

# Observatorio Económico

## Europa

Madrid,  
9 de septiembre de 2013  
Análisis Económico

Unidad de Europa  
Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@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

## Crecimiento con ligeras sorpresas al alza

Los datos más recientes apuntan que el PIB podría contraerse algo menos que nuestra previsión de -0,4% en 2013 de hace tres meses

- **El crecimiento del PIB en 2T13 respondió a la demanda doméstica, pero también a la contribución positiva del sector exterior**

El PIB de la zona euro creció un +0,3% t/t en 2T13, ligeramente por encima de lo esperado (BBVA Research y Consenso: +0,2% t/t), y mostró además un patrón de crecimiento más equilibrado. Como anticipábamos hace tres meses, las exportaciones volvieron a crecer (1,6% t/t; BBVA Research: 1,4%) tras la caída registrada en los trimestres anteriores, y lo hicieron más que las importaciones (1,4% t/t; BBVA Research: 1,0%), a pesar de que éstas también reflejaron el mayor dinamismo de la demanda interna, resultando en una contribución de las exportaciones netas de +0,2pp al crecimiento trimestral del PIB (BBVA Research: 0,2pp).

La principal sorpresa con respecto a nuestras previsiones fue la mejor evolución de todos los componentes de la demanda doméstica, especialmente de la inversión y del consumo público. La inversión aumentó un +0,3% t/t tras las fuertes caídas registradas en los trimestres anteriores (ver tabla), algo más de la mejora recogida en nuestras estimaciones (-0,3% t/t tras -2,2% t/t en 1T13) que incorporaban ya la desaparición de los efectos transitorios negativos de principios de año, por lo que apuntan hacia una mejora generalizada de todos los componentes de la inversión y no sólo de aquella ligada a la construcción (como confirman los datos alemanes). El consumo público también sorprendió al alza, al crecer un +0,4% t/t (BBVA Research: -0,1% t/t) tras mantenerse prácticamente estancado en los dos trimestres anteriores, y que podría estar respondiendo en parte al cambio de orientación de la política fiscal, probablemente a través de su impacto en las expectativas más que por un efecto directo. Finalmente, el consumo privado también volvió a crecer en 2T13 a una tasa relativamente sólida (+0,3% t/t, BBVA Research: 0,2% t/t), apoyado por la mejora de la confianza de los consumidores y cierta estabilización del mercado de trabajo en lo que va de año. En definitiva, a pesar de que el cambio de inventarios restó -0,1pp al crecimiento trimestral del PIB, la demanda doméstica volvió a apoyar el crecimiento (0,1pp; BBVA Research: 0,0pp), tras dos años lastrando la actividad económica.

- **Los países del centro de Europa lideraron la recuperación, si bien la recesión se moderó significativamente en la periferia**

El PIB tanto de Alemania como de Francia repuntaron fuertemente en 2T13 con un crecimiento del 0,7% t/t y del 0,5% t/t respectivamente, sorprendiendo al alza especialmente en el segundo caso (BBVA Research: 0,5% y 0%, respectivamente), mientras que la recesión se moderó significativamente en Italia (-0,2% t/t tras -0,6% t/t en 1T13) y en España (-0,1% t/t tras -0,5% t/t en 1T13), en línea con nuestro escenario. Los datos disponibles hasta el momento apuntan a que la recuperación ya estaría encarrilada en los países del centro de Europa, mientras que en la periferia habrá que esperar a finales de año para ver la consolidación de un tímido crecimiento.

- **Estos datos, junto con la revisión al alza del PIB en los trimestres anteriores, tienen un efecto arrastre positivo para el conjunto del año**

Con la publicación de los datos de Contabilidad Nacional para 2T13 también se han revisado al alza los datos de los trimestres precedentes, mostrando ahora una menor caída del PIB tanto de 4T12 como en 1T13 (+0,1pp de revisión en ambos casos hasta -0,5% t/t y -0,2% t/t, respectivamente). Estas revisiones al alza, junto con la ligera sorpresa en 2T13, suponen un efecto arrastre positivo en nuestra previsión de alrededor de +0,2pp para el conjunto de 2013 publicada en el último Situación Europa a principios de agosto, por lo que de confirmarse nuestras previsiones para la segunda mitad del año, éstas redundarían en una caída del PIB algo más moderada que nuestra previsión de un -0,4% de hace tres meses.

- **El modelo MICA-BBVA estima que la recuperación se consolidaría en 2S13, aunque los datos de actividad todavía tienen que confirmar la significativa mejora de los de confianzas**

Aunque los datos son todavía muy limitados, ya que se han publicado principalmente indicadores de confianza hasta agosto, nuestro modelo de corto plazo (MICA-BBVA) apunta a que la recuperación continúa en marcha y a una velocidad relativamente estable, y estima un crecimiento trimestral para 3T13 de alrededor de +0,3% t/t /+0,4% t/t, prácticamente en línea con nuestro escenario publicado en agosto.

