

BBVA | Research

Observatorio Económico Eurozona

ABRIL 2017



Eurozona: Un panorama más optimista, aún rodeado de riesgos (sobre todo políticos)

- **La confianza siguió aumentando** en los diferentes sectores y en los principales países **a principios de 2017 mientras el crecimiento parece consolidarse en 1T17**, impulsado fundamentalmente por la mejora de la demanda mundial y la debilidad del euro...
- ... no obstante, **los datos duros registrados en febrero como la producción industrial y el comercio minorista comenzaron a moderarse, aunque el comercio exterior muestra una clara mejoría.**
- Nuestro **modelo MICA-BBVA** de crecimiento a corto plazo estima un **crecimiento trimestral del PIB para la zona euro del 0,5% para 1T17.**
- **Las previsiones de crecimiento para el período 2017-18 se revisan ligeramente al alza, hasta el 1,7% (+0,1 pp.) en ambos años**, gracias a la mejora de la demanda mundial. Los principales factores impulsores del crecimiento permanecen sin cambios, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas fiscales no restrictivas en curso para el conjunto de la eurozona.
- **Alemania y España seguirán registrando un comportamiento mejor que el de Francia e Italia** en el período al que se refieren las previsiones, si bien se observa cierta tendencia a la convergencia.
- **Las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas.** Se espera que la inflación general aumente en 2017 (+0,2 pp. Hasta el 1,8%), aunque seguirá por debajo del 2% en 2018 (1,6%) a medida que la inflación de precios de la energía se desvanece. **La inflación subyacente continúa estable**, ligeramente por debajo del 1% y se espera que aumente gradualmente a cerca del 1,5% a finales del horizonte de pronóstico.
- Pese a la mejora del panorama tanto a escala mundial como europea, **los riesgos para el crecimiento siguen sesgados a la baja, debido fundamentalmente a problemas políticos internos (2017) y al ajuste pendiente de China** (a largo plazo).

Evolución económica: Aumento del optimismo, todavía por confirmar por los datos duros

ABRIL 2017

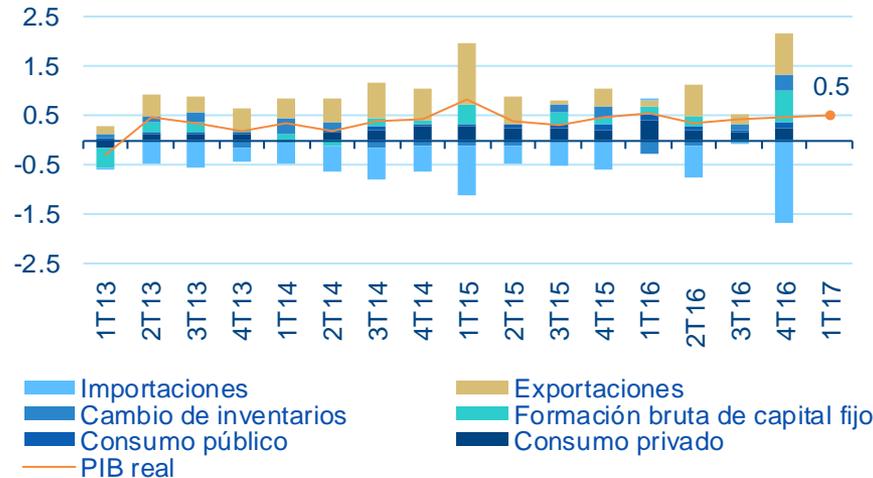


EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

El crecimiento del PIB en la EZ podría estar ganando impulso en 1T17...

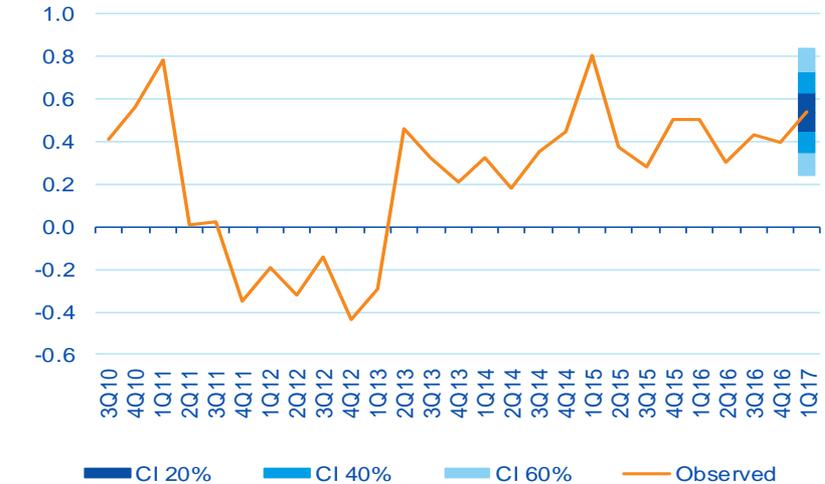
PIB, CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES

(% t/t, pp.)



PIB Y PREVISIONES MICA

(% t/t)



◆ **Crecimiento estable del PIB en el 4T16 (0,4% t/t).** El consumo continuó apoyando la recuperación. Más allá de la volatilidad, **la inversión sigue creciendo a un ritmo constante** desde principios de 2015, mientras las **exportaciones ganaron tracción.**

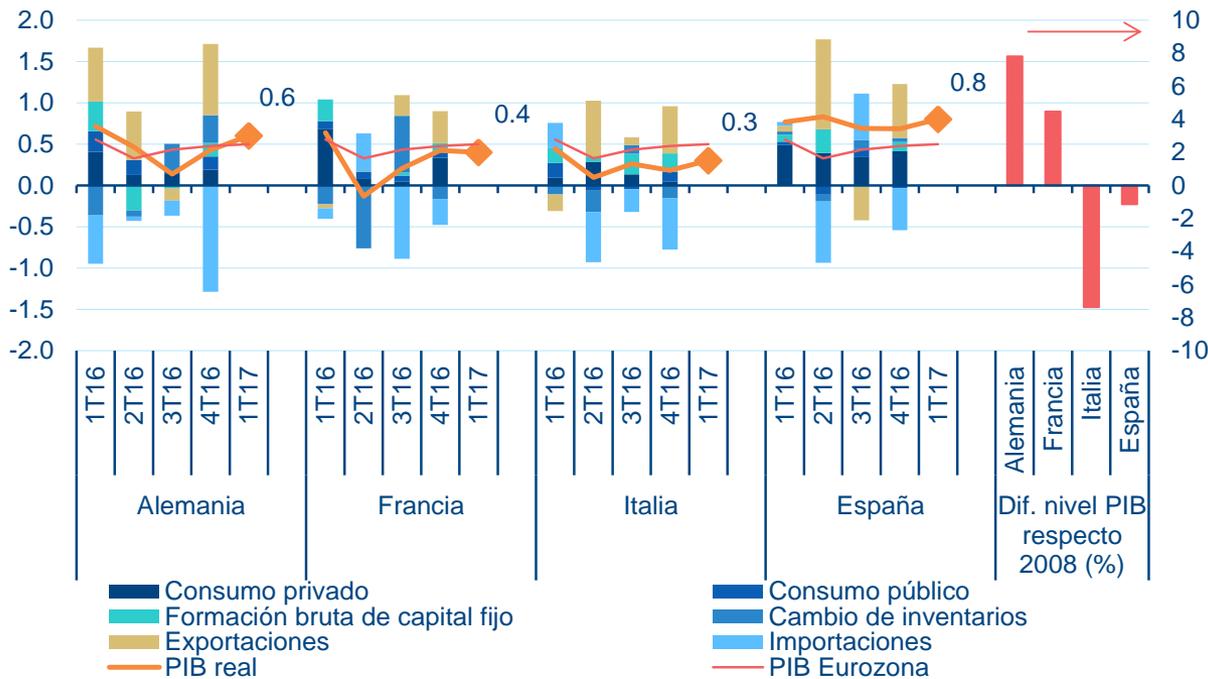
Los datos disponibles continúan sugiriendo que la **economía puede haber ganado impulso en el 1T17**, aunque esto todavía está por confirmar en los datos duros.

