

**BBVA** | Research

# Observatorio Económico Eurozona

Revisión al alza del crecimiento en 2018-19

Enero 2018



## Eurozona: Mayor crecimiento esperado en 2018-19

- ◆ Nuestro **modelo MICA-BBVA** estima un crecimiento estable en 4T17, alrededor de 0,6%/0,7% t/t. **Los datos de actividad se recuperaron en noviembre** de unos registros algo decepcionantes en octubre, especialmente la producción industrial y las ventas al por menor.
- ◆ **Las confianzas aumentaron otra vez en la recta final del año** y alcanzan máximos históricos, **El tono optimista es generalizado** tanto por sectores como por países, y sugiere un panorama más positivo a principios de 2018.
- ◆ **La inflación se moderó en diciembre** (-0,1pp hasta 1,4% a/a) debido al efecto base de los precios de la energía. **La tasa subyacente se mantiene estable** en el 1,1% a/a y las presiones inflacionistas contenidas.
- ◆ **Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para 2018** hasta el 2,2% (+0,4pp) **por la fortaleza de soportes internos y externos**. En 2019, el crecimiento podría moderarse hasta el 1,8%.
- ◆ El aumento del precio del petróleo eleva nuestra previsión de **inflación hasta el 1,5% en 2018** (+0,3pp), pero **continuamos esperando un crecimiento gradual de la inflación subyacente**.
- ◆ **Las políticas económicas seguirán apoyando la actividad** en un entorno de menor incertidumbre. Esperamos una **normalización gradual de la política monetaria** con la finalización del programa de compras en 4T18, mientras que la **política fiscal será neutra o ligeramente expansiva**.
- ◆ **Menores riesgos, aunque algunos permanecen latentes:** incertidumbre política (negociaciones de gobierno en Alemania, elecciones en Italia).

# Situación económica:

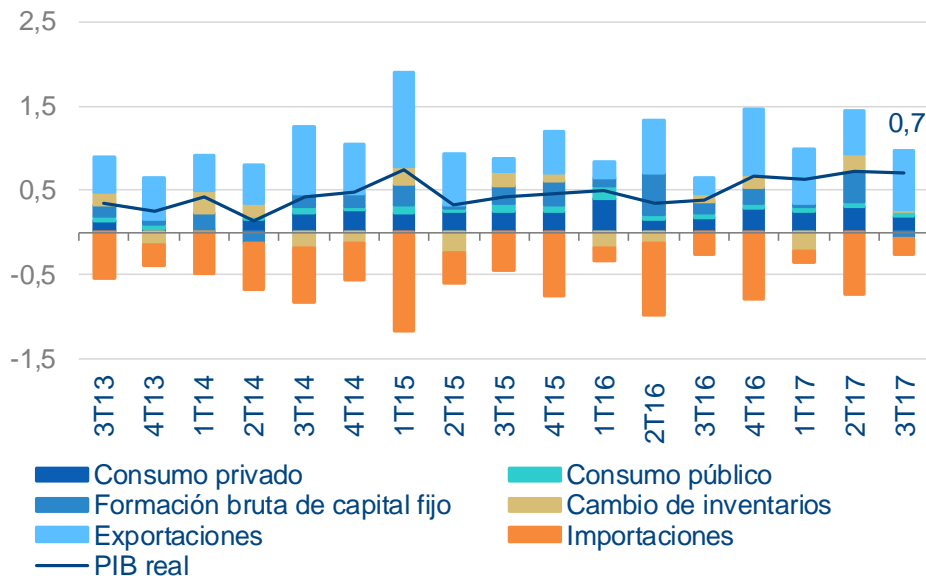
Crecimiento más firme y sostenido tanto por componentes como por países

Enero 2018

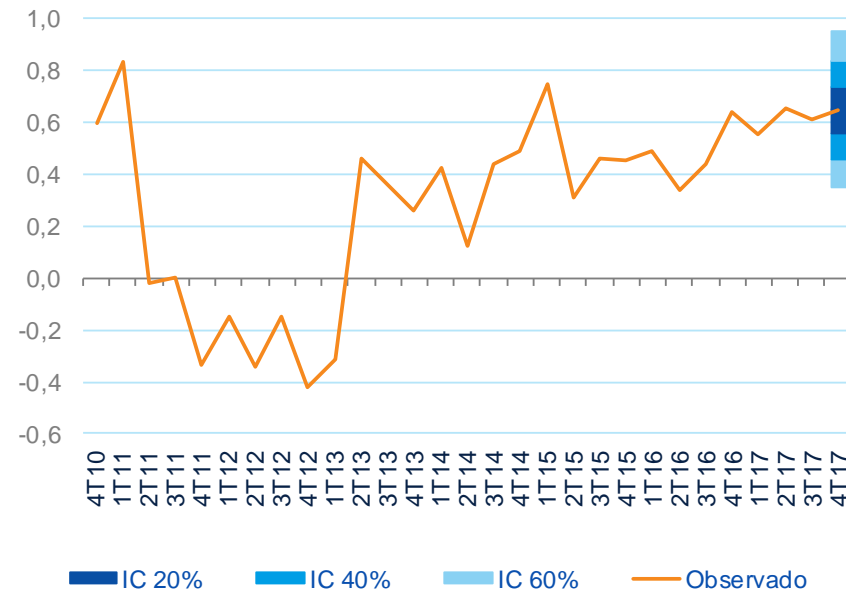


# El crecimiento se mantendrá estable en niveles elevados durante el 4T17...

**PIB, contribución por componentes**  
(% t/t, p.p.)



**PIB y previsiones MICA**  
(% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

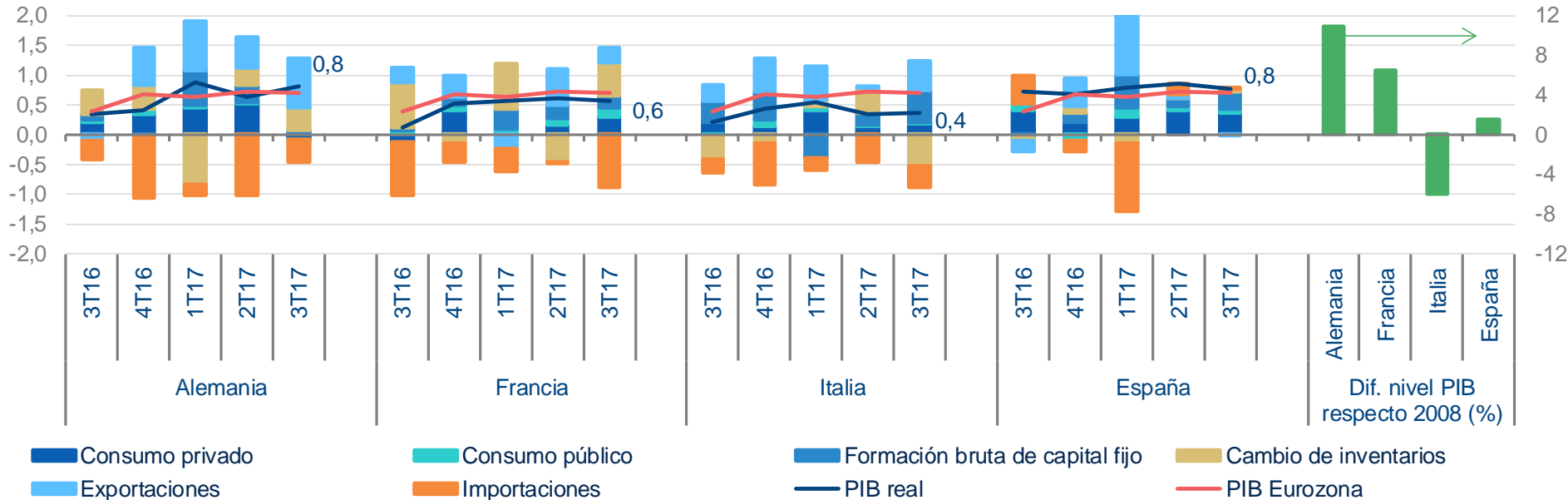
◆ **El consumo crece a un ritmo sólido** apoyado por el aumento de los salarios y la creación de empleo

◆ **La recuperación de la inversión continúa.** Esperamos que los bajos costes de financiación actuales y la mejora en los niveles de confianza incrementen los niveles de acumulación de capital

◆ Nuestro modelo **MICA-BBVA** sugiere una tasa de crecimiento del PIB trimestral de entre el 0,6% y el 0,7% para el 4T17

