

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Eurozona: la recuperación gana impulso en el primer trimestre

Unidad de Europa

Los datos publicados en las últimas semanas parecen mostrar una aceleración en la recuperación de la economía de la eurozona. Las confianzas y, en menor medida, los primeros indicadores reales de 1T15 son consistentes con un crecimiento de la actividad basado en los fundamentales domésticos, sobre todo el consumo, animados por los bajos precios del petróleo.

Eurozona: se anima la actividad en 1T15

- Los indicadores de confianza han mejorado claramente a lo largo de 1T15. El indicador PMI y el ESI de la Comisión Europea ofrecen una perspectiva optimista tanto en el sector manufacturero (Gráfico 5) como en el de servicios, y mejoran el promedio de 4T14 (Gráficos 3 Y 4). Por otro lado, la confianza de los hogares ha rebotado y cierra el primer trimestre del año en niveles superiores a los del mayo pasado, cuando empezó una moderación de la confianza que se prolongaría a lo largo de todo 2S14.
- Consistente con lo anterior, el consumo ha vuelto a crecer, puesto que las ventas minoristas hasta febrero continúan mejorando sobre el promedio de 4T14 (Gráfico 6), al igual que las matriculaciones de coches. La producción industrial también repunta en los dos primeros meses del año y sigue apoyándose en el aumento de los pedidos manufactureros, tanto internos como externos. Sin embargo, este aumento de la demanda externa no se refleja en los datos de exportaciones de bienes, que disminuyen ligeramente respecto a 4T14, cuando registraron un fuerte incremento de su nivel (Gráfico 8).
- Incorporando los datos disponibles hasta el momento, el modelo de previsión de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor del 0,5% t/t en 1T15 (Gráfico 2), superior al del trimestre anterior y algo por encima de nuestro escenario base.
- En el mercado de trabajo, la tasa de desempleo continúa reduciéndose de forma gradual y en febrero se situó en el 11,3% (Gráfico 9), pero muestra dinámicas distintas entre países: mientras en Alemania se vuelve a registrar un mínimo histórico (4,8%), en Francia la tasa de paro sigue aumentando paulatinamente desde mediados del pasado año y en Italia parece que se consolida el cambio de tendencia a la baja, pese al ligero aumento de febrero.
- La inflación se sitúa en un -0,1% a/a en marzo tras el -0,3% de febrero, debido a la moderación de la caída de los precios de los productos energéticos por segundo mes consecutivo, mientras que la inflación subyacente se desacelera una décima hasta el 0,6% a/a (Gráficos 11 y 12). Hacia delante, la inflación es probable que registre tasas anuales ligeramente negativas durante 2T15 y muy bajas durante 3T15, y no será hasta el último trimestre cuando se aprecie un mayor repunte hasta alrededor del 0,8%/0,9% en diciembre, debido a la evolución de los precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente es probable que se mantenga relativamente estable en los próximos meses.

Alemania: se mantiene el sólido crecimiento a principios de año

- La clara mejora observada en los indicadores nacionales de confianza empresarial (Ifo y ZEW) a lo largo del primer trimestre se está reflejando en una mejora de los datos de actividad, con la producción industrial y las ventas minoristas creciendo por encima de la media de 4T14 (Gráficos 17 y 18).
- Las exportaciones de bienes sin embargo no aumentan respecto al trimestre anterior, y el incremento de las importaciones podría limitar la aportación del sector exterior al crecimiento.
- Como resultado, el crecimiento esperado en 1T15 es de 0,6/0,7% t/t (Gráfico 14), tras el 0,7% t/t de 4T14.

Francia: factores domésticos sostienen la recuperación en 1T15

- En el primer trimestre, tanto los indicadores nacionales (Insee y Banco de Francia) como los PMIs están por encima de 4T14, y el indicador ESI aumenta pero sigue por debajo de su media histórica. El sector servicios lidera esta mejora, mientras continúa la fragilidad del índice de manufacturas (Gráficos 27 y 28).
- Mientras la producción industrial y las ventas minoristas hasta febrero aumentan respecto a 4T14, se observa una caída de las exportaciones, tras el buen desempeño del trimestre anterior (Gráfico 32), y una menor reducción de las importaciones.
- En conjunto, esperamos que el crecimiento en 1T15 sea del 0,3% t/t.

Italia: vuelve a crecer la actividad en 1T15

- En 1T15 se aprecian unas tímidas señales de recuperación tanto del sector industrial, como ya adelantaban los indicadores de confianza empresarial, con el PMI en territorio de crecimiento, como de las ventas minoristas que reflejan la mejora de la confianza de los hogares (Gráficos 39 y 40).
- El sector exterior podría dejar de contribuir al crecimiento a principios de año, tras la fuerte caída de las exportaciones de enero, aunque todo apunta a que es algo temporal visto el fuerte aumento de los pedidos manufactureros externos (Gráfico 44).
- Por ello, en el primer trimestre, esperamos un crecimiento positivo del 0,2/0,3% t/t.

