

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

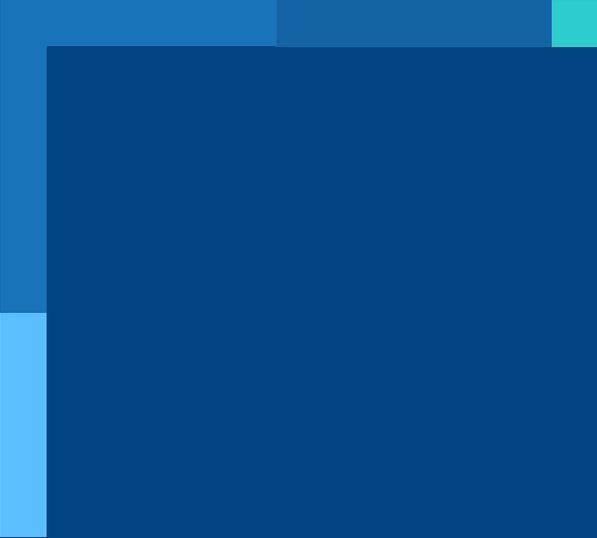
Observatorio Económico Eurozona

Julio 2018



Eurozona: hacia un crecimiento más moderado con mayores riesgos a la baja

- Los datos de actividad mejoraron en mayo pero no compensaron los decepcionantes registros de principios de año. Las ventas al por menor y la producción industrial apuntan a un crecimiento sólido tanto del consumo privado como de la inversión, pero a un ritmo más moderado que en 2S17.
- Los indicadores de confianza hasta julio parecen estabilizarse y siguen resistiendo a la creciente incertidumbre, lo que apunta a un crecimiento relativamente estable en la segunda parte del año. Algunos componentes adelantados, como las expectativas de empleo, siguen siendo positivos, principalmente en el sector de servicios.
- Nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento del PIB en torno a 0,4% t/t en 2T18 (una cifra estable con respecto a 1T18). Con todo, la eurozona se encamina hacia un crecimiento más moderado pero sólido este año, apoyado en la fortaleza de la demanda interna tras desacelerarse significativamente en el primer trimestre.
- Una desaceleración mayor de la esperada a principios de año junto con el aumento de la incertidumbre y de los precios de las materias primas nos llevan a revisar a la baja las previsiones de crecimiento en -0,3pp hasta el 2% en 2018 y -0,1pp hasta el 1,7% en 2019.
 - Se mantienen los factores que apoyan el crecimiento. Las políticas fiscal y monetaria continuarán respaldando la demanda interna además de las mejoras del mercado de trabajo, mientras que la depreciación del euro junto con una demanda global robusta seguirán apoyando las exportaciones.
 - Pero la creciente incertidumbre podría pesar sobre la actividad hacia adelante. Las medidas proteccionistas aprobadas hasta ahora tienen un limitado efecto directo sobre el crecimiento, pero podrían comenzar a reducir la confianza y la inversión. El efecto negativo podría ser significativo si se implementan las medidas proteccionistas anunciadas y entran en juego otros canales (de confianza y financieros).
- La inflación general podría fluctuar ligeramente por encima del 2% en el corto plazo impulsada por los precios de la energía y los alimentos, pero la subyacente permanece estable en niveles bajos.
- Los mayores precios del petróleo y un euro más débil nos llevan a revisar las proyecciones de inflación general al alza en 0,2pp en 2018-19 hasta 1,7% y 1,8%, respectivamente. Las incipientes presiones inflacionistas deberían respaldar nuestra visión de una tendencia gradual al alza en la inflación subyacente en los próximos meses (previsión sin cambios en 1,1% para 2018 y del 1,6% en 2019).
- Los riesgos a la baja para este escenario se han intensificado y provienen principalmente de una guerra comercial y de la política interna.



01

Indicadores económicos

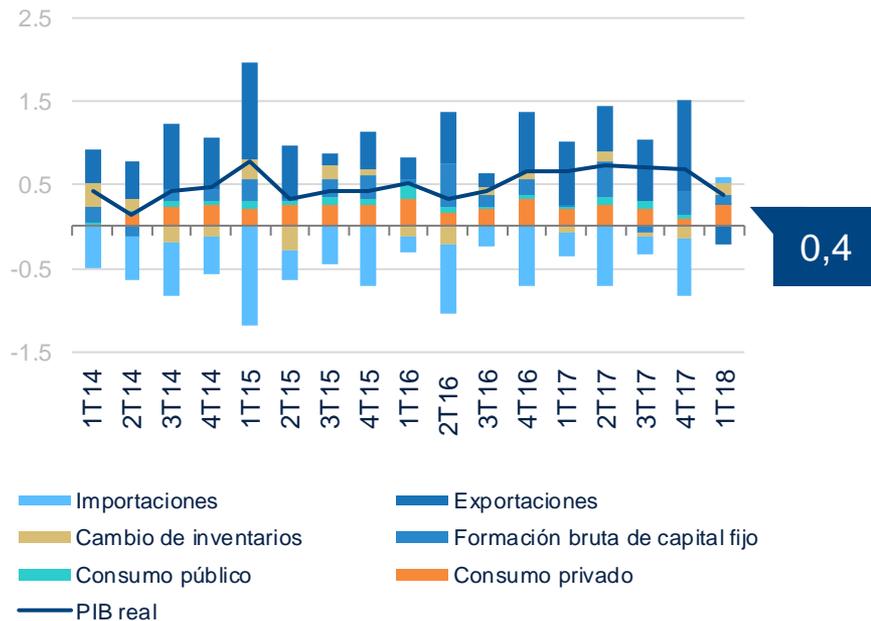
Los datos de actividad mejoraron en mayo pero no compensan las cifras decepcionantes en 1T18.
La confianza parece estabilizarse hasta julio a pesar del aumento de la incertidumbre.

El crecimiento se desaceleró a principios de año, pero se espera que se estabilice en 2T18

■ Tras desacelerarse hasta el 0,4% t/t en el 1T18, nuestro [modelo MICA-BBVA](#) apunta a un ritmo similar de crecimiento del PIB en 2T18, respaldado por la fortaleza de la demanda interna

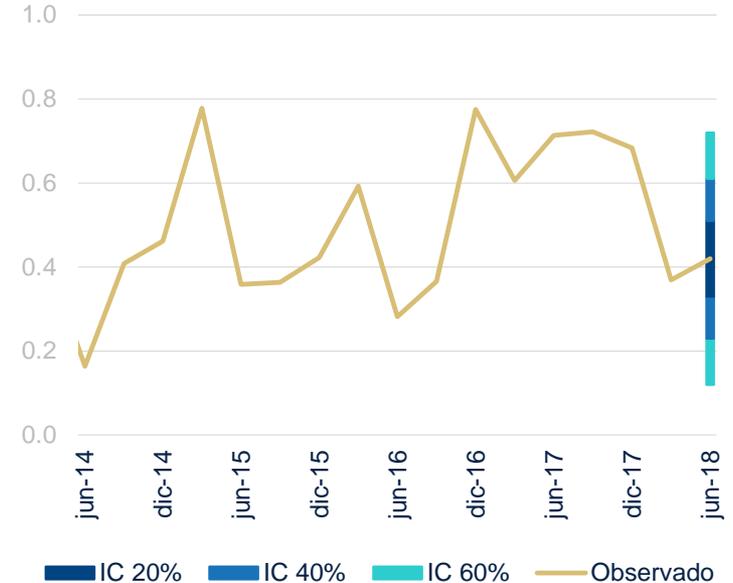
PIB, contribución por componentes

(% t/t, pp)



PIB y previsiones MICA

(% t/t)

