

BBVA | Research

Observatorio Económico Eurozona

Julio 2017



Eurozona: Revisión al alza del PIB para una recuperación generalizada

- ◆ **Los datos de actividad siguen la mejora de las confianzas.** Se fortalece **recuperación industrial** en 2T17 mientras **las ventas minoristas siguen creciendo** apoyadas en la mejora del empleo y el alto nivel de confianza.
- ◆ **El comercio exterior continúa fuerte**, beneficiándose de la sólida demanda global del 1S17.
- ◆ Nuestro **modelo MICA-BBVA sugiere una nueva aceleración del crecimiento en 2T17** (en torno al 0,7% t/t), pero seguimos cautos sobre la sostenibilidad de este fuerte crecimiento, superior al potencial.
- ◆ **Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2017** (en 0,3 pp hasta el 2,0%), en base a unos datos mejores de lo previsto y una recuperación más generalizada, con cierto sesgo al alza en el corto plazo. **De cara a 2018, se espera cierta moderación** y se mantiene la previsión anterior (1,7%).
- ◆ El mayor **crecimiento del PIB es un fenómeno generalizado en toda la región**, con revisiones al alza significativas en Italia, España y Alemania, respaldadas por unas mayores exportaciones e inversión.
- ◆ La reducción de los precios del petróleo y la fortaleza del euro nos llevan a revisar ligeramente a la baja las previsiones de inflación, al tiempo que **esperamos que la inflación subyacente experimente un aumento muy gradual** en 2017-2018.
- ◆ **La política fiscal y monetaria continuarán favorables en los próximos trimestres**, aunque se espera cierta normalización por parte del BCE en el horizonte de previsión. Seguimos viendo que el **QE finalice a mediados de 2018** y que **a finales del próximo año se produzca el primer aumento de tipos**.
- ◆ **El riesgo político ha disminuido**, aunque el ciclo electoral y el Brexit siguen siendo motivo de cierta preocupación. Continúan existiendo riesgos globales (de tipo geopolítico, desequilibrios en China).

Evolución económica: El impulso económico se estabiliza en 2T17 en niveles altos

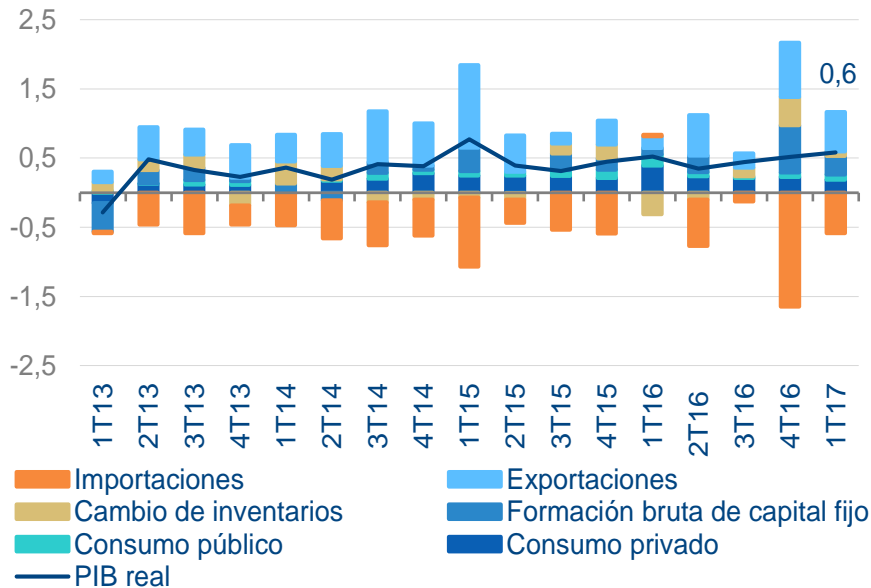
JULIO 2017



El crecimiento económico en la zona podría estabilizarse en niveles altos en 2T17

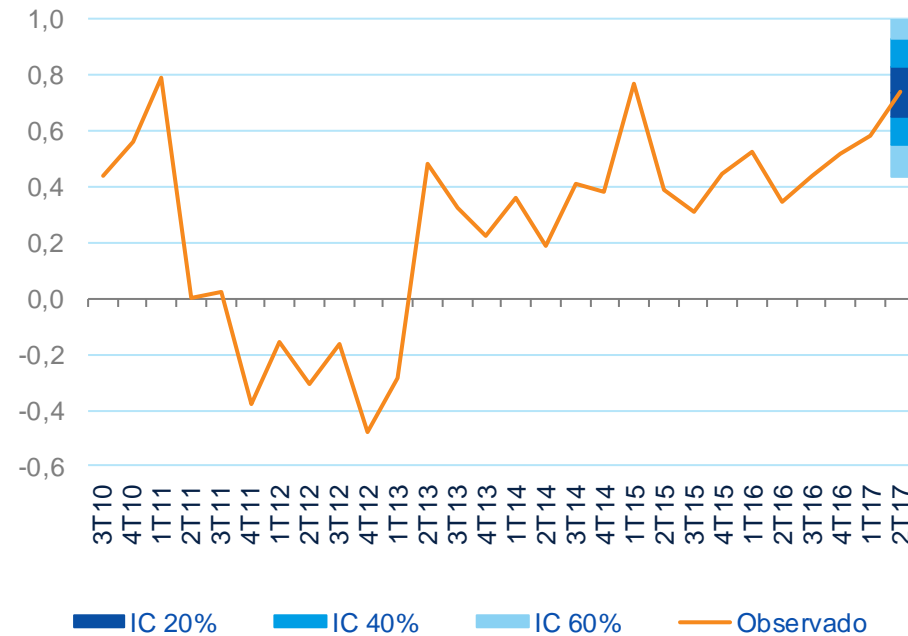
PIB, contribución por componentes

(% t/t, p.p.)



