



Servicio de Estudios

# EuropaWatch

*Superando las expectativas*

*Junio 2007*

Madrid, 5 de junio de 2007

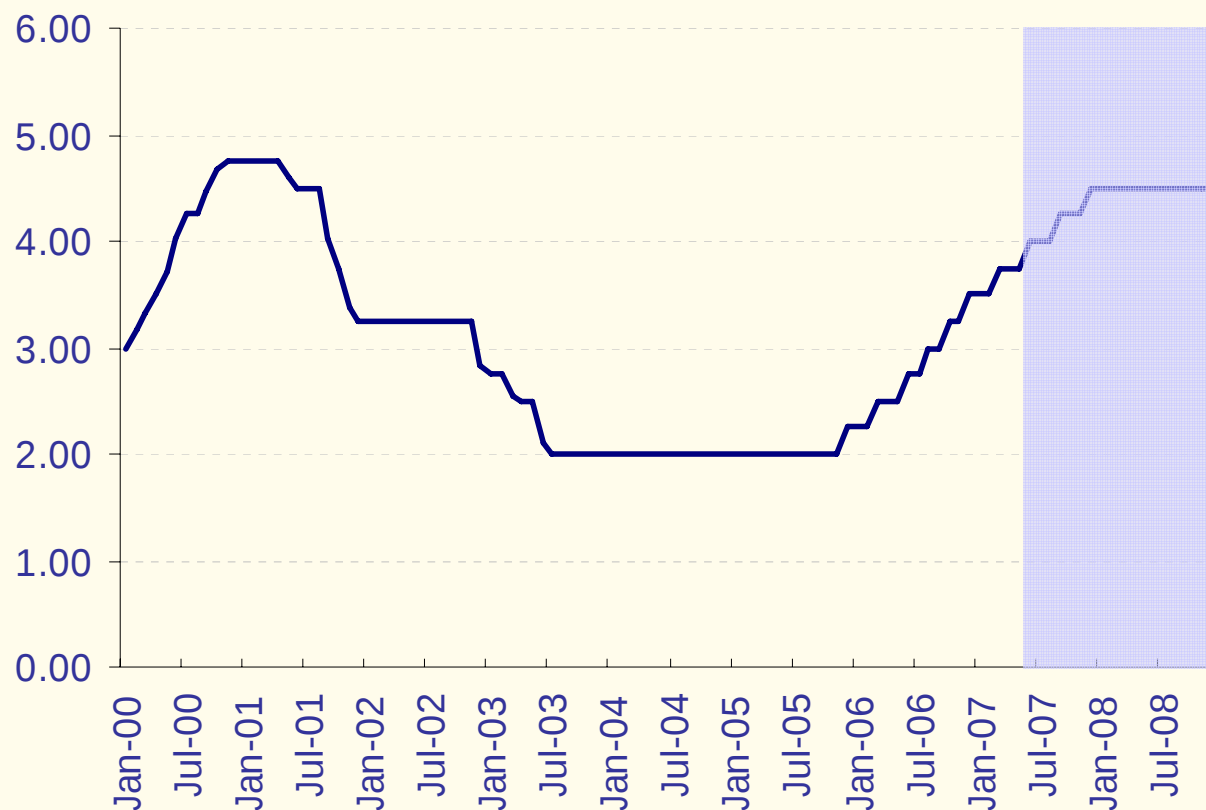
# Contenidos

- El BCE elevará los tipos de interés oficiales hasta el 4,50% a finales de 2007 y los mantendrá en estos niveles a lo largo de 2008.
- Revisión al alza del crecimiento, siendo el dinamismo inversor el principal motor de la actividad.
- Nuestras perspectivas de inflación se deterioran ligeramente. El sesgo sobre la inflación en el medio plazo sigue siendo alcista.
- Indicios de aumento del crecimiento potencial en la zona euro.