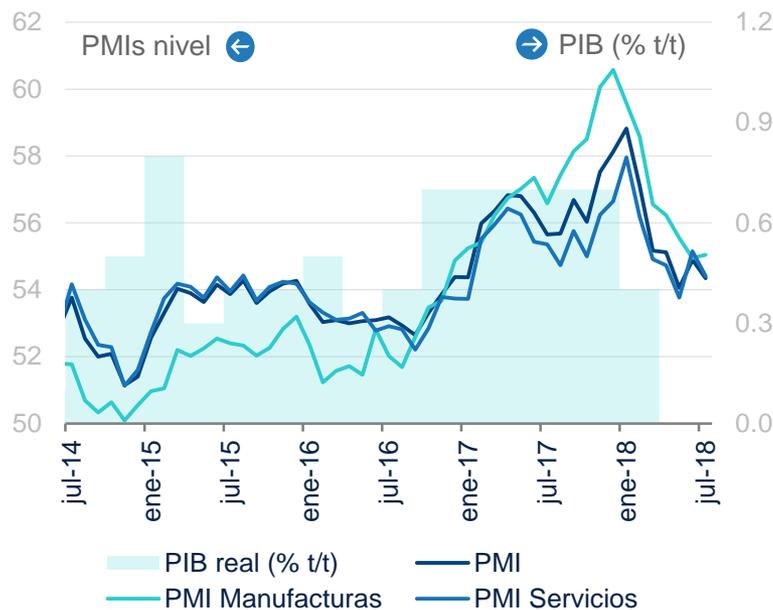


Los indicadores de confianza parecen estabilizarse en julio y resisten a la creciente incertidumbre

■ La confianza se ha estabilizado tras haber disminuido a principios del 2T, pero la preocupación sobre el proteccionismo sigue latente en las encuestas. La menor confianza aún es consistente con un crecimiento robusto pero más moderado en los próximos trimestres

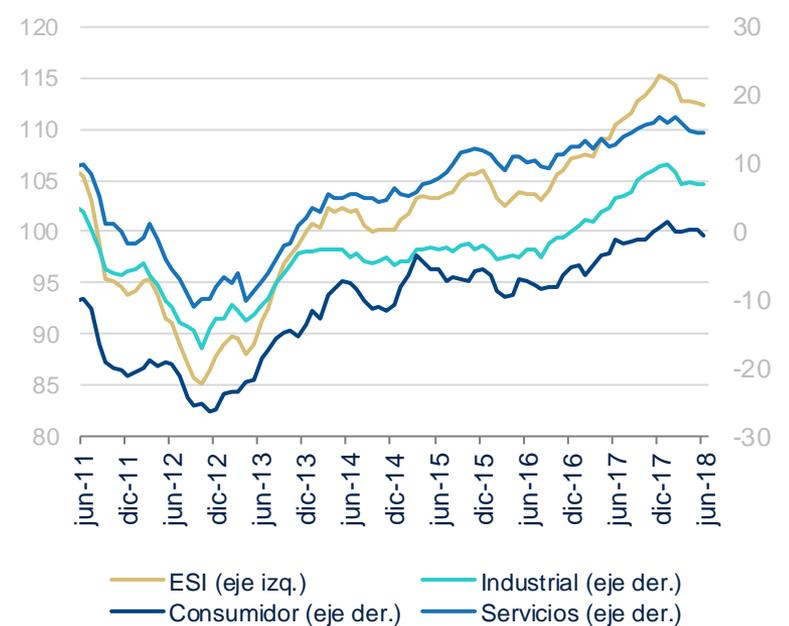
PMI y PIB

(nivel, % t/t)



Encuesta de confianza económica CE

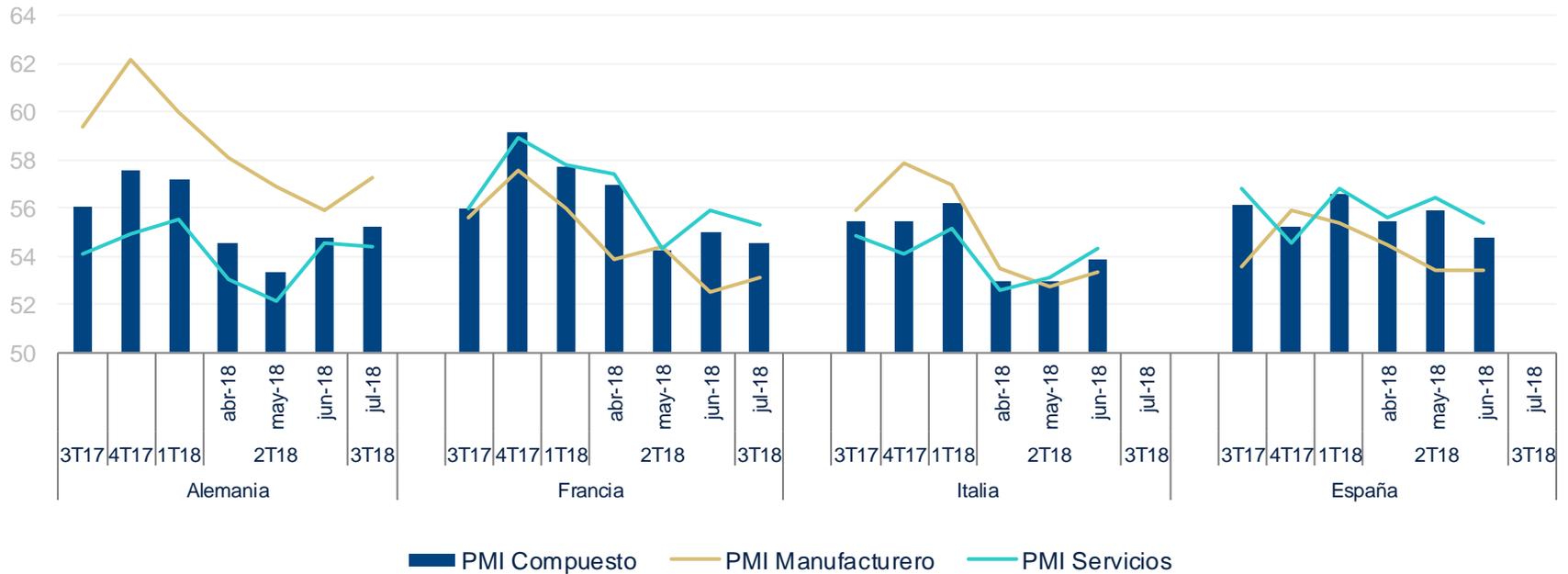
(nivel)



Los PMI compuestos rebotaron en los países de mayor tamaño impulsados por servicios, excepto en España

Encuesta PMI

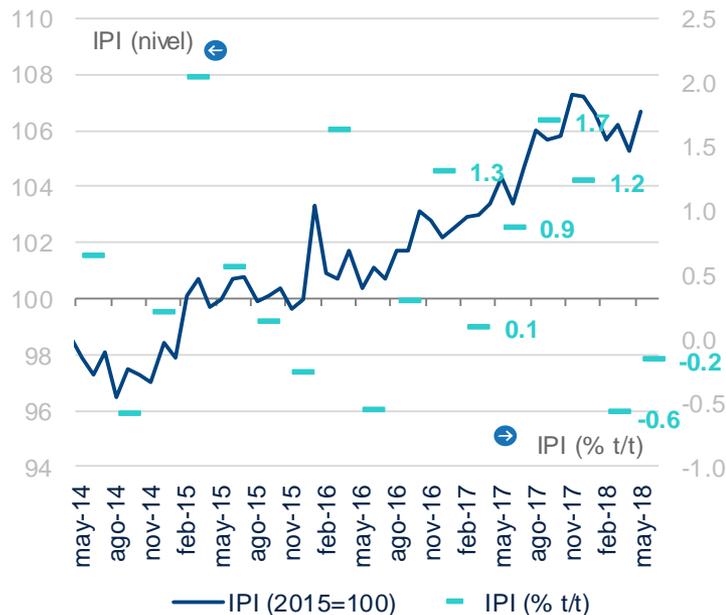
(nivel)