PIB y previsiones MICA

(% t/t)



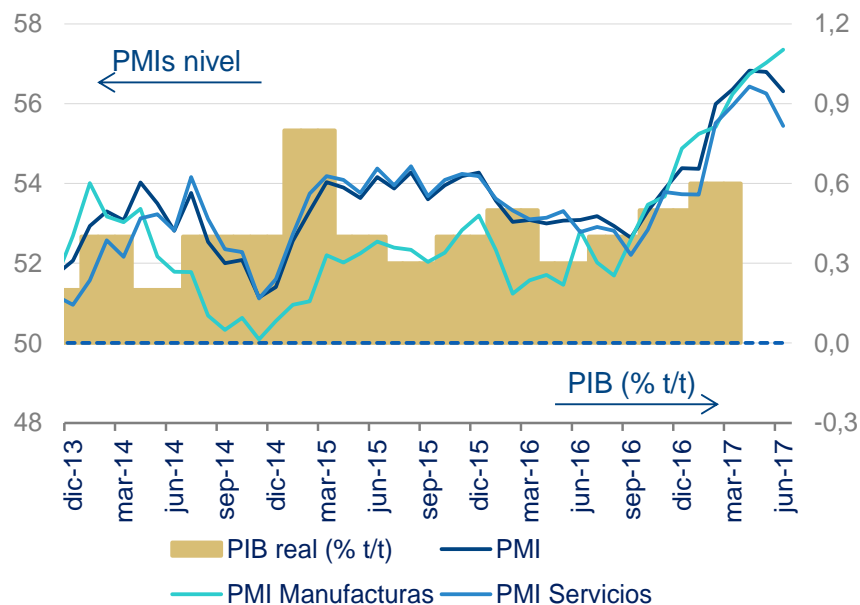
Fuente: Eurostat y BBVA Research

- El PIB creció un +0,6% t/t en 1Q17
- La inversión sigue siendo el principal motor del crecimiento
- El crecimiento de las exportaciones sigue apoyándose en la mejora de la demanda externa
- Se espera que el consumo se suavice debido al aumento de la inflación
- Nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB cercano al 0,7% en 2T17

Los indicadores de confianza siguen fuertes en 2T17, pese a la cierta moderación de los PMI de servicios

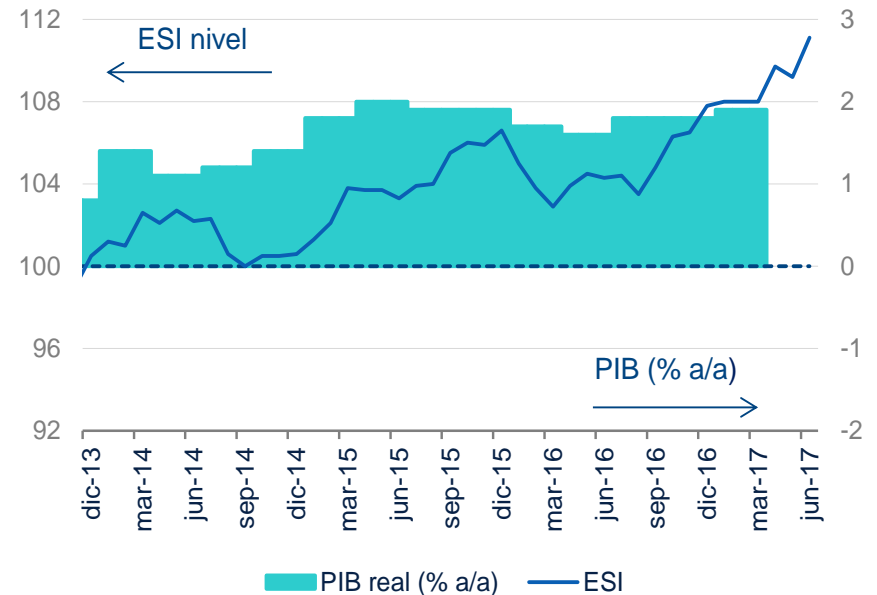
PMI y PIB

(nivel, % t/t)



ESI y PIB

(nivel, % a/a)



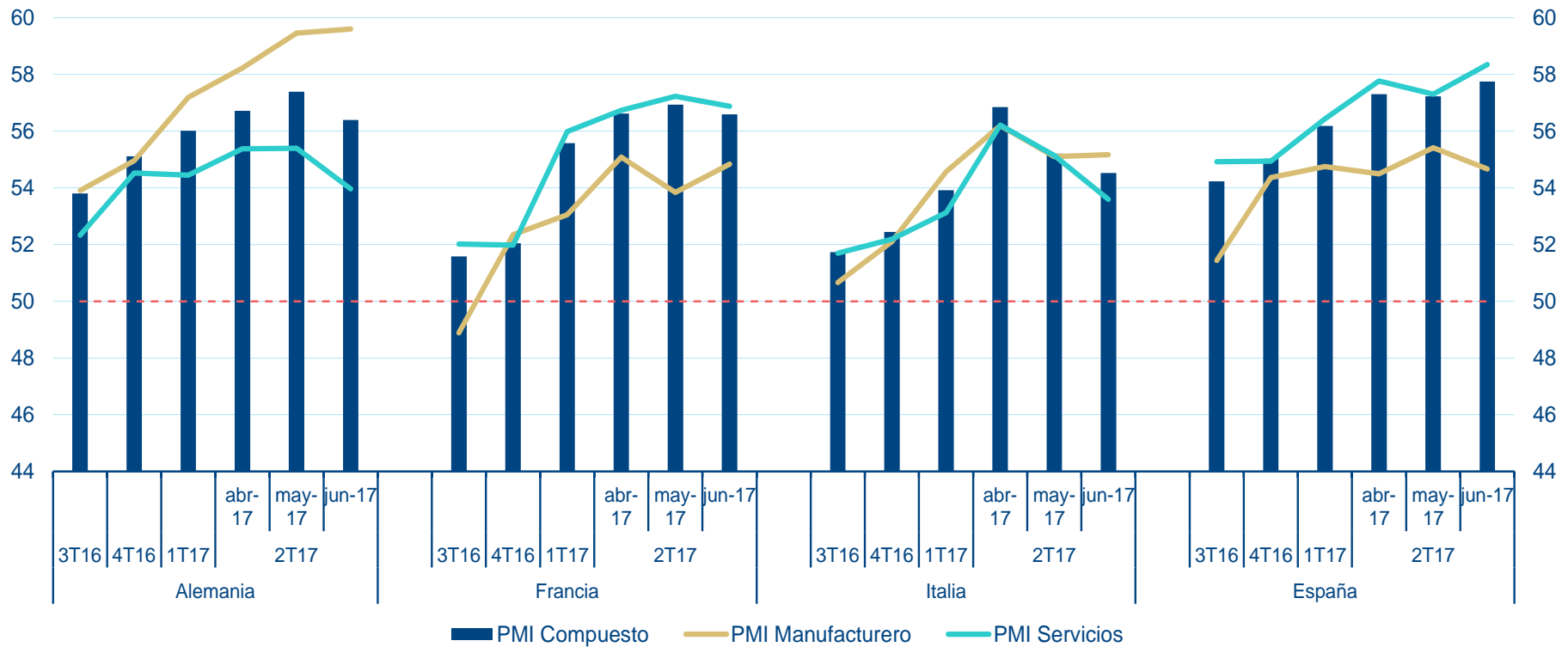
Fuente: Eurostat y BBVA Research

- Los índices de confianza muestran continuas ganancias en 2T17, más optimista en manufacturas y cierta moderación en servicios
- La mejora de la percepción sobre la situación económica (ESI) fue muy generalizada en junio y siguió su tendencia positiva hacia los niveles máximos después de la crisis