Los datos de confianza, tanto los PMIs como los de la encuesta de la Comisión Europea, mejoraron significativamente tanto en julio como agosto y confirman la tendencia al alza observada durante 2T13, apuntando incluso hacia una cierta aceleración de la actividad en este trimestre. Además, los indicadores adelantados, tales como pedidos industriales o el stock de bienes terminados, anticipan que dicha mejora de la actividad debería continuar en la última parte del año y sugieren no sólo al apoyo de la demanda externa, sino también hacia un mayor dinamismo de la doméstica.

No obstante, hay que ser cautos y esperar para ver si los datos cuantitativos confirman estas señales. De momento, las ventas al por menor en el conjunto de la zona euro continúan mostrando cierta resistencia del consumo privado, apoyado por la mejora de la confianza de los consumidores y la estabilización del mercado de trabajo. Sin embargo, algunos datos nacionales disponibles para julio, especialmente los alemanes, muestran un panorama menos alentador para el comienzo de 3T13, con la producción industrial y las exportaciones contrayéndose, en parte por las fuertes mejoras de los meses anteriores. Aunque son consistentes con la consolidación de la recuperación, no apuntan a una aceleración de la actividad.

En definitiva, incluyendo los datos más recientes y manteniendo el perfil de nuestras previsiones para 2H13 (0,3% t/t en 3T12 y 0,2% en 4T13), la previsión de una caída del PIB de -0,4% para el conjunto de la zona euro en 2013 podría ser un par de décimas menor.

- **Pero los riesgos continúan sesgados a la baja, aunque no parece probable un descarrilamiento de la recuperación**

Detrás de este repunte del PIB algo mayor del esperado ya en 2T13 parece estar tanto el relajamiento de los objetivos de la política fiscal decidido en primavera como el mantenimiento de una política monetaria expansiva por parte del BCE, y estos factores parece que se mantendrán en los próximos trimestres. En particular, en la reunión del BCE de la semana pasada, el consejo fue bastante cauto en la interpretación de las sorpresas positivas de los datos económicos más recientes, y espera ahora una contracción algo menor para 2013 (-0,4% vs -0,6% previsto en junio) y un crecimiento del 1% en 2014, sin alterar su visión de una lenta y gradual recuperación en 2S13. Respecto a la inflación, las previsiones del BCE continúan contemplando que se mantendrá relativamente estable y claramente por debajo del objetivo en lo que queda de año y el que viene, en línea con nuestras previsiones (1,5% en 2014 y 1,4% en 2015). En definitiva, se mostraron lo bastante "dovish", lo que hace esperar una política monetaria acomodaticia en el horizonte de previsión, sobre todo teniendo en cuenta la todavía pobre evolución de los datos de crédito al sector privado.

No obstante, todavía hay varias cuestiones por resolver en los próximos trimestres que pueden ser determinantes en la consolidación de la recuperación. En primer lugar, el impulso hacia la unión bancaria debe mantenerse, ya que es importante para reducir la fragmentación financiera que afecta a la eurozona. Por otro lado, la desaceleración de las economías emergentes y su posible impacto en la recuperación europea debería de ser moderada, en línea con lo previsto, para que continúe el apoyo de las exportaciones como fuente de crecimiento en el horizonte de previsión. Finalmente, la gestión de la crisis en la periferia, especialmente en Portugal y Grecia, que posiblemente necesitarán nuevas fuentes de financiación externa, deberá hacerse de forma que no genere efectos de contagio en otros países.

Tabla 1

**UEM: Crecimiento trimestral (%) del PIB y componentes**

	3T12	4T12	1T13	2T13	
				Observado	BBVA Research
PIB	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,2
Consumo privado	-0,1	-0,5	-0,2	0,2	0,1
Consumo público	-0,2	0,1	0,0	0,4	-0,1
Inversión	-0,4	-1,2	-2,2	0,3	-0,3
Inventarios <sup>(1)</sup>	-0,2	-0,2	0,4	-0,1	0,0
Demanda doméstica <sup>(1)</sup>	-0,3	-0,7	-0,1	0,1	0,0
Exportaciones	0,6	-0,5	-1,0	1,6	1,4
Importaciones	0,2	-0,9	-1,1	1,4	1,0
Demanda externa <sup>(1)</sup>	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2

<sup>(1)</sup> Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB  
Fuente: Eurostat y BBVA Research