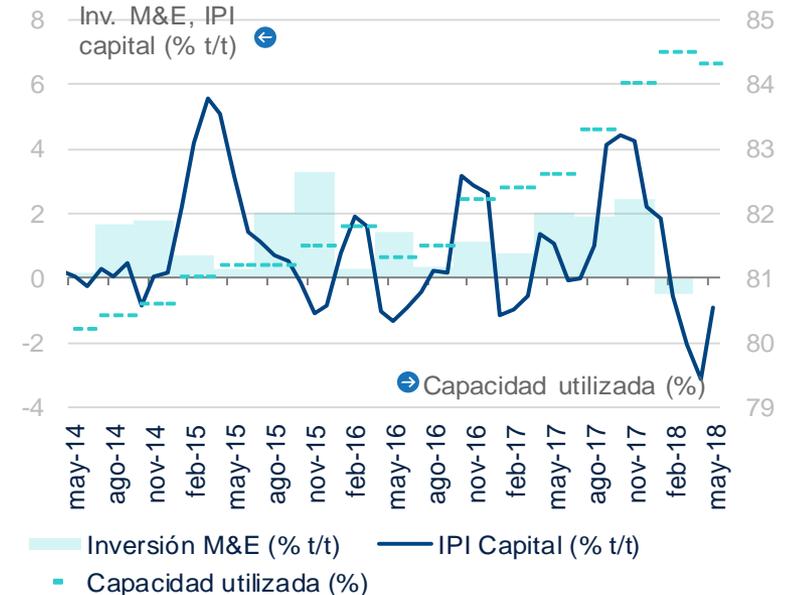
La producción industrial se recuperó en mayo, revirtiendo parcialmente las caídas de meses anteriores

■ El IPI rebotó en mayo (+1,3% m/m) mostrando un aumento en todos los tipo de bienes, especialmente duraderos (+2,1% m/m) y de capital (+0,7% m/m)

Producción industrial (nivel, % t/t)



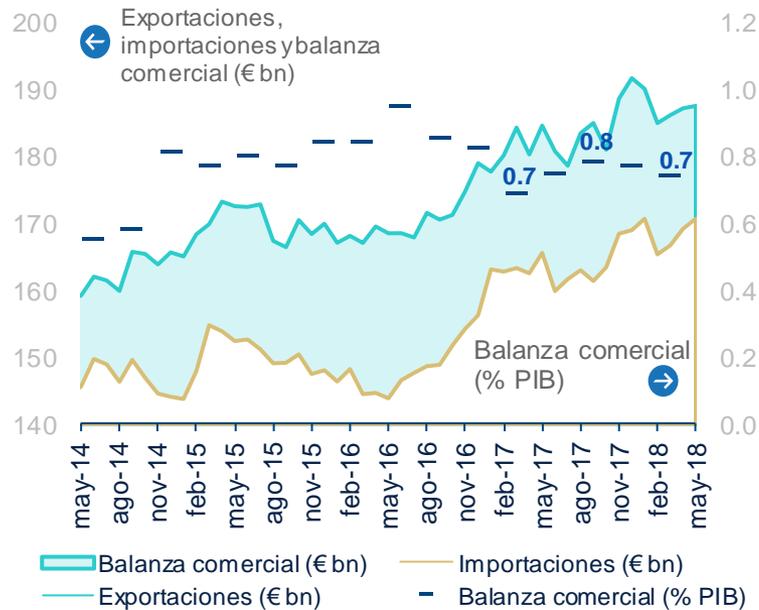
IPI bienes de capital, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada (% t/t, %)



El mayor crecimiento de las importaciones respecto a las exportaciones ha reducido ligeramente la balanza comercial

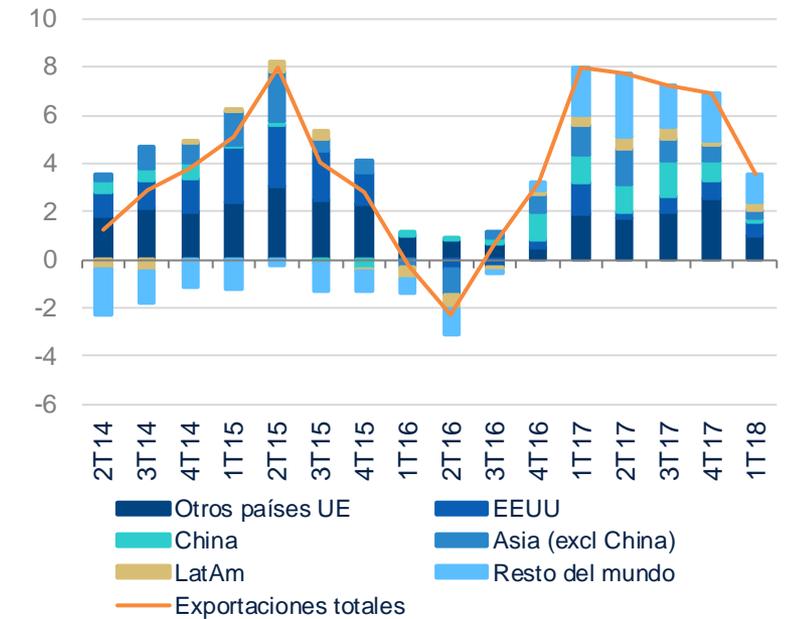
Balanza comercial

(€ bn, % PIB)



Exportaciones por destino

(% t/t, pp)



Las ventas minoristas se han recuperado tras decepcionar en 1T18 apoyadas en el optimismo de los hogares

■ Las ventas minoristas aumentaron levemente en mayo y deberían seguir aumentando en los próximos meses impulsadas por un sólido crecimiento del empleo y el optimismo de los consumidores

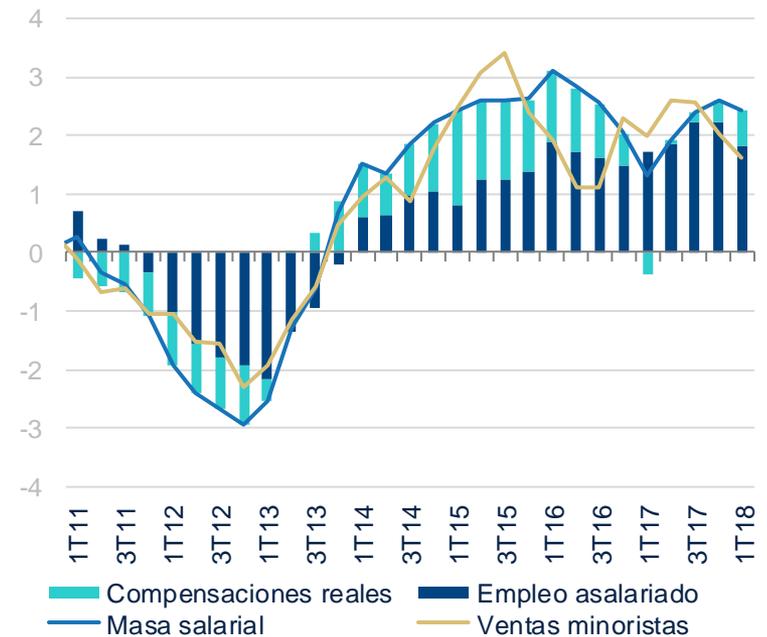
Ventas minoristas y confianza del consumidor

(% t/t, pts)



Ventas minoristas y masa salarial

(% a/a, pp)

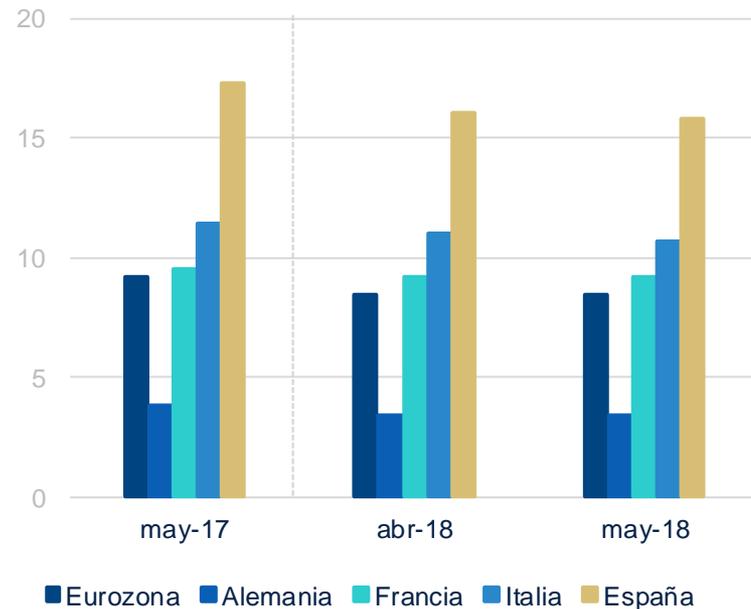


La tasa de paro se mantuvo estable en mayo, pero con nuevas disminuciones en Italia y España