Alemania, España y Francia lideran el tono positivo, aunque las cifras comienzan a estabilizarse

PMI

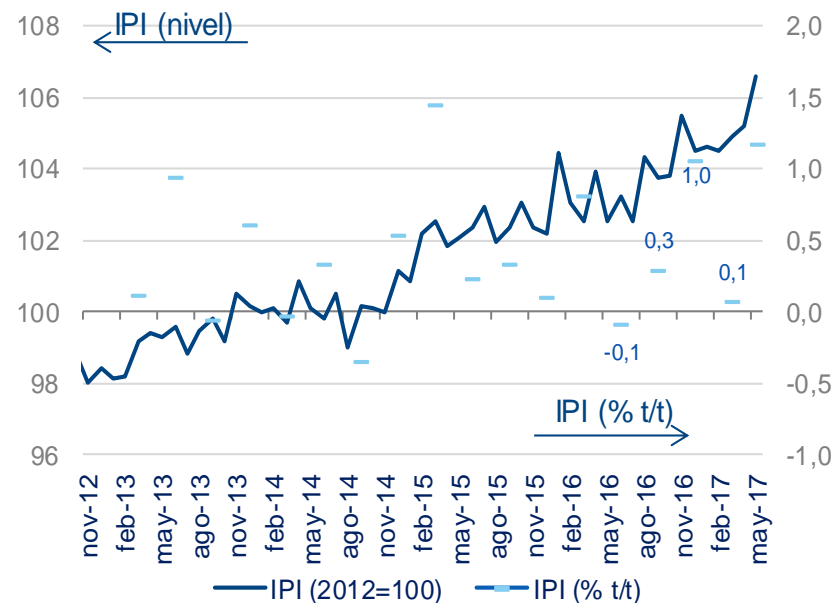
(Nivel)



La recuperación de la producción industrial se fortalece a lo largo del 2T17

Producción industrial

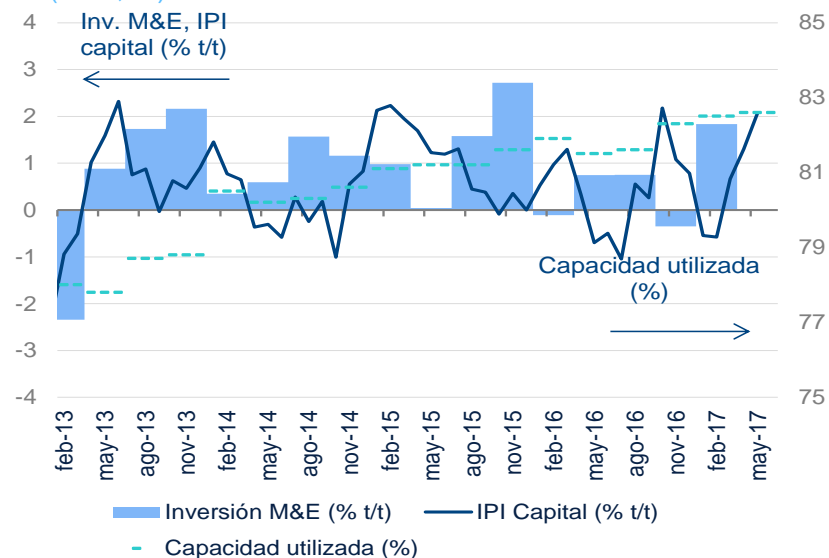
(nivel, % t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Capital PI, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada

(% t/t, %)



