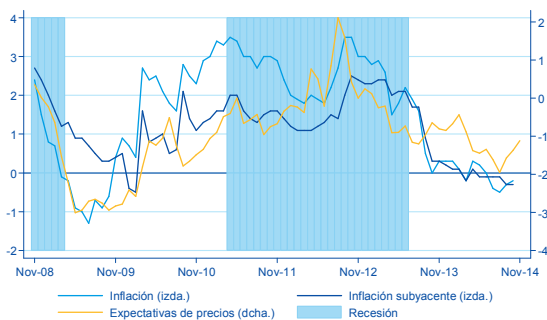
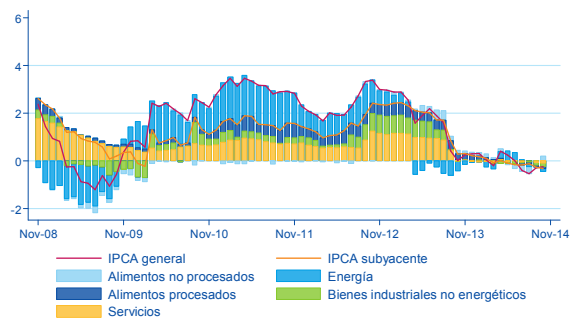


Gráfico 60
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.