◆ Nuestro modelo MICA-BBVA sugiere un **crecimiento del PIB en torno al 0,5% t/t en el 1T17**, con una aportación positiva tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

... y en los diferentes países, sobre todo en Alemania y España

PIB, CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES (% t/t, pp.)



◆ Los datos correspondientes a **1T17** sugieren una **mayor aceleración del PIB** en los diferentes países...

◆ ... con unos datos particularmente sólidos en **España** (prev. BBVA: 0,8% tras 0,7% t/t), **y Alemania** (prev. BBVA: 0,6% tras 0,4% t/t), respaldado por la demanda interna y las exportaciones.

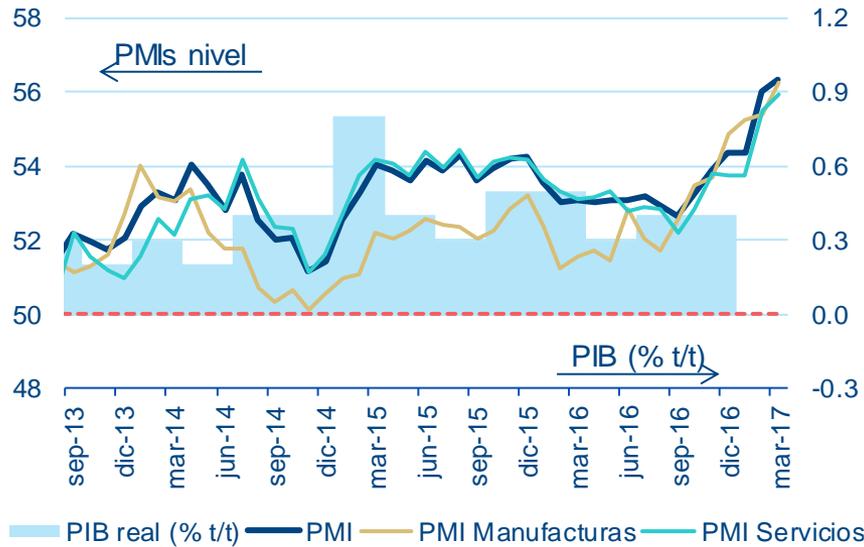
◆ **En Italia**, la recuperación parece seguir un **ritmo modesto** (prev. BBVA: 0,3% tras 0,2% t/t).

◆ **Francia sigue exhibiendo unas cifras estables de crecimiento del PIB** (prev. BBVA: 0,4% t/t), impulsadas por la demanda interna.

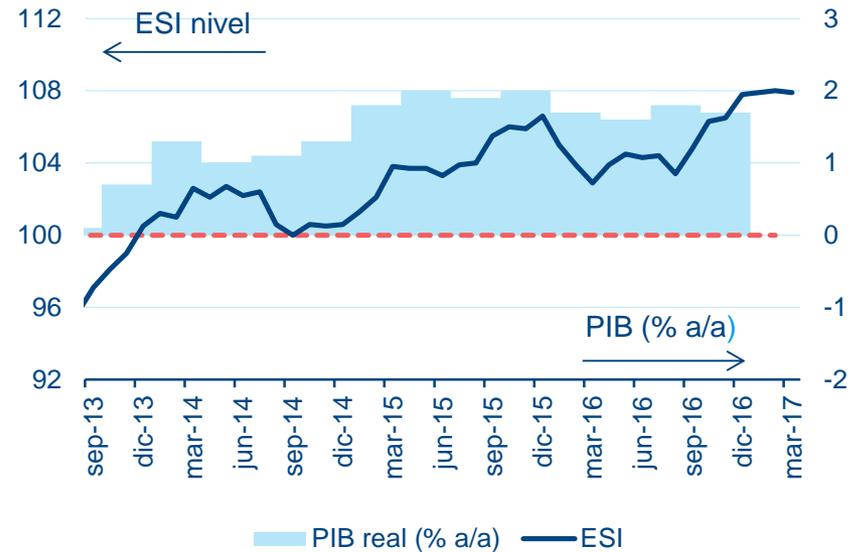
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Los niveles de confianza continuaron mejorando en el 1T17 en todos los sectores...

PMI Y PIB
(nivel, % t/t)



ESI Y PIB
(nivel, % a/a)



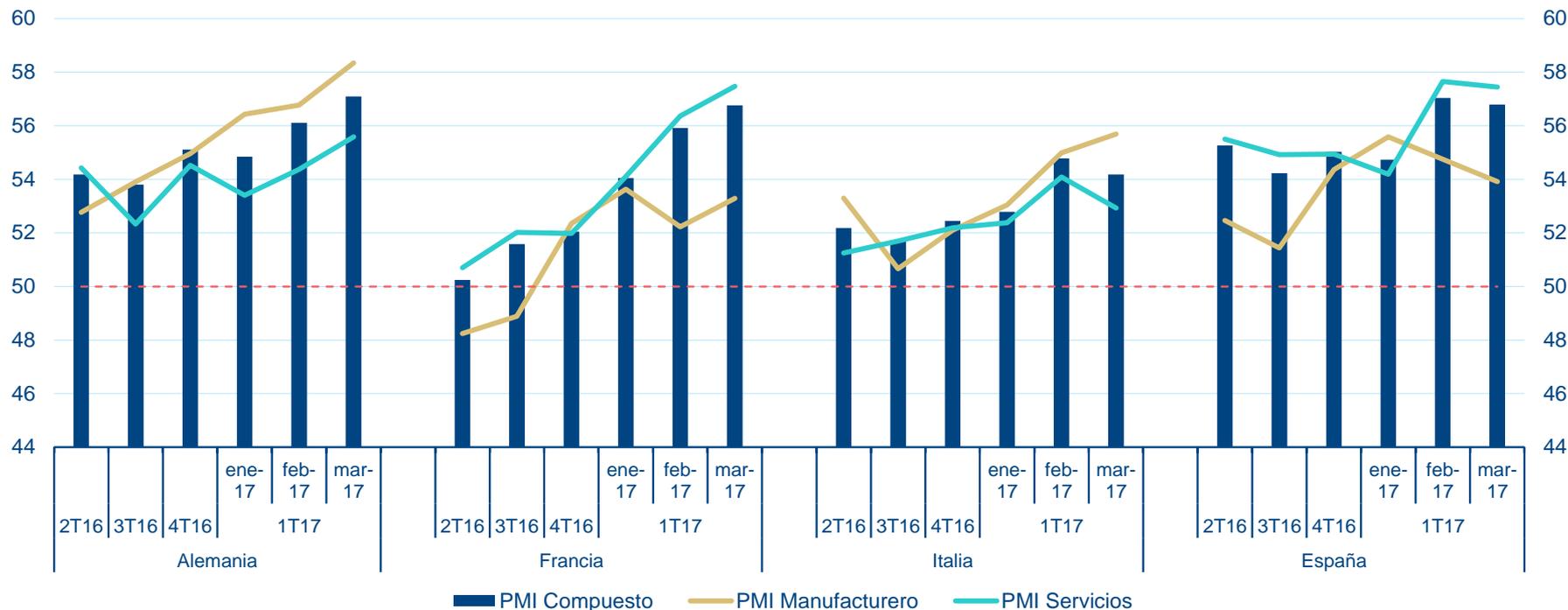
◆ Los datos de confianza **sorprendieron otra vez al alza en marzo**, sobre la base de una mejora de la confianza en los sectores manufacturero y de servicios.