España: crecimiento económico robusto y con sesgo al alza en el corto plazo

- A principios de año, la demanda doméstica privada mantiene el tono expansivo observado al cierre de 2014: los indicadores de gasto y expectativas de los hogares señalan que el consumo podría haber vuelto a repuntar en 1T15 y la evolución de la confianza y la producción industrial y de los PMI de manufacturas sugiere un crecimiento vigoroso de la inversión en maquinaria y equipo.
- En lo que respecta a la demanda exterior, las exportaciones totales podrían haber experimentado en el 1T15 un crecimiento modesto o incluso un estancamiento a pesar de la depreciación del euro, la reducción de los costes de transporte y la mejora de la demanda europea ([Ver Observatorio Económico España](#)).
- Los datos disponibles hasta el momento indican que el ritmo de expansión se intensificaría hasta el 0,9% t/t. (Gráfico 50).

Eurozona

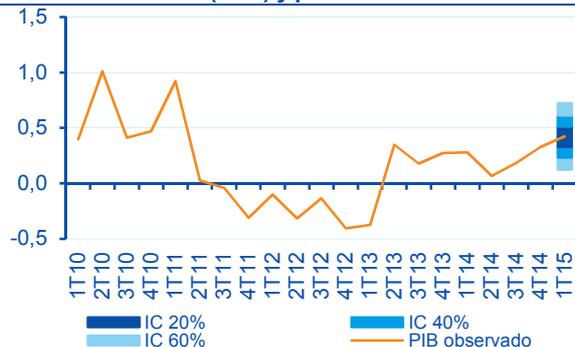
Contabilidad nacional: se acelera el crecimiento en 1T15 (0,3% t/t en 4T14)

La economía creció un 0,3% t/t en 4T14 tras el 0,2% t/t de 3T14. El sector exterior contribuyó positivamente (+0,2pp), los inventarios drenaron -0,2pp, volviendo a aumentar la inversión y consumo público y privado mantuvieron el ritmo de crecimiento. Para 1T15, el MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor de 0,5% t/t

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



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



Confianza: el PMI sube en marzo, consolidando la mejora del primer trimestre

Los PMIs crecen en 1T15 tras un débil cuarto trimestre, en especial en los servicios, mientras el índice ESI mejora pero especialmente gracias a la confianza de los consumidores, y en menor medida de industria y servicios.

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

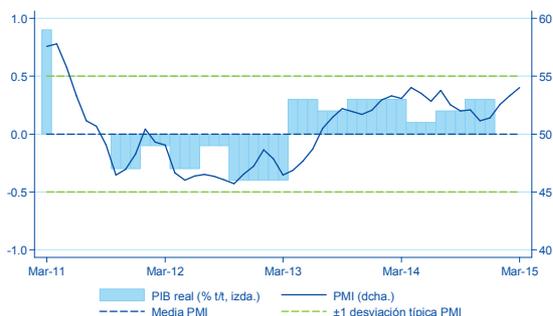
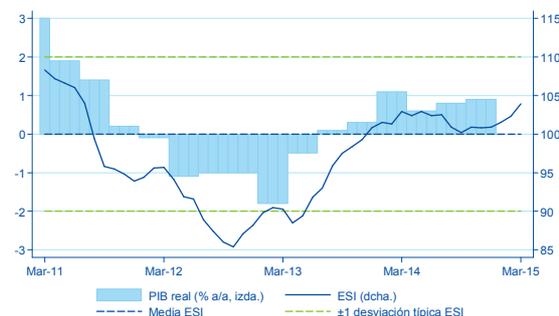


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



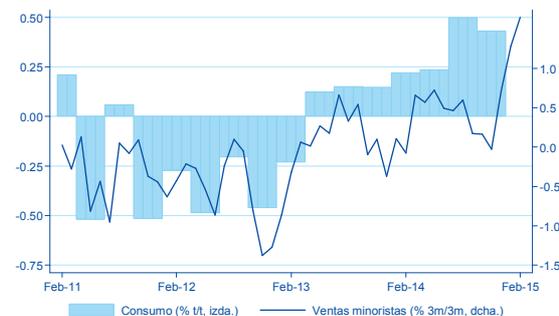
Actividad: mejoran las ventas minoristas y la producción industrial en lo que va de 1T15

Con el dato de febrero (1,1% m/m), en lo que va de 1T15 el índice de producción industrial registra una mejora (+0,7%) comparado con el promedio de 4T14, mientras que las ventas minoristas caen un 0,2% m/m en febrero, pero creciendo un +1,3% sobre 4T14).