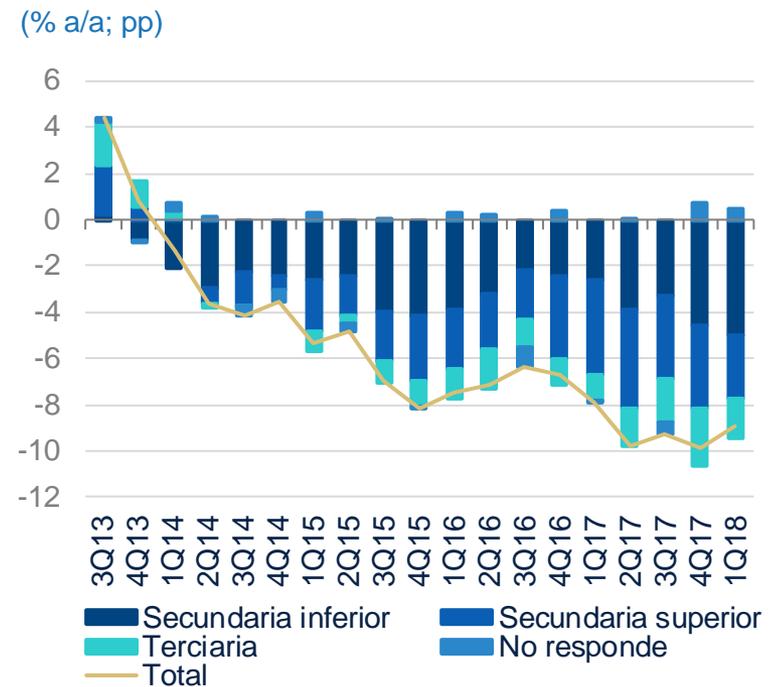
■ La tasa de desempleo se mantuvo estable en el 8,4% en mayo, mientras que el mes anterior se revisó a la baja en 0,1pp

■ La caída anual del paro se ha concentrado en los trabajadores de menor calificación, pero con aportes crecientes de los más cualificados

Tasa de desempleo por país
(%)



Variación anual en desempleados por nivel educacional
(% a/a; pp)



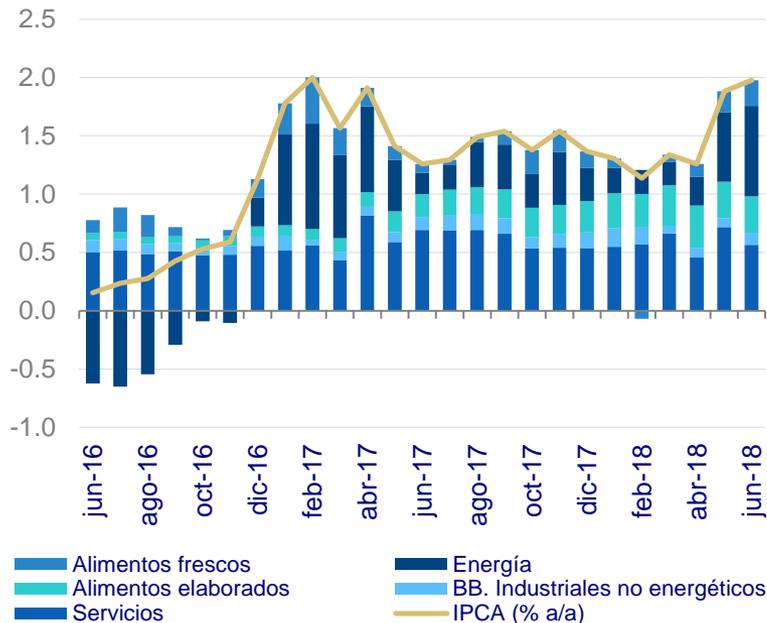
La inflación general ya alcanzó el 2%, aunque la subyacente sigue estable en niveles bajos

- La inflación general aumentó hasta el 2% a/a (+0,1pp) en junio, impulsado principalmente por la energía y los alimentos no procesados

- La inflación subyacente disminuyó un poco hasta 1,2% a/a (-0,1pp), aún mostrando una recuperación gradual

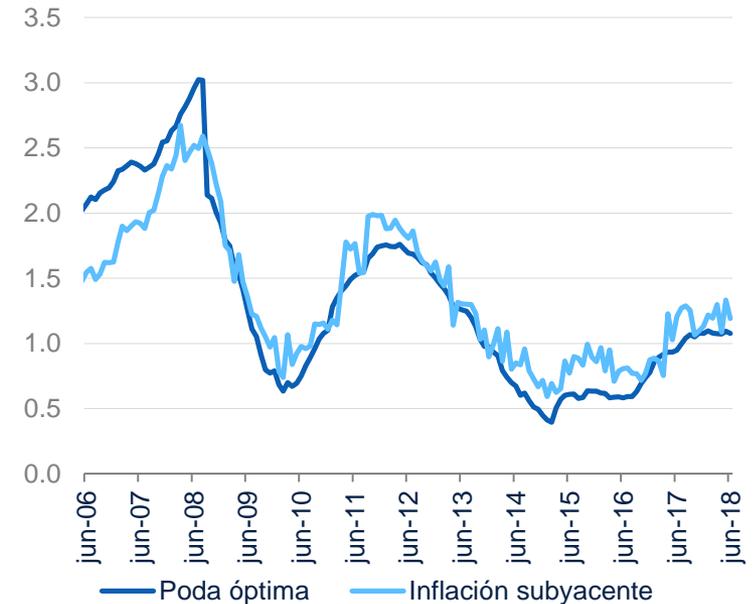
Inflación y contribución por componentes

(% a/a, pp)



Inflación subyacente y poda óptima

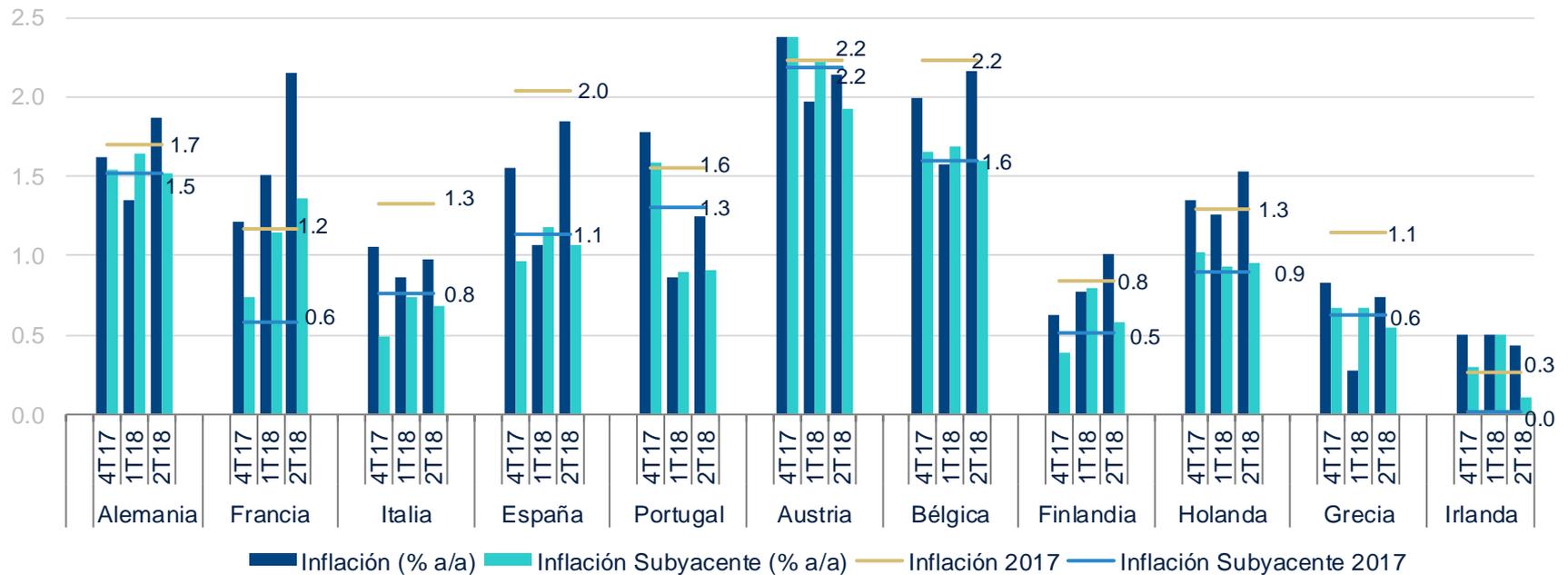
(% a/a)