◆ Los **diferentes acontecimientos políticos** no han afectado por ahora a la confianza, aunque persisten como riesgos latentes. Además, los indicadores de confianza de la **Comisión Europea** mostraron ciertas señales **de estabilización a lo largo de 1T17**.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

... y también en los diferentes países, en particular en Alemania y Francia

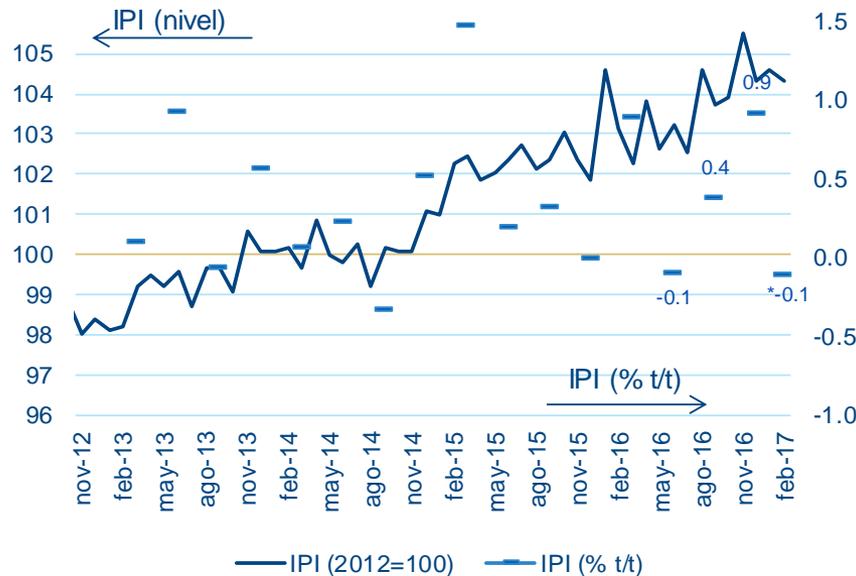
PMI
(Nivel)



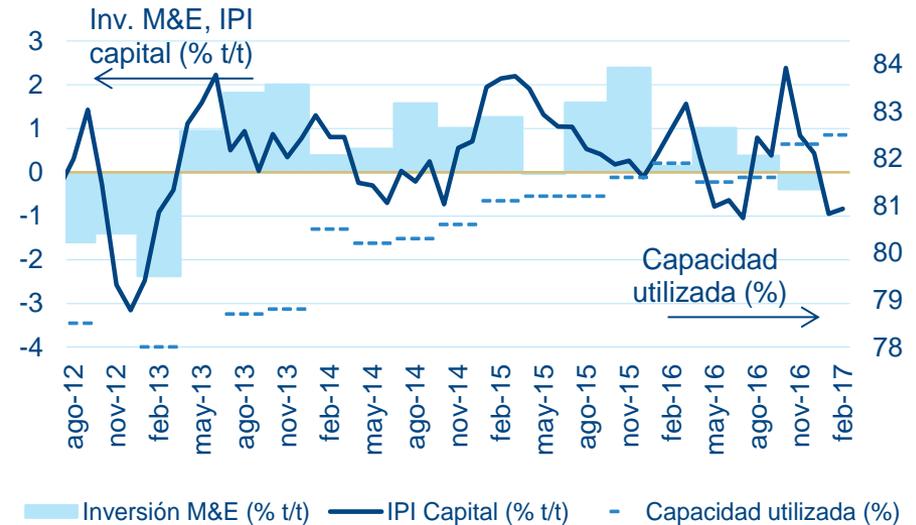
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

La producción industrial se modera, aunque sigue mostrando una tendencia positiva, especialmente en los bienes de consumo duraderos e intermedios...

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
(% t/t, pp.)



CAPITAL PI, INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPO, Y CAPACIDAD UTILIZADA
(% t/t, %)



◆ La producción industrial se aplanó en febrero con respecto a 4T16, como consecuencia de un acusado descenso de la producción de energía y de los bienes de consumo no duraderos...

◆ ... si bien la recuperación de la producción de los bienes de consumo duraderos, intermedios y los bienes de capital sigue su curso, lo que permite anticipar un panorama ligeramente favorable durante los próximos meses.

* 1T17 corresponde a los meses de enero y febrero en relación con los tres meses anteriores.