Gráfico 5
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*



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



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: caen ligeramente las exportaciones en 1T15

En febrero, las exportaciones aumentan (2,8% m/m), y se ubican ligeramente por debajo respecto al promedio de 4T14 (2,2% t/t). Las importaciones también aumentan en febrero y caen un -0,5% sobre 4T14.

Gráfico 7
Cuenta corriente (% del PIB)*

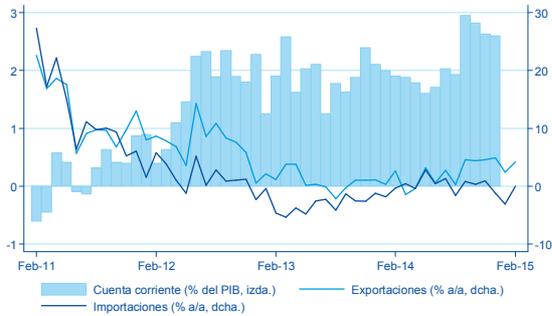
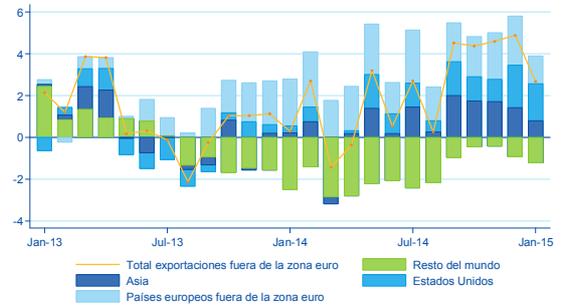


Gráfico 8
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



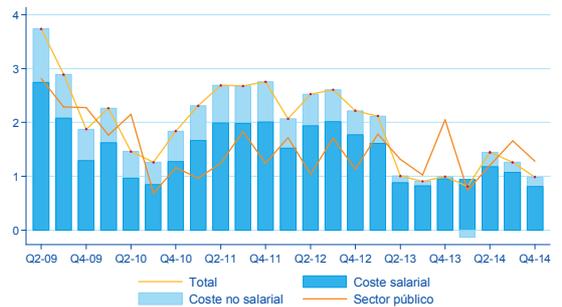
Mercado de trabajo: se reduce la tasa de desempleo

La tasa de desempleo se ha moderado una décima hasta el 11,3% en el mes de febrero, aunque con grandes diferencias entre países. Los costes laborales en el sector empresarial han aumentado un 1% a/a en 4T14.

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



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



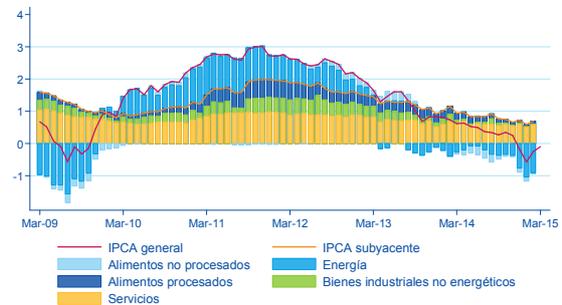
Precios: la caída de la inflación se modera de nuevo en marzo

La inflación se reduce un -0,1% a/a en marzo tras el -0,3% de febrero, debido a la moderación de la caída de los precios de los productos energéticos por segundo mes consecutivo, mientras que la subyacente se desacelera una décima hasta el 0,6% 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 crecimiento del PIB se acelera en 4T14 (0,7% t/t)

La demanda doméstica contribuyó positivamente al crecimiento en 4T14 (+0,5pp) debido a la recuperación de la inversión (+1,2% t/t) y a la solidez del consumo privado. La demanda externa volvió a contribuir positivamente, pero menos que en 3T14 (+0,2pp). Este sólido crecimiento se mantiene a principios de 2015.

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

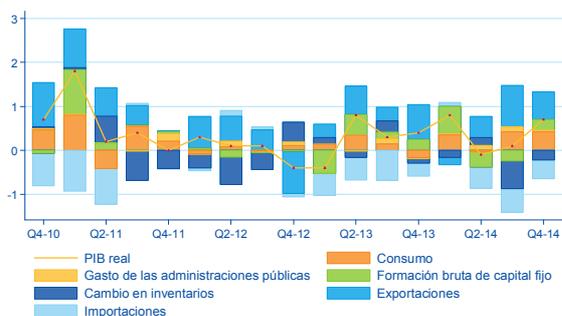


Gráfico 14
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: los PMIs y el ESI crecen en 1T15

En 1T15, el PMI compuesto aumenta y revierte la dinámica negativa de 4T14; los indicadores nacionales (Ifo y ZEW) continúan su recuperación al igual que el indicador ESI de la Comisión Europea

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



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



Actividad: mejoran la producción industrial y las ventas minoristas

La producción industrial mejora en febrero un 0,2% m/m (+0,4% sobre 4T14), gracias a la contribución del sector de la construcción y las ventas minoristas caen un 0,5% m/m pero aumentan respecto a 4T14 (+2,9%).