## BCE, hay margen para llegar al 4,50 %

Una vez alcanzado el 4 %, la senda de subida de tipos oficiales se hace ahora menos predecible. La comunicación del BCE va a cambiar y los movimientos van a ser más dependientes de los datos (*"Facts and figures"*)

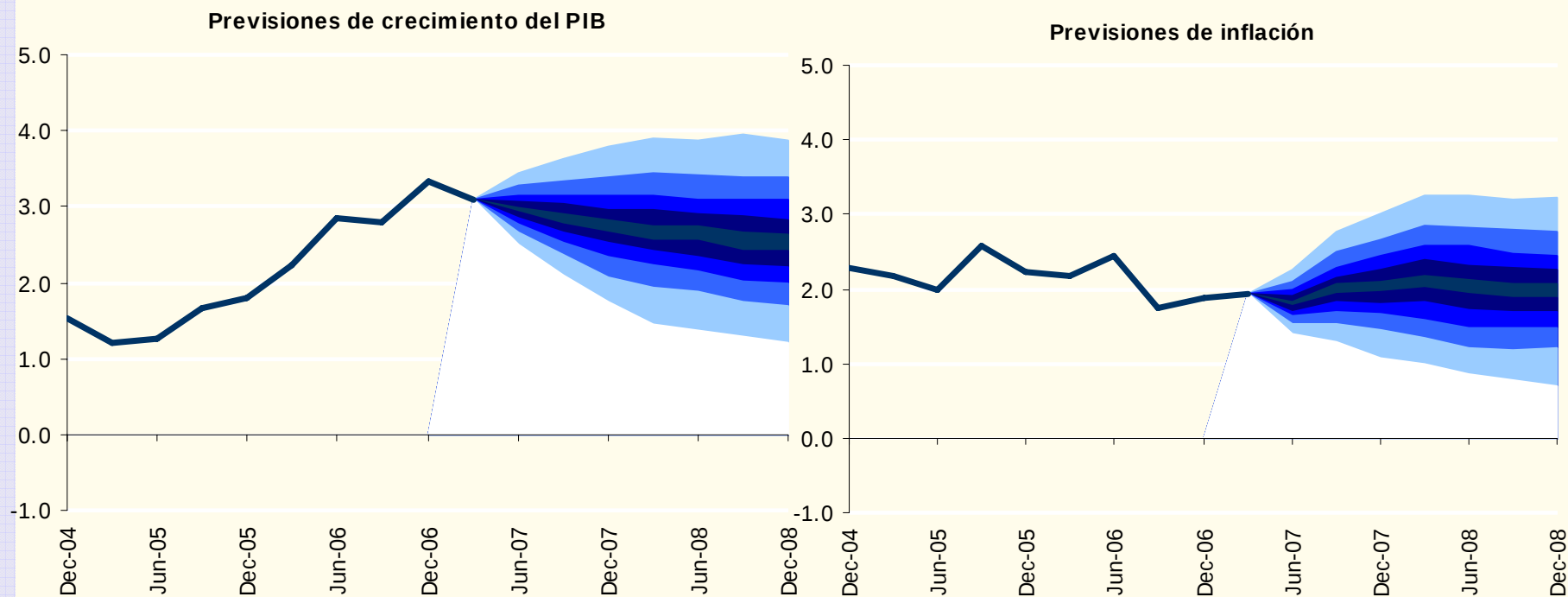
UEM: tipos de interés oficiales



En nuestra opinión, el BCE mantendrá el actual ritmo de subidas llevando los tipos oficiales al 4,50 % en el cuarto trimestre

# BCE, hay margen para llegar al 4,50 %

Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento e inflación para 2007 y 2008