## ... y este entorno favorable es generalizado en las grandes economías

**PIB, contribución por componentes**  
(% t/t, p,p,)



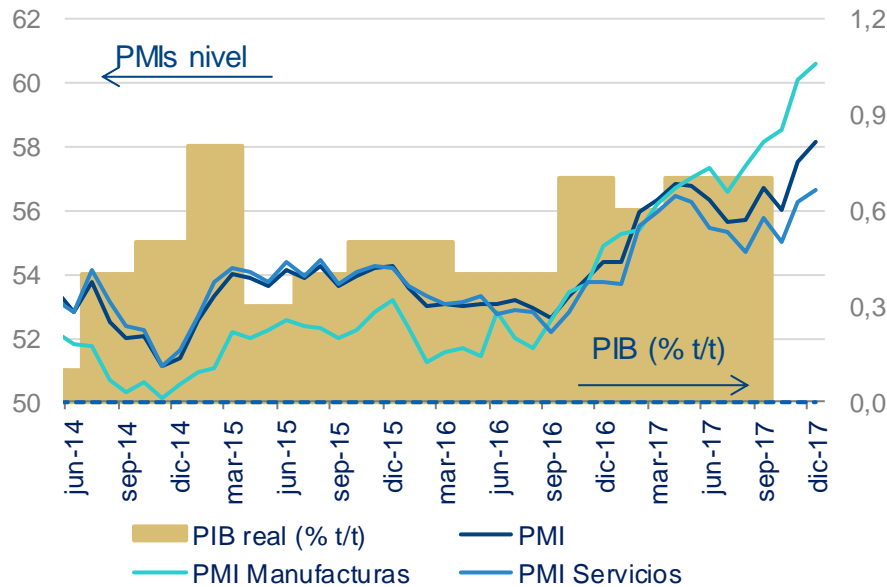
Fuente: Eurostat y BBVA Research

- ◆ **Aceleración en Alemania** gracias al impulso de la demanda externa, que eleva el crecimiento hasta el 0,8% t/t en el 3T17
- ◆ **La actividad permanece estable en Francia** por tercer trimestre consecutivo. **Mejoras en Italia** por el mejor comportamiento de la inversión y las exportaciones
- ◆ **El fuerte crecimiento del consumo privado en España continúa soportando el crecimiento (+0,8% t/t)** a pesar de la incertidumbre política

# Continúa el optimismo, con la confianza en valores récord en 4T17

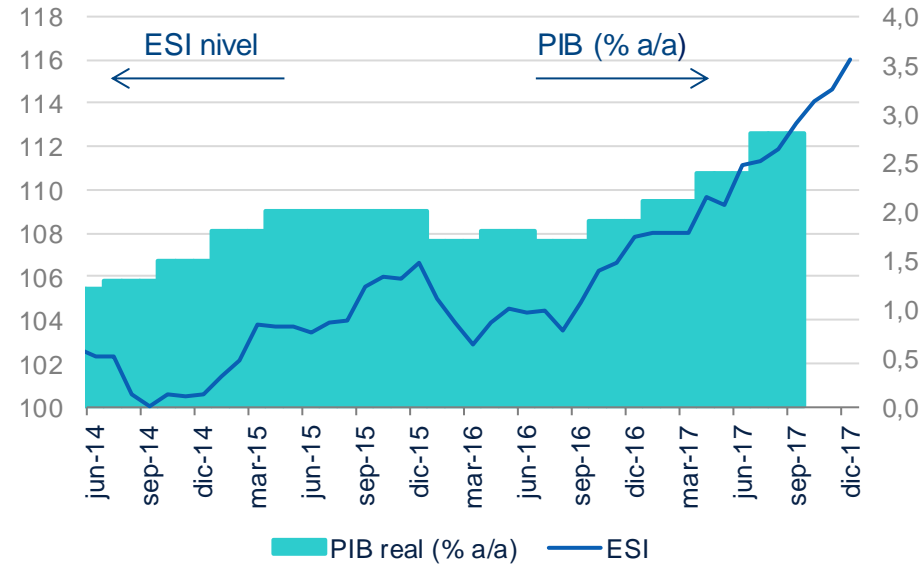
## PMI y PIB

(nivel, % t/t)



## ESI y PIB

(nivel, % a/a)



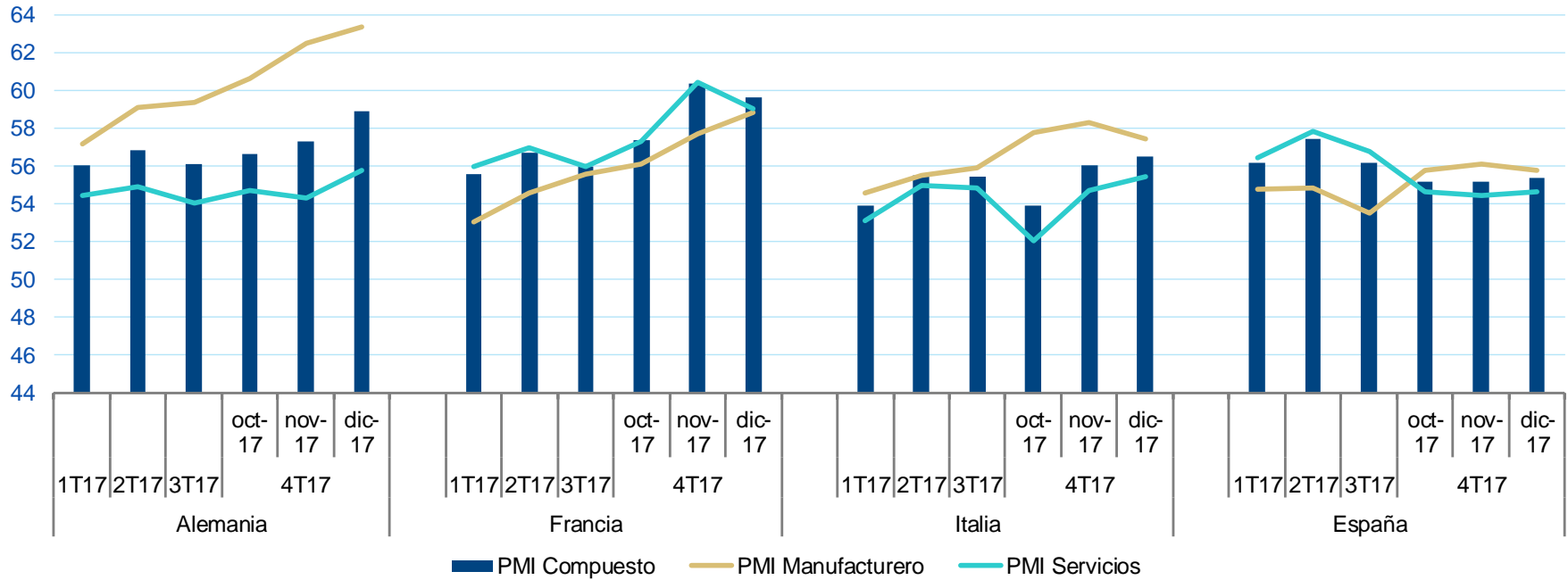
Fuente: Eurostat y BBVA Research

◆ **Optimismo generalizado**, especialmente notable en manufacturas gracias al aumento de los nuevos pedidos

◆ **El índice de sentimiento económico ESI alcanza máximos históricos** en diciembre en casi todas las economías

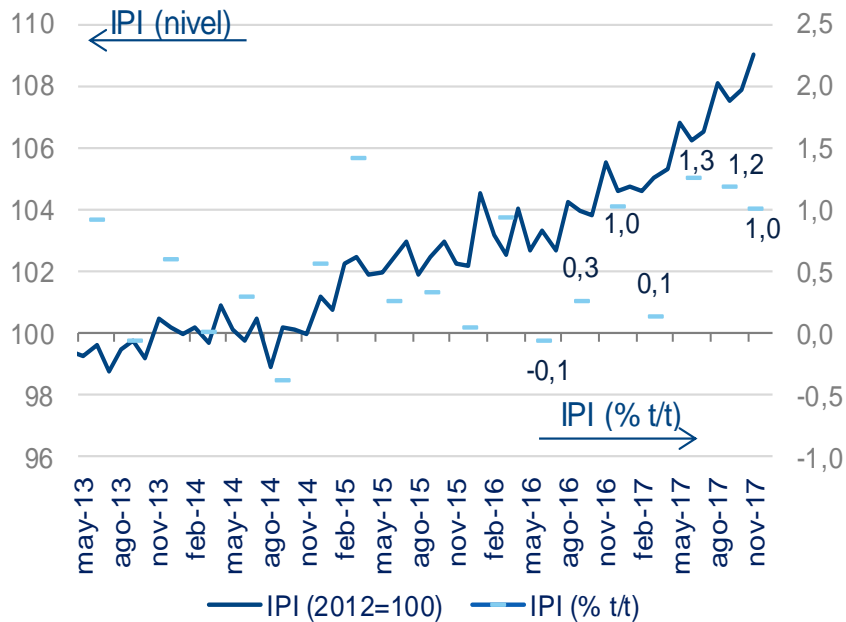
# PMI: la mejora en la confianza apunta a un mayor crecimiento en casi todas las economías