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

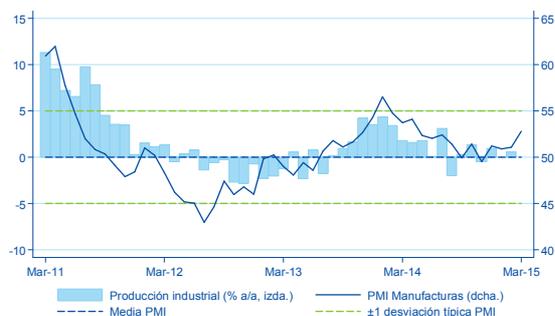
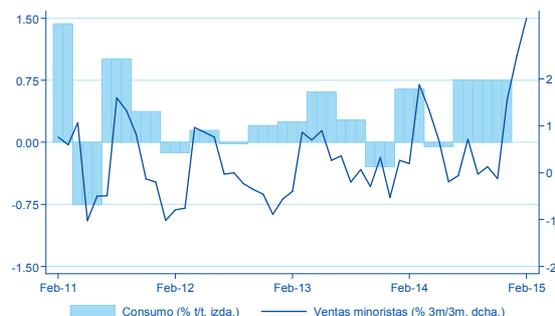


Gráfico 18
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

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

Las exportaciones han aumentado un 1,5% m/m en febrero. Con este dato, se mantienen estables respecto a 4T14. Las importaciones, comparado con el trimestre anterior, crecen un 0,6%

Gráfico 19
Cuenta corriente (% del PIB)*

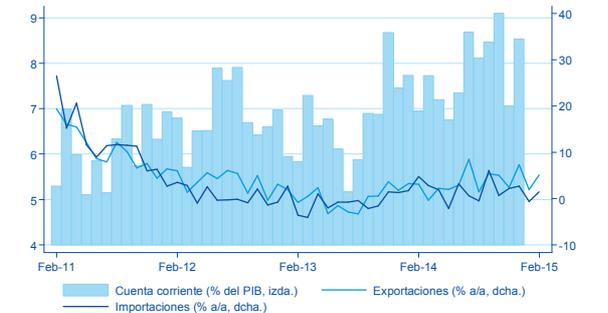


Gráfico 20
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



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

La tasa de desempleo se mantiene en su mínimo histórico (4,8%) en febrero, mientras que el crecimiento de los costes laborales se desacelera hasta el 2% a/a en 4T14 tras el 2,3% a/a en 3T14.

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

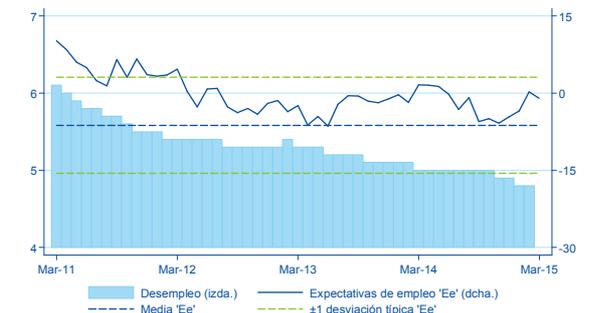


Gráfico 22
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



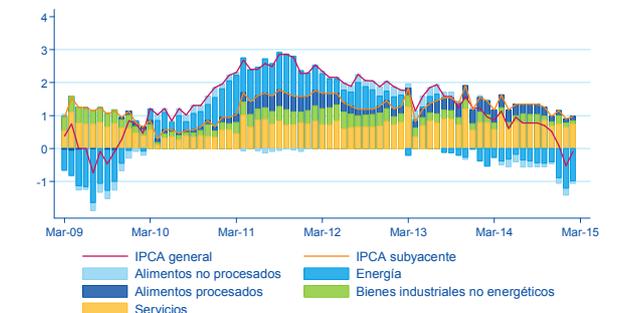
Precios: La tasa de inflación armonizada en marzo, en el 0,1% a/a

Los precios de la energía vuelven a caer en marzo, pero menos que en el mes anterior (-5.7% a/a tras -7.3% a/a en febrero), al igual que los precios de los alimentos y los precios de los servicios moderan ligeramente su ritmo de crecimiento

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



Gráfico 24
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Francia

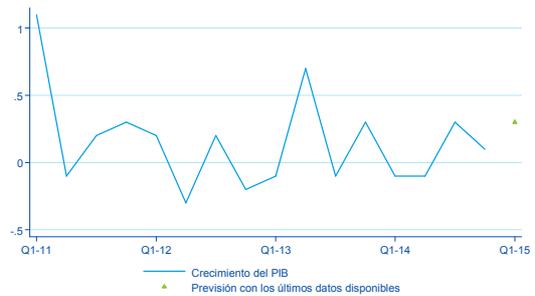
Contabilidad nacional: el PIB creció por debajo de lo esperado en 4T14 (0,1% t/t)