Hay una mayor brecha entre la inflación general y subyacente en todos los países durante 2T18

Inflación general y subyacente

(% a/a)



02

Actualización previsiones

La zona euro avanza hacia un crecimiento más moderado, pero sólido.
Se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente en el horizonte de previsión.

Factores de crecimiento: la mayor incertidumbre y los precios de las materias primas pesan sobre la actividad a pesar de la resistencia tanto de la demanda interna como global

01 

Factores domésticos sólidos

Sigue mejorando el mercado de trabajo, los beneficios de empresas son estables y las condiciones de crédito favorables

04 

Inflación subyacente baja

Las incipientes presiones inflacionistas deberían apoyar una tendencia gradual al alza en la inflación subyacente durante los próximos meses

02 

Crecimiento global estable

Las exportaciones podrían beneficiarse de un euro más débil y de una demanda global robusta, pero con un crecimiento más moderado que en 2017

05 

Apoyo de la política económica

Política fiscal ligeramente expansiva, sumada a una salida muy gradual del BCE. Los aumentos de tipos se retrasan hasta el verano de 2019

03 

Mayor precio del petróleo y amenaza comercial

Menor ingreso disponible y beneficios. Efecto limitado de las medidas proteccionistas aprobadas, pero podría disminuir la confianza y la inversión

06 

Los riesgos se intensifican aún más

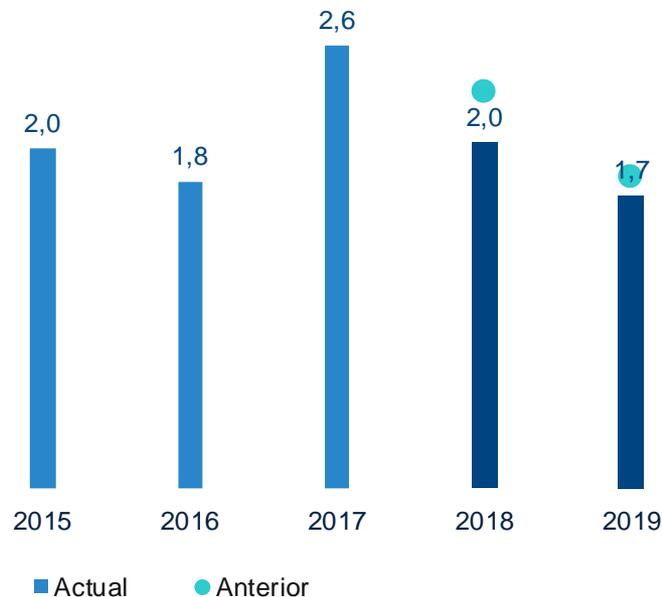
Al mayor riesgo de guerra comercial se suma la mayor incertidumbre en la política doméstica

Un transición rápida a un crecimiento más moderado

- Revisión a la baja en crecimiento del PIB en 2018 y 2019 (-0,3pp a 2% y -0,1pp a 1,7%) tras la fuerte desaceleración de 1T18
- Aunque se ralentiza, la recuperación de la inversión sigue en marcha y se suma a un consumo sólido

- Un euro más débil y una demanda mundial aún fuerte seguirán respaldando las exportaciones
- Tanto el mayor precio del petróleo como de importaciones impulsarán la inflación general al alza (+0,2pp en 2018-19). La inflación subyacente aumenta sólo gradualmente a medida que los salarios se recuperen

Crecimiento del PIB y previsiones (%)



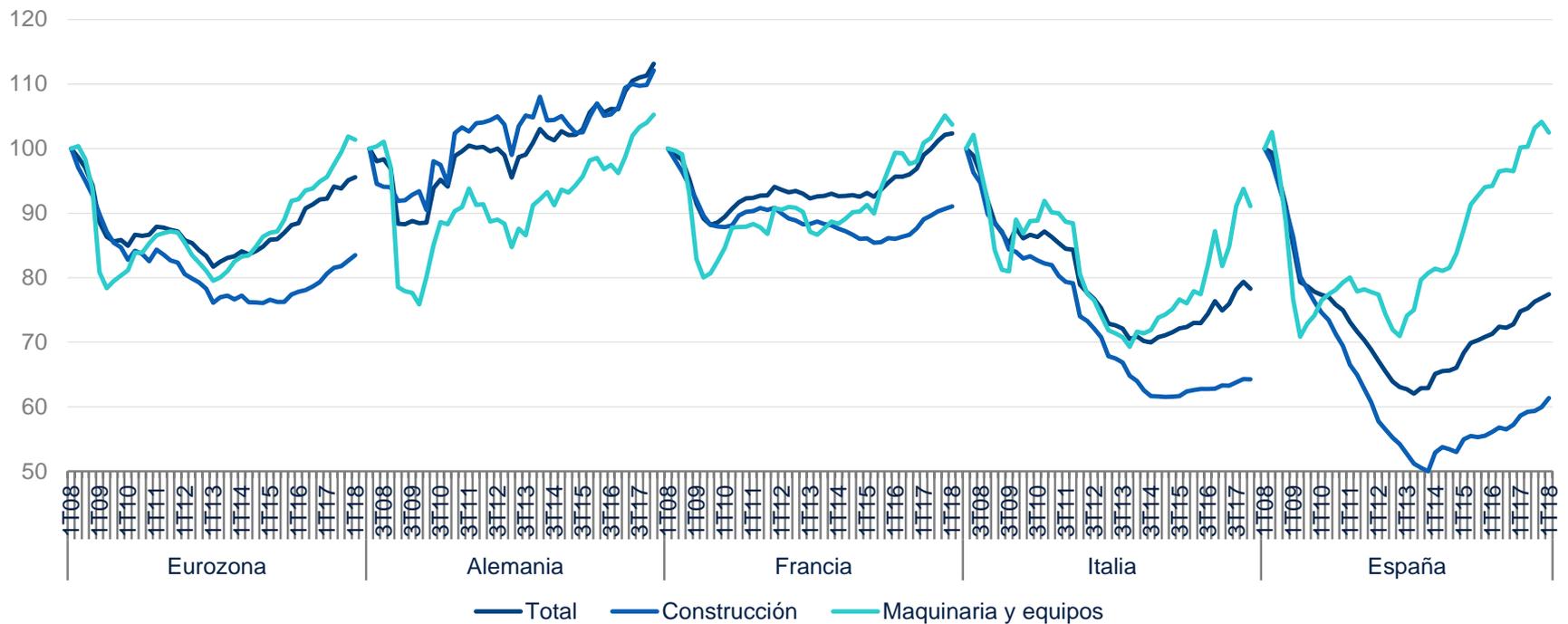
Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB real	1,8	2,6	2,0	1,7
Consumo privado	1,9	1,7	1,5	1,5
Consumo público	1,8	1,2	1,2	1,2
Inversión	4,5	3,5	3,0	2,9
Demanda interna (pp)	2,2	1,9	1,7	1,7
Exportaciones	3,3	5,5	4,1	4,2
Importaciones	4,6	4,5	3,7	4,4
Exportaciones netas (pp)	-0,4	0,7	0,3	0,1
Cuenta corriente (% PIB)	3,6	3,5	3,4	3,2
Saldo presupuestario (% PIB)	-1,5	-0,9	-0,7	-0,7
IPCA (media % a/a)	0,2	1,5	1,7	1,8