**PMI**  
(Nivel)



# La producción industrial repunta en noviembre y cerrará el año en niveles elevados

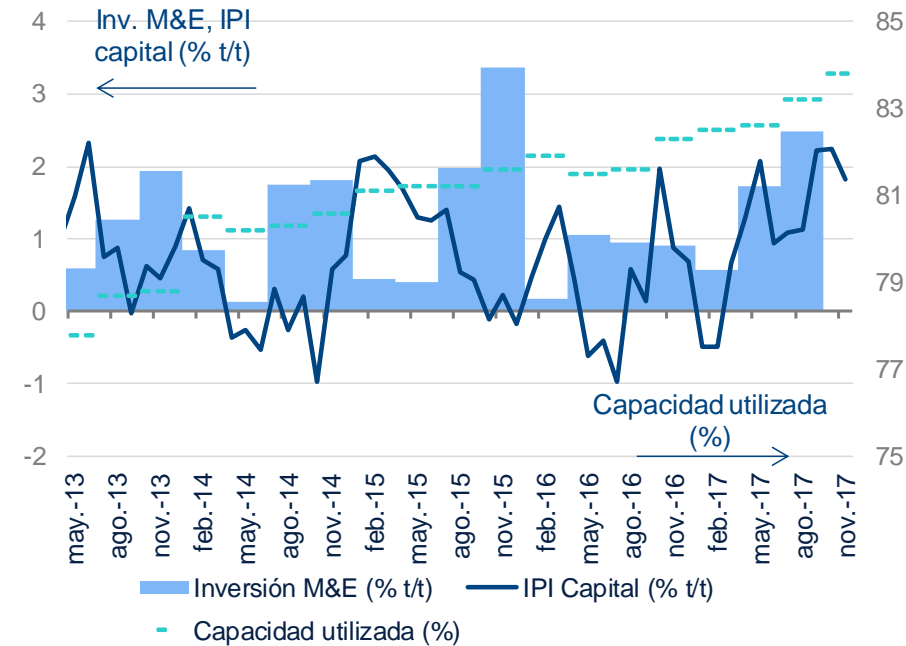
**Producción industrial**  
(nivel, % t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

- ◆ La producción industrial repunta en noviembre un 1,1% m/m
- ◆ Además, crece por encima de lo previsto y alcanza tasas anuales record (+2,7%)

**PI en bienes de capital, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada**  
(% t/t, %)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

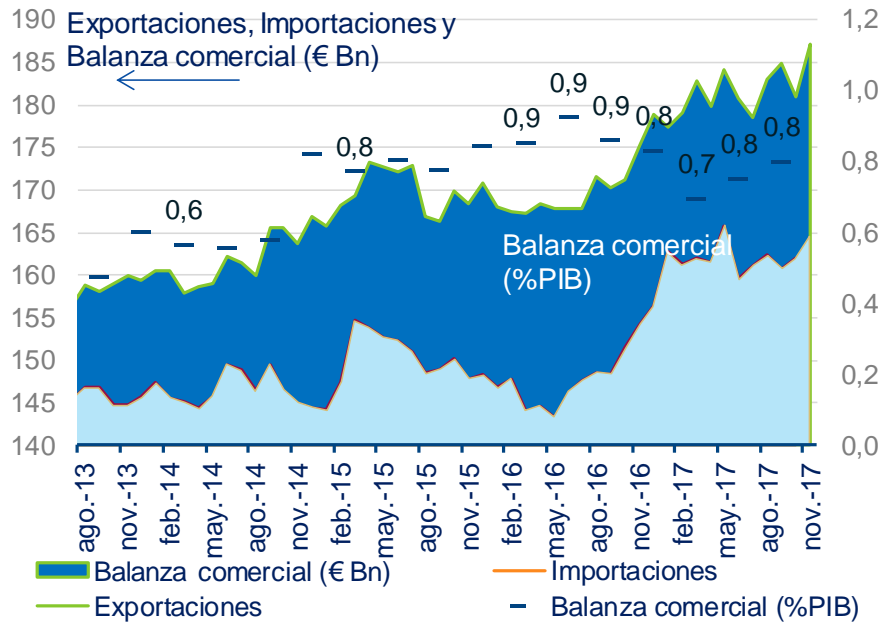
- ◆ El gasto en inversión gana impulso, apoyado en el aumento de la demanda y en la recuperación del sector industrial



# El comercio exterior mejora de nuevo en noviembre, pero a menor ritmo

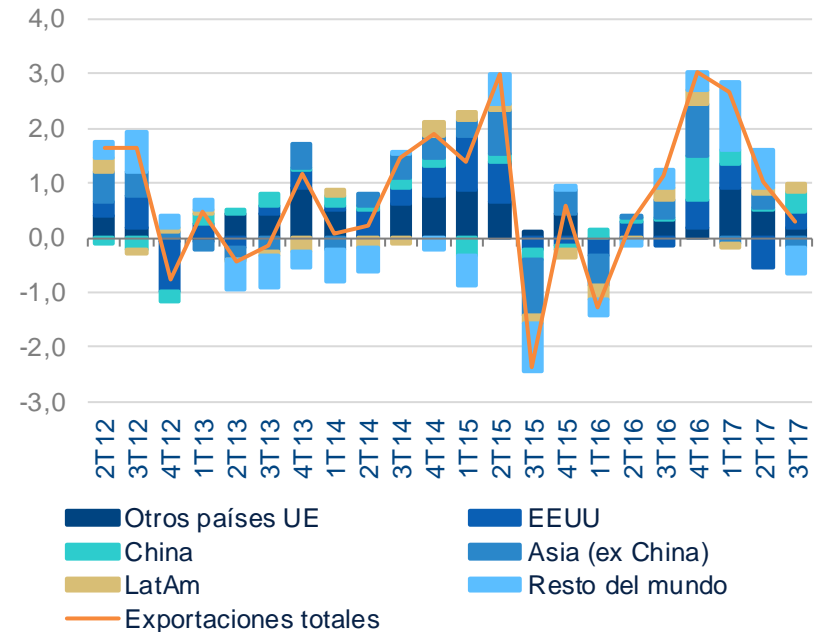
## Balanza comercial

(miles de millones de EUR, % PIB)



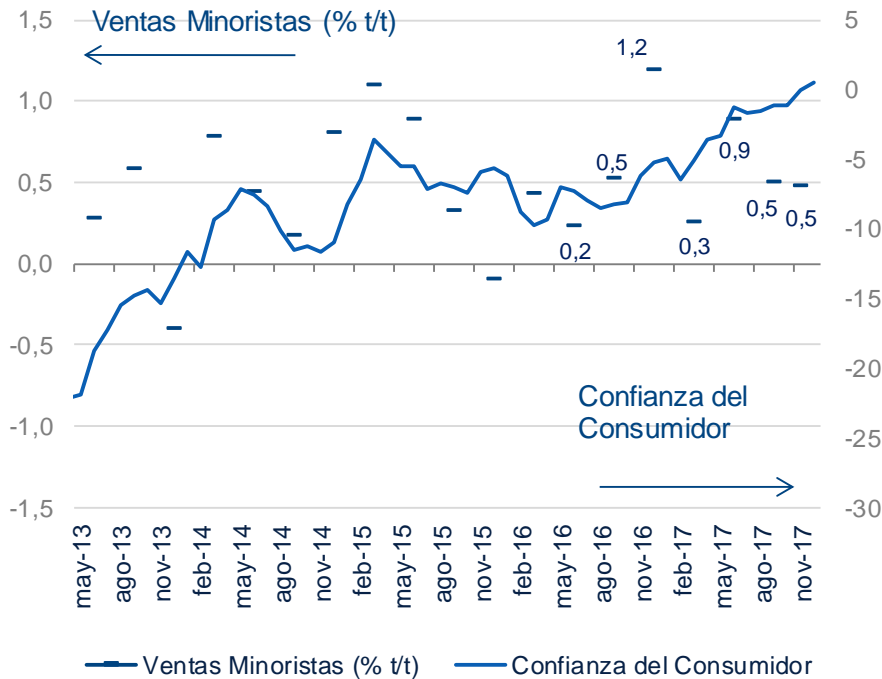
## Contribución de las exportaciones por destino

(% t/t, p,p,)