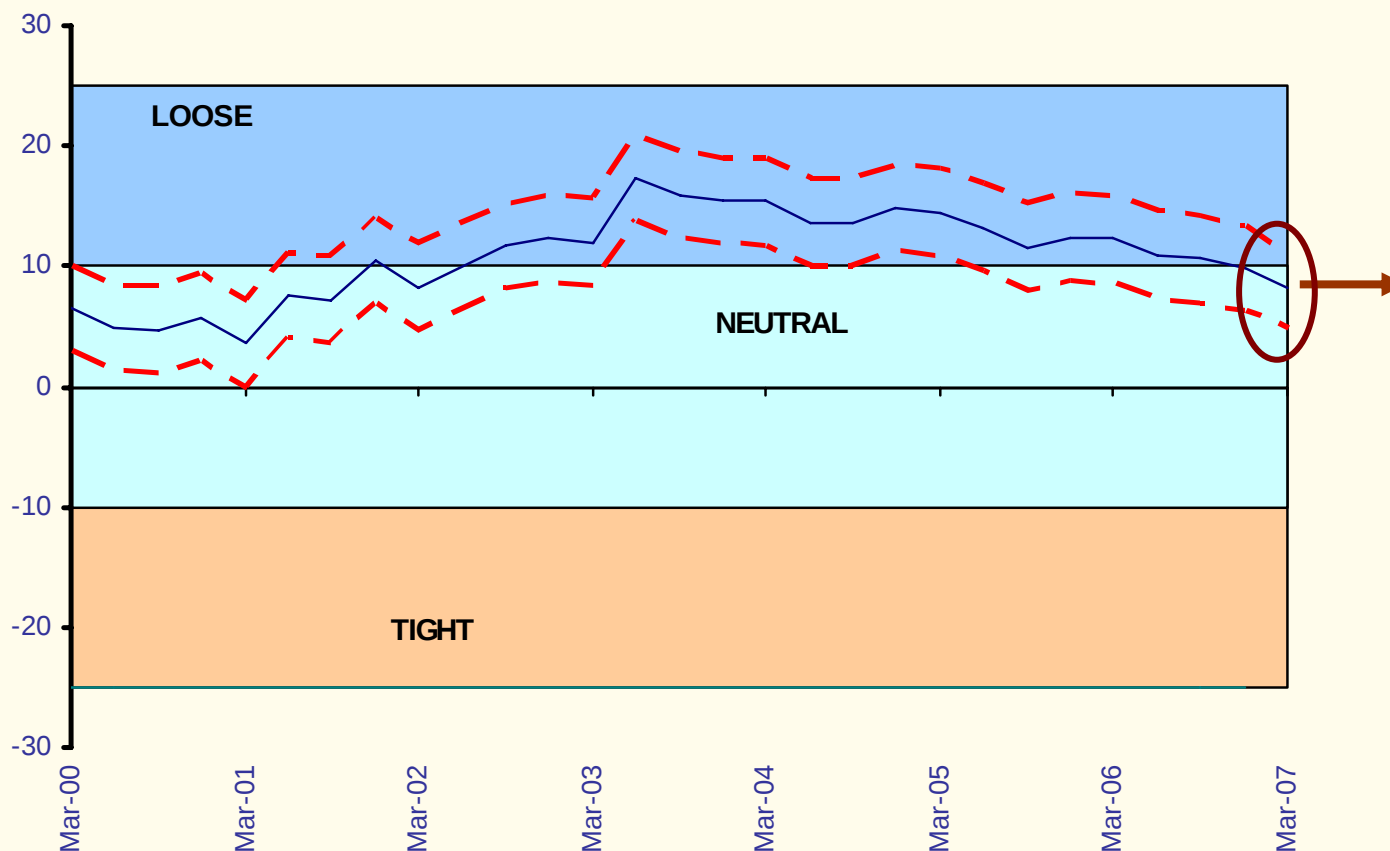
## UEM: Previsiones, mayo -07

|           | 2007 | 2008 |
|-----------|------|------|
| PIB       | 2,7  | 2,4  |
| Inflación | 2,0  | 2,0  |

## BCE, hay margen para llegar al 4,50 %

Tipos al 4,50 % (subidas en junio, septiembre y diciembre) son consistentes, según nuestro *Indicador del tono de la política monetaria*, con la consecución del objetivo del BCE de estabilidad de precios en un entorno de crecimiento por encima del potencial