Fuente: Eurostat y BBVA Research

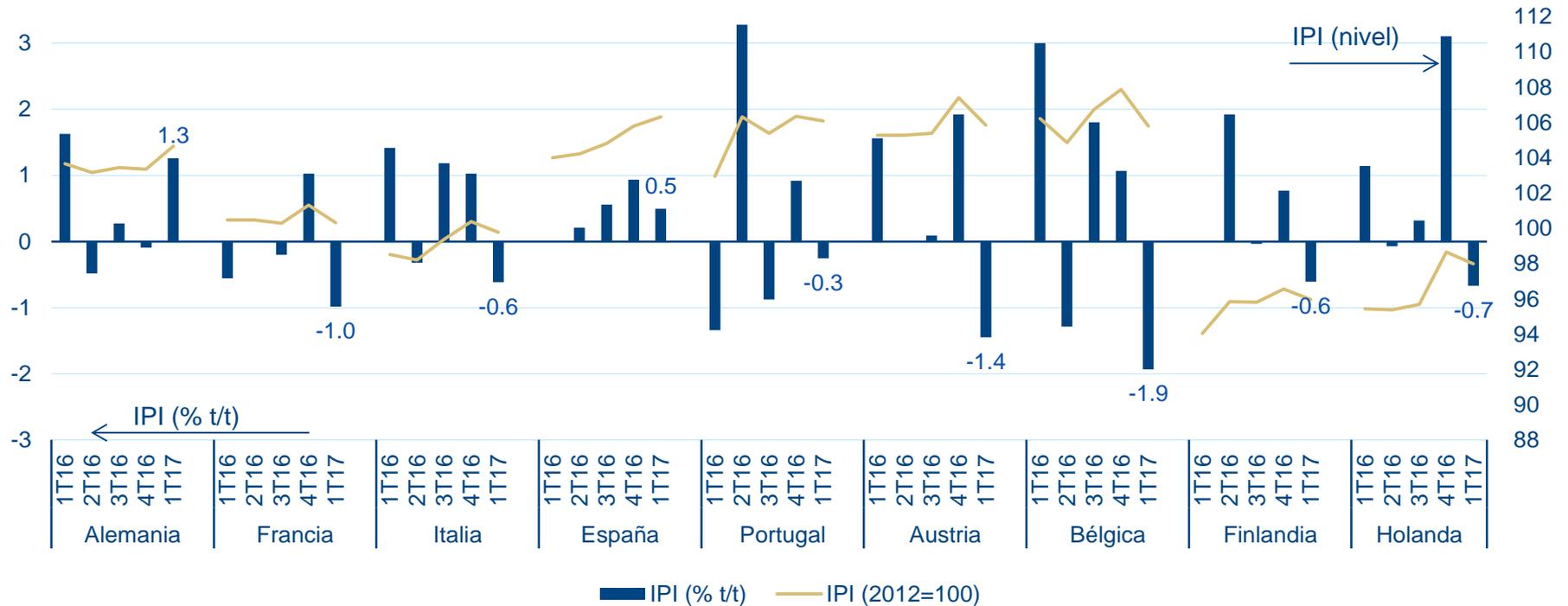
Fuente: Eurostat y BBVA Research

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

... con un comportamiento heterogéneo en los países. La producción industrial solo mejoró en Alemania y España en 1T17

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

(% t/t, pp.)*



* 1T17 corresponde a los meses de enero y febrero en relación con los tres meses anteriores.

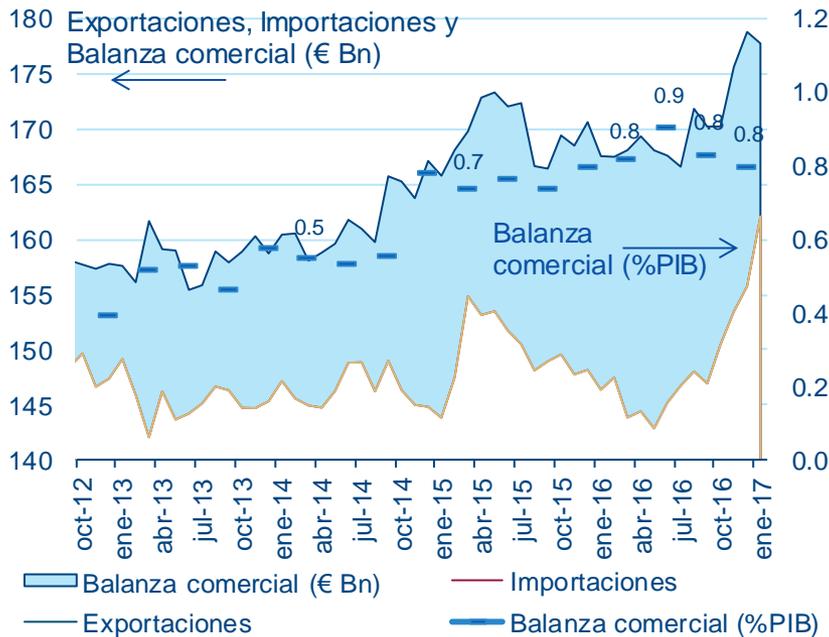
Fuente: Eurostat y BBVA Research

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Fuerte aumento de las importaciones, pero también de las exportaciones, respaldadas por la mejora de la demanda mundial

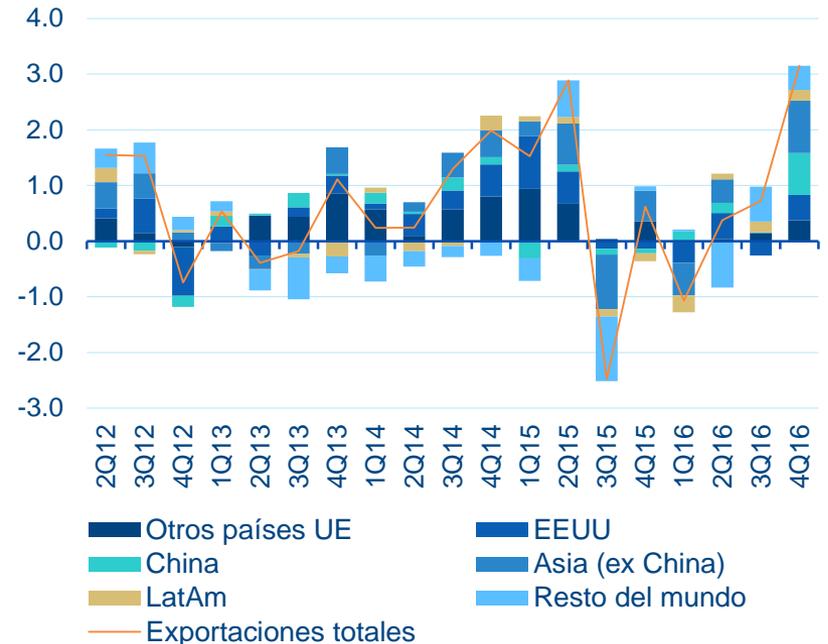
BALANZA COMERCIAL

(miles de millones de EUR, % PIB)



CONTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR DESTINO

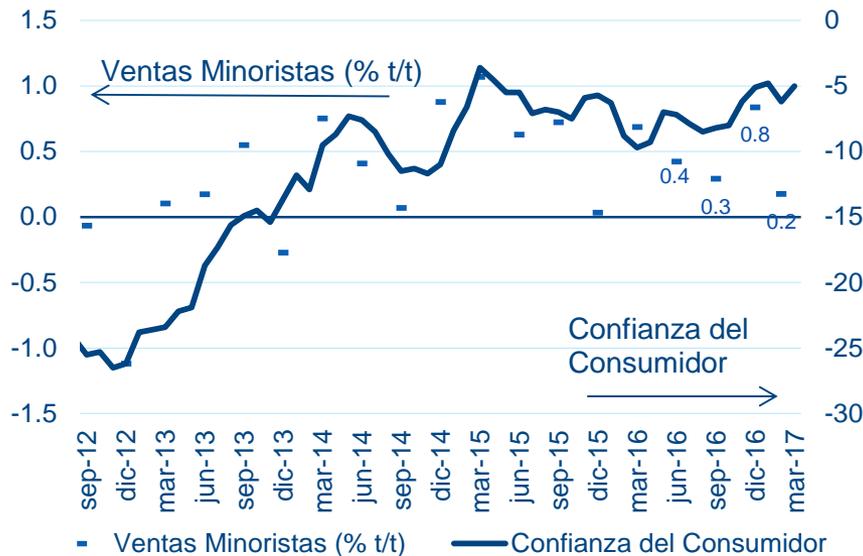
(% t/t, pp.)



EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

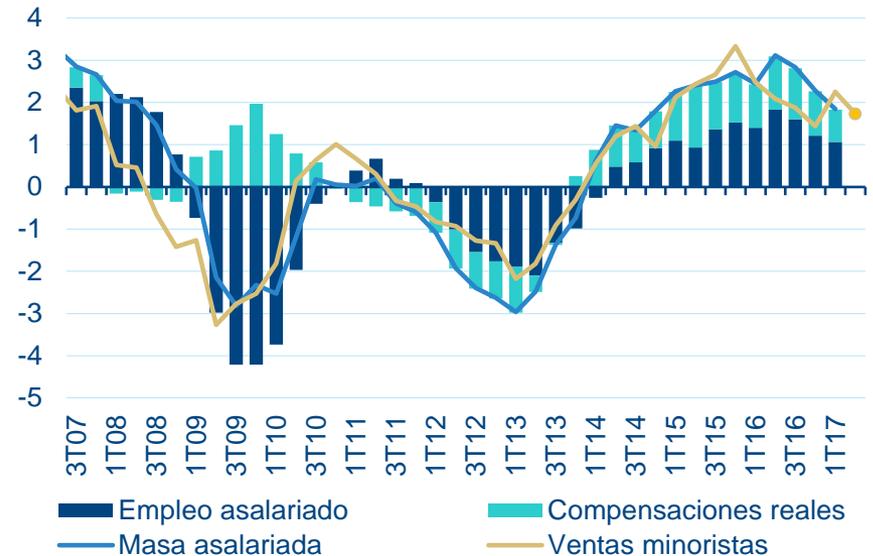
Se modera el crecimiento de las ventas minoristas en 1T17 a pesar de la resiliencia de la confianza del consumidor

VENTAS MINORISTAS Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
(% t/t, puntos)



◆ **Las ventas minoristas aumentaron un +0,7% m/m en febrero** tras un +0,1% m/m en enero; no obstante, experimentaron una desaceleración tras el rebote observado en el 4T16 (+0,8 tras +0,2% t/t)

VENTAS MINORISTAS Y MASA SALARIAL TOTAL
(% a/a)

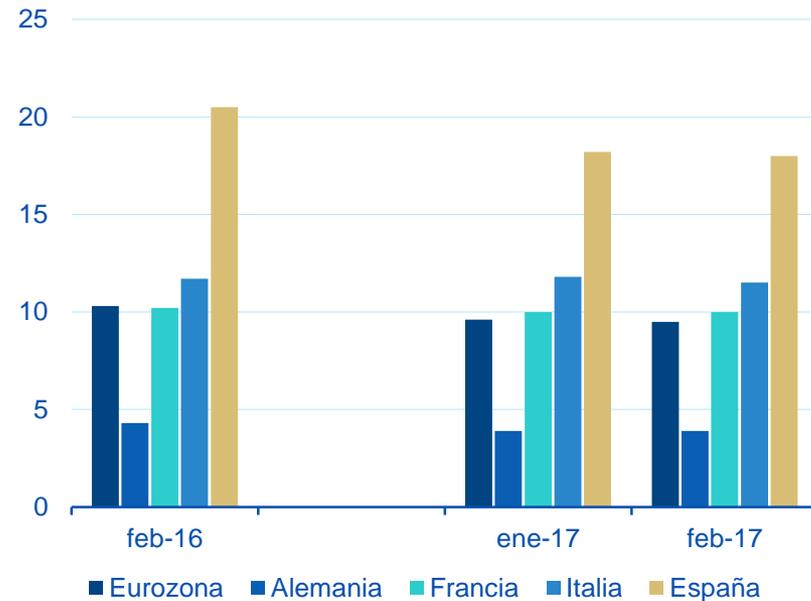


◆ **La confianza de los consumidores aumentó más de lo previsto en marzo**, lo que muestra la resistencia de esta variable ante los incipientes signos de deterioro de los salarios reales.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

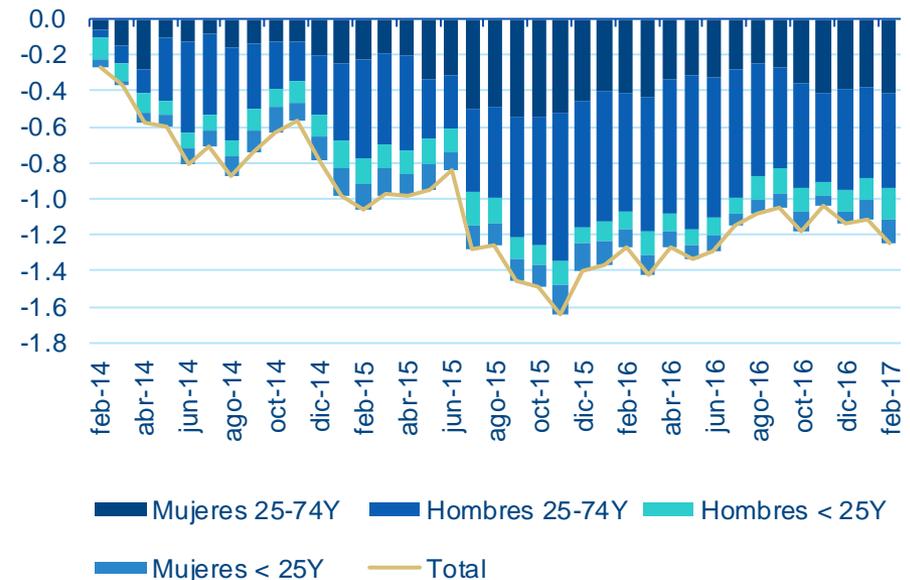
La tasa de desempleo volvió a caer a comienzos del año, aunque a un ritmo menor

TASA DE DESEMPLEO POR PAÍS (%)



◆ La tasa de desempleo alcanzó el 9,5% en febrero y sigue reduciéndose a un ritmo lento, impulsada principalmente por España e Italia.

VARIACIÓN ANUAL DEL DESEMPLEO POR GÉNERO Y EDAD (millones)

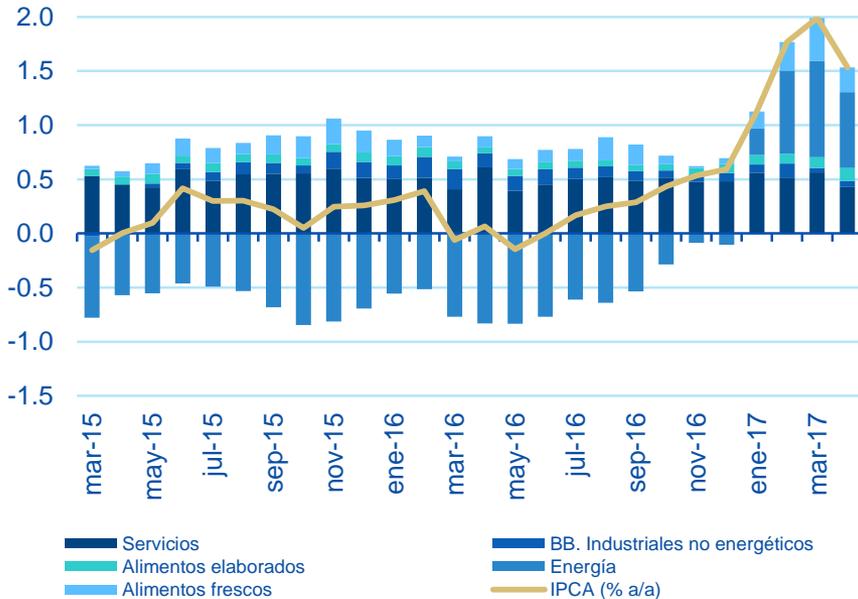


◆ Se observó una caída en el desempleo principalmente entre la población con experiencia.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