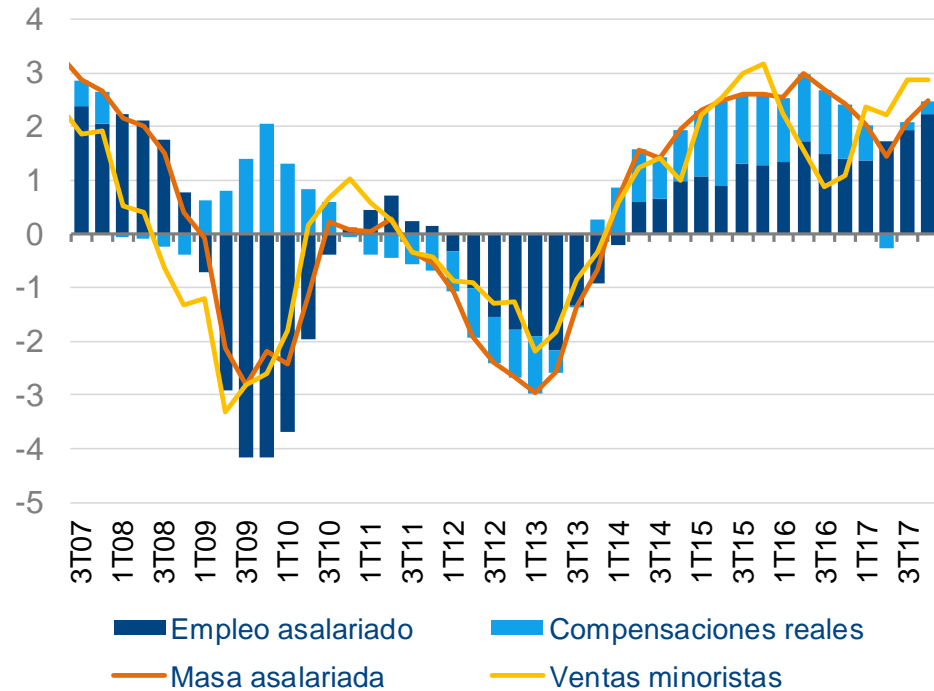
# Las ventas minoristas siguen fuertes, gracias a la creación de empleo y a mayores niveles de confianza

**Ventas minoristas y confianza del consumidor**  
(% t/t, puntos)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

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



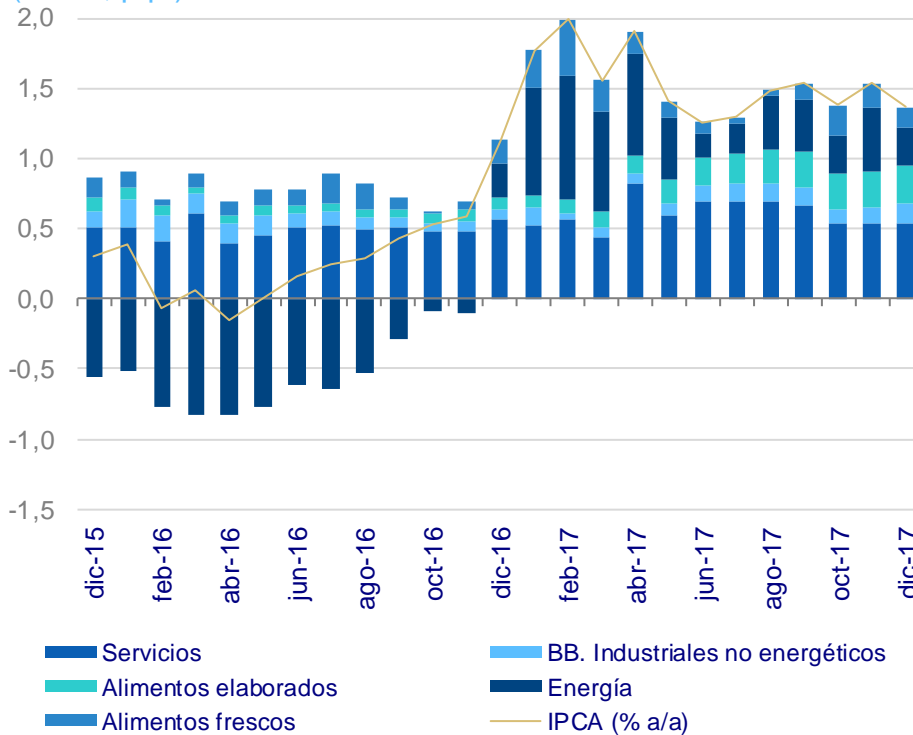
◆ Las ventas minoristas sorprendieron de forma positiva en noviembre (+1,5% m/m), compensando así la desaceleración sufrida el mes pasado (-1,1% m/m)

◆ El consumo de los hogares continúa beneficiándose de las mejoras en el mercado laboral

# La inflación general se moderó en diciembre debido al efecto base de los precios de la energía, aunque la subyacente permanece estable

**Inflación y contribución por componentes**

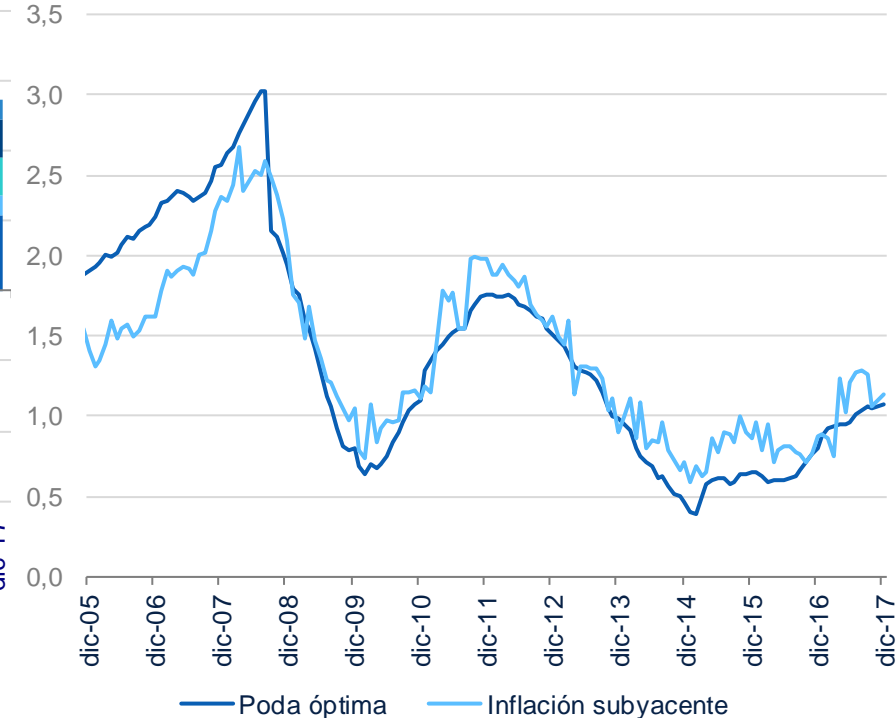
(% a/a, p.p.)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

**Inflación subyacente y poda óptima**

(% a/a)

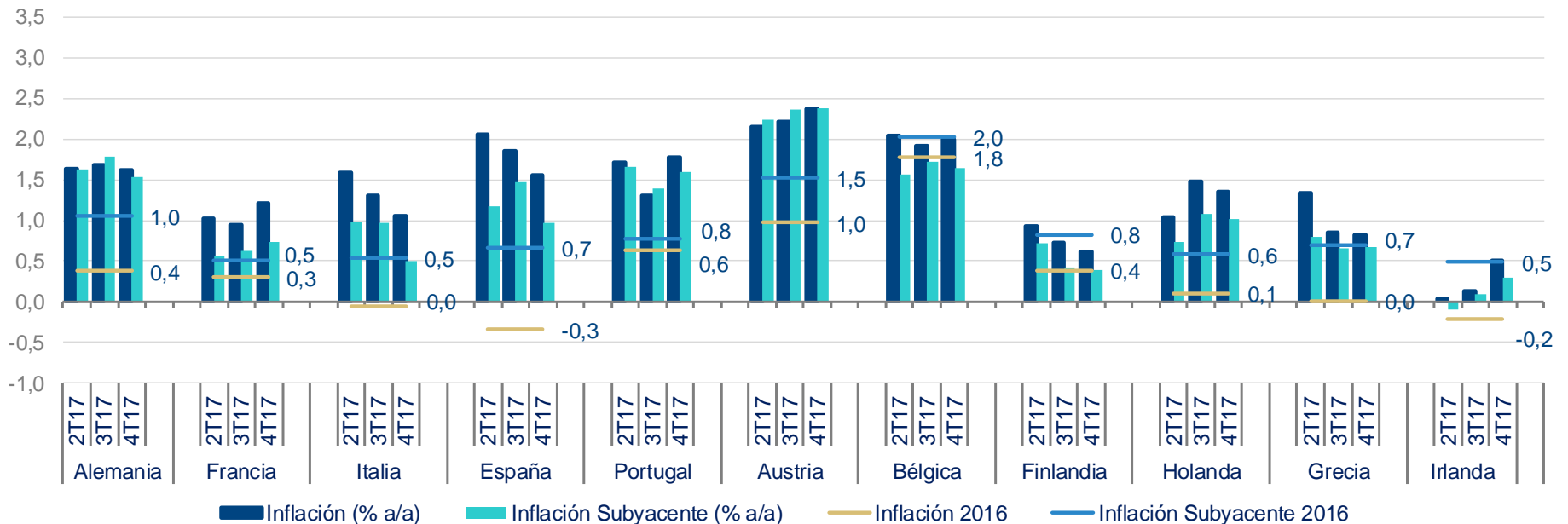


- ◆ La inflación desciende en diciembre hasta el 1,4% (-0,1pp) y las presiones inflacionarias siguen siendo limitadas
- ◆ En 2017, la inflación promedió un crecimiento anual del 1,5%, algo más que la subyacente (1,1%)

