

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 weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

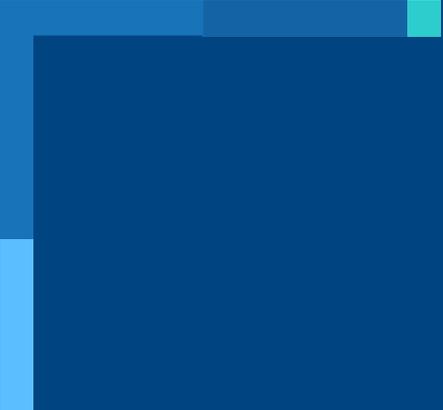
# Observatorio Económico Eurozona

Octubre 2018

Creando Oportunidades

# Eurozona: Mantenemos la previsión de un crecimiento sostenido con mayores riesgos

- El crecimiento del PIB de la Eurozona se ha estabilizado en niveles más bajos debido a la menor demanda externa y a la ralentización del consumo privado, pero debería mantenerse estable debido a la solidez de los factores domésticos. Nuestro índice BBVA-MICA proyecta un crecimiento trimestral del PIB del 0,4% en el 3T18.
- La actividad ha mejorado en agosto, revirtiendo parte de la caída en meses anteriores. La recuperación industrial avanza a un ritmo más lento, mientras que el consumo privado y la inversión deberían seguir apoyando el crecimiento. Las exportaciones crecieron de nuevo en agosto, pero la tendencia al alza de las importaciones probablemente lastrará el crecimiento económico en el 3T18.
- El nuevo empeoramiento de las confianzas en octubre suscita de nuevo preocupación por el efecto negativo del aumento de la incertidumbre y apunta una nueva desaceleración a finales de año, con datos aún muy limitados.
- Nuestras previsiones de crecimiento del PIB se mantienen estables en un 2,0% para 2018 y un 1,7% para 2019, ya que los soportes internos deberían compensar la incertidumbre y la ralentización de la demanda global.
  - Ligeró cambio en la composición del crecimiento: una mayor solidez del consumo privado y de la inversión debería contrarrestar la menor contribución neta de las exportaciones, a pesar del moderado crecimiento de las mismas (apoyado por un euro más débil y una demanda mundial aún sólida).
  - La política fiscal y monetaria y las mejoras en el mercado laboral seguirán apoyando la demanda interna.
- El aumento de los precios del petróleo podría mantener la inflación en torno al 2% durante el resto del año, pero el efecto base tenderá a desaparecer durante el año que viene. La inflación subyacente sigue siendo moderada, pero mantendrá un aumento gradual gracias a la fuerte demanda interna y a la recuperación de los salarios.
- Los riesgos a la baja en este escenario se han intensificado: a la mayor incertidumbre política en Europa (Brexit, Italia, estancamiento político en la Eurozona) se suma a una potencial guerra comercial y la posibilidad de una salida más rápida de la Reserva Federal.



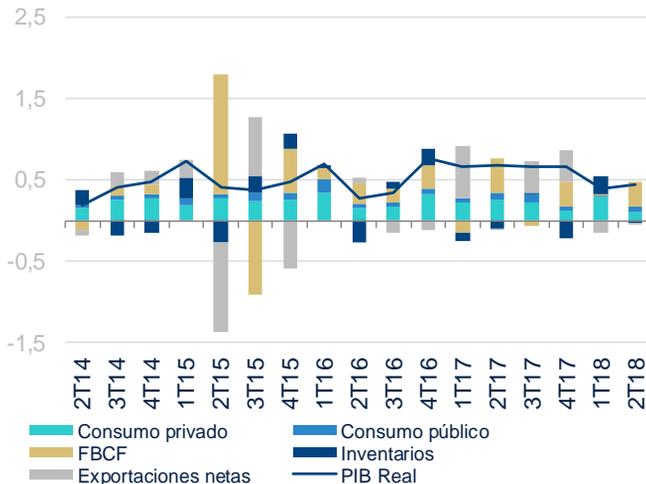
# 01

## Indicadores económicos

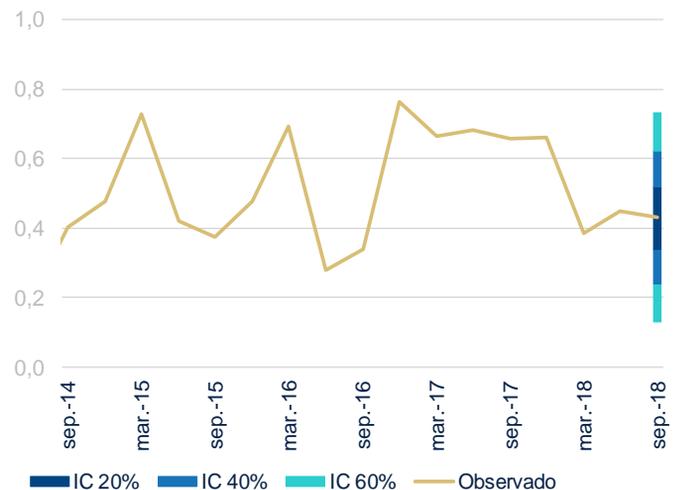
Los datos de actividad mejoraron en agosto revertiendo parte de las caídas. La demanda doméstica continúa siendo sólida pero las exportaciones netas podrían lastrar el crecimiento. El empeoramiento de las confianzas en octubre suscita nuevas preocupaciones por el efecto negativo derivado del aumento de la incertidumbre.