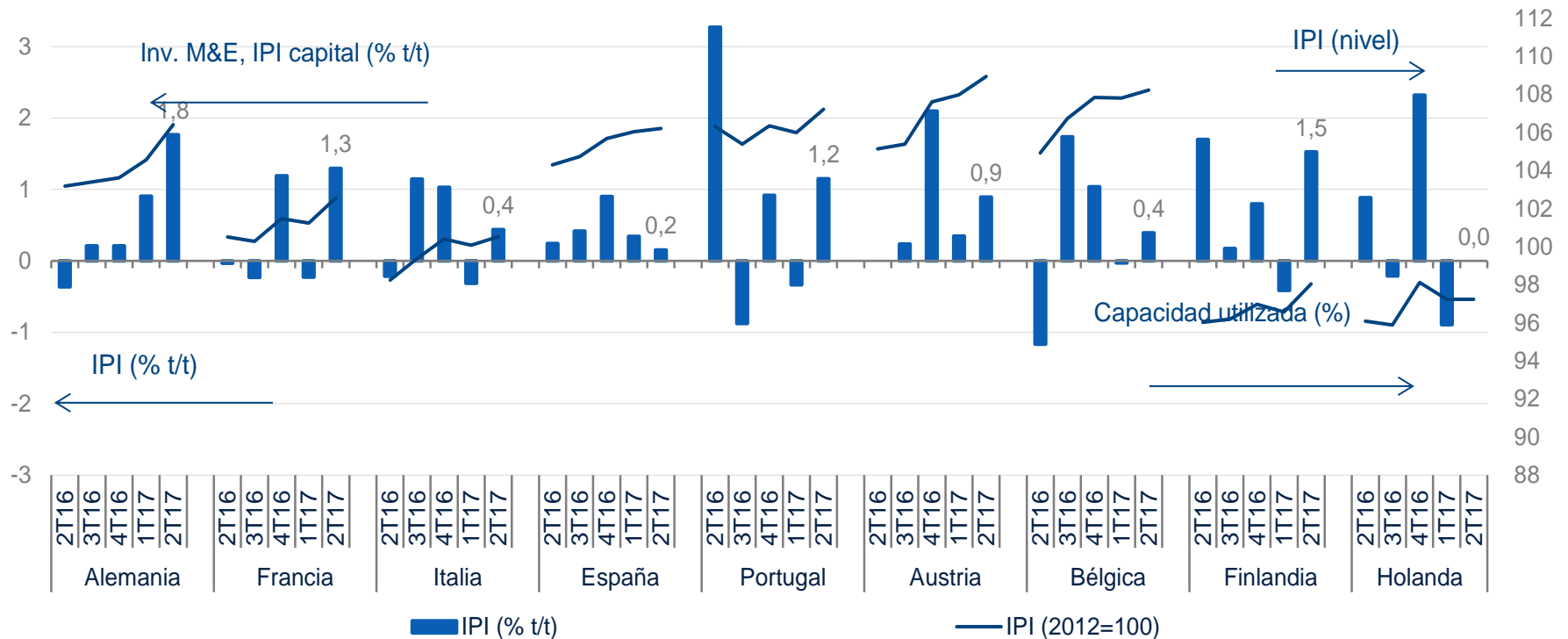
Fuente: Eurostat y BBVA Research

- La producción industrial aumentó un 1,3% m/m en mayo desde el 0,3% en abril (revisado a la baja -0,2 pp)
- La producción de bienes de capital y bienes de consumo duraderos, sumada a la alta utilización de la capacidad sugiere que la recuperación de la inversión está en marcha

El aumento de la producción industrial ha sido generalizado por países

Producción industrial

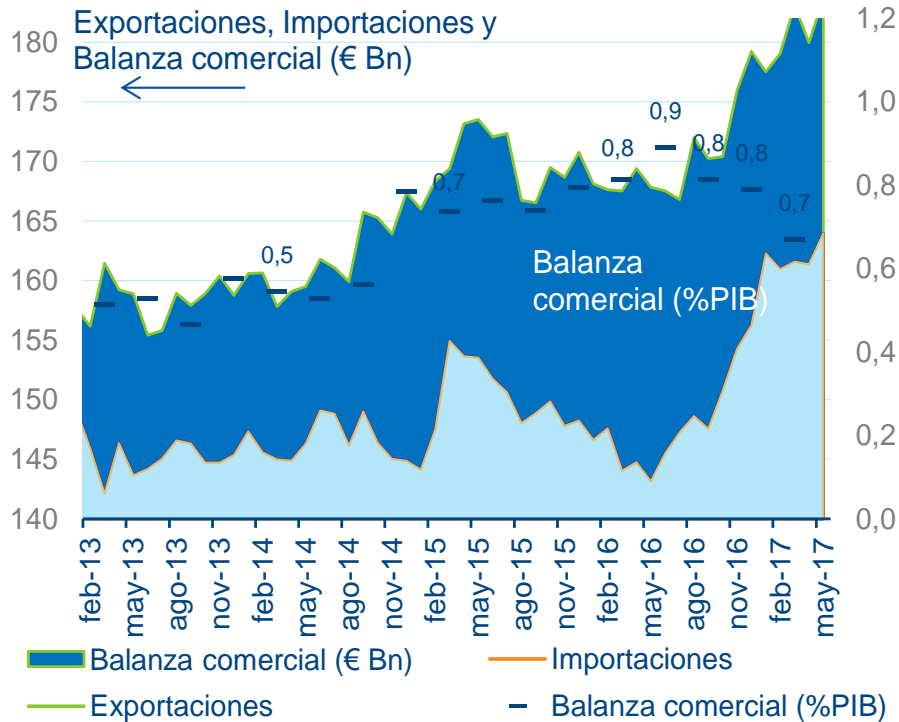
(% t/t, nivel)



Las exportaciones se ralentizaron en mayo, aunque los datos globales del 2T siguen siendo positivos

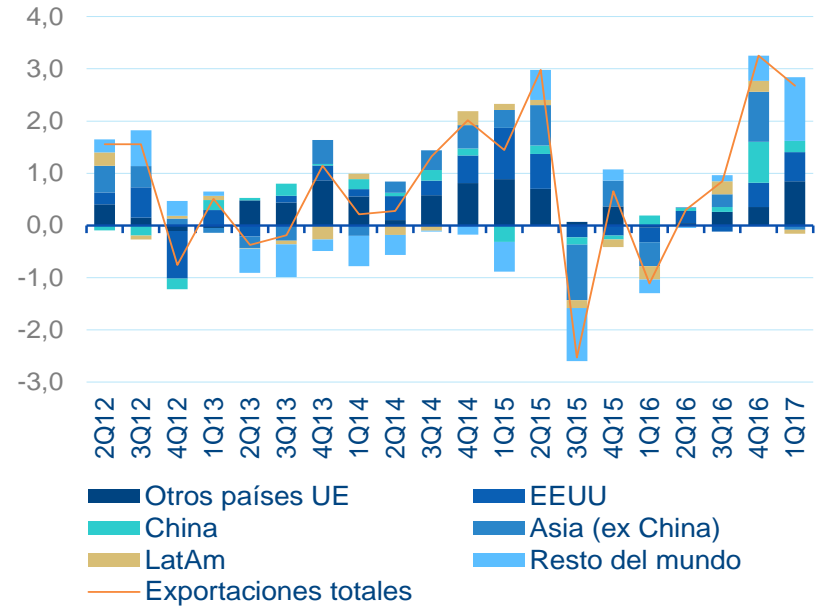
Balanza comercial

(miles de millones de EUR, % PIB)