- ◆ La inflación general podría moderarse aún más hasta febrero debido al efecto base de la energía, y recuperarse a partir de entonces. Esperamos que la tasa subyacente continúe aumentando de forma gradual

# Las tasas de inflación retroceden en casi todos los países en diciembre, aunque la tasas subyacentes se mantienen estables

## Inflación general y subyacente (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

◆ **La inflación retrocedió en diciembre en casi todos los países de la eurozona:** especialmente notable es la moderación de la inflación en España (+1,2% a/a tras +1,8%), Alemania (+1,6% tras +1,8%) e Italia (+1,0% tras +1,1%). En Francia el crecimiento de los precios se mantuvo anclado en el 1,2% a/a

# Previsiones actualizadas:

Consolidación de un crecimiento fuerte y más equilibrado, con la inflación contenida

Enero 2018



# Factores de crecimiento en la Eurozona

## Soportes domésticos respaldan la recuperación

Mejoras en el mercado laboral  
Mayores beneficios empresariales  
Condiciones de financiación laxas



## Crecimiento de la demanda global

Aumento en inversión y exportaciones



## Menor incertidumbre política

Escenario político más despejado, aunque permanece la incertidumbre



## Políticas económicas favorables

Esperamos una salida gradual del QE y políticas fiscales neutras o ligeramente expansivas

## Inflación débil y estable

Las presiones inflacionistas permanecen contenidas, aunque algunos factores que presionan a la baja tienden a desaparecer

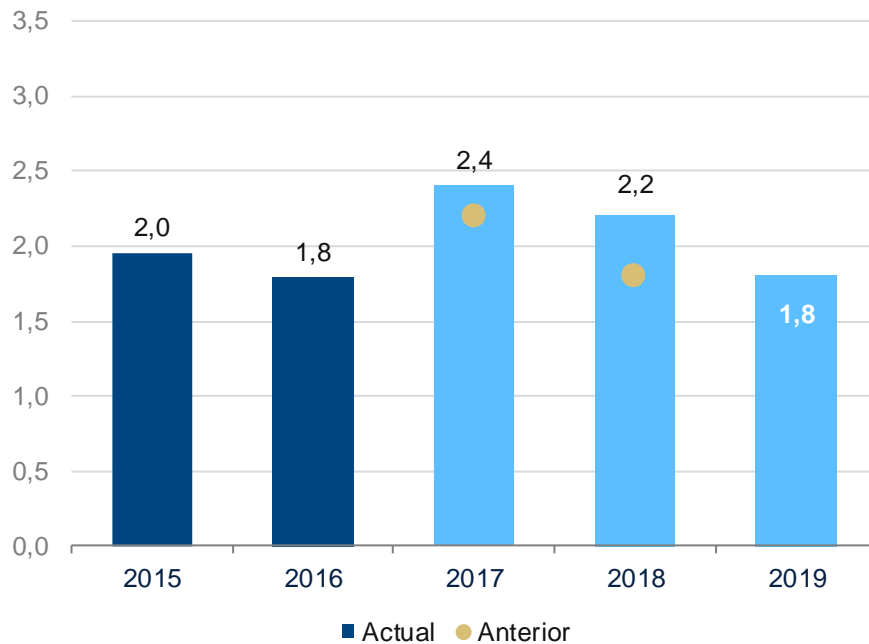
## Riesgos contenidos, pero latentes

Las negociaciones de gobierno en Alemania y las elecciones en Italia marcan la agenda política

# Eurozona: se consolida un crecimiento más fuerte y equilibrado

## Crecimiento del PIB y previsión

(%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

- ◆ **Revisamos al alza nuestras previsiones** apoyados en la solidez de la demanda interna y un panorama político más estable
- ◆ **La reducción de la capacidad ociosa** y los mayores beneficios empresariales empujan la inversión
- ◆ **El consumo doméstico continúa sólido y robusto**

## Principales indicadores macroeconómicos

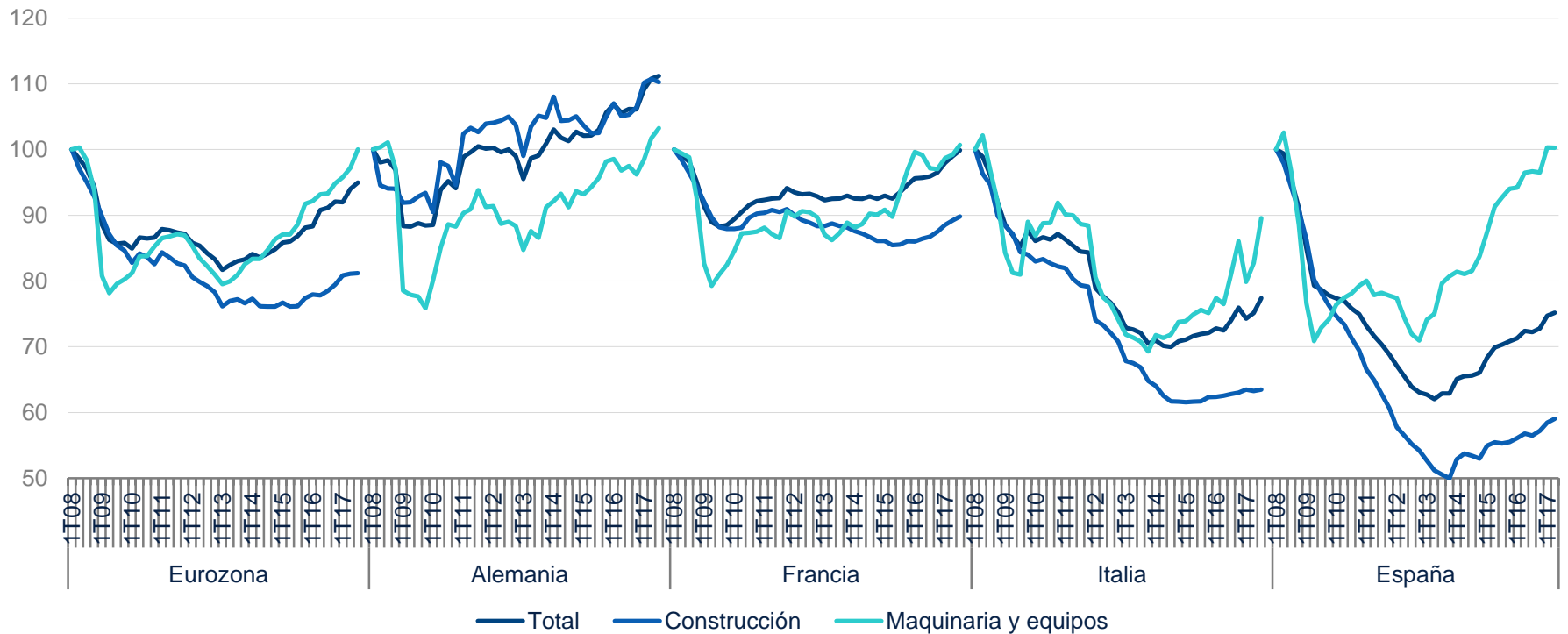
(% a/a, % PIB)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB real</b>	1,8	2,4	2,2	1,8
Consumo privado	2,0	1,8	1,7	1,6
Consumo público	1,7	1,1	1,2	1,1
Inversión	4,5	4,1	4,1	3,3
Demanda interna (en p,p.)	2,3	2,2	2,1	1,8
Exportaciones	3,3	4,7	3,7	3,6
Importaciones	4,7	4,6	3,9	4,1
Exportaciones netas (en p,p.)	-0,5	0,2	0,1	0,0
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,3	3,3	3,2	3,0
Saldo presupuestario (% PIB)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8
IPCA (media % a/a)	0,2	1,5	1,5	1,6

- ◆ **Los indicadores de actividad apuntan a una moderación del crecimiento**, aunque mantenemos cierto optimismo derivado de la fuerte evolución de las exportaciones y los niveles de confianza
- ◆ **Inflación contenida en el c/p**, pero esperamos una recuperación gradual ligada a la evolución del petróleo