El PIB creció en 4T14 un 0,1% t/t, menos de lo esperado. El consumo (privado y público) modera su ritmo de crecimiento, mientras que la inversión frena su caída. Los inventarios contribuyen negativamente (-0,2pp.), y las exportaciones netas contribuyen positivamente, por un menor crecimiento de las importaciones. El crecimiento está ganando tracción a principios de año.

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



Gráfico 26
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: primeras señales positivas de los indicadores de confianza

El PMI compuesto sigue en territorio positivo en marzo y mejora la confianza medida por la CE; los indicadores nacionales tienden más a un estancamiento. La descomposición del PMI evidencia, sobre todo, la debilidad del sector industrial.

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

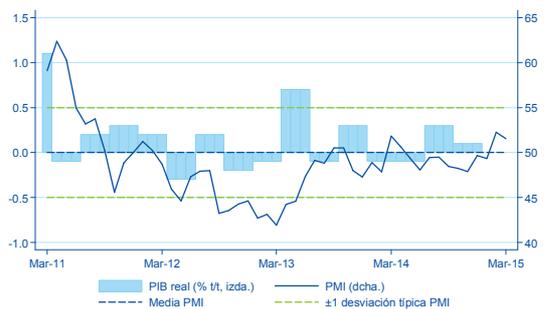
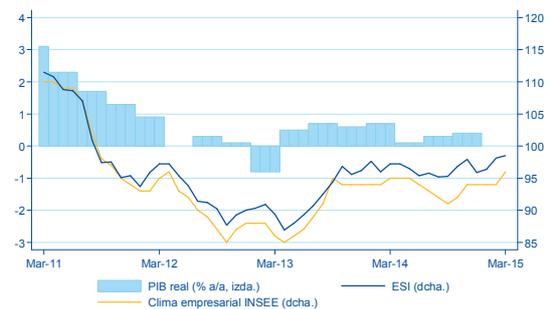


Gráfico 28
Indicador de confianza (ESI, y INSEE)*



Actividad: señales positivas de producción industrial y ventas minoristas

La producción industrial 0% m/m en febrero) se incrementa un 1,2% con respecto al promedio del trimestre anterior. La ventas minoristas (0% m/m en febrero), de la misma forma, crecen un 0,8% sobre 4T14

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 febrero

Las exportaciones crecen un 1,4% m/m en febrero (-0,5% respecto a 4T14), por los buenos registros de la industria aeronáutica. Las importaciones, por su parte, aumentan un 0,6% m/m en febrero (-0,3% sobre 4T14).

Gráfico 31
Cuenta corriente (% del PIB)*

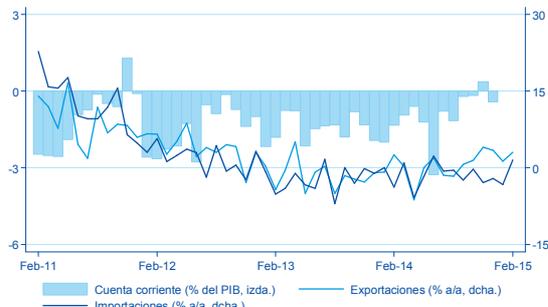


Gráfico 32
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: empeoramiento en los últimos meses

La tasa de desempleo se está incrementando paulatinamente desde el verano pasado y se sitúa en marzo en el 10,6%. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 0,3% a/a en 4T14 tras el 0,5% de 3T14.

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



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



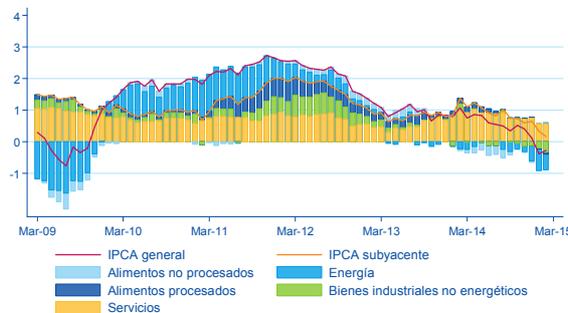
Precios: se modera la caída de la inflación en marzo

La tasa de inflación interanual modera su caída en marzo (-0,1% a/a frente a -0,3% a/a en febrero) por una menor caída de la energía y de los precios de los productos manufacturados.