Indicador del tono de la política monetaria del BCE



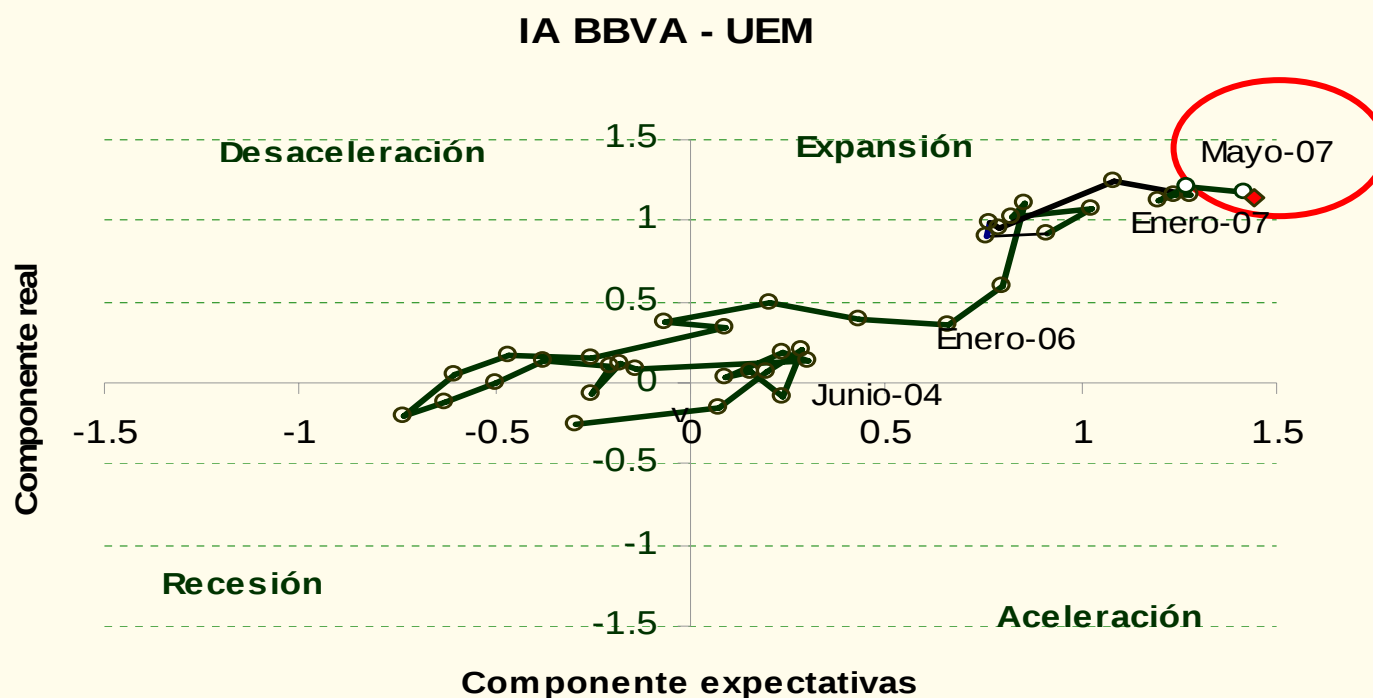
Subidas de tipos hasta el 4,50% sitúan a la política monetaria en zona neutral, dadas las previsiones de crecimiento e inflación para los dos próximos años

# Contenidos

- El BCE elevará los tipos de interés oficiales al 4,50% en 2007 y los mantendrá en estos niveles a lo largo de 2008.
- Revisión al alza del crecimiento, siendo el dinamismo inversor el principal motor de la actividad.
- Nuestras perspectivas de inflación se deterioran ligeramente. El sesgo sobre la inflación en el medio plazo sigue siendo alcista.
- Indicios de aumento del crecimiento potencial en la zona euro

## La expansión se consolida en tasas elevadas de crecimiento

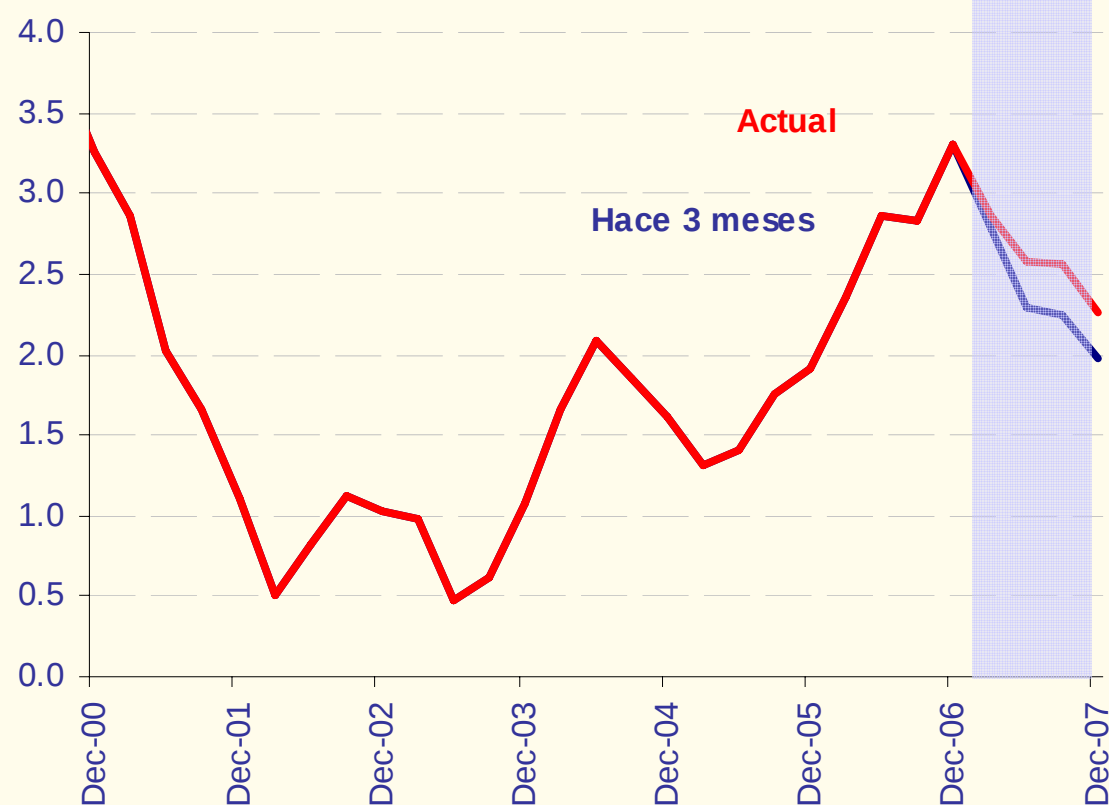
El indicador de actividad de la zona euro (IA-BBVA UEM) sitúa a la economía en plena fase expansiva y manteniendo el ritmo de crecimiento de los últimos trimestres