# La inversión mantiene el ritmo de crecimiento y recupera poco a poco los niveles pre crisis

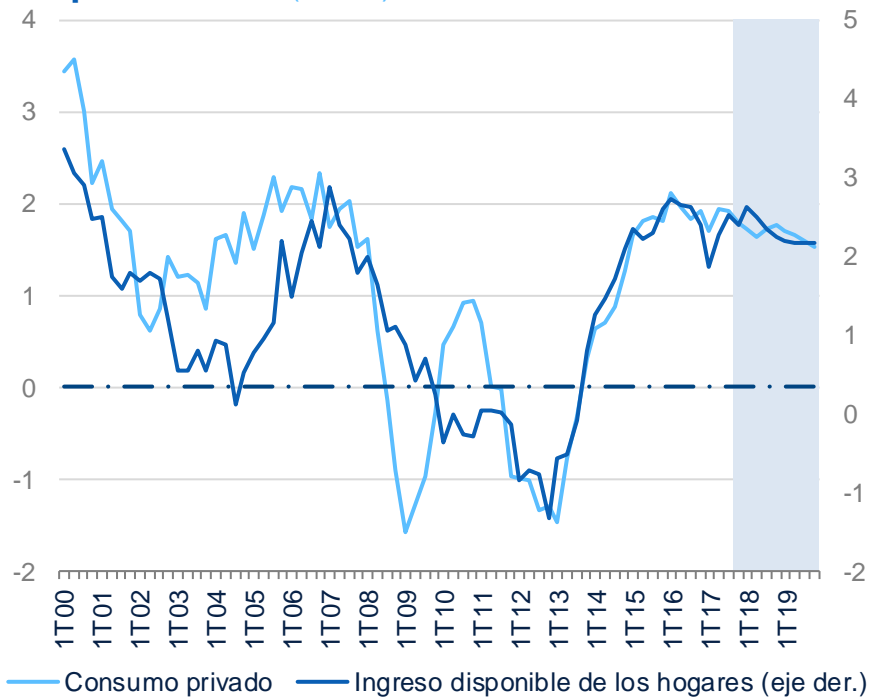
**Eurozona: inversión por país**  
(1T18 = 100)



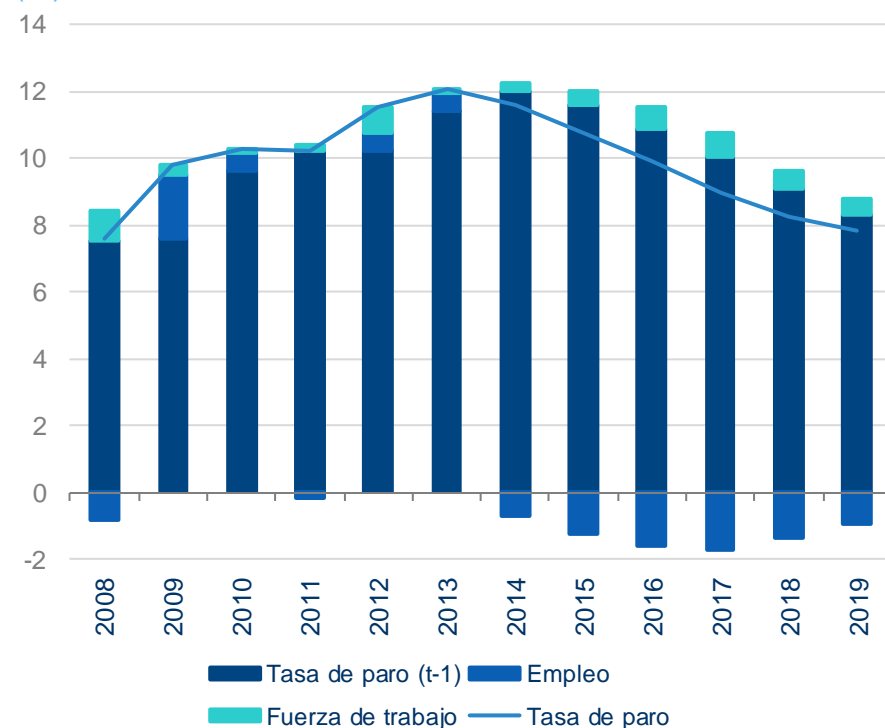


# Consumo más sólido en 2018-19 a pesar de la contención salarial

**Eurozona: consumo privado e ingreso disponible real (% a/a)**



**Eurozona: tasa de desempleo y contribuciones (%)**



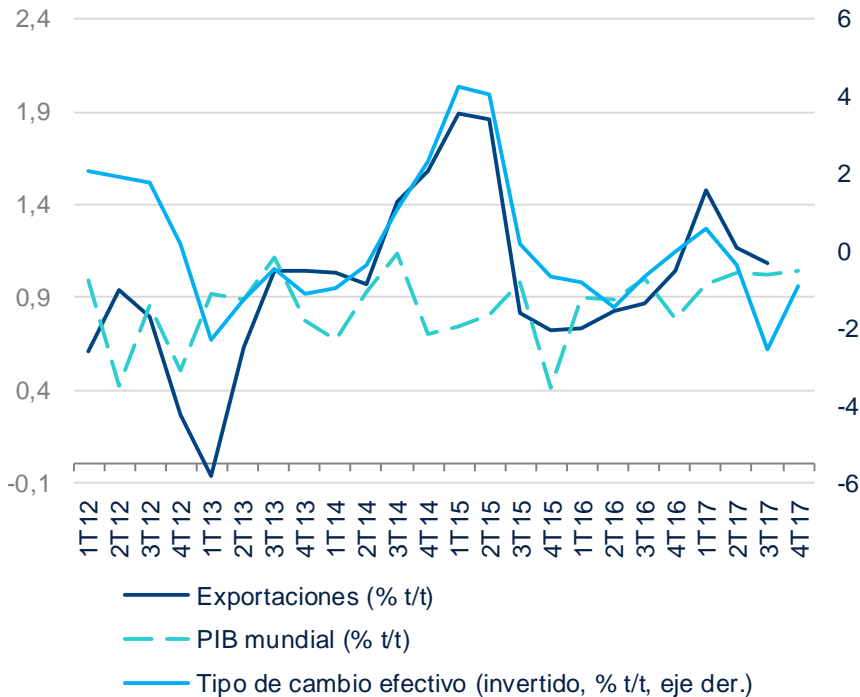
Fuente: Eurostat y BBVA Research

- ◆ El consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento, apoyado por los altos niveles de confianza
- ◆ La renta disponible tenderá a moderarse por el aumento esperado de la inflación

- ◆ La tasa de desempleo evoluciona de forma favorable y mantiene su tendencia a la baja

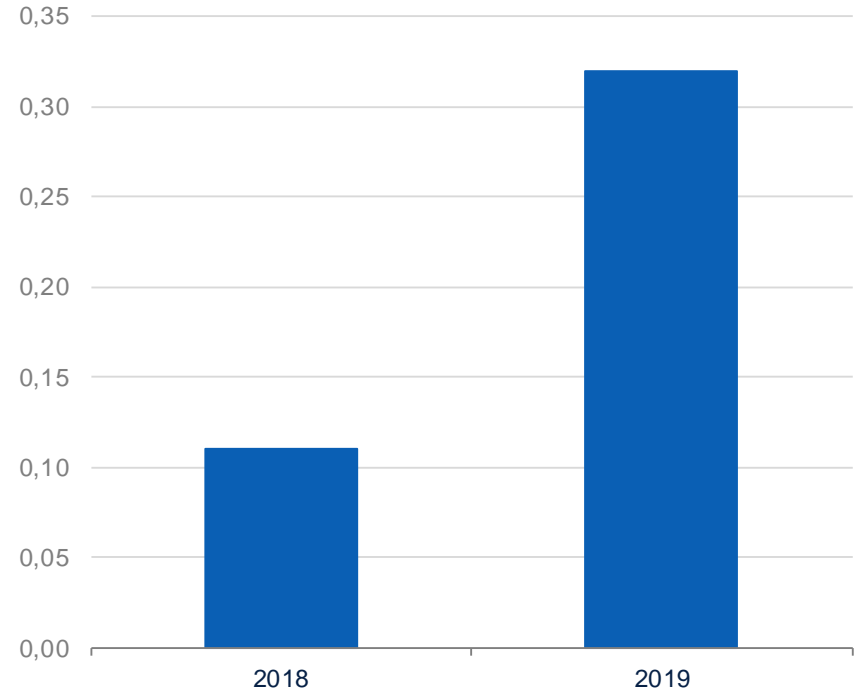
# La fuerte demanda global impulsa las exportaciones, mientras que el impacto de la apreciación del euro es limitado hasta el momento