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: crecimiento nulo en 4T14

El consumo privado crece un 0,1% t/t, el público se acelera un 0,4% t/t y la inversión registra un crecimiento del 0,2% t/t. La demanda externa contribuye positivamente (+0,4pp), compensando la aportación negativa de inventarios (-0,6pp). Los indicadores más recientes apuntan a que el PIB crecerá ligeramente en 1T15.

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



Gráfico 38
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: mejoran los indicadores de marzo

Tras un débil final de 2014, el PMI compuesto y el indicador de confianza de la CE mejoran con fuerza en 1T15, y los de ISTAT mantienen la perspectiva optimista

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

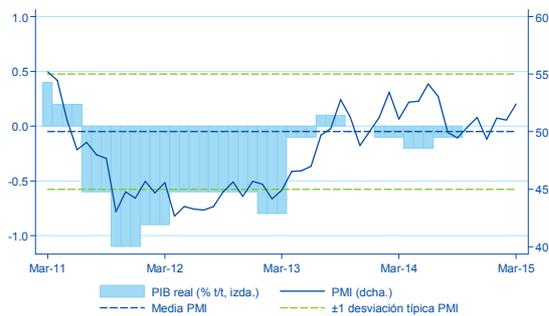
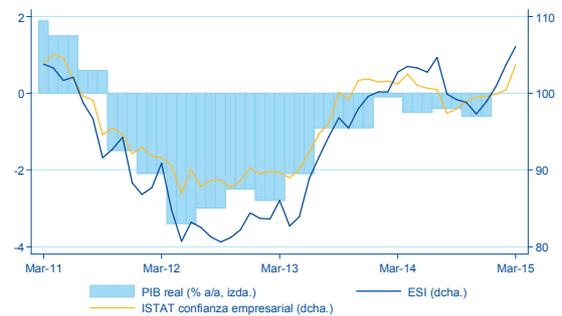


Gráfico 40
Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)*



Actividad: el sector industrial y las ventas minoristas despiertan

La producción industrial ha crecido un 0,6% m/m en febrero, manteniéndose estable respecto al promedio de 4T14 tras cuatro trimestres de caídas. Las ventas minoristas de enero marcan una ligera mejora.

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

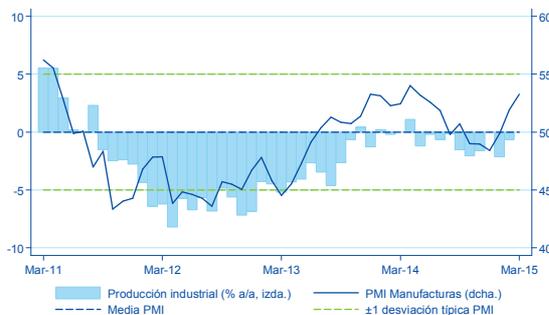
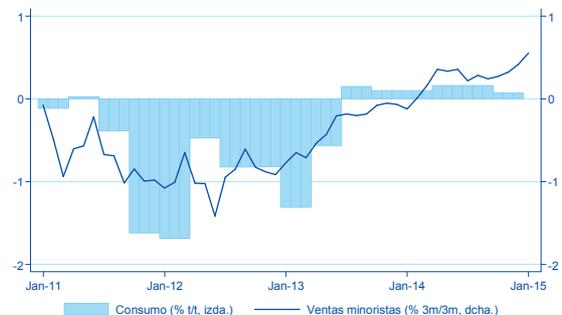


Gráfico 42
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: caen las exportaciones a principios de año

Las exportaciones caen un 2,5% m/m en enero y un 1,2% sobre la media de 4T14 (+2,1% t/t). Las importaciones crecen un 1,0% m/m (-0,2% sobre la media 4T14)

Gráfico 43
Cuenta corriente (% del PIB)*

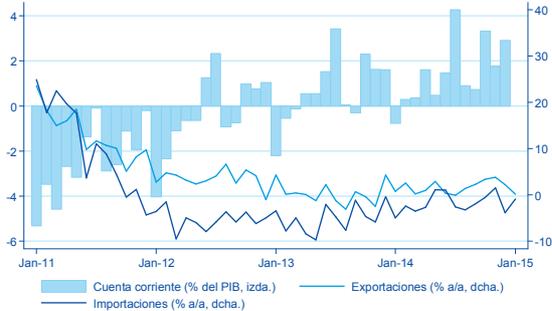
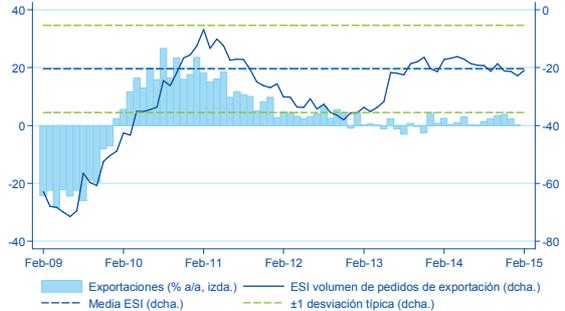