Contribución de las exportaciones por destino

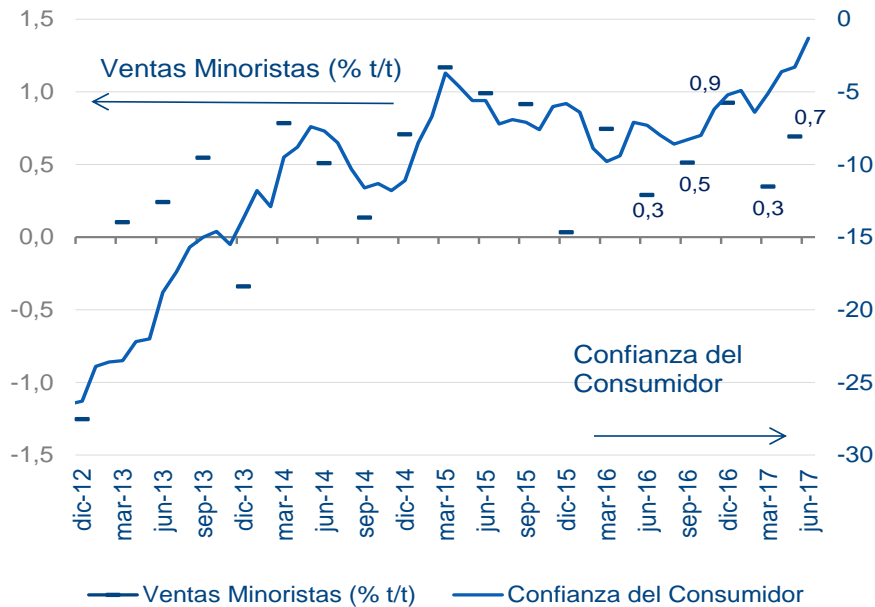
(% t/t, p.p.)



Las ventas minoristas se aceleraron en mayo, reflejando la resistencia del consumo

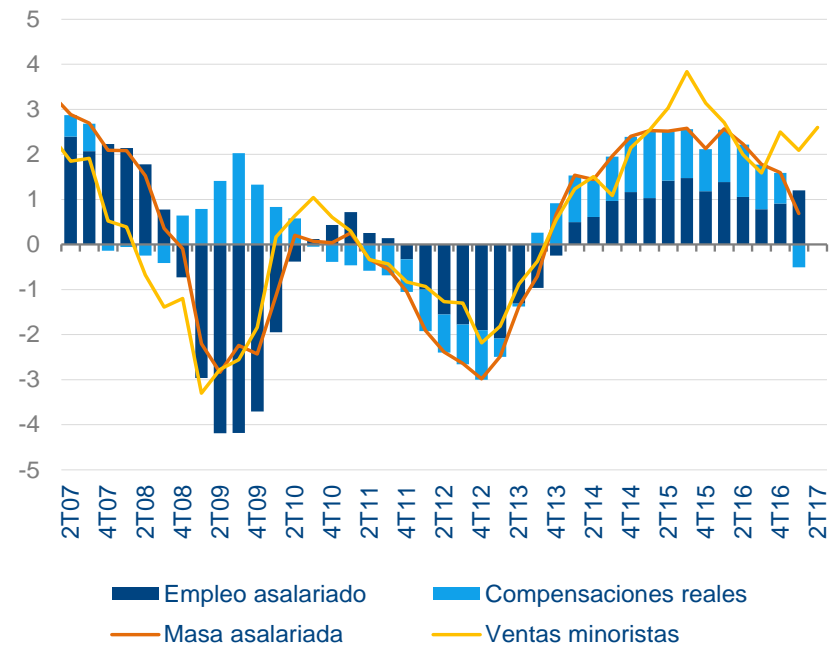
Ventas minoristas y confianza del consumidor

(% t/t, puntos)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Ventas minoristas y masa salarial total (% a/a)

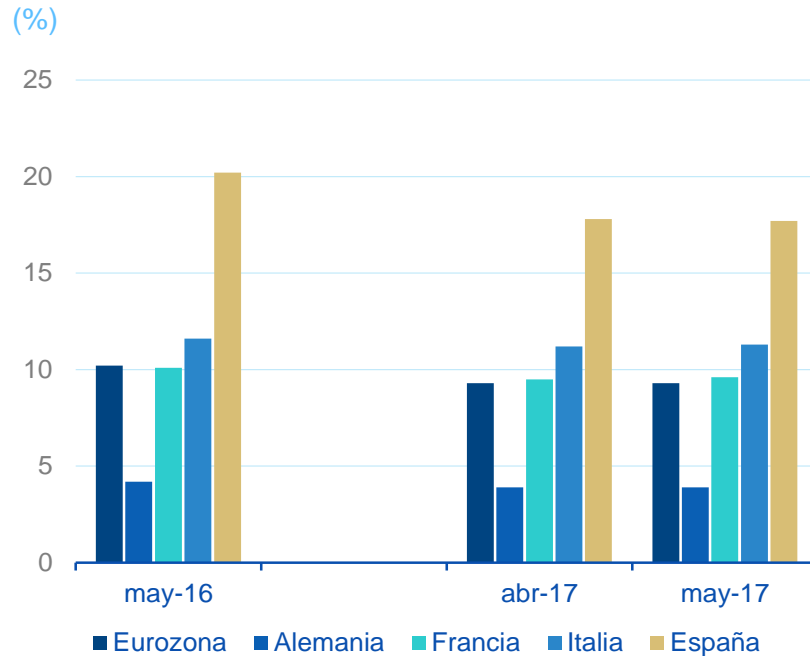


- Las ventas al por menor se aceleraron en mayo (0,4% m/m; +0,3 pp), mientras la confianza de los consumidores continuó mejorando

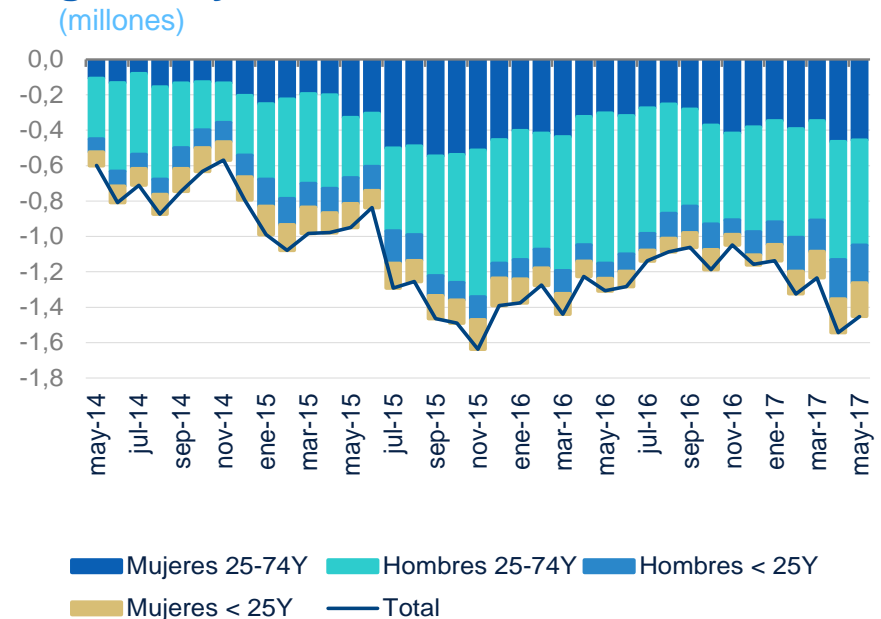
- La mejora del empleo parece estar compensando la moderación de los salarios reales, dejando margen para el consumo privado