**Exportaciones, EURUSD y PIB mundial (pp)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

**Efecto en la eurozona de un crecimiento más fuerte de lo esperado en China (pp)**

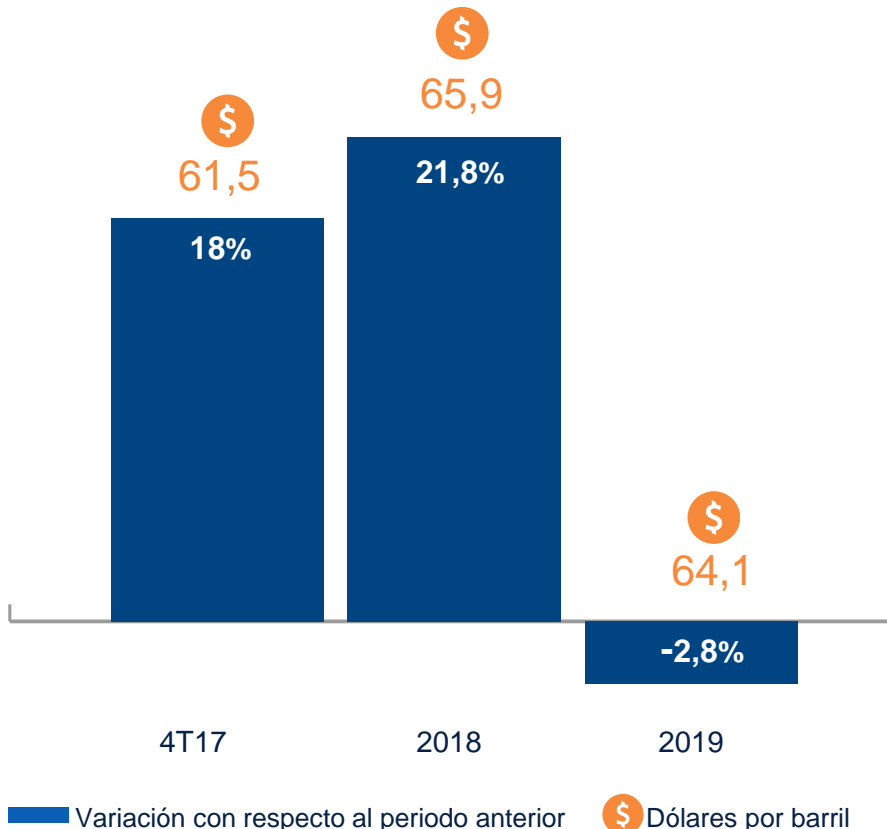


◆ Los factores externos deberían apoyar la fuerte expansión del crecimiento –por encima del potencial- durante un periodo relativamente prolongado

◆ El crecimiento en China está siendo más fuerte de lo esperado, y podría añadir en torno a 0,2pp al PIB de la zona euro en promedio en 2018-19

## Aumento del precio de las materias primas, aunque contenido

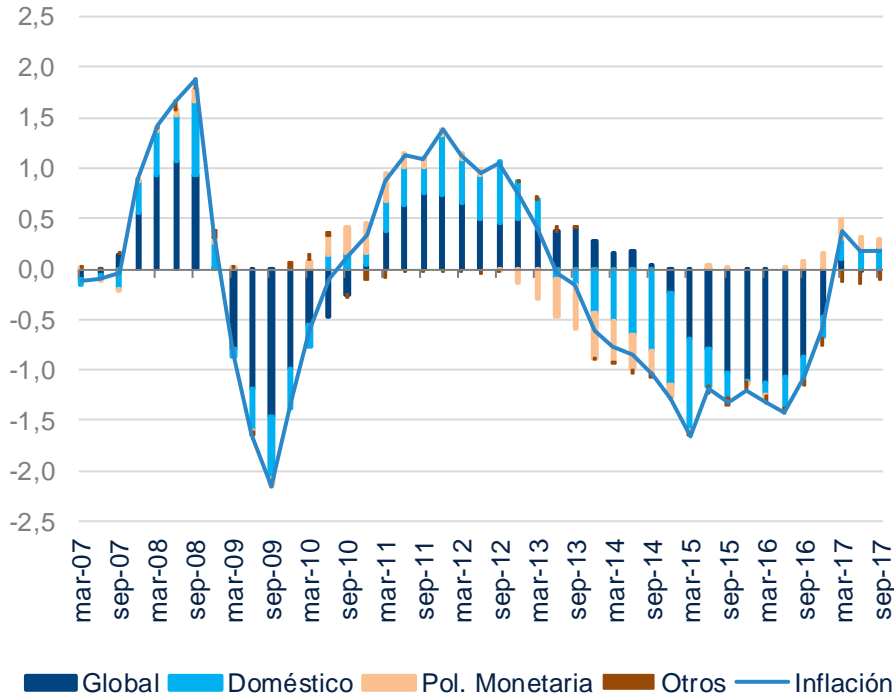
**Precio del petróleo**  
(Dólares por barril, %)



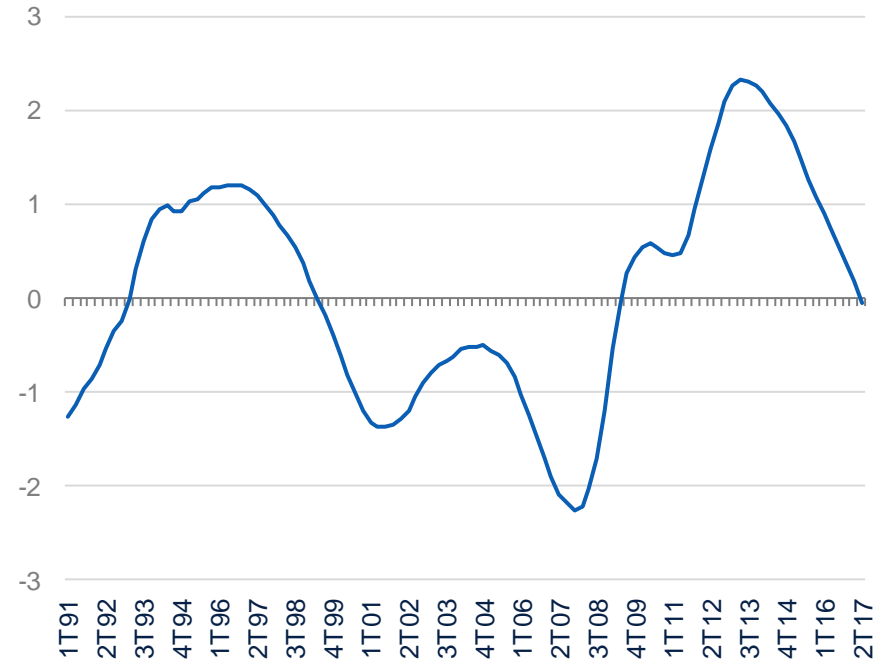
- ◆ El aumento en el precio del petróleo refleja la mayor demanda global -que podría explicar un 60% del aumento
- ◆ No obstante, refleja también el efecto de factores de oferta ligados a tensiones geopolíticas y a la corrección en inventarios
- ◆ Este aumento tendrá impacto en la inflación a c/p, si bien su efecto en la actividad será más limitado
- ◆ Esperamos que los precios fluctúen alrededor de los \$60 por barril en el medio plazo, debido a factores estructurales en el sector y a una mayor competencia entre productores

# Los factores globales y domésticos que hasta ahora presionaban la inflación a la baja están desapareciendo

**Eurozona: descomposición histórica de la inflación (pp)**



**Eurozona: brecha de desempleo (pp)**



Fuente: BBVA Research

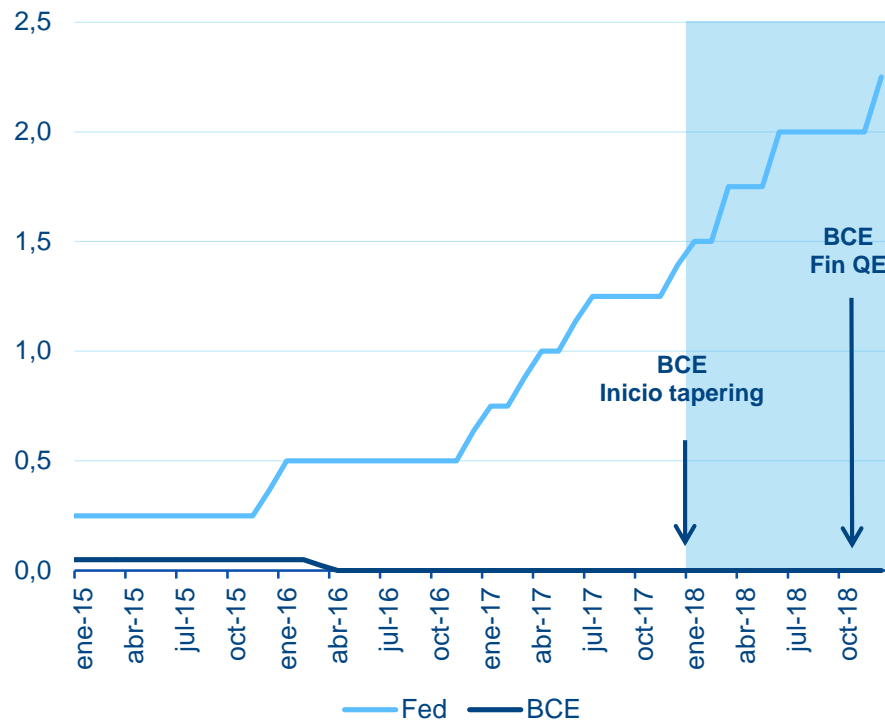
◆ **Los shocks** tanto globales como domésticos que han presionado a la baja la inflación durante el pasado año **tienden a desaparecer**, a lo que se suma la contribución positiva de las medidas del BCE

◆ La brecha de desempleo se ha reducido claramente en los últimos trimestres

# El BCE implementará un normalización gradual

## Tipos de referencia de la Fed y el BCE

(pb)