## La expansión se consolida en tasas elevadas de crecimiento

El ritmo de crecimiento en el primer trimestre ha superado las expectativas.

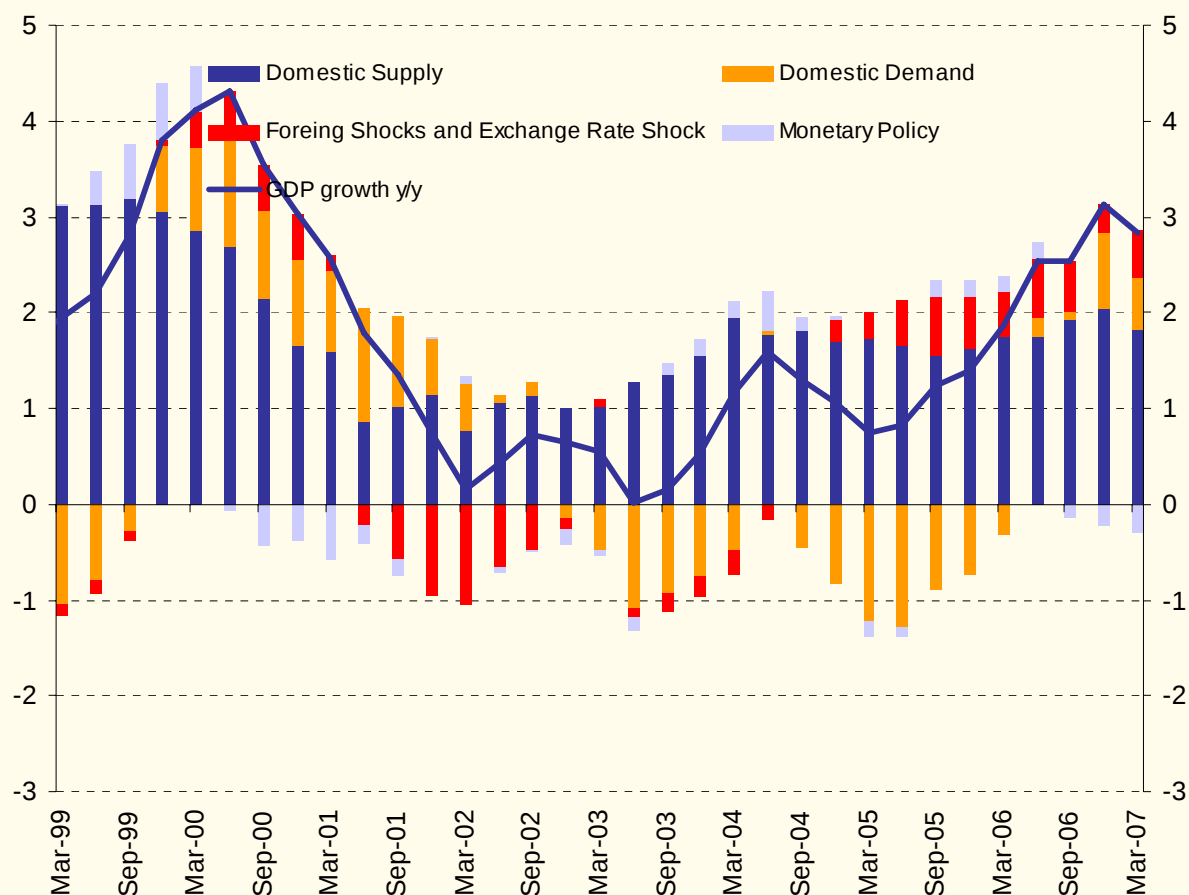
UEM: ISA-BBVA  
Indicador Sintético de Actividad