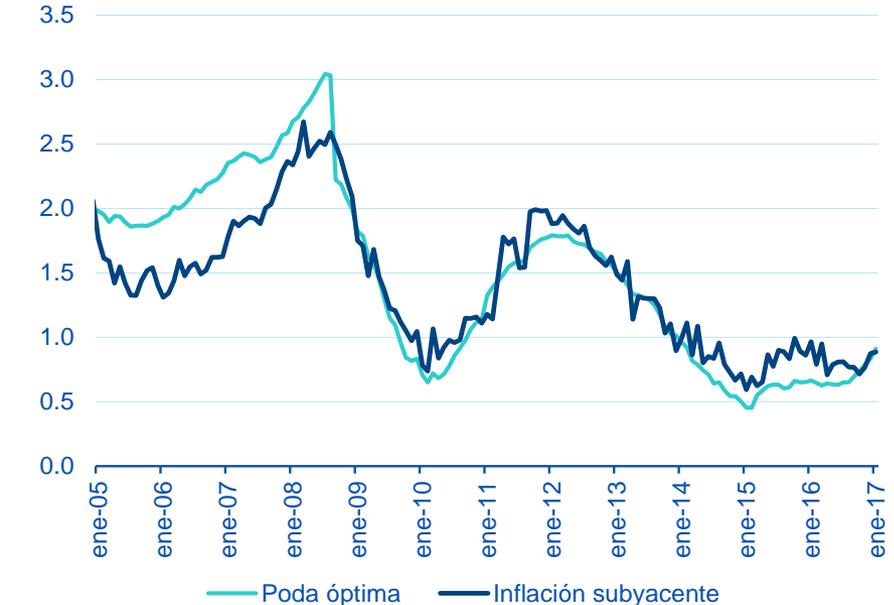
La inflación general y subyacente disminuyeron en marzo, debido a los componentes más volátiles y al efecto calendario sobre los precios de los servicios

INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES
(% a/a, pp.)



◆ **La inflación armonizada se redujo 0,5 pp. hasta el 1,5% a/a** (feb: 2,0%) en marzo, debido a los menores incrementos de los precios tanto de la energía (7,3% a/a tras un 9,3% en febrero) como de los alimentos frescos (3% tras 5,3%).

INFLACIÓN Y MEDIA AJUSTADA
(% a/a)



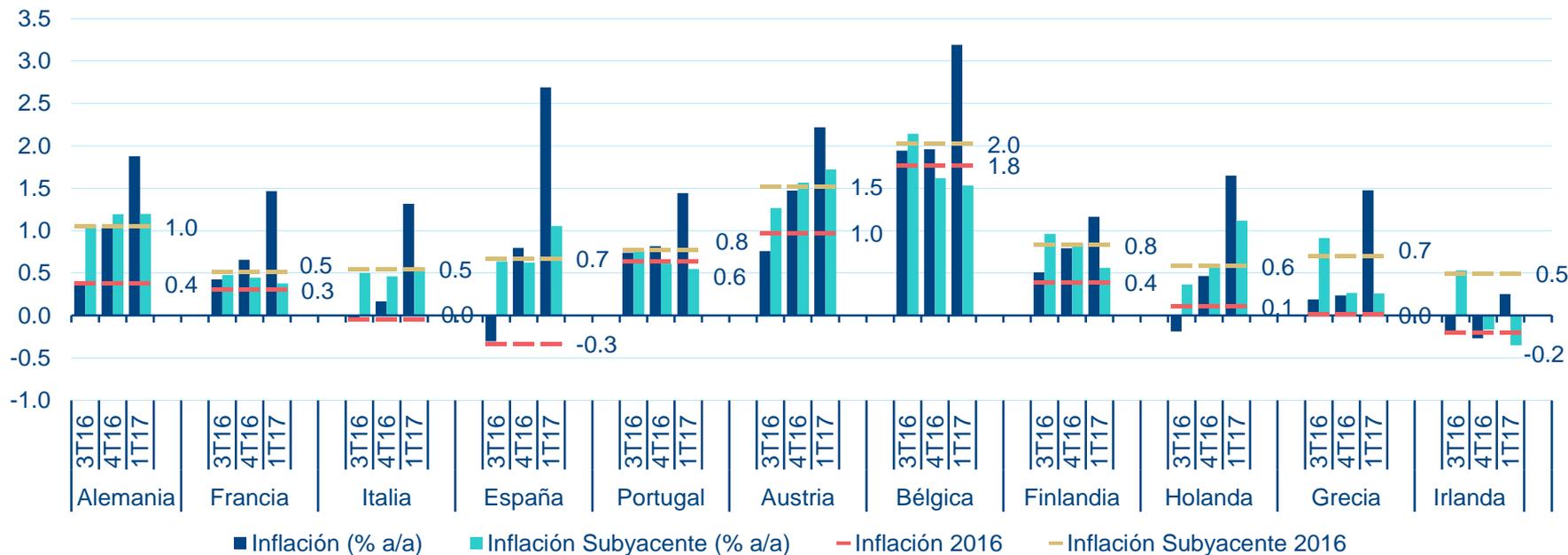
◆ Sin embargo, también influyó la moderación de la **inflación subyacente (0,7% tras 0,9% a/a)** debido a factores estacionales.

◆ No obstante, se espera que **tanto la inflación general como subyacente vuelvan a aumentar el próximo mes.**

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Más allá de la volatilidad en los últimos meses y de los efectos base de la energía, la inflación subyacente permanece moderada en todos los países

INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE
(% a/a)



◆ Por países, **el IPCA se moderó en todos los principales países** en marzo, salvo en **Francia**, donde la inflación permaneció estable en una tasa del 1,4% interanual: **Alemania** (1,5% tras 2,2% a/a), **Italia** (1,3% tras 1,6% a/a) y **España** (2,1% tras 3,0% a/a).

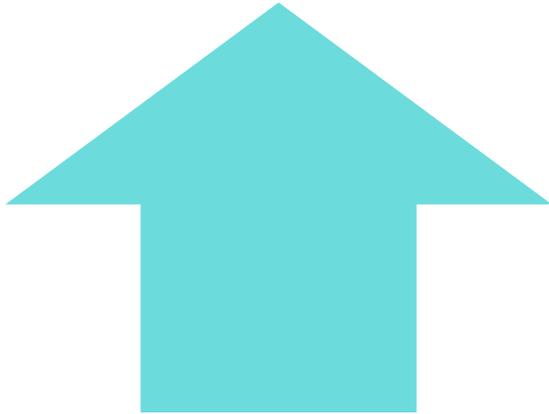
Previsiones actualizadas: Un panorama más optimista, aunque aún rodeado de riesgos (principalmente políticos)

ABRIL 2017



PREVISIONES ACTUALIZADAS

Motores de crecimiento para la Eurozona

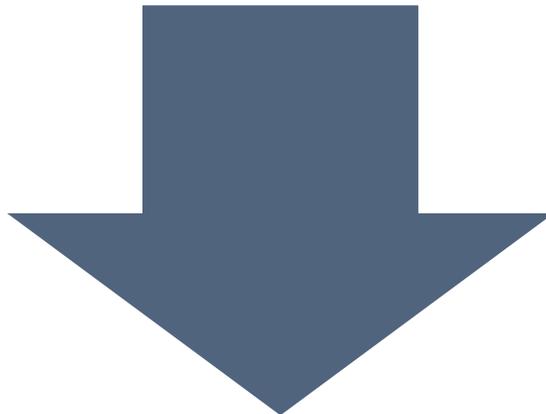


Mejora progresiva de la demanda mundial junto con un euro más débil

La recuperación industrial sigue su curso, con signos subyacentes positivos en proceso de consolidación. Un panorama algo más propicio para la inversión