La recuperación de la inversión es generalizada entre países tanto en construcción como en maquinaria y equipos

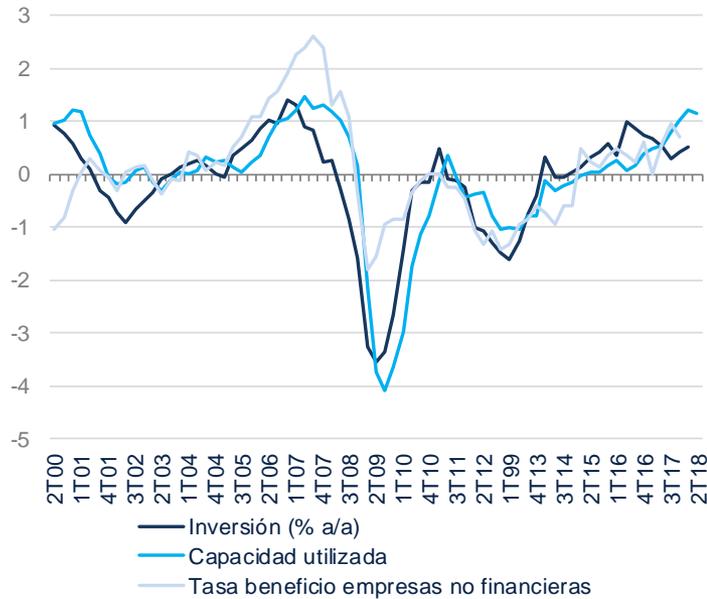
Inversión por país

(1T08=100)

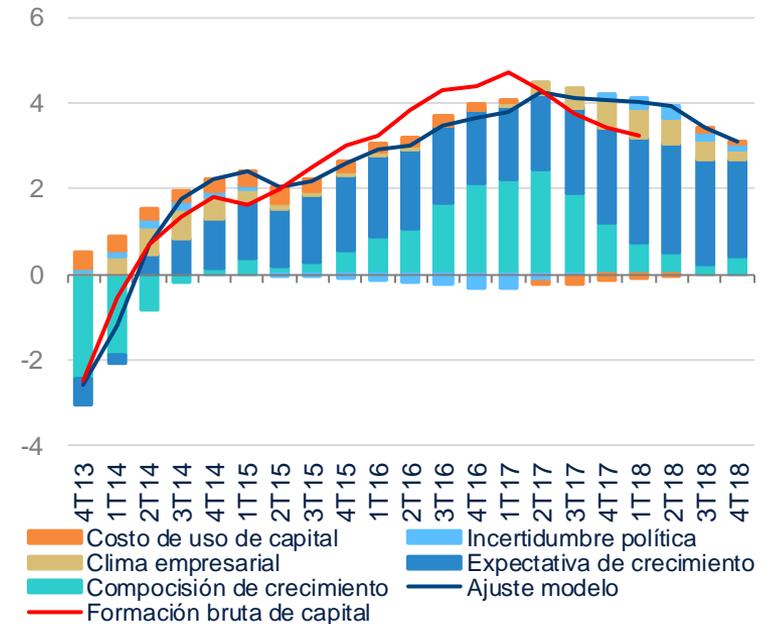


La incertidumbre podría afectar la inversión, pero los beneficios y la reducción de la capacidad ociosa deberían apuntalar un crecimiento sólido

Inversión, capacidad utilizada y beneficios empresariales (normalizada)



Inversión y contribución de determinantes (% var media móvil anual, pp)

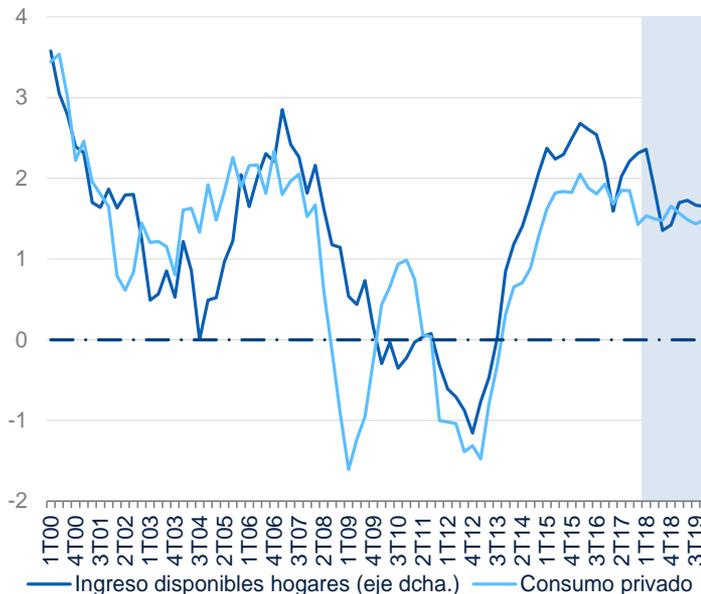


Consumo privado algo más moderado debido al menor crecimiento de los salarios reales (por mayor inflación)

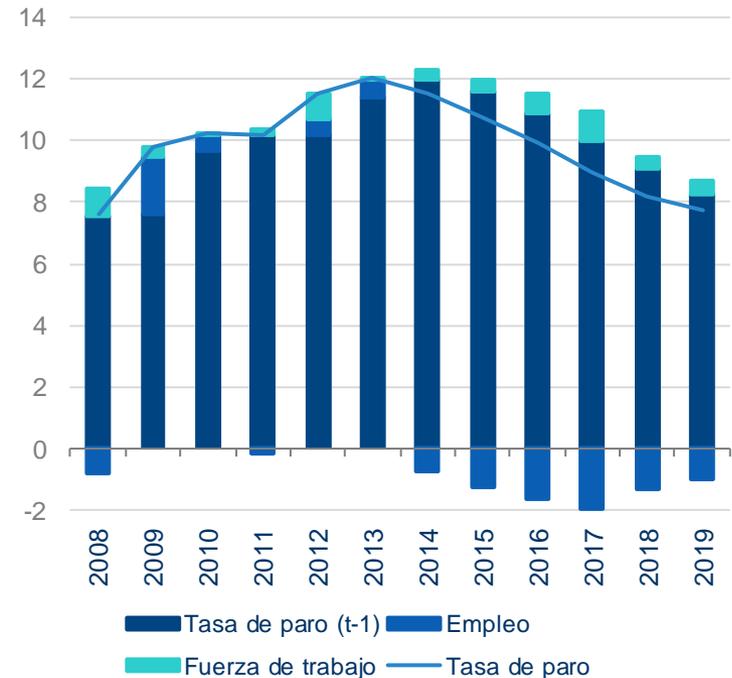
■ El ingreso disponible ha mostrado un crecimiento fuerte impulsado por la sólida creación de empleo, aunque se verá compensado por una mayor inflación

■ Se espera que la tasa de paro mantenga su tendencia a la baja

Consumo privado e ingreso disponible (% a/a)