# Los motores del crecimiento

El crecimiento en Europa encuentra en los factores de oferta un soporte muy notable. Recientemente los factores de demanda se han unido para reactivar el crecimiento

UEM: Descomposición del PIB

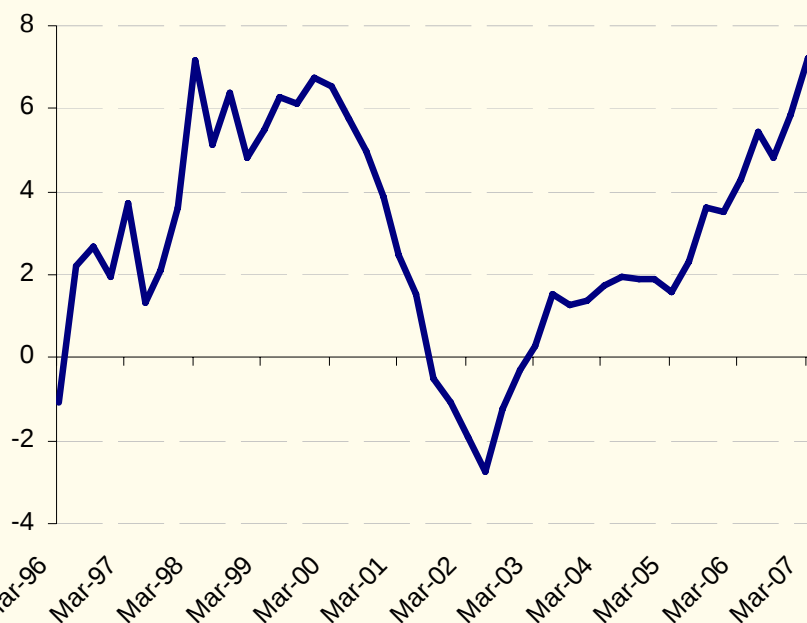


# El motor está siendo la inversión

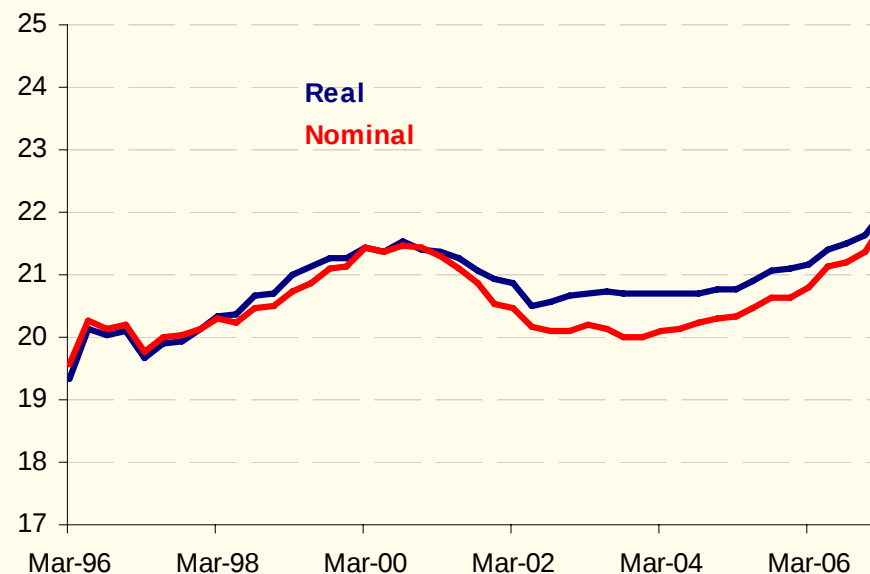
Una mirada a la composición del PIB en el primer trimestre del año revela el notable dinamismo de la inversión, que se reactiva notablemente (7 % a/a) tras haber dado señales de agotamiento en otoño.