Políticas económicas favorables: orientación acomodaticia de la política monetaria y políticas fiscales no restrictivas

Capacidad de resistencia de la confianza y de los motores domésticos a pesar de la elevada incertidumbre (política)



El encarecimiento de las materias primas está impulsando la inflación , añadiendo presión sobre los tipos de interés y el consumo privado

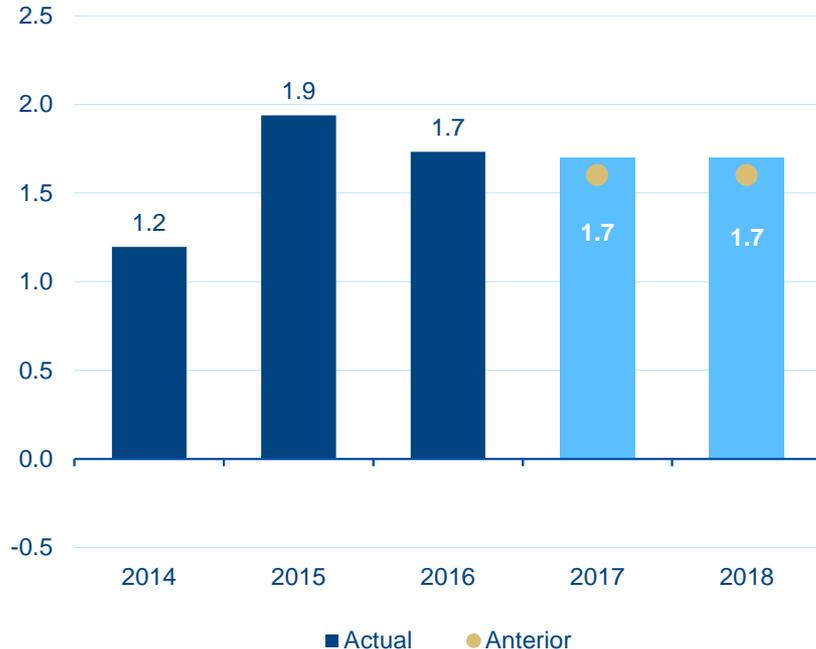
Persisten riesgos políticos en muchos países de la región (varias elecciones en los próximos meses)

Problemas no resueltos (Grecia, Italia...)

Brexit duro

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Eurozona: ligera revisión al alza del crecimiento del PIB en 2017-18 pese a la frenética agenda política

CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIÓN (%)


◆ **La demanda interna debería moderarse aunque continuará siendo el principal motor de crecimiento**, gracias a la política monetaria acomodaticia y, en menor medida, a la política fiscal

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (% a/a, % PIB)

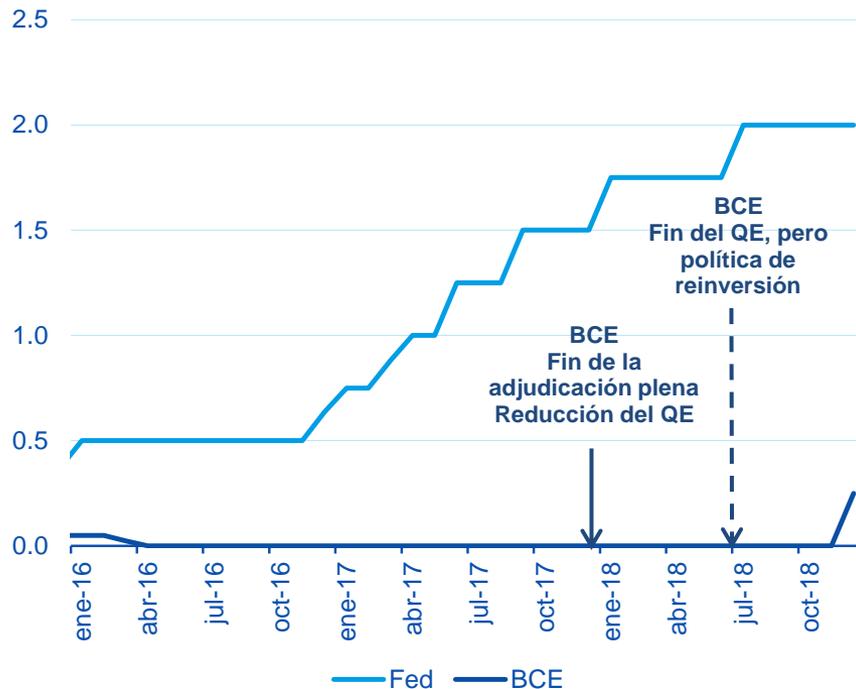
	2015	2016	2017 (p)	2018(p)
PIB real	1,9	1,7	1,7	1,7
Consumo privado	1,8	1,9	1,4	1,4
Consumo público	1,3	1,8	1,2	1,0
Inversión	3,0	2,5	2,5	3,0
Demanda interna (en pp.)	1,7	1,9	1,6	1,5
Exportaciones	6,3	2,7	3,9	3,5
Importaciones	6,3	3,4	4,0	3,6
Exportaciones netas (en pp.)	0,2	-0,2	0,1	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,3	3,0	2,9
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
IPCA (promedio % a/a)	0,0	0,2	1,8	1,6

◆ **La mayor contribución del sector exterior está detrás del panorama más positivo de cara a 2017-18**

PREVISIONES ACTUALIZADAS

El BCE empieza a discutir la estrategia de salida, aunque con enorme cautela, lo que contrasta con el proceso de normalización de la Reserva Federal

TIPOS DE INTERÉS DE LA RESERVA FEDERAL Y DEL BCE (p.b.)



◆ Los cambios de orientación de la política monetaria del BCE parecen ser prematuros

- Es preciso vigilar de cerca la evolución de la inflación subyacente, aunque por el momento las presiones deberían permanecer moderadas
- Es probable que se empiece a hablar de **reducción gradual de los estímulos** en verano, aunque la **estrategia de comunicación será fundamental**
- Seguimos esperando **el final del programa de EC a mediados de 2018**, con una ralentización de las compras a principios de 2018 y **un primer aumento de tipos para diciembre de 2018**

◆ **La Reserva Federal** ha elevado los tipos de interés (más de lo esperado), aunque su enfoque progresivo no ha cambiado

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Los bancos centrales se mueven hacia la normalización: ¿Dónde estamos?