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

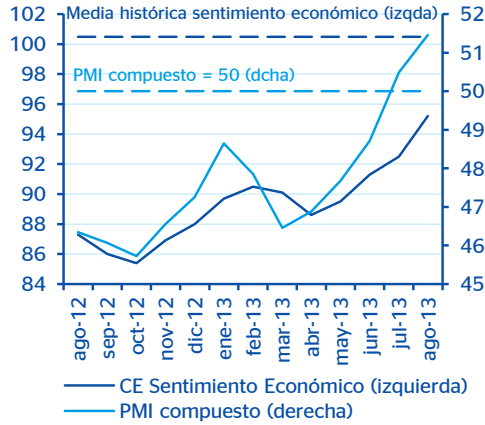
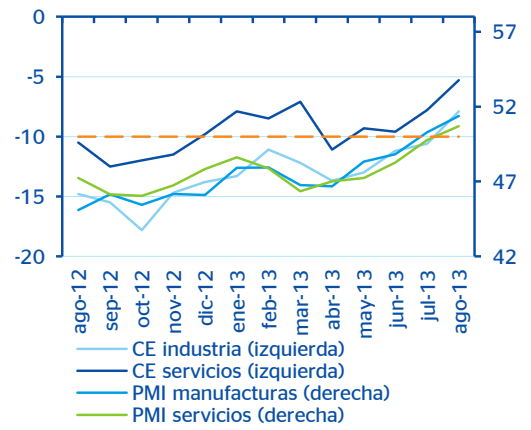


Gráfico 2  
UEM: Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea, Markit Economics y BBVA Research

Aunque los indicadores cuantitativos son limitados, apuntan hacia una cierta recuperación del gasto privado, mientras que las exportaciones continuarán apoyando el crecimiento

Gráfico 3  
UEM: consumo de los hogares

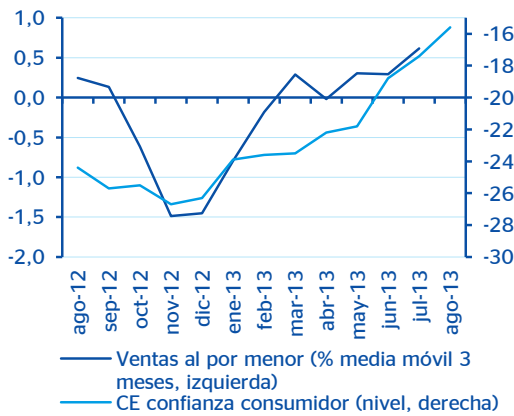
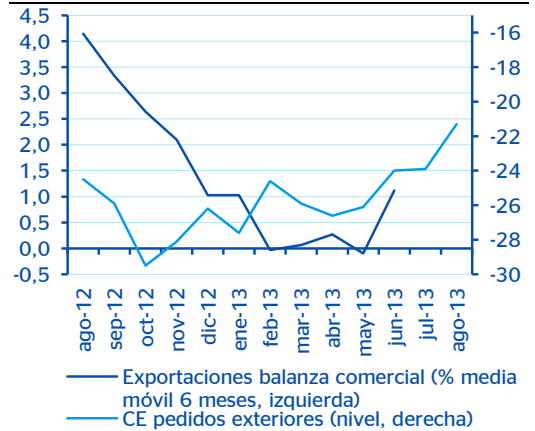


Gráfico 4  
UEM: exportaciones

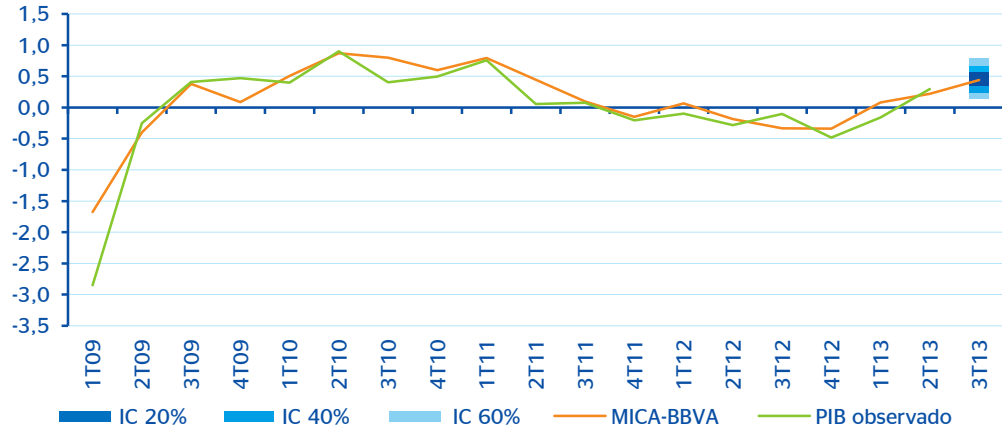


Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

Nuestro modelo MICA-BBVA, con información sobre todo de confianzas, proyecta una consolidación de la recuperación. El PIB estaría creciendo un 0,3%/0,4% en 3T13

Gráfico 5

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.**

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

**BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**