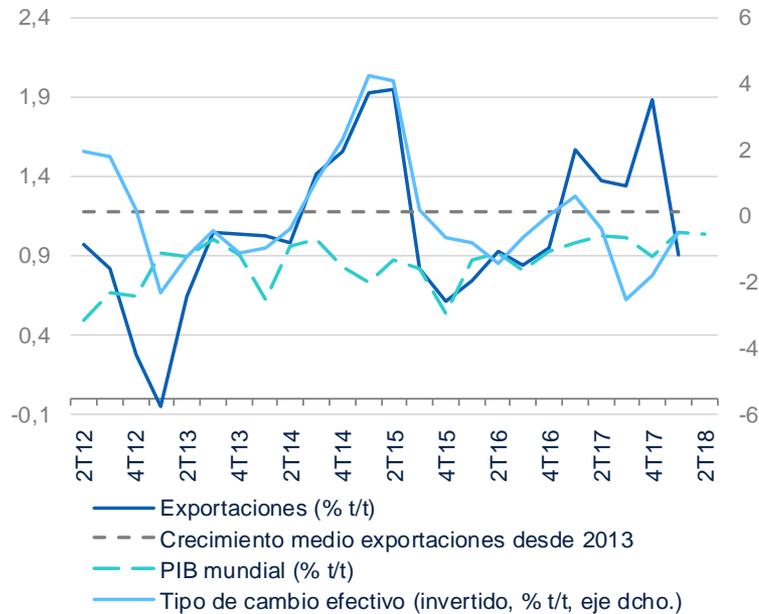


Tasa de desempleo y contribución (% pp)

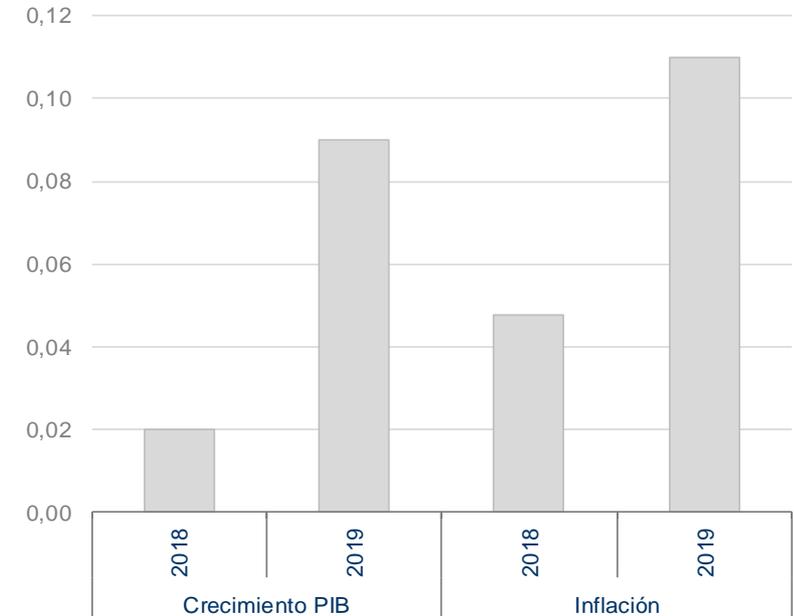


La reciente debilidad del euro ayudará a impulsar la competitividad de exportaciones, pero también la inflación

Exportaciones, EUR/USD y PIB mundial (% t/t)

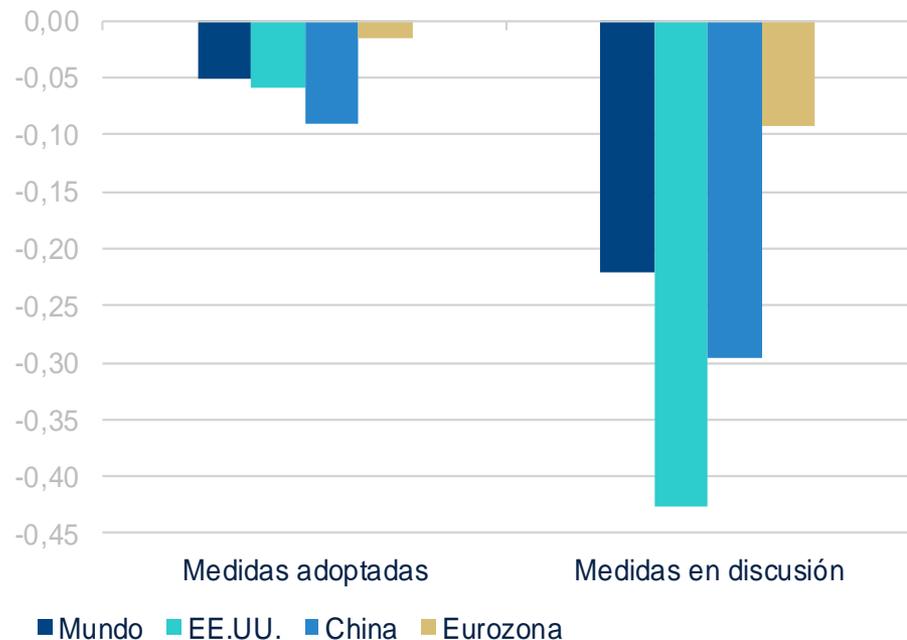


Efecto de la depreciación del euro en crecimiento del PIB e inflación (pp)



Efecto limitado de las subidas arancelarias aprobadas, pero significativo si se implementan los aranceles anunciados

Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Medidas anunciadas: incremento aranceles al 25% para el acero, 10% para aluminio y 25% a importaciones chinas por valor de 50mM de dólares

Medidas en discusión: subida de aranceles hasta el 20% para los automóviles e importaciones chinas por valor de 200mM de dólares

Fuente: BBVA Research

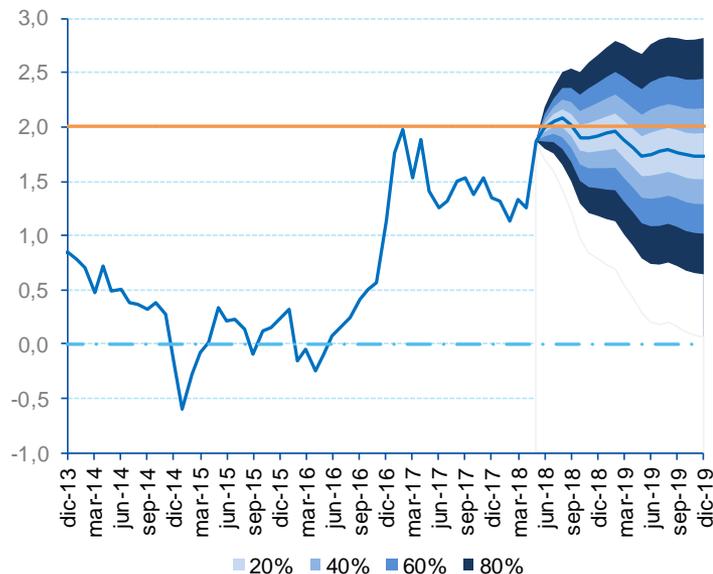
- Las subidas arancelarias aprobadas por EE.UU. tendrían un impacto directo reducido. Los efectos indirectos, vía confianza económica y canal financiero, podrían notarse en 2S18
- Con una escalada proteccionista, el efecto negativo en el crecimiento también sería significativo en EE.UU.
- El efecto, menor en Europa, diferiría por países y afectaría, sobre todo, a Alemania y a los países del este
- El crecimiento del PIB mundial podría reducirse alrededor de 0,2pp sólo por el canal comercial. Si la confianza y las condiciones financieras empeoran, las medidas proteccionistas podrían restar 0,3pp adicionales al crecimiento global (hasta alrededor de 0,5pp)

La moderación de la inflación de energía se compensará por mayores precios subyacentes durante el próximo año