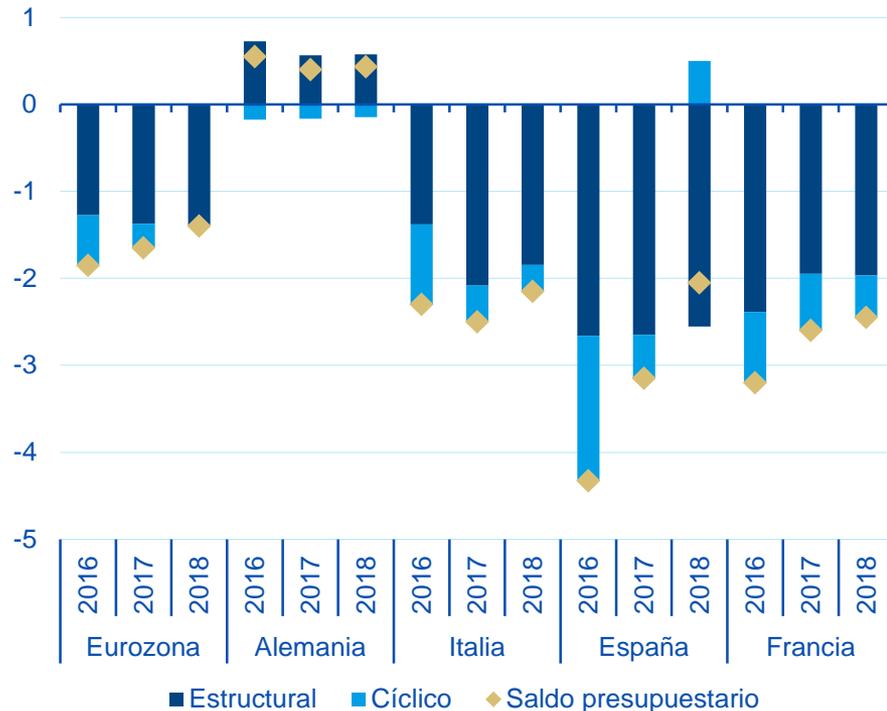


Estrategia de comunicación clave para una transición fluida
(experiencia adquirida con el “*taper tantrum*”)

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Políticas fiscales no restrictivas en la eurozona, aunque con heterogeneidad entre los países

BALANZA FISCAL: ESTRUCTURAL Y CÍCLICO (% PIB)



- ◆ **La mejora de las balanzas fiscales para 2017-2018 estaría impulsada fundamentalmente por la recuperación cíclica**
- ◆ **Política fiscal ligeramente expansiva en el conjunto de la eurozona, Alemania e Italia en 2017**
- ◆ **Política fiscal neutral en España**
- ◆ **Francia es la excepción: cerca de la mitad de la consolidación fiscal planificada para este año sería el resultado de medidas discrecionales que representan en torno a 0,3 pp. del PIB**

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Alemania: mejora la demanda externa contrarrestando en cierta medida la moderación del consumo registrada en 2017

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,5	1,8	1,7	1,6
Consumo privado	1,9	1,8	1,4	1,3
Consumo público	2,8	4,0	2,3	1,5
Inversión	1,1	2,1	2,0	2,6
Demanda interna (en pp.)	1,3	2,1	1,6	1,6
Exportaciones	4,6	2,4	3,5	3,2
Importaciones	5,0	3,6	3,9	3,7
Exportaciones netas (en pp.)	0,1	-0,3	0,1	0,0
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	8,3	8,5	7,6	7,0
Saldo presupuestario (% PIB)	0,7	0,6	0,4	0,4
IPCA (promedio % a/a)	0,1	0,4	2,0	1,7

- ◆ **Previsión de crecimiento del PIB revisada ligeramente al alza, del 1,6% al 1,7% para este año**, gracias a la contribución positiva del sector exterior neto
- ◆ La mayor inflación, sumada a los incipientes signos de presión sobre los salarios, debería traducirse en una **moderación del consumo privado en 2017...**
- ◆ ...aunque **se espera una mayor moderación del gasto público** después de un año en el que se registró un aumento puntual del gasto vinculado a la inmigración
- ◆ **Este año la inversión seguirá en niveles modestos** debido a la incertidumbre política

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Francia: capacidad de resistencia algo superior a la esperada, pero persiste una elevada incertidumbre

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,2	1,1	1,4	1,5
Consumo privado	1,5	1,8	1,5	1,5
Consumo público	1,4	1,5	1,3	1,1
Inversión	0,9	2,7	2,1	2,3
Demanda interna (en pp.)	1,5	2,0	1,6	1,6
Exportaciones	6,0	1,1	3,6	3,5
Importaciones	6,4	3,7	3,9	3,2
Exportaciones netas (en pp.)	-0,3	-0,9	-0,2	0,0
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,2	-0,9	-1,3	-1,0
Saldo presupuestario (% PIB)	-3,5	-3,2	-2,6	-2,5
IPCA (promedio % a/a)	0,1	0,3	1,5	1,4

- ◆ **Crecimiento del PIB en 2017 revisado ligeramente al alza**, del 1,3% al 1,4% gracias a los mejores datos entrantes, pese a la incertidumbre política derivada de unas elecciones altamente polarizadas

- ◆ **Se espera una cierta desaceleración del consumo privado** en respuesta al aumento de la inflación y a la disminución de los niveles de confianza

- ◆ **Las medidas fiscales restrictivas** adoptadas en 2017 deberían lastrar el gasto público

- ◆ **La recuperación de las exportaciones se consolida**, respaldada por la mejoría de la demanda mundial. Las exportaciones netas drenarán menos crecimiento y respaldarán las inversiones en esos sectores

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Italia: las vulnerabilidades políticas y financieras siguen siendo un obstáculo para una recuperación más rápida

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	0,7	1,0	1,0	1,2
Consumo privado	1,6	1,3	0,9	1,0
Consumo público	-0,7	0,6	0,1	0,4
Inversión	1,4	3,1	3,0	2,6
Demanda interna (en pp.)	1,2	1,1	1,0	1,1
Exportaciones	4,1	2,6	3,7	3,2
Importaciones	6,7	3,1	3,9	2,9
Exportaciones netas (en pp.)	-0,5	-0,1	0,0	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,6	2,6	2,4
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,6	-2,3	-2,5	-2,2
IPCA (promedio % a/a)	0,1	-0,1	1,6	1,4

- ◆ **La incertidumbre política y la vulnerabilidad del sector financiero** continúan frenando la recuperación
- ◆ **En términos globales, el consumo debería moderarse** debido al aumento de la inflación, aunque este efecto debería verse compensado en parte mediante las políticas de fomento del empleo
- ◆ **Las exportaciones se beneficiarán** de la mejora de la demanda mundial ...
- ◆ ... lo que debería generar **un importante crecimiento de la inversión**

PREVISIONES ACTUALIZADAS

España: factores cíclicos sustentan una desaceleración más suave de lo esperado

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	3,2	3,2	3,0	2,7
Consumo privado	2,9	3,2	2,5	2,4
Consumo público	2,0	0,8	1,0	2,0
Inversión	6,0	3,1	3,3	4,5
Demanda interna (en p.p.)	3,3	2,8	2,3	2,6
Exportaciones	4,9	4,4	5,8	5,0
Importaciones	5,6	3,3	4,2	5,2
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,1	0,4	0,7	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,4	1,9	1,8	1,5
Saldo presupuestario (% PIB)	-5,0	-4,3	-3,1	-2,1
IPCA (media % a/a)	-0,5	-0,2	2,1	1,9

◆ **Una revisión al alza del crecimiento del PIB** hasta situar la previsión en un 3,0% para 2017 (frente al 2,7% inicial) debido a los datos positivos que se van recibiendo del sector exterior, el empleo y las señales de recuperación en el sector residencial...

◆ ... aunque **la demanda interna continúa desacelerándose** a causa del consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipo

◆ **La política fiscal pasará a ser neutral** en 2017-2018

◆ **Las exportaciones se siguen recuperando** a pesar del Brexit

BBVA | Research

Observatorio Económico Eurozona

ABRIL 2017



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.