Gráfico 44
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



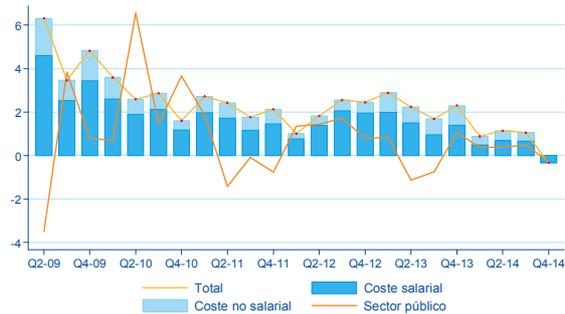
Mercado de trabajo: el desempleo crece ligeramente y caen los costes laborales

La tasa de desempleo se incrementa una décima en febrero, pero está por debajo de 1T14. Los costes laborales caen un -0,2 a/a en 4T14 (tras 0,8% a/a), muy por debajo de la media europea (1% a/a).

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



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



Precios: la inflación armonizada se reduce en marzo por la fuerte moderación de la de los servicios

La inflación de marzo cae una décima hasta el 0% a/a, ya que la moderación en la caída de los precios de la energía fue más que compensada por la moderación de la inflación subyacente (-0,3pp hasta el 0,6% a/a) originada por el menor crecimiento de los precios de los servicios.

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

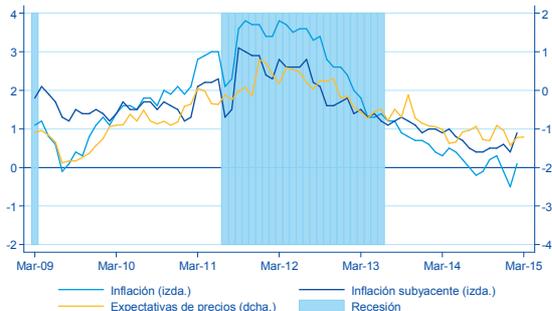
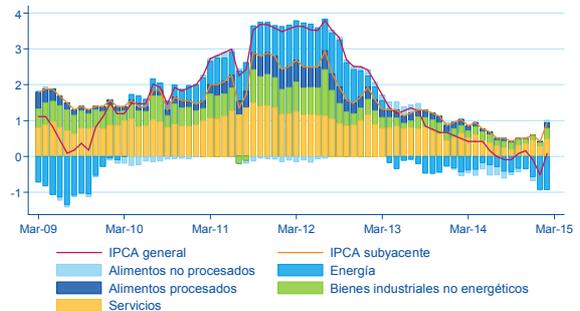


Gráfico 48
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

España

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se acelera en 1T15 (+0,9% tras +0.7% t/t)

En 4T14 volvió a destacar el sólido avance tanto del consumo de los hogares (0,9% t/t) como de la inversión en maquinaria y equipo (1,8% t/t). Se asistió a un estancamiento de las exportaciones (0,0% t/t); y una retracción moderada de las importaciones (-0,6% t/t).

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

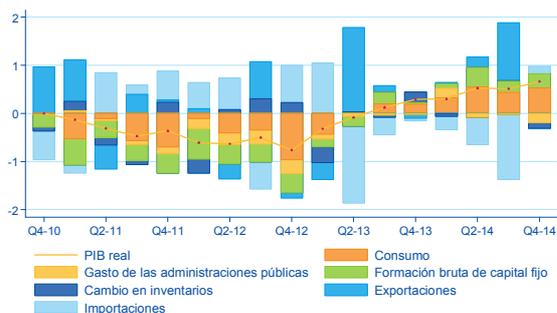
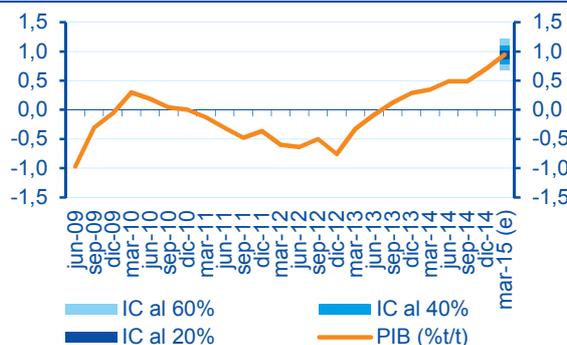


Gráfico 50
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: perspectivas favorables en el primer trimestre

Los agentes económicos continúan mostrándose optimistas al arranque de 2015: tanto la confianza del consumidor como la confianza industrial se mantienen en cotas superiores a sus promedios previos a la crisis.