La inversión ha explicado la mitad del crecimiento del primer trimestre.

UEM: Inversión  
En tasa de variación



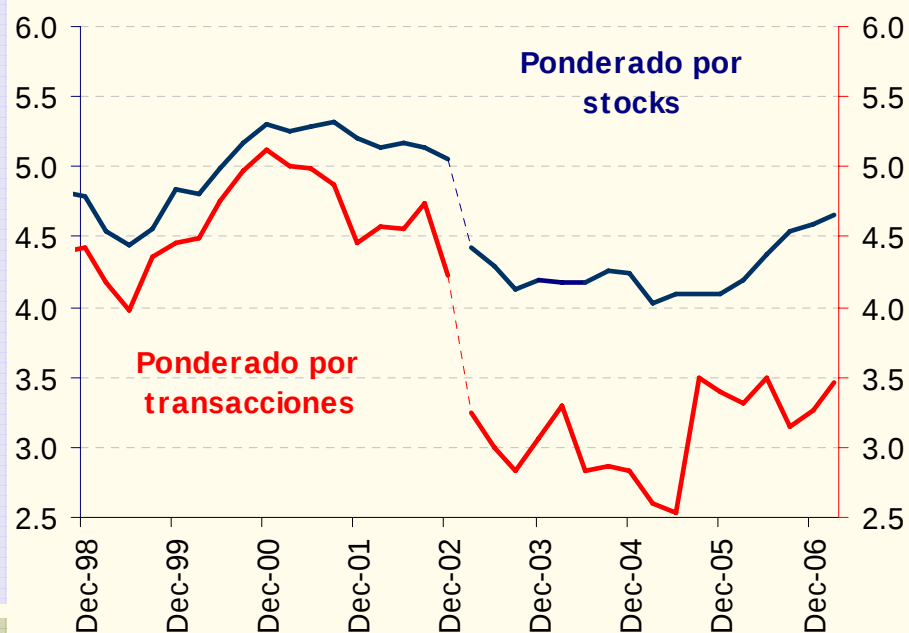
UEM: Ratio inversión sobre PIB  
(%)



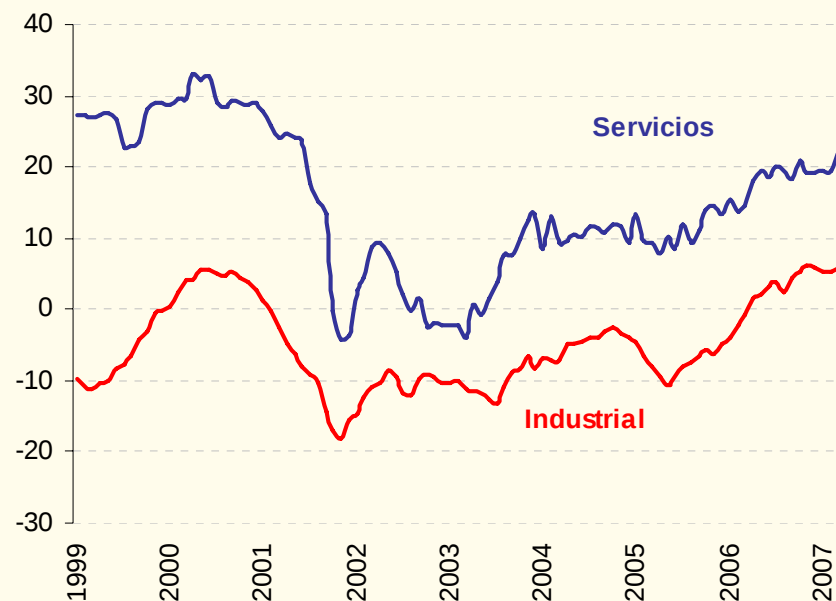
# El motor está siendo la inversión

El optimismo empresarial se mantiene, a pesar del encarecimiento del coste de financiación de las empresas. Las confianzas se mantienen elevadas y las expectativas de beneficios son favorables para 2007 y 2008.

UEM: Coste de financiación real medio de las empresas\*



