

Observatorio Económico

Europa

Madrid,
10 de octubre de 2013
Análisis Económico

Unidad de Europa
Miguel Jiménez González-Anleo
mjjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com

Francisco José Ortega Castaño
franciscojose.ortega.castano@bbva.com

Diego Torres Torres
diego.torres.torres@bbva.com

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com

La recuperación de la eurozona se mantiene en el tercer trimestre, pero algo más lenta

La mejora generalizada de la confianza en 3T13 no se ve reflejada en la misma medida en los indicadores reales

- **Los indicadores de confianza para el conjunto de 3T13 muestran que la recuperación está en marcha, incluida la periferia**

Los indicadores de confianza para el conjunto del tercer trimestre muestran un panorama positivo, al apuntar hacia una mejora continuada de la actividad en el conjunto de la zona euro tras la ligera sorpresa al alza que supuso el crecimiento del PIB del 0,3% t/t en 2T13 (BBVA Research: 0,2% t/t). En particular, tanto los datos de la encuesta de la Comisión Europea (CE) como los PMIs aumentaron significativamente y por encima de lo esperado tanto en julio como en agosto, siendo el aumento algo más moderado en septiembre. A pesar de las sorpresas positivas, el dato de septiembre podría estar sugiriendo que el ritmo de la recuperación en el conjunto del área del euro podría estar estabilizándose.

Los indicadores PMIs para la unión monetaria ya se encuentran por encima de los 50 puntos por tercer mes consecutivo (Gráfico 1), y han alcanzado niveles que no se observaban desde el primer semestre 2011, cuando el PIB crecía en media alrededor de un 0,4% t/t. Por su parte, el indicador de sentimiento económico de la CE continuó con la mejora que viene registrando desde mayo y sólo se encuentra algo por debajo de su media histórica (-0,3 desviaciones estándar), apuntando a que la economía continuará creciendo a un ritmo sólo algo menor que su promedio histórico (0,4% t/t). Además, la mejora de estos indicadores fue generalizada por sectores (Gráfico 2), en línea con el crecimiento más equilibrado que ya se observó en el segundo trimestre, con la recuperación de las exportaciones dejándose notar ya en un mayor dinamismo de la demanda doméstica, sobre todo de la inversión.

Por países, la mejora de estos indicadores fue mayor en la periferia (Gráfico 3 y 4), que continuaron la tendencia ya observada en el segundo trimestre. En concreto, los PMIs de Italia y España ya alcanzaron los 50 puntos, y sugieren una cierta estabilización de sus economías o incluso un tímido crecimiento ya en el tercer trimestre.

- **Los indicadores de actividad, todavía muy limitados, no muestran señales tan positivas, más en línea con una débil y lenta salida de la recesión**

Las señales más preocupantes proceden de la caída registrada en la producción industrial en julio (-1,5% m/m), que compensó el tímido avance de finales del segundo trimestre y supone un empeoramiento de la actividad respecto a ese periodo. No obstante, los datos cualitativos continúan mostrando un panorama más optimista en la industria tanto para agosto como para septiembre. Por países, la producción industrial en Alemania creció un 1,4% m/m en agosto, compensando la caída registrada en julio (revisada al alza en +0.6pp hasta el -1,1% m/m), si bien los datos hasta agosto continúan apuntando hacia una desaceleración de la actividad industrial (0,6% sobre 2T13 cuando aumentó un 1,5% t/t). Por su parte, tanto en España (alrededor de 0,2% m/m tanto en julio como en agosto) como, sobre todo, en Portugal (8,2% m/m en agosto tras -2,2% m/m en julio) también se ha observado un aumento de la producción industrial en agosto.