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



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



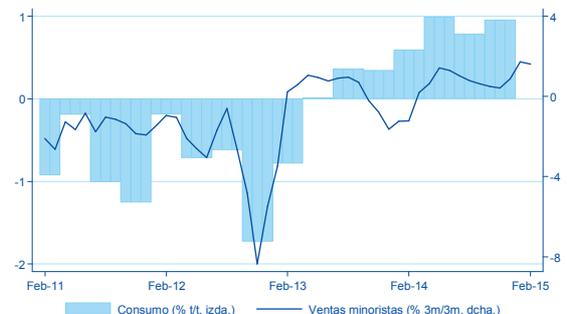
Actividad: mejora la actividad a principios de 2015

La actividad en la industria evolucionó positivamente en febrero (0,7% m/m) y mejora en 0,6% el promedio de 4T14 mientras que las ventas minoristas se reducen un 0,6% m/m pero crecen un 0,6% respecto a 4T14.

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: caen las exportaciones de bienes en enero

Las exportaciones de bienes caen con fuerza en enero, y se sitúan un 3,6% t/t por debajo del promedio de 4T14, que las importaciones registran un importante tanto en el mes como respecto al trimestre anterior (-3,1%).

Gráfico 55
Cuenta corriente (% del PIB)*

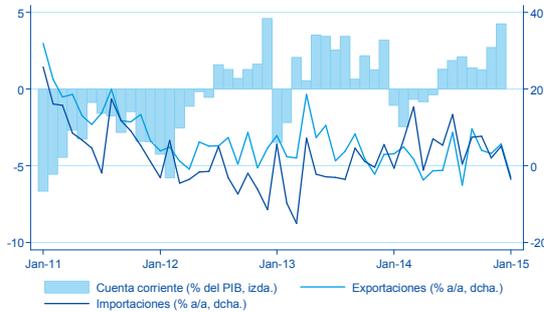
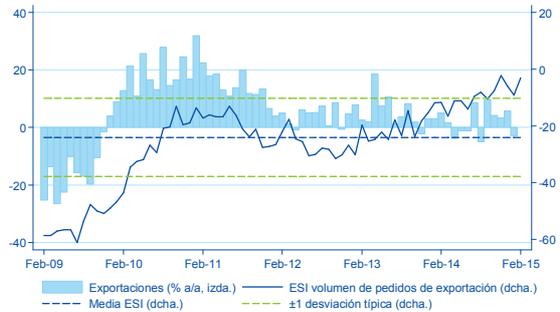


Gráfico 56
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: marzo cierra al alza un trimestre positivo

Tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y de la contratación, como la reducción del desempleo, se aceleraron en el conjunto del trimestre

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

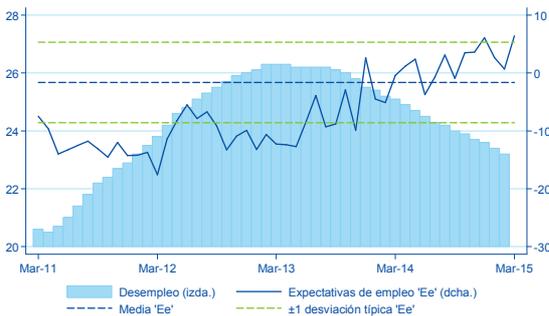


Gráfico 58
Crecimiento del empleo: N.A. y seguridad social (% t/t)*



Precios: la caída de los precios continúa atenuándose en marzo

La inflación general moderó el ritmo de caída en 0,4pp hasta situarse en el -0,7% a/a en marzo. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,2% a/a

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

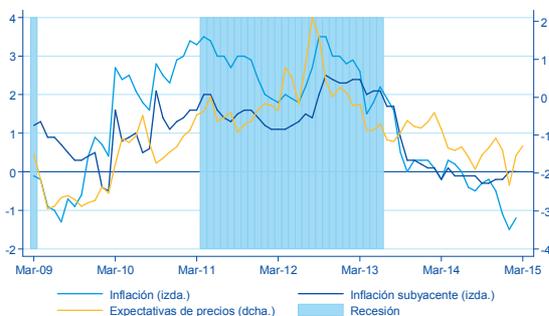
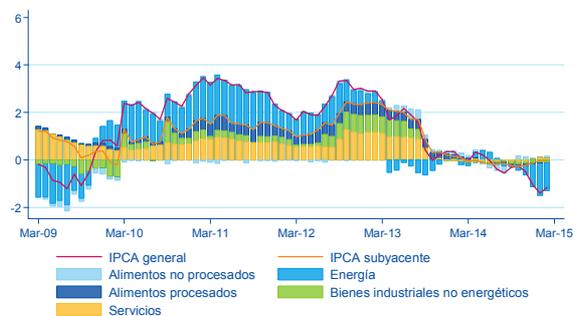


Gráfico 60
Inflación por componentes (contribución en %)*



* 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.