# La economía de la Eurozona crece a menor ritmo, pero de forma constante

## PIB, contribución por componentes (% t/t, pp)



## PIB y previsiones MICA (%, t/t)

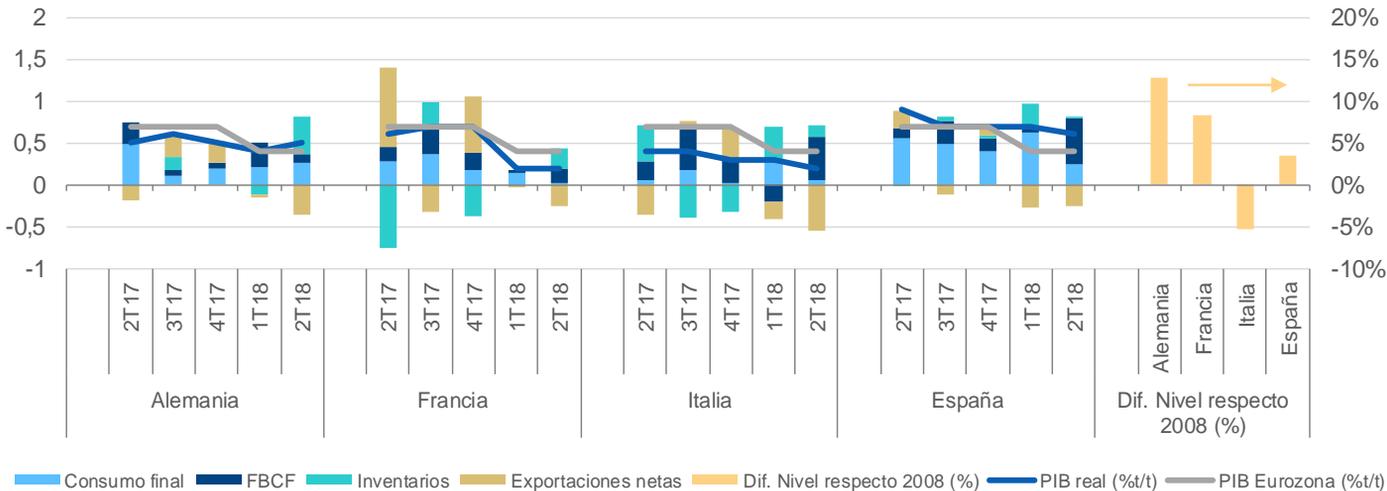


Se espera que el crecimiento del PIB en el 3T18 se mantenga estable en un 0,4%. Se espera que la demanda interna continúe siendo robusta, pero las exportaciones netas podrían lastrar de nuevo el crecimiento.

# Crecimiento más moderado entre países, con diferencias derivadas de la fortaleza de su demanda interna

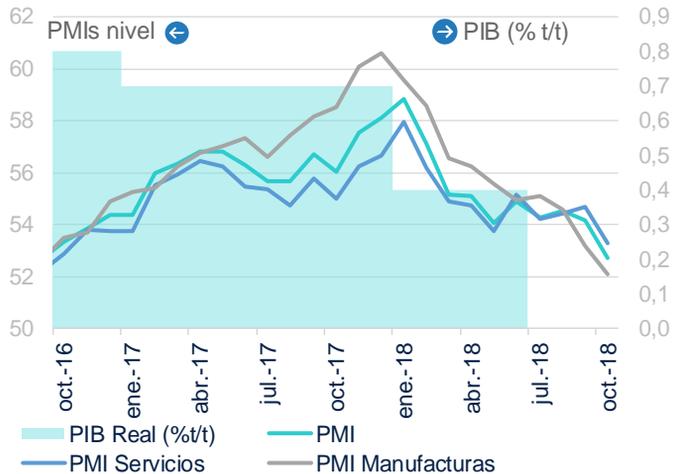
## PIB, contribución por componentes

(%/t, pp)

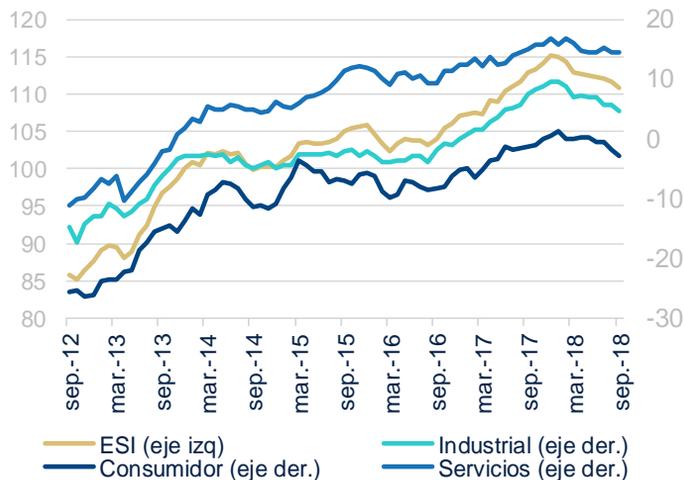


# Los PMIs apuntan a una mayor desaceleración en octubre tanto en manufacturas como en servicios

## PIB y PMI (nivel, %t/t)



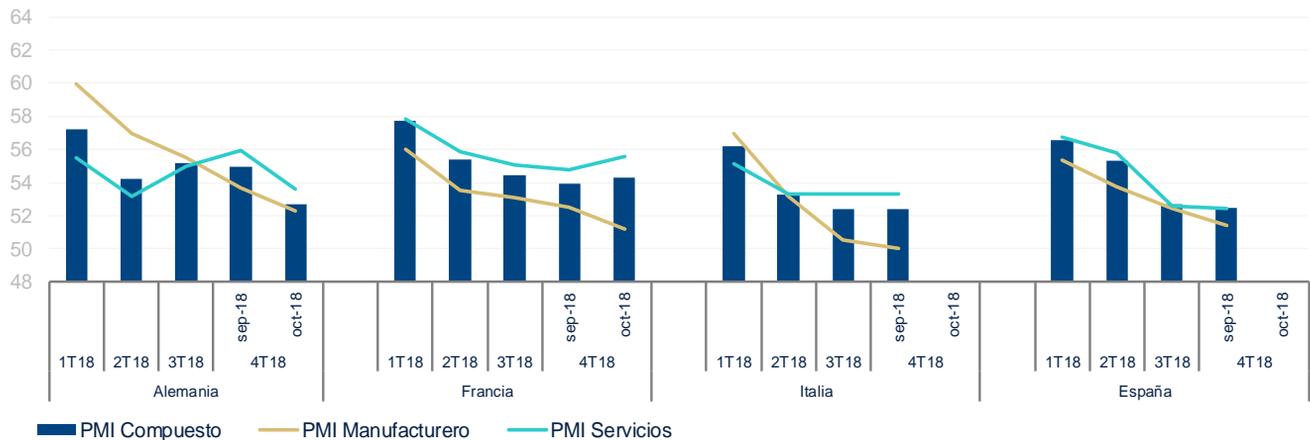
## Encuesta de confianza económica CE (nivel)



Los PMIs fueron peor de lo esperado en octubre y señalan nuevos descensos en manufacturas y servicios. Además, los indicadores más adelantados -expectativas empresariales y el índice de nuevos pedidos- están alcanzando mínimos en varios años debido a la incertidumbre generada en torno al Brexit y las negociaciones comerciales y su impacto vía confianza e inversión.

# Los PMI manufactureros extienden su tendencia a la baja en octubre y el sector servicios se acelera en algunos países y se ralentiza en otros

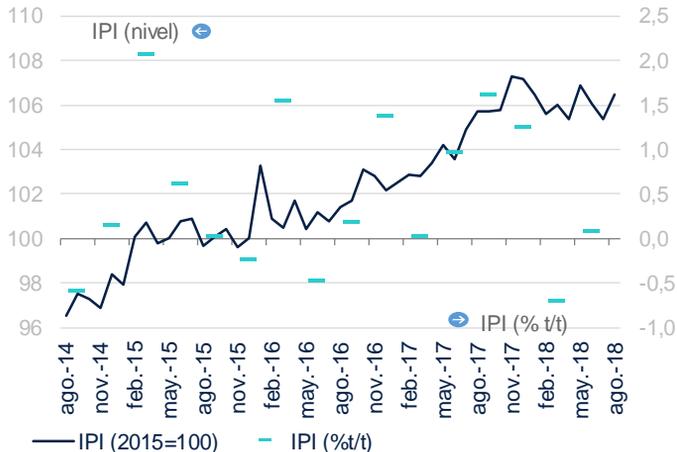
## PMI (nivel)



# La producción industrial repuntó en agosto, pero se ha desacelerado significativamente a lo largo del año

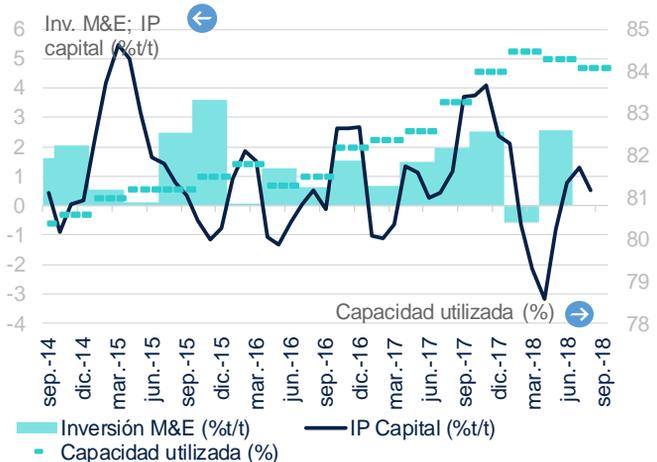
## Producción industrial

(nivel, %/t)



## PI en bienes de capital, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada

(%/t; %)

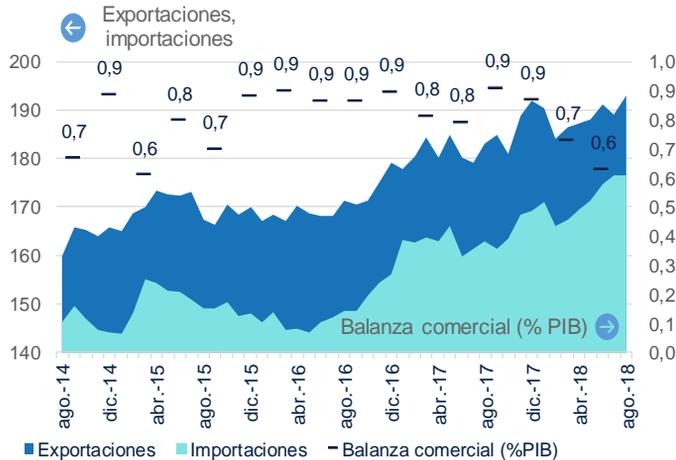


El IPI repunta en contra de lo esperado, y a pesar de que la producción alemana se estancase en agosto debido al descenso en la producción de automóviles. El sector industrial continúa recuperándose, pero la incertidumbre en torno a las tarifas a la importación de automóviles en EE.UU. y la probabilidad de un Brexit duro están condicionando las perspectivas de inversión.

# Las exportaciones se aceleraron en agosto, pero la tendencia al alza de las importaciones probablemente lastrará el crecimiento en 3T18

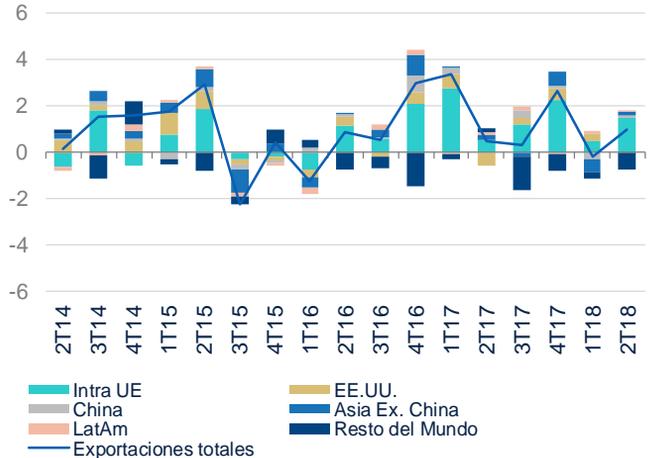
## Balanza comercial

(€bn; %PIB)



## Exportaciones por destino

(%/t; pp)

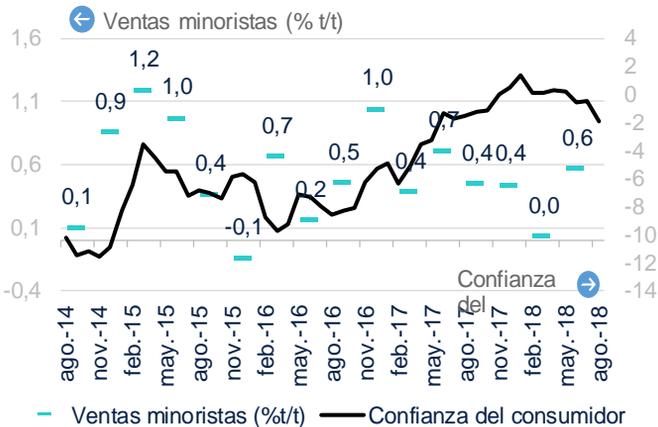


Las exportaciones se aceleraron significativamente en agosto (+2,1% m/m) debido principalmente a la fuerte demanda proveniente del resto de socios europeos. La demanda de materias primas continúa acelerándose a pesar de los aranceles al acero y al aluminio, y la brecha comercial con EE.UU. se amplía aún más durante los ocho primeros meses del año.

# Las ventas al por menor han permanecido estables en agosto en niveles elevados

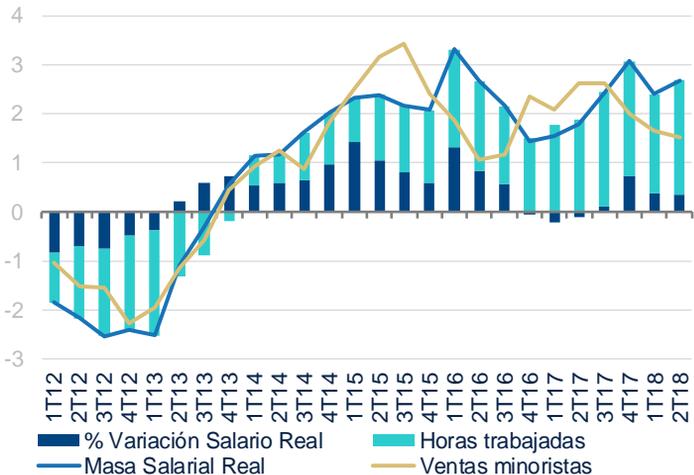
## Ventas minoristas y confianza del consumidor

(%/t, puntos)



## Ventas minoristas y masa salarial

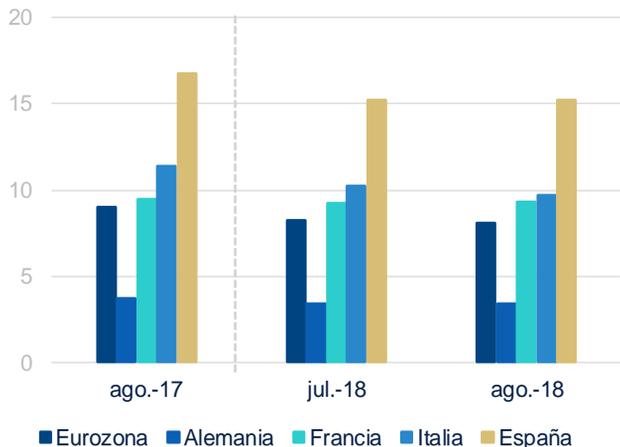
(%/a; pp)



Las cifras de las ventas al por menor (excluyendo automóviles, cuyas ventas se han disparado en los meses previos a la nueva regulación de emisiones de la UE) se mantienen prácticamente sin cambios en agosto. Sin embargo, el gasto de los hogares se mantendrá en niveles elevados gracias a las mejoras en el mercado laboral y a políticas fiscales y monetarias acomodaticias.

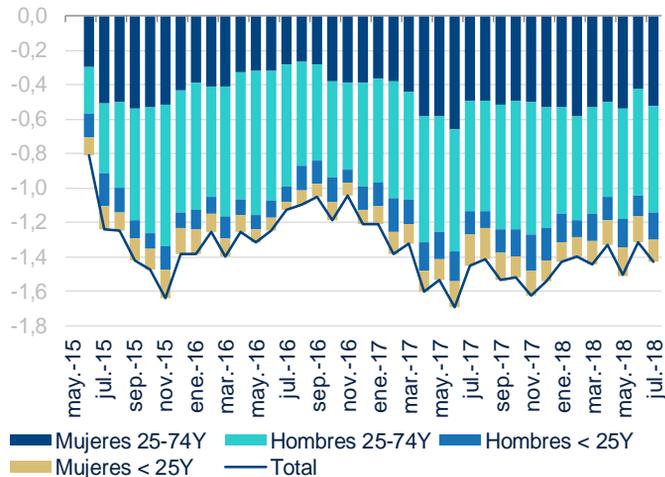
# La tasa de desempleo continúa en descenso

## Tasa de desempleo por país (%)



## Cambio en el desempleo anual por género y edad

(millones de personas)

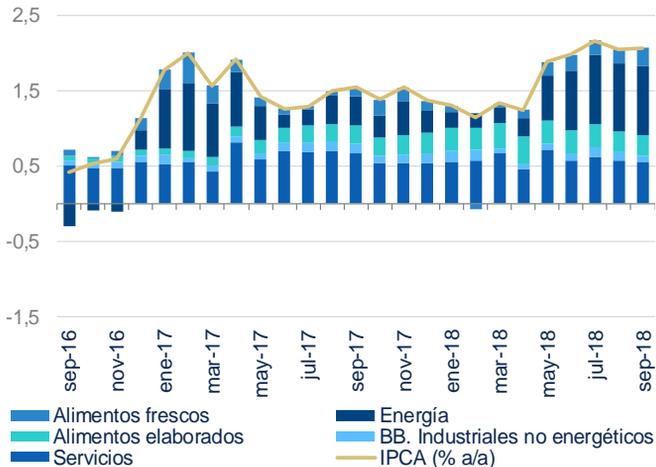


El mercado laboral se sigue estrechando y el coste de la mano de obra aumenta a un ritmo que no se veía desde 2012. Sin embargo, existen impedimentos para un desarrollo mayor y retos para el futuro, incluyendo la reducción de unas tasas de empleo parcial muy elevadas en países como Francia, Italia y España.

# La inflación general subió ligeramente en septiembre, pero la inflación subyacente se mantuvo estable en niveles bajos

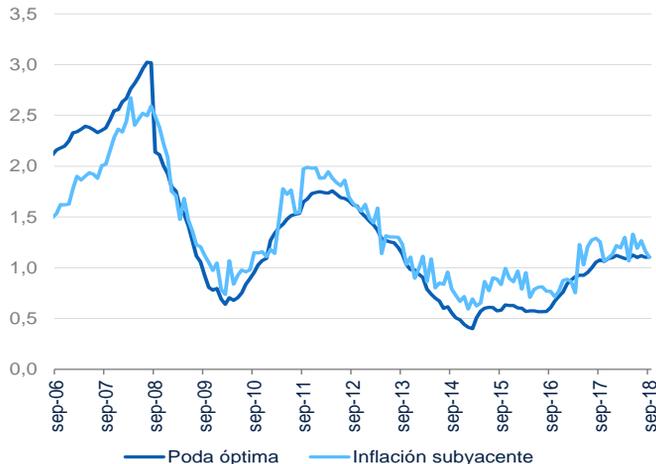
## Inflación y contribución por componentes

(%/a, pp)



## Inflación subyacente y poda óptima

(%/a)

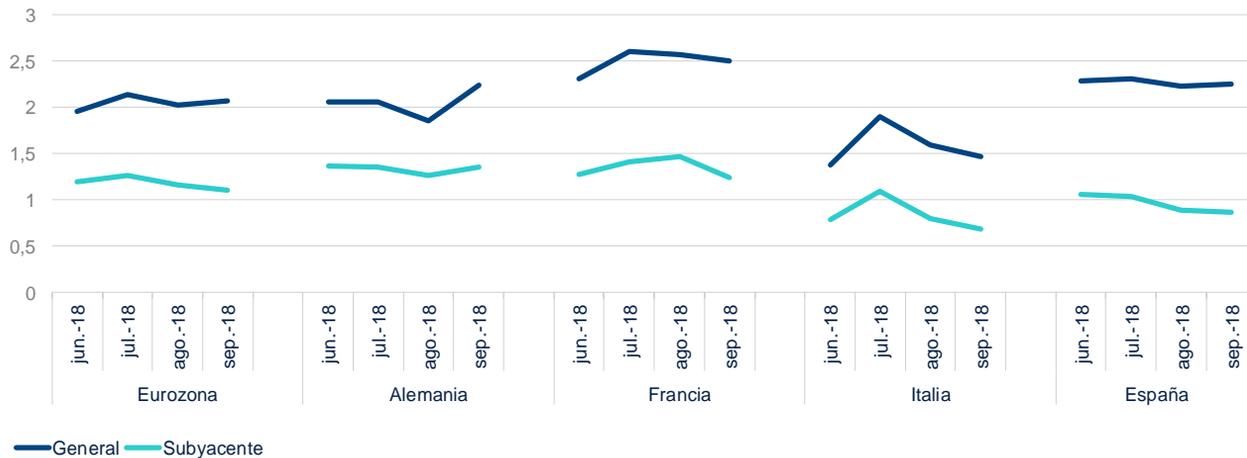


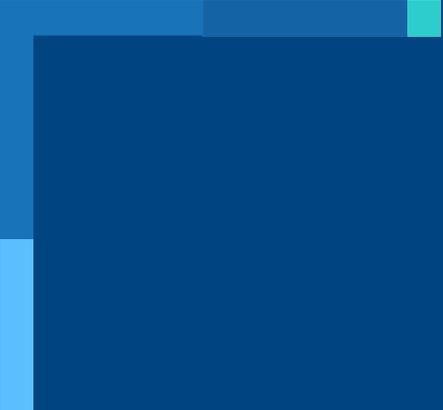
El ligero aumento en septiembre (+0,1 pp hasta el 2,1% a/a) se debió al aumento de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, pero la inflación subyacente disminuyó ligeramente (-0,1pp hasta el 1,1% a/a) impulsada por el menor crecimiento de los precios de los alimentos elaborados. Estable en servicios y en los bienes industriales no energéticos.

# Diferencias crecientes en la inflación subyacente entre países

## Inflación general y subyacente

(%/a/a)





# 02

## Actualización de previsiones

La demanda externa será menos favorable pero podría verse compensada por unas perspectivas sólidas para la inversión y el consumo privado. Se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente a lo largo del horizonte temporal previsto.

# Motores de crecimiento: los soportes internos compensan aún la incertidumbre y la desaceleración de la demanda global

01 

## Soportes internos sólidos

Fuerte creación de empleo, mayores beneficios empresariales, niveles elevados en la capacidad utilizada y condiciones de financiación favorables

04 

## Inflación subyacente en niveles bajos

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

02 

## La demanda global permanece robusta

La debilidad del euro podría compensar en parte el descenso de la demanda mundial

05 

## Políticas económicas de apoyo

Política fiscal ligeramente expansiva (probablemente con mayor relajación en algunos países), sumada a la salida muy gradual del BCE (sin subida de tipos hasta septiembre de 2019)

03 

## El comercio continúa siendo un riesgo

Aumento del proteccionismo y del tensionamiento en economías emergentes. Las tarifas a los autos permanecen congeladas, pero volverán a ser negociadas

06 

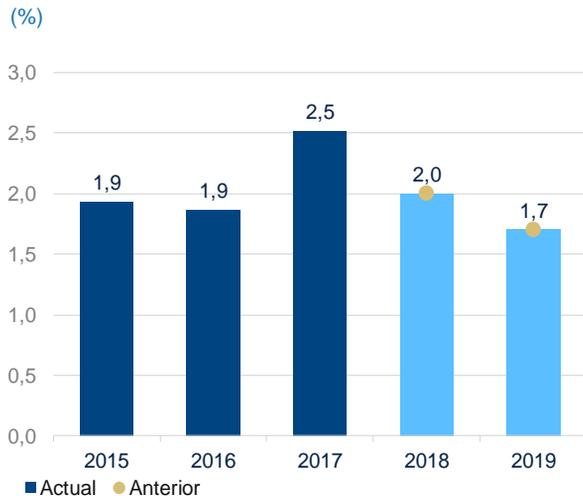
## Los riesgos se intensifican aún más

A la posibilidad de una guerra comercial y la salida de la Fed se unen a la incertidumbre política en Europa (Brexit, Italia, y estancamiento político)

# La fuerte demanda interna compensará la mayor incertidumbre y la desaceleración del crecimiento mundial

- Sin cambios en las previsiones de crecimiento del PIB (2,0% en 2018 y 1,7% en 2019), pero con un mayor apoyo del consumo privado y la inversión
- La política monetaria y fiscal sigue siendo acomodaticia en un contexto de mayor incertidumbre política (Italia y Brexit)
- Las tensiones comerciales con los EE.UU. han disminuido por ahora, pero podrían pesar sobre la confianza y la inversión
- A pesar del repunte de la inflación general, la subyacente aumentará sólo gradualmente en 2019

## Crecimiento y previsión del PIB de la eurozona



Fuente: Eurostat y BBVA Research

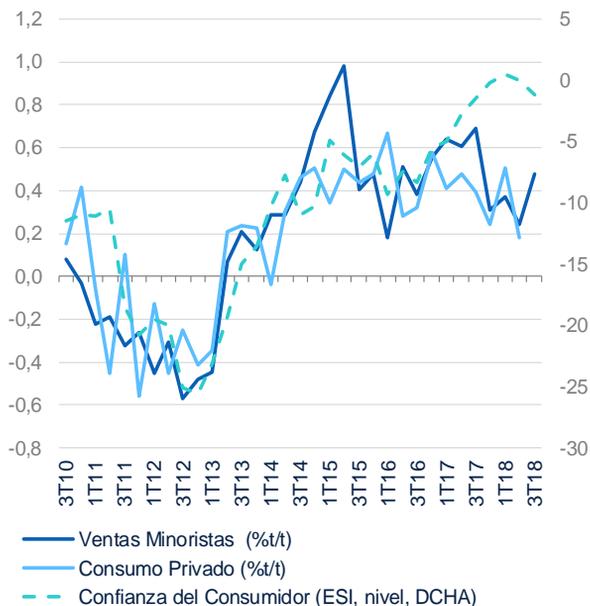
## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

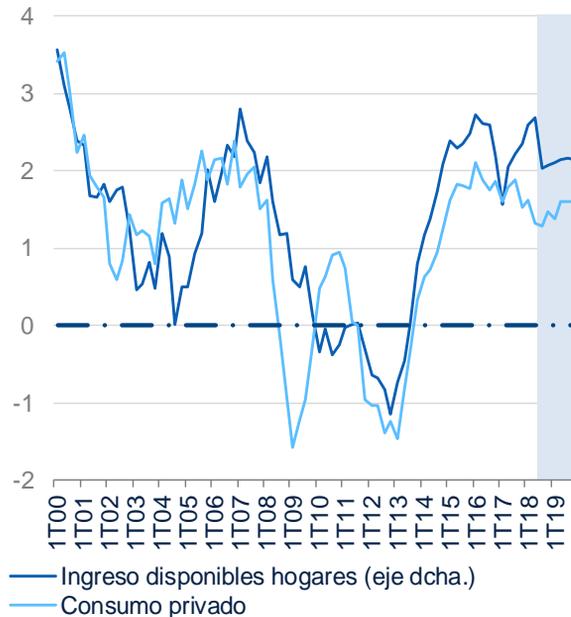
	2016	2017	2018(p)	2019(p)
<b>PIB real</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2</b>	<b>1,7</b>
Consumo privado	1,9	1,7	1,4	1,6
Consumo público	1,9	1,2	1,2	1,2
Inversión	3,8	2,8	3,1	3
<b>Demanda interna (pp)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Exportaciones	2,9	5,5	3,1	3,6
Importaciones	4,1	4,1	3	4,1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

# Moderación del consumo en el c/p por menor renta disponible, aunque la confianza del consumidor continúa en niveles elevados y la inflación debería descender...

**Eurozona: consumo privado, ventas al por menor y confianza del consumidor (%; t/t; nivel)**



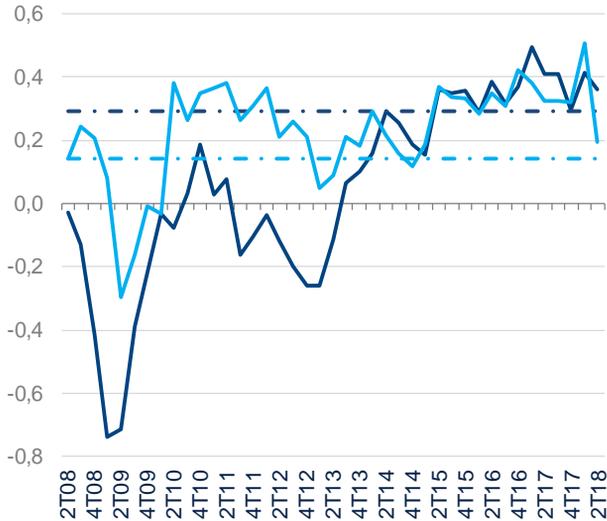
**Eurozona: consumo privado y salarios reales (% a/a)**



# ... junto con una fuerte creación de empleo

## Eurozona: contratación laboral

(%; t/t)



- Eurozona
- · - Media EZ pre-crisis
- Alemania
- · - Media Alemania pre-crisis

## Eurozona: tasa de paro y contribuciones

(%, pp)

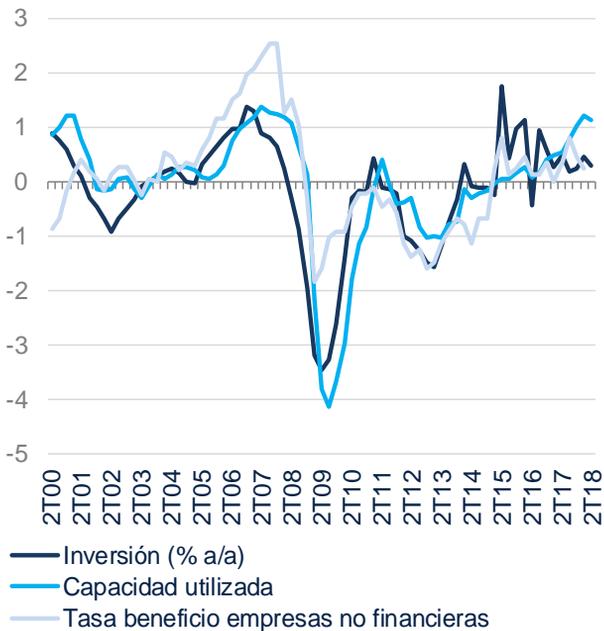


- Tasa de paro (t-1)
- Empleo
- Fuerza de trabajo
- Tasa de paro

# Las restricciones de capacidad, los beneficios empresariales y las condiciones financieras apoyan el auge de la inversión

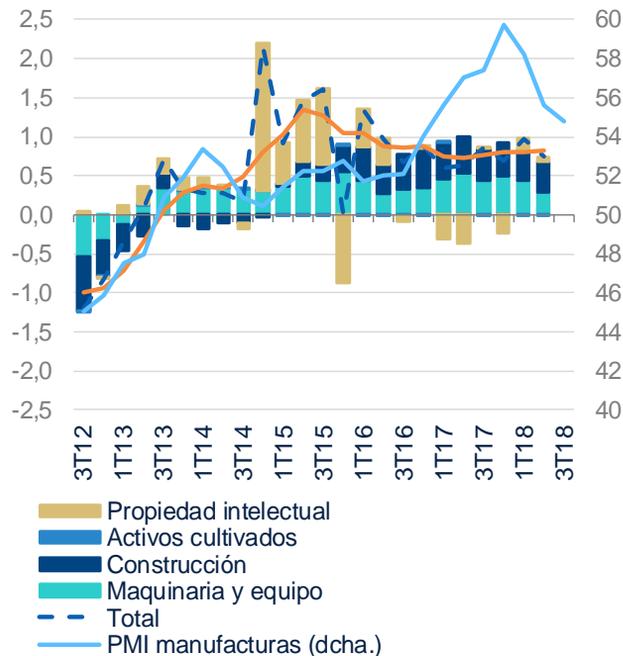
## Inversión, capacidad utilizada y margen de beneficio

(normalizada)



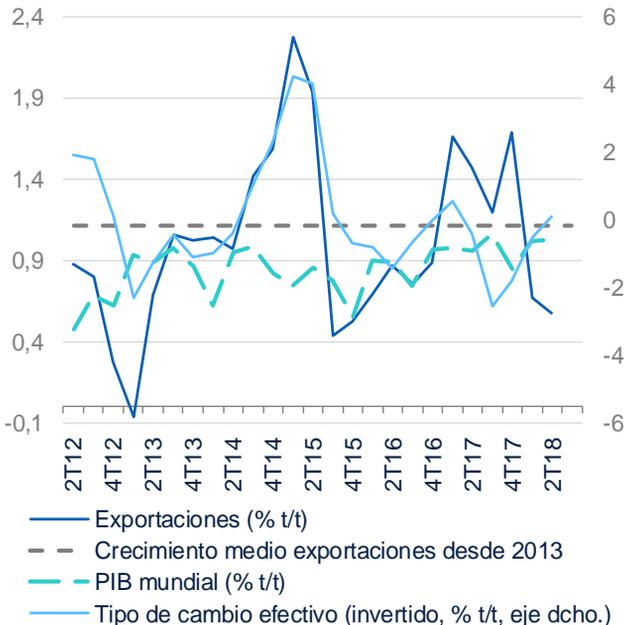
## Eurozona: inversión y confianza

(% t/t suavizado; nivel)

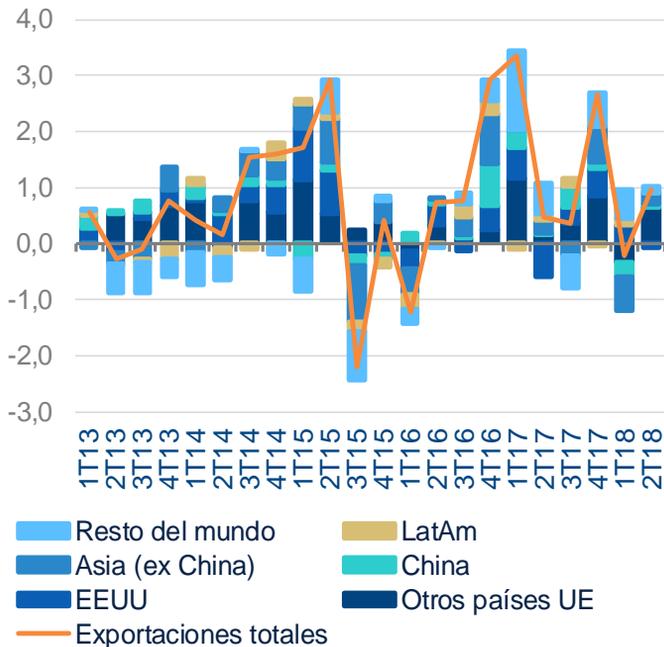


# Las exportaciones se ralentizaron en 1S18, pero se verán favorecidas por la depreciación del euro y la demanda global

## Eurozona: exportaciones (cuentas nacionales), EURUSD y PIB mundial

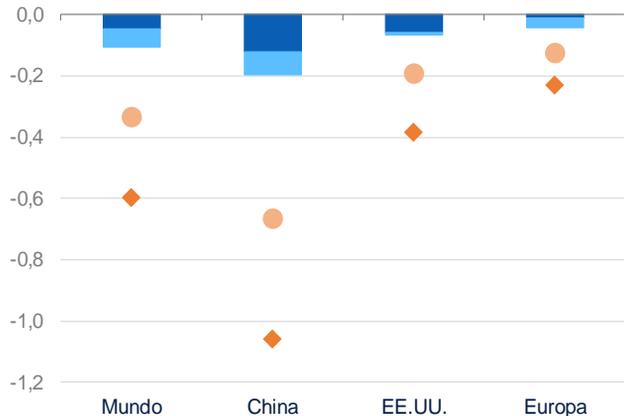


## Eurozona: exportaciones por destino (balanza comercial; % t/t suavizado)



## EE.UU. y China han anunciado mayores aranceles, aunque con un efecto estimado en el PIB mundial limitado

Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-20, pp)



■ Aprobado, canal confianza/financiero

■ Aprobado, canal comercial

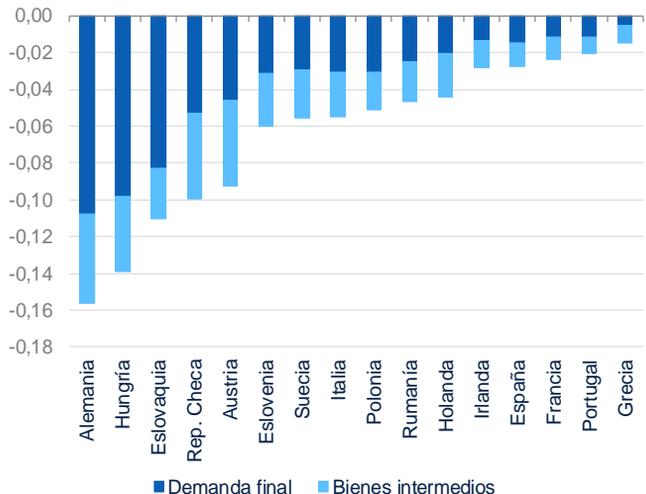
● Tarifas 25%

◆ Todas las importaciones de China

- El **impacto** sobre el crecimiento de las medidas aprobadas hasta ahora a través **del canal comercial podría ser limitado**, pero los **efectos indirectos serían considerables**, especialmente para China y las economías emergentes
- La **firma del USMCA**, a falta de su aprobación, reduce la incertidumbre con México y Canadá
- En **Europa**, el aumento de **aranceles a los automóviles se encuentra de momento congelado**, aunque volverá a negociarse a partir de noviembre

# Prosigue el riesgo de un aumento de aranceles de EE.UU. al sector automoción europeo, con un efecto limitado y diferente por países

## Efecto en el PIB de un aumento de las tarifas en EE.UU. a la importación de automóviles europeos (2018-20, pp)



- Un aumento del arancel al sector del automóvil europeo hasta el 20% (2,5% actual) podría restar entre una y dos décimas al crecimiento de Alemania y de los países del norte de Europa
- Mayor impacto en Corea y Japón, pero también en EE.UU.
- Hay incertidumbre sobre el efecto del endurecimiento de la cantidad de insumos producidos en Norteamérica (75%) en el USMCA en las empresas automovilísticas europeas, pero el impacto debería ser más reducido.

Simulación: aumento de los aranceles al 20% para el sector automovilístico europeo, Japón y Corea, además de las medidas aprobadas hasta ahora.

Fuente: BBVA Research

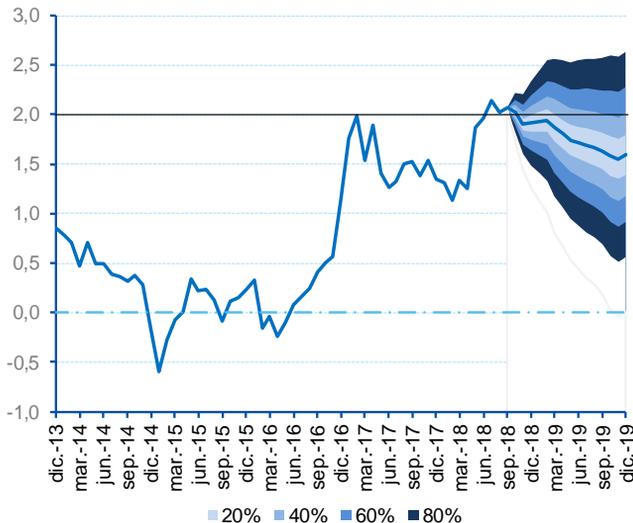
# El auge de los precios del petróleo podría mantener la inflación en torno al 2%, pero la subyacente se mantiene en niveles bajos

■ No hay cambios significativos en nuestra evaluación de la inflación. Tasas anuales más altas en el corto plazo debido al aumento del precio del petróleo. Alcanzando un promedio de 1,7% en 2018-19.

■ Más allá de la volatilidad de los últimos meses, seguimos esperando una tendencia al alza gradual de la tasa subyacente, impulsada por presiones incipientes en insumos y un mercado laboral más ajustado (promedio del 1,2% y del 1,5% en 2018-19)

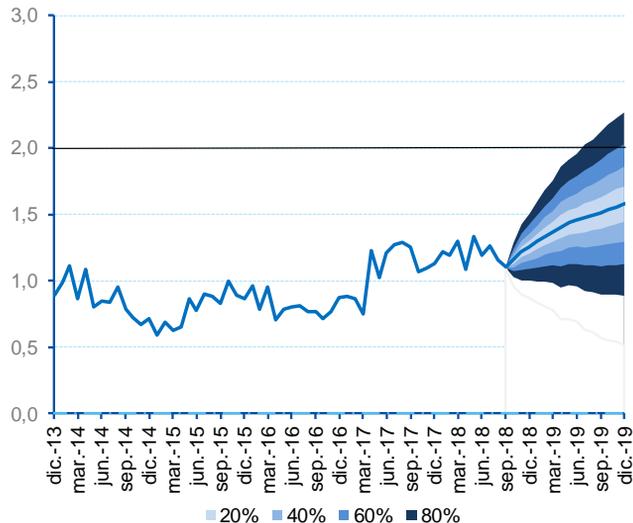
## IPCA general y previsiones

(%a/a)



## IPCA subyacente y previsiones

(% a/a)



# El BCE mantiene la senda de normalización prevista: fin del QE en dic'18 y tipos anclados por lo menos hasta sep'19

## QE



- El BCE anticipa:
  - El fin del QE en dic'18 tras reducir la compra de activos a EUR15bn mensuales desde septiembre
  - Reinversión total de vencimientos hasta al menos dic'20

## Tipos de interés



- El BCE mantiene las **expectativas de tipos ancladas con una orientación más precisa** “[tipos de interés] Se mantienen en los niveles actuales al menos durante el verano de 2019 [...] el tiempo que sea necesario”
- Esperamos **subidas en el tipo de depósito (+15bps) en sep'19 y en los tipos de depósito y refinanciación (+25bps) en dic'19**

## La normalización esperada enfrenta mayores riesgos



### Factores globales

Proteccionismo  
 Mercados emergentes  
**Volatilidad de los mercados financieros**



### Factores domésticos

Mayores riesgos en las previsiones de crecimiento  
**Nuevas preocupaciones en el ámbito fiscal y en los mercados de deuda**

# Alemania: previsiones sin cambios, pero las perspectivas se deterioran ante la posibilidad de mayores aranceles a los autos

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

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

- **Previsiones de crecimiento del PIB sin cambios en 2018 y 2019** a pesar de la desaceleración de las exportaciones y el consumo en 2T18
- **Los datos de confianza sugieren que la ralentización de la industria manufacturera podría haberse detenido** y que el consumo privado debería ir en aumento durante los próximos meses
- **Riesgos locales: La posibilidad de un Brexit duro y de condiciones más duras para los autos empieza a pensar sobre la confianza.** Las elecciones en Bavaria y Hesse han puesto en evidencia la fragilidad del gobierno de coalición de Merkel

# Francia: El crecimiento económico se moderará en un entorno doméstico e internacional más incierto

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

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

- Revisamos a la baja las previsiones de crecimiento del PIB para 2018 al 1,6% (-0,2 pp) y al alza para 2019, al 1,7% (+0,1 pp)
- Se espera que los recortes fiscales aumenten el poder adquisitivo de los hogares e impulsen el consumo privado
- Las menores exportaciones frenarán el crecimiento económico en 2018, pero las exportaciones netas seguirán contribuyendo positivamente este año para volverse neutrales en 2019
- Riesgos locales: la consolidación fiscal y las reformas podrían concluir en 2020. Además, el gobierno de Macron está generando incertidumbre

# Italia: La capacidad de aprobar unos presupuestos expansivos sin perturbar los mercados condicionará el crecimiento a c/p

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

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

- Mantenemos la previsión de crecimiento del PIB para 2018 sin cambios en el 1,1% y revisamos 2019 a la baja (-0,1 pp) hasta el 1,1%
- El crecimiento de la inversión seguirá impulsando la expansión económica, a pesar de la menor contribución en comparación con el año pasado
- Es probable que el consumo privado se vea respaldado por planes fiscales expansivos, entre los que se incluyen la aplicación de un tipo impositivo único, la reforma del sistema de pensiones y un aumento de las prestaciones por desempleo.
- Los riesgos locales se concentran principalmente en la capacidad del gobierno para aprobar el presupuesto sin perturbar los mercados financieros

# Proyecto de presupuesto Italia'19: Deuda sostenible, pero con menos margen de maniobra si se aplaza el ajuste fiscal

## Variación del equilibrio presupuestario entre el programa de estabilidad de 2018 y el presupuesto de 2019 con la adopción de nuevas medidas (% del PIB)

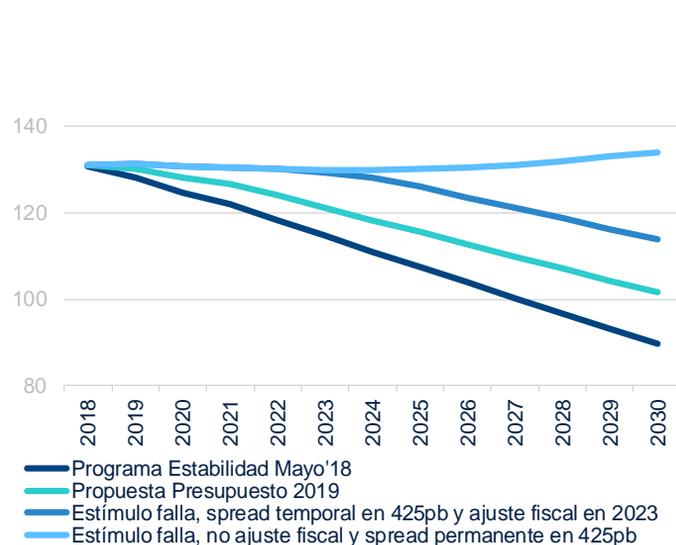
	PE'18	PR'19	PE'18	PR'19	PE'18	PR'19
Balanza presupuestaria	-0,8	<b>-2,4</b>	0,0	<b>-2,1</b>	0,2	<b>-1,8</b>
Incremento de déficit	-1,60		-2,10		-2,00	
Por menor crecimiento y aumento tipos de interés	-0,40		-0,70		-0,50	
Reversión reforma del IVA	-0,68		-0,29		-0,21	
Reforma impositiva	-0,03		-0,10		-0,07	
Reforma pensiones	-0,37		-0,37		-0,36	
Renta mínima a la ciudadanía	-0,37		-0,36		-0,35	
Incremento de inversión	-0,19		-0,30		-0,33	
Resto	0,44		-0,01		0,02	
<b>Total</b>	<b>-1,6</b>		<b>-2,1</b>		<b>-1,8</b>	

PE'18: Programa de Estabilidad Mayo 2018

PR'19: Presupuestos 2019

Fuente: Ministerio de economía y finanzas de Italia y BBVA Research

## Italia: Deuda pública (como % del PIB)



# España: Mayor desaceleración en el futuro, pero con una fuerte expansión de la demanda interna

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

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

- La previsión de crecimiento del PIB se revisa a la baja hasta el 2,6% (-0,3 pp) y el 2,4% (-0,1 pp) en 2018 y 2019.
- Cambios en la composición de la demanda: **el consumo y las exportaciones se verán afectadas** por la disminución de la demanda embalsada y las exportación de servicios turísticos, respectivamente
- Por otra parte, es probable que **la expansión monetaria y fiscal prevista impulse aún más el crecimiento de la inversión**
- La incertidumbre política y el riesgo de contagio de las políticas fiscales expansivas de Italia siguen siendo los principales riesgos

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 weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Observatorio Económico Eurozona

Octubre 2018

Creando Oportunidades