Respecto a la demanda doméstica, los datos son más esperanzadores. Las ventas al por menor volvieron a aumentar en agosto y apuntan a que el tímido crecimiento del consumo privado en 2T13 podría mantenerse o incluso acelerarse ligeramente en 3T13 (Gráfico 5). Este aumento del gasto de los hogares ya estaría reflejando la significativa mejora de la confianza de los consumidores en los últimos meses, apoyada principalmente por la estabilización del mercado de trabajo en lo que llevamos de año (prácticamente estable en el 12%). La lenta recuperación de la producción industrial junto con las restrictivas condiciones de crédito y la todavía capacidad ociosa de las empresas, anticipan un crecimiento de la inversión muy moderado. Finalmente, los datos de cuentas públicas muestran más evidencia de que el proceso de consolidación fiscal se ha moderado, por lo que como ya se observó en 2T13, el consumo público es probable que no termine pesando sobre el crecimiento.

Finalmente, los datos del sector exterior (ajustados de estacionalidad) apuntan a que las exportaciones en julio continúan apoyando el crecimiento (Gráfico 6), mientras que el todavía robusto crecimiento global (a pesar de cierta desaceleración de las economías emergentes) sugiere que se mantendrá en los próximos meses. No obstante, las importaciones también están creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado, y se espera que continúen con esta tendencia en los próximos meses sostenida por el mayor dinamismo de la demanda interna. Con todo ello, es probable que se haya reducido la contribución positiva de las exportaciones netas.

- **El modelo MICA-BBVA apunta a que la recuperación continúa a un ritmo débil en 3T13, con diferencias por países**

Nuestro modelo de corto plazo (MICA-BBVA) apunta a que la recuperación continúa en marcha y a una velocidad relativamente estable, al estimar un crecimiento trimestral para 3T13 de +0,2%/+0,3% t/t (Gráfico 7), prácticamente en línea con nuestro escenario publicado en agosto (+0.3%). No obstante, tras el rebote de la actividad observado en algunos países del centro de Europa, especialmente en Francia y Alemania, no se puede descartar una ligera desaceleración para el conjunto de zona euro, al desaparecer algunos de los factores temporales que sustentaron ese crecimiento (inversión en construcción e inventarios).

En concreto, ahora esperamos que el crecimiento de la economía alemana y francesa se desacelere en 3T13 hasta el 0,4% t/t y el 0,1% t/t (desde el 0,7% y el 0,5%, respectivamente), mientras que en los países de la periferia ya podrían haber salido de la recesión (España: 0,0%/+0,1% t/t; Portugal: +0,1%/+0,2% t/t), o bien prácticamente se habrían estancado (Italia: -0,1%/0,0% t/t).

- **La inflación volvió a desacelerarse en agosto y septiembre, en línea con lo esperado**

La inflación se desaceleró en 0,5pp entre agosto y septiembre hasta el 1,1% a/a, debido principalmente a la caída de los precios del componente energético (algo más de -0,3pp), pero también por la moderación en el crecimiento de los precios de los alimentos (alrededor de -0,2pp), mientras que la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos se mantuvo prácticamente estable. Para los próximos meses, nuestras previsiones contemplan un ligero aumento de la inflación general hasta alrededor del 1,4% en diciembre debido a la reducción del efecto base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable. Para 2014, la inflación continuará claramente por debajo del objetivo del BCE.

- **En este contexto, la política monetaria continuará siendo acomodaticia, mientras que la política fiscal será menos restrictiva**

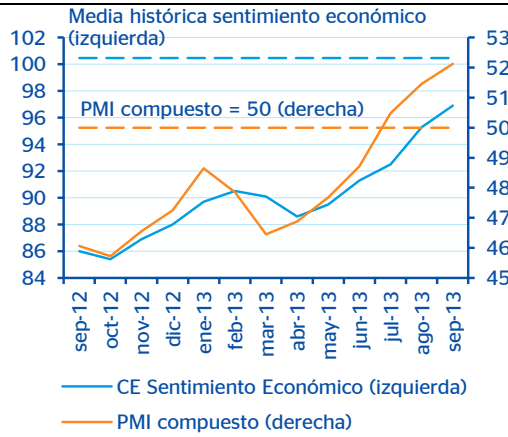
Ante este panorama, el BCE se muestra cauto al valorar los datos recientes de actividad y contempla, en línea con nuestro escenario, una lenta y moderada recuperación en el horizonte de previsión con las expectativas de inflación ancladas claramente por debajo del 2%. La principal preocupación de la autoridad monetaria continúa siendo la fragmentación de los mercados financieros y la interrupción del funcionamiento de los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria. Si todo lo anterior se incluye en su nueva estrategia de *forward guidance*, una política monetaria acomodaticia debería mantenerse para el horizonte de previsión, sin poder descartarse otra bajada de tipos o una nueva inyección de liquidez en los próximos meses.