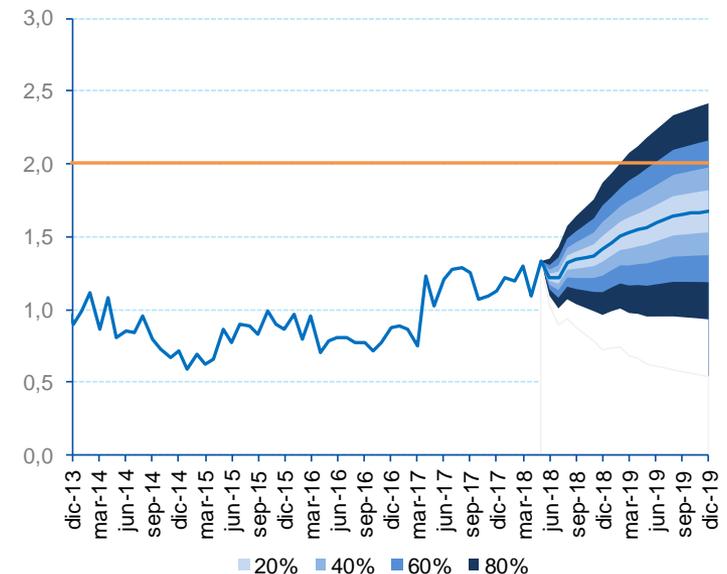
- Mayor inflación general debido tanto al aumento del precio del petróleo como a la depreciación del euro. Alcanzando un promedio de 1,7% y 1,8% en 2018-19 (revisado al alza en +0,2pp en ambos años)

- No hay cambios importantes en previsiones de inflación subyacente, con incrementos sólo graduales a medida que salarios se recuperan (promedio de 1,1% y 1,6% en 2018-19, esta última revisada al alza en +0,1pp)

Inflación general IPCA y previsión (% a/a)



Inflación subyacente IPCA y previsión (% a/a)



El BCE retrasó las alzas de tipos hasta el próximo verano tras una fuerte guía para evitar turbulencias en los mercados

QE



SIN CAMBIOS

En 2018 se pondrá fin al QE

- Compras mensuales de activos (€ 30 MM) hasta septiembre
- Luego, reducción de compras a €15 MM hasta diciembre

Tipos



Una guía fuerte y explícita sobre la trayectoria de tipos. Retraso en la subida de tipos hasta septiembre de 2019

Pero el **BCE seguirá presente en el mercado de deuda**: reinversión de vencimientos

El **desafío para el BCE para gestionar las expectativas de tasas se ha cumplido**

Elementos clave en la salida:



Tipos largos y primas de riesgo



Tipo de cambio (€)



Expectativas de subidas de tipos



Alemania: Crecimiento más moderado impulsado por menor dinamismo en exportaciones pero aún una inversión sólida

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017	2018(p)	2019(p)
PIB real	1.9	2.5	1.9	1.7
Consumo privado	1.9	2.0	1.4	1.5
Consumo público	3.7	1.5	1.3	1.7
Inversión	2.9	4.0	3.4	3.0
Demanda interna (pp)	2.2	2.3	1.8	1.7
Exportaciones	2.4	5.3	5.0	4.1
Importaciones	3.8	5.6	5.4	4.8
Exportaciones netas (pp)	-0.4	0.2	0.1	0.0
Cuenta corriente (% PIB)	8.5	8.1	7.9	7.3
Saldo presupuestario (% PIB)	1.0	1.3	1.2	1.3
IPCA (media % a/a)	0.4	1.7	1.9	1.9

- Las previsiones crecimiento para el PIB se revisan a la baja en 2018 (-0,5pp) y 2019 (-0,1pp) principalmente debido a datos de exportación y consumo inferiores a los esperados en el 1T18
- El consumo privado se moderará debido a un mercado laboral más presionado y una mayor inflación
- La depreciación del euro y las perspectivas globales aún positivas seguirán respaldando las cifras de comercio y la inversión, aunque el creciente proteccionismo plantea riesgos a la baja (sector del automóvil)
- Se espera que el gasto público respalde la demanda interna, pero en el contexto de una política fiscal prácticamente neutral
- Los riesgos locales disminuyeron, pero permanecen latentes, en su mayoría provenientes de una coalición de gobierno debilitada que podría pesar en la confianza

Francia: Crecimiento revisado a la baja en 2018, dada una mayor inflación y una demanda interna estancada

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017	2018(p)	2019(p)
PIB real	1.1	2.3	1.8	1.6
Consumo privado	1.9	1.2	1.1	1.3
Consumo público	1.4	1.4	1.4	1.4
Inversión	2.7	4.7	2.9	2.6
Demanda interna (pp)	1.6	2.2	1.4	1.6
Exportaciones	1.5	4.7	3.5	3.4
Importaciones	3.1	4.1	2.3	3.2
Exportaciones netas (pp)	-0.5	0.1	0.3	0.0
Cuenta corriente (% PIB)	-0.8	-0.6	-0.5	-0.6
Saldo presupuestario (% PIB)	-3.4	-2.6	-2.5	-2.3
IPCA (media % a/a)	0.3	1.2	1.8	1.8

- Revisamos a la baja el crecimiento del PIB en 2018 a 1.8% (-0,2pp) luego de un mayor crecimiento en 2017 respaldado por las exportaciones (revisado al alza en + 0.3pp)
- Los datos recientes mostraron una **desaceleración en la demanda interna**, principalmente inversión
- El **crecimiento del consumo privado** se verá afectado por una **mayor inflación**
- Un **menor crecimiento de las importaciones** aumentará la contribución de la demanda externa neta este año
- La consolidación fiscal y las reformas podrían retrasarse por el **riesgo de un mayor descontento social**

Italia: Aún rezagada mientras enfrenta crecientes riesgos políticos

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017	2018(p)	2019(p)
PIB real	1.0	1.6	1.1	1.2
Consumo privado	1.4	1.4	1.0	1.0
Consumo público	0.6	0.1	0.2	0.4
Inversión	3.3	3.9	3.0	2.1
Demanda interna (pp)	1.3	1.4	1.1	1.0
Exportaciones	2.6	6.0	3.2	3.4
Importaciones	3.8	5.7	3.4	3.1
Exportaciones netas (pp)	-0.3	0.2	0.0	0.2
Cuenta corriente (% PIB)	2.6	2.8	2.9	2.3
Saldo presupuestario (% PIB)	-2.5	-2.3	-1.9	-1.9
IPCA (media % a/a)	-0.1	1.3	1.3	1.7

- Revisamos las previsiones para el crecimiento del PIB a la baja en 2018-19 (con -0,4pp y -0,1pp, respectivamente)
- Aunque las cifras de inversión seguirán apuntalando el crecimiento, la mayor incertidumbre detuvo el ritmo de la recuperación
- El consumo privado debería moderarse, en su mayoría arrastrado por una mayor inflación
- Las perspectivas aún positivas para el comercio mundial apoyarán las exportaciones, pero las importaciones compensarán su contribución al crecimiento
- La incertidumbre política y los riesgos del populismo permanecen latentes y aumentando

España: Previsiones de crecimiento sin cambios con políticas de apoyo contrarrestando los vientos en contra

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017	2018(p)	2019(p)
PIB real	3.3	3.1	2.9	2.5
Consumo privado	2.9	2.4	2.6	2.1
Consumo público	0.8	1.6	2.0	2.0
Inversión	3.3	5.0	4.3	5.6
Demanda interna (pp)	2.5	2.8	2.8	2.7
Exportaciones	4.8	5.0	3.5	6.0
Importaciones	2.7	4.7	3.6	7.1
Exportaciones netas (pp)	0.7	0.3	0.1	-0.2
Cuenta corriente (% PIB)	1.9	1.7	1.3	1.5
Saldo presupuestario (% PIB)	-4.3	-3.1	-2.8	-2.1
IPCA (media % a/a)	-0.2	2.0	1.8	1.7

- Las previsiones de crecimiento del PIB se mantienen en el 2,9% y el 2,5% en 2018 y 2019
- Algunos cambios en la composición de la demanda con exportaciones e inversión (MyE) afectados negativamente por vientos en contra (restricciones de la oferta, mayor precio del petróleo y la desaceleración de la zona euro)
- El consumo seguirá creciendo mientras se acelera la inversión en construcción
- La política monetaria y fiscal ayudarán a contrarrestar los vientos en contra
- La incertidumbre política y los costos de una política fiscal pro-cíclica son el principal riesgo local

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Observatorio Económico Eurozona

Julio 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.