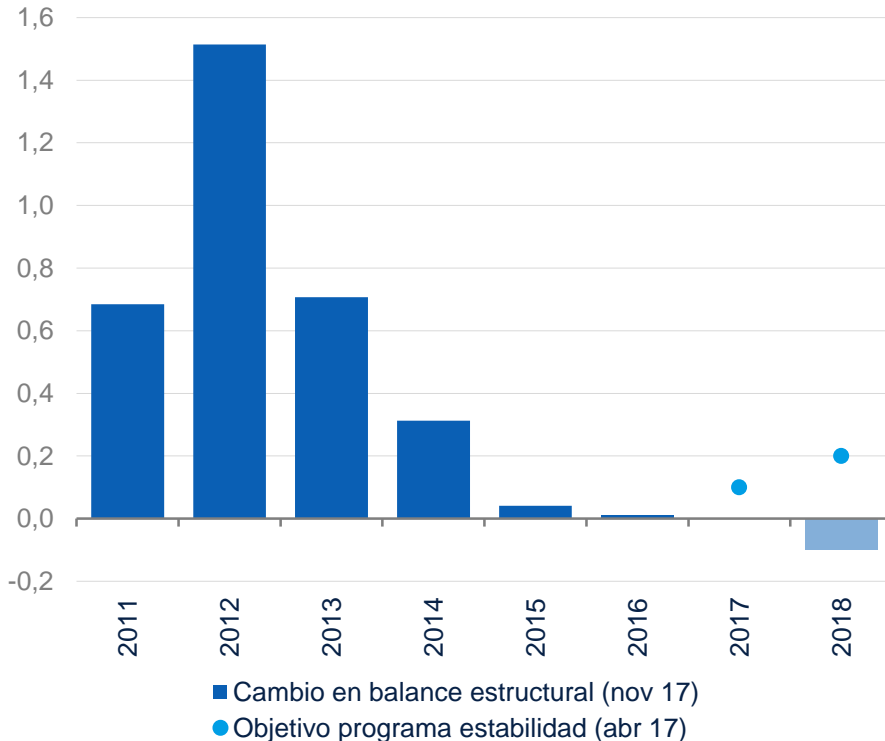


Fuente: Fed, BCE y BBVA Research

- **Mantenemos el escenario sin cambios**
- **El BCE mejora su confianza en el entorno económico, pero mantiene una normalización monetaria ordenada y prudente**
- **Elementos clave:**
  - **Cambios en el *forward guidance*** probablemente a partir de marzo/abril
  - **Inicio del *tapering*** en enero de 2018, pero extensión del QE hasta septiembre de 2018
  - **No esperamos subidas de tipos** antes de 2019
  - Foco: evitar una subida acelerada de los tipos de interés de largo plazo
- **Todavía hay incertidumbre:**
  - Cambios en el consejo de gobierno
  - Macro: mayor aumento de la inflación y efecto de unos tipos de interés más elevados
  - Mercados: tipos de interés a l/p y pendiente de la curva

# Los presupuestos anticipan una política fiscal prácticamente neutra en 2018, con ajustes por debajo de los objetivos de medio plazo

**Eurozona: variación anual en balance fiscal estructural (% del PIB)**



- Esperamos una **política fiscal neutral** –o levemente expansiva- para 2018
- La **mejora cíclica** se une a unos tipos de interés aún bajos
- Esperamos un **menor crecimiento del gasto primario y de la carga por intereses**, aunque con una inversión pública creciendo en 2018
- Los **ingresos fiscales se reducirán**, debido a medidas de ajuste y algo de menor recaudación durante 2018

# Alemania: la fortaleza de la demanda interna y externa apuntala un crecimiento robusto

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

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB real</b>	1,9	2,6	2,4	1,8
Consumo privado	1,9	2,3	1,9	1,6
Consumo público	3,7	1,2	1,4	1,4
Inversión	2,9	4,4	4,3	3,1
Demanda interna (en p.p.)	2,2	2,4	2,4	1,8
Exportaciones	2,4	4,8	4,4	3,5
Importaciones	3,8	5,1	4,4	3,9
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,4	0,2	0,3	0,1
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	8,2	7,9	7,8	7,5
<b>Saldo presupuestario (% PIB)</b>	0,8	0,9	1,0	1,0
<b>IPCA (media % a/a)</b>	0,4	1,7	1,8	1,8

- Los datos de 4T17 sugieren que **la senda de crecimiento se prolongará** durante los próximos trimestres
- **Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento**, del 1,8% al 2,4% en 2018
- El **consumo privado** sigue soportado por la mejores perspectivas laborales y la mejora de la confianza, aunque el **repunte esperado de la inflación** podría ralentizarlo algo
- Las **mejores perspectivas globales** continuarán impulsando las exportaciones y la inversión
- **Crecimiento sostenido del consumo público**, en línea con la evolución de los últimos años

# Francia: las reformas y el mejor entorno global apuntalan el crecimiento

## PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, %PIB)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB real</b>	1,1	1,9	1,9	1,6
Consumo privado	2,1	1,2	1,7	1,5
Consumo público	1,2	1,5	1,4	1,2
Inversión	2,7	3,6	3,1	2,7
Demanda interna (en p.p.)	1,9	2,5	2,0	1,6
Exportaciones	1,9	3,1	3,8	3,3
Importaciones	4,2	4,6	3,7	2,9
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,8	-0,6	-0,1	0,0
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	-0,9	-1,1	-1,3	-1,3
<b>Saldo presupuestario (% PIB)</b>	-3,4	-2,9	-2,7	-2,7
<b>IPCA (media % a/a)</b>	0,3	1,1	1,3	1,5

- **Mejora generalizada en los indicadores:** el consumo privado sorprende al alza en el 3T17 y se une a la reconstrucción de inventarios
- **Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento** para 2018, del 1,7% al 1,9%. Las reformas favorecen el crecimiento
- **La inversión gana tracción**, animada por la menor incertidumbre, las reducciones impositivas y el mayor gasto en infraestructuras
- La demanda global seguirá apoyando a las **exportaciones**, aunque dado el aumento de las importaciones, la contribución del sector exterior será prácticamente nula
- El **consumo privado** seguirá beneficiándose de las mejoras en el mercado laboral, altos niveles de confianza y una inflación contenida



# Italia: mejores perspectivas para 2018, a pesar de las vulnerabilidades políticas y financieras

## PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, %PIB)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB real</b>	1,1	1,6	1,5	1,3
Consumo privado	1,5	1,5	1,2	1,1
Consumo público	0,5	0,8	0,4	0,4
Inversión	3,0	3,2	3,8	2,7
Demanda interna (en p.p.)	1,2	1,5	1,4	1,3
Exportaciones	2,6	5,1	3,5	2,8
Importaciones	3,3	5,5	3,7	2,9
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	2,7	2,6	2,1	2,0
<b>Saldo presupuestario (% PIB)</b>	-2,5	-2,1	-1,8	-1,5
<b>IPCA (media % a/a)</b>	-0,1	1,4	1,4	1,7

- **Crecimiento sólido y estable**, impulsado por las exportaciones y la progresiva recuperación de la inversión
- **Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento** para 2018, desde el 1,3% al 1,5%, sobre todo por la recuperación de la inversión
- **El consumo privado tenderá a moderarse** de forma gradual como consecuencia de una inflación más elevada y la incertidumbre
- **Las exportaciones se verán beneficiadas de un mejor entorno global**. No obstante, su contribución neta será previsiblemente nula
- **La incertidumbre política continúa latente** – elecciones generales en marzo- **y continúa frenando la mejora del crecimiento potencial**

# España: previsiones sin cambios a pesar de la incertidumbre política

## PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, %PIB)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB real</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
Consumo privado	2,9	2,5	2,2	1,9
Consumo público	0,8	1,2	1,8	1,9
Inversión	3,3	5,0	3,7	4,4
Demanda interna (en p.p.)	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>
Exportaciones	4,8	5,1	4,4	5,2
Importaciones	2,7	3,9	4,4	5,8
Exportaciones netas (en p.p.)	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	1,9	1,8	1,9	1,7
<b>Saldo presupuestario (% PIB)</b>	-4,3	-3,1	-2,3	-1,7
<b>IPCA (media % a/a)</b>	-0,2	2,0	1,6	1,7

- La inercia positiva de los indicadores más recientes refuerza nuestra visión de un **escenario sin cambios**
- La **moderación del PIB** continuará en 2018 y 2019, con previsiones de crecimiento del 2,5% y el 2,3% respectivamente
- Los **soportes externos se mantienen favorables** y apoyan un crecimiento relativamente sólido. La demanda doméstica tenderá a moderarse
- **Política fiscal sin cambios** durante los próximos ejercicios
- Los **riesgos domésticos continúan ligados a la incertidumbre política**, los ajustes fiscales y la contención de los salarios

**BBVA** | Research

# Observatorio Económico Eurozona

Revisión al alza del crecimiento en 2018-19

Enero 2018



## 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,