Respecto a la política fiscal, los datos más recientes de ejecución presupuestaria hasta septiembre apuntan a que la mayoría de los países están en la senda de cumplimiento de los nuevos objetivos fiscales redefinidos en primavera (aunque no se puede descartar alguna desviación), y suponen una moderación en el ritmo de consolidación fiscal establecido previamente. Esto último tendrá continuidad el año que viene, como se refleja en los diferentes presupuestos públicos nacionales presentados recientemente, con un esfuerzo fiscal claramente inferior al contemplado en los programas de estabilidad. En definitiva, esta relajación en la posición del ritmo de ajuste en las cuentas públicas, más enfocada al componente estructural para evitar compensar el empeoramiento cíclico, debería pesar menos sobre la recuperación.

La mejora sustancial de los indicadores de confianza en los meses de 3T13 sugiere que la recuperación gana impulso de manera generalizada por sectores

Gráfico 1

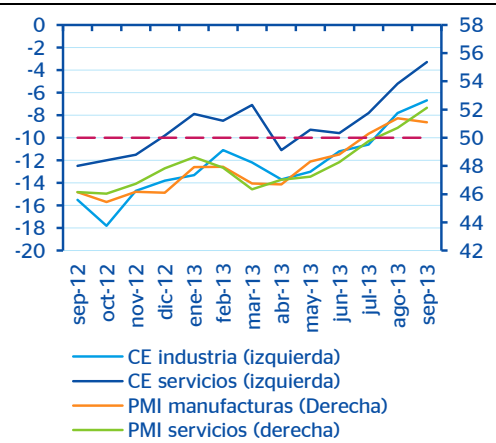
UEM: Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea, Markit Economics y BBVA Research

Gráfico 2

UEM: Indicadores de confianza

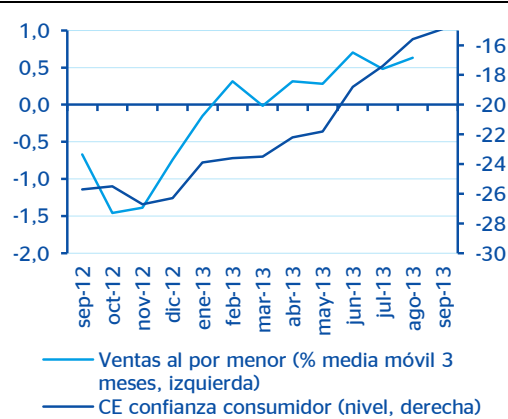


Fuente: Comisión Europea, Markit Economics y BBVA Research

Los indicadores cuantitativos, todavía limitados, apuntan hacia una mejora del gasto privado, mientras que las exportaciones continuarán apoyando el crecimiento