La tasa de desempleo se mantuvo estable en mayo

Tasa de desempleo por país



Variación en el desempleo anual por género y edad



Fuente: Eurostat y BBVA Research

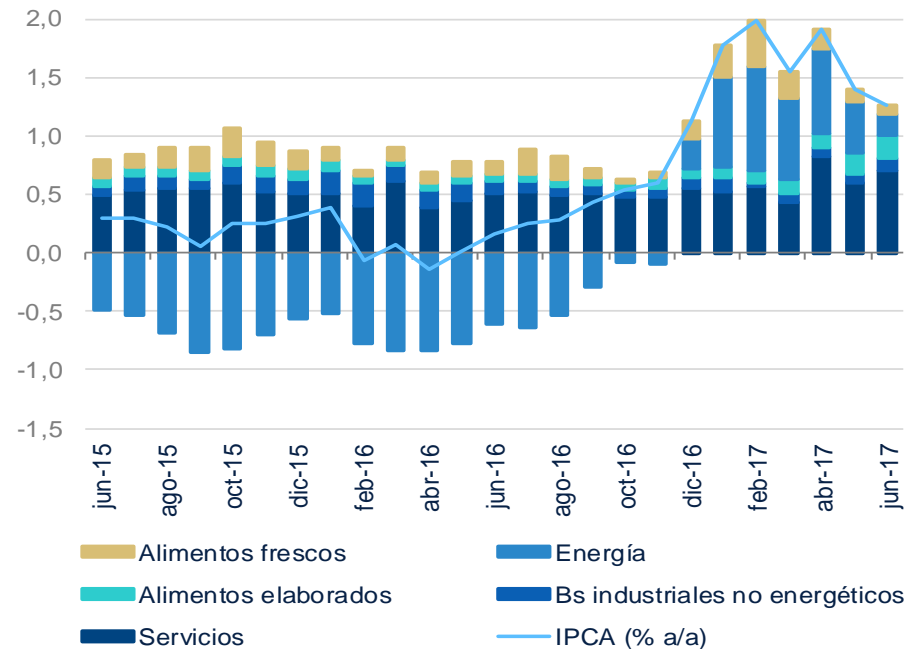
- La tasa de desempleo permaneció estable en mayo en un 9,3%, registrando un descenso anual de 0,9 pp

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

La inflación general se redujo en junio, pese al incremento de los precios de los servicios

Inflación y contribución de componentes

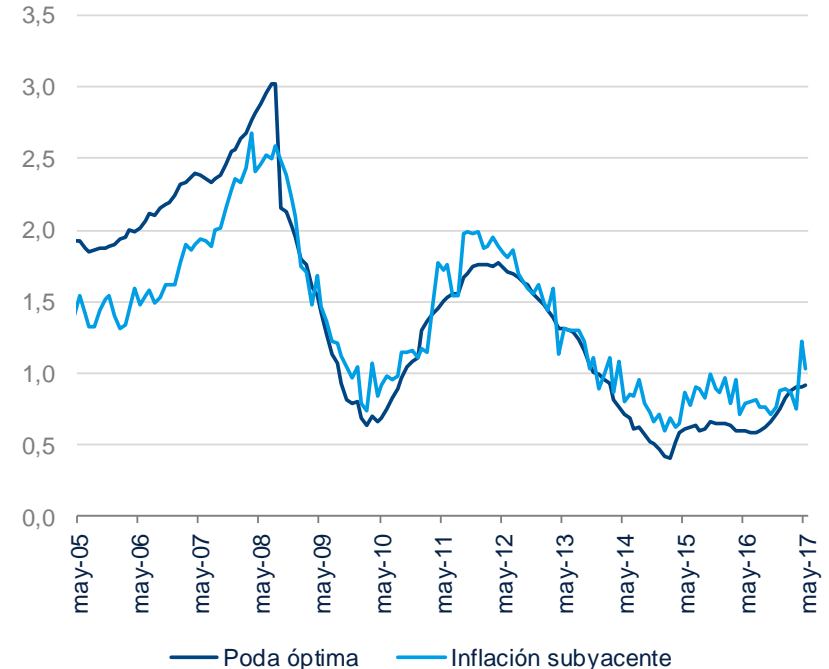
(% a/a, p.p.)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Inflación y media ajustada

(% a/a)



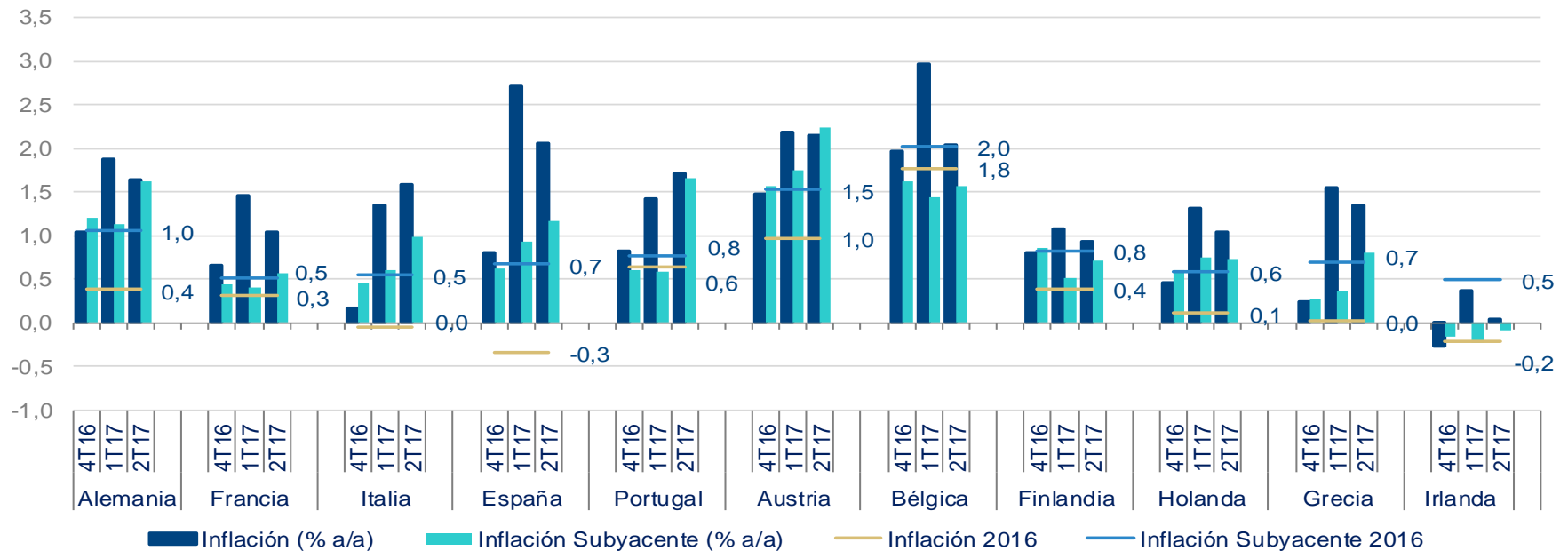
- La inflación armonizada se moderó levemente en junio 0,1 pp hasta el 1,3% a/a debido a la desaceleración de los precios de la energía

- No obstante, los precios de los servicios se aceleraron 0,3 pp hasta el 1,6% a/a
- En este contexto, la inflación subyacente aumentó 0,2 pp. hasta situarse en el 1,2%

Aunque aumenta, la inflación subyacente se mantiene moderada en todos los países

Inflación general y subyacente

(% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

- Por país, la inflación IPCA de junio se moderó en **España** (1,6% desde el 2,0% a/a), **Italia** (1,2% desde el 1,6% a/a), **Francia** (0,8% desde el 0,9% a/a), y aumentó ligeramente en **Alemania** (1,5% desde el 1,4% a/a).

Previsiones actualizadas: Mayor crecimiento, impulsado por la demanda mundial y la inversión

JULIO 2017



Factores del crecimiento en la Eurozona



Mayor progreso de la demanda mundial, unido a la reducción de los precios del petróleo

Recuperación industrial en marcha; las inversiones se benefician de la menor incertidumbre política

Las políticas económicas siguen siendo favorables: política monetaria acomodaticia y política fiscal levemente expansiva



Un euro más fuerte podría afectar a las exportaciones

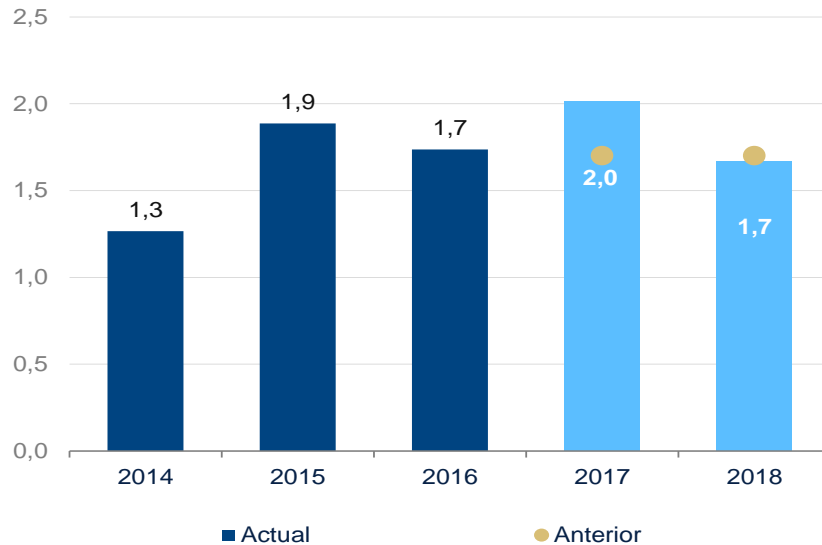
Ajuste en curso de los desequilibrios tanto del sector público como del privado

Persiste la incertidumbre política en algunos países de la región (ciclo electoral, Brexit)

Eurozona: Crecimiento del PIB revisado al alza en 2017 por una mayor demanda interna y mundial, unida al descenso de la incertidumbre política

Crecimiento del PIB y previsión

(%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

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

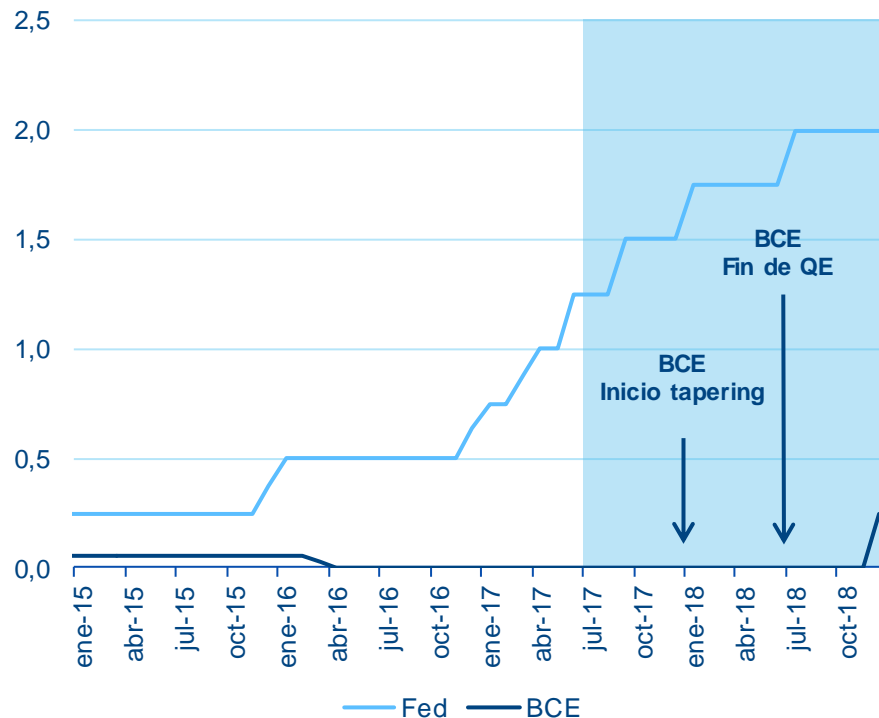
- Mayor fortaleza de las exportaciones e inversión, mientras que el consumo debería moderarse
- Menor inflación debido al descenso de los precios del petróleo, pero se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente

- Se espera que los vientos favorables amainen en los próximos trimestres (aumento de los precios del petróleo, un euro más fuerte, estabilidad del crecimiento mundial), respaldando nuestra previsión, que apunta a una leve moderación del crecimiento el próximo año

El BCE seguirá ajustando cuidadosamente su política a medida que mejore el panorama económico

Tipos de interés de la Reserva Federal y del BCE

(p.b.)

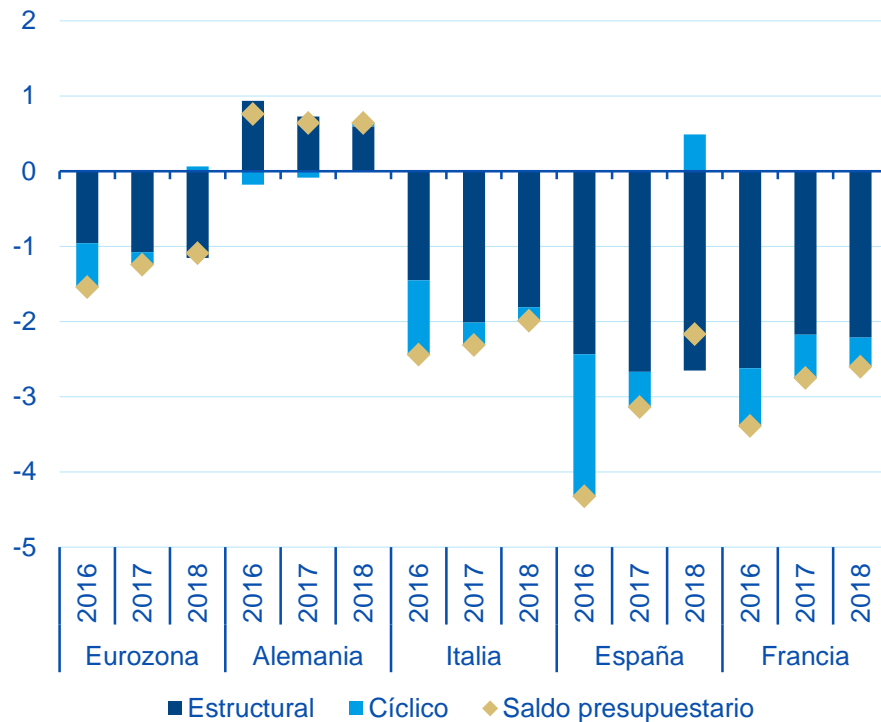


- ◆ Sin cambios en nuestro escenario base, pese a los debates respecto a la **eliminación de las medidas de estímulo mencionada en las actas más recientes del BCE**
- ◆ El BCE no tiene prisa y se espera una normalización **ordenada y prudente**
 - Seguimiento minucioso de la evolución de la **inflación subyacente**
 - La retirada de las medidas de estímulo comenzará a principios de 2018, y el **QE concluirá a mediados de 2018**
 - Primer **alza de tipos a finales de 2018**
 - La estrategia de **comunicación será clave para evitar reacciones no deseables del mercado**

Política fiscal ligeramente expansiva en la zona euro, pero con diferencias por países

Balanza fiscal: Estructural y cíclico

(% PIB)



- ◆ La mejora de las balanzas fiscales para 2017-18 estaría **impulsada fundamentalmente por la recuperación cíclica**
- ◆ Política fiscal **ligeramente expansiva en el conjunto de la zona euro, 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**

Alemania: mayor crecimiento basado en inversión y exportaciones

Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

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

- ◆ **Previsión de crecimiento del PIB revisada al alza para este año y el próximo**, del 1,7% al 1,9% y del 1,6% al 1,8%, respectivamente
- ◆ **Crecimiento impulsado por la inversión y respaldado por la solidez de las cifras de comercio y de las condiciones financieras**
- ◆ No obstante, el repunte de la inflación podría provocar una **reducción del consumo privado**
- ◆ **Se espera una desaceleración del gasto público** tras el impulso fiscal transitorio y una política fiscal menos expansiva el próximo año

Francia: crecimiento modesto pero más equilibrado

Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

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

- ◆ **Crecimiento del PIB en 2017 revisado ligeramente al alza**, del 1,4% al 1,5%
- ◆ **La inversión y los inventarios**, impulsados por la mejora de la confianza (a medida que arranca el proceso de reforma), solidez del comercio y un entorno de tipos de interés reducidos
- ◆ **El consumo privado experimentará una desaceleración acusada este año**, empujado por la reducción del crecimiento de la renta real disponible de los hogares
- ◆ **Las medidas fiscales restrictivas** adoptadas en 2017 deberían lastrar el gasto público

Italia: mejores perspectivas para 2017, pese a las vulnerabilidades políticas y financieras

Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

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

- ◆ **Crecimiento del PIB para 2017 revisado al alza**, del 1,0% al 1,3%, impulsado por la mejora de las expectativas de crecimiento del consumo y la inversión
- ◆ No obstante, **el consumo privado debería experimentar una progresiva moderación** como consecuencia del aumento de la inflación
- ◆ La **demanda interna** sigue estando **a la zaga** del desempeño en la zona euro.
- ◆ Pese a la nula contribución del sector exterior, **las exportaciones seguirán beneficiándose de la mejora de la demanda mundial**
- ◆ **La incertidumbre sigue siendo elevada** - asociada a las próximas elecciones y a las vulnerabilidades financieras- y **continúa siendo un freno para la recuperación**

España: factores cíclicos apuntan a un crecimiento mayor de lo esperado

Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

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

- ◆ Los datos económicos más recientes apuntan a **un panorama a corto plazo ligeramente más halagüeño de lo previsto**. El crecimiento del PIB llegará al 3,3% en 2017 (+0,3 pp) y al 2,8% en 2018 (+0,1 pp)
- ◆ No se esperan cambios importantes en las principales variables macroeconómicas. **El consumo privado y la inversión se han recuperado**, y las exportaciones continúan resistiendo
- ◆ **Se espera que la política fiscal sea neutral** en los próximos años
- ◆ Los riesgos nacionales parecen estar bajo control una vez que **la incertidumbre política ha disminuido** y no existen signos de presiones salariales

BBVA | Research

Observatorio Económico Eurozona

Julio 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.