Gráfico 3

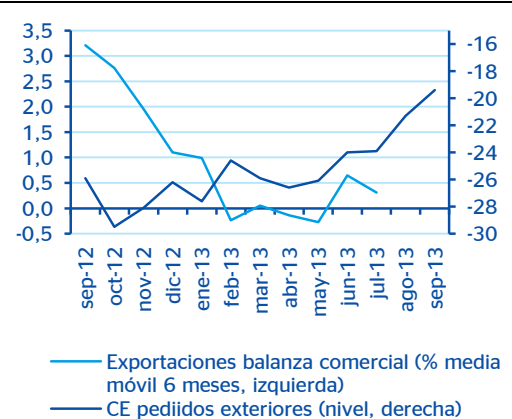
UEM: consumo de los hogares



Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

Gráfico 4

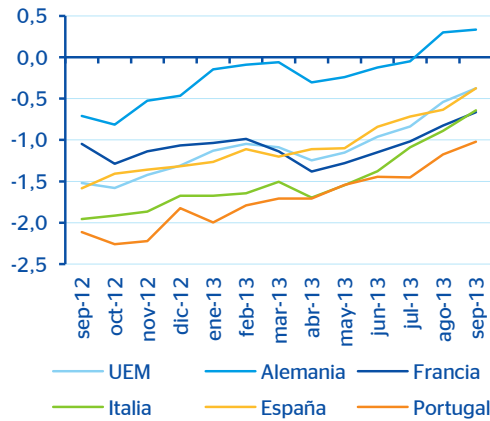
UEM: exportaciones



Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

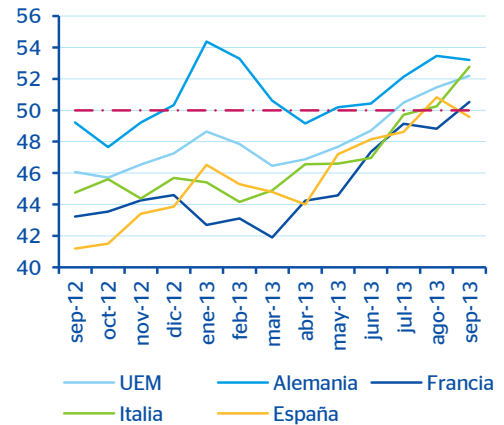
La mejora de los indicadores cualitativos fue más acusada en la periferia, apuntando hacia una estabilización o incluso un tímido crecimiento en estas economías

Gráfico 5
Indicadores de confianza CE por países (normalizados)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

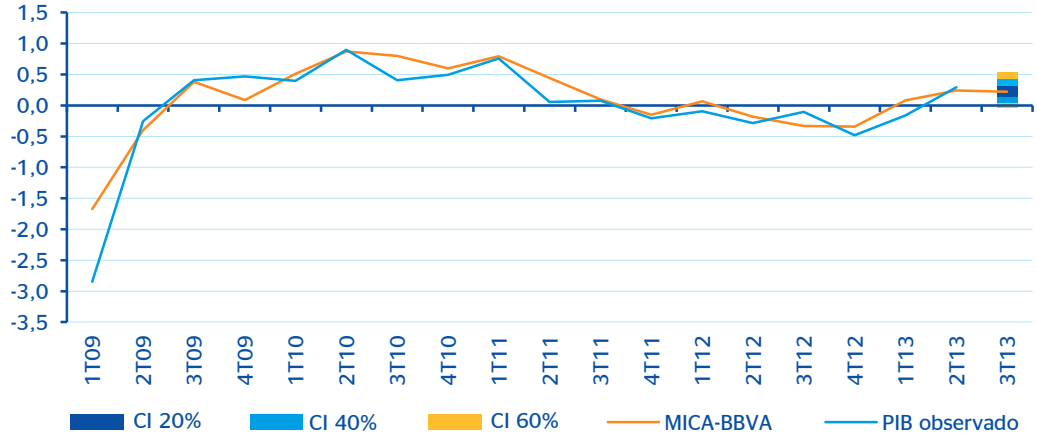
Gráfico 6
Indicadores de confianza PMI por países



Fuente: Markit Economics y BBVA Research

Nuestro modelo MICA-BBVA proyecta un ritmo de recuperación débil, pero relativamente estable. El PIB podría haber crecido un 0,2%/0,3% t/t en 3T13

Gráfico 7
Crecimiento trimestral del PIB y estimaciones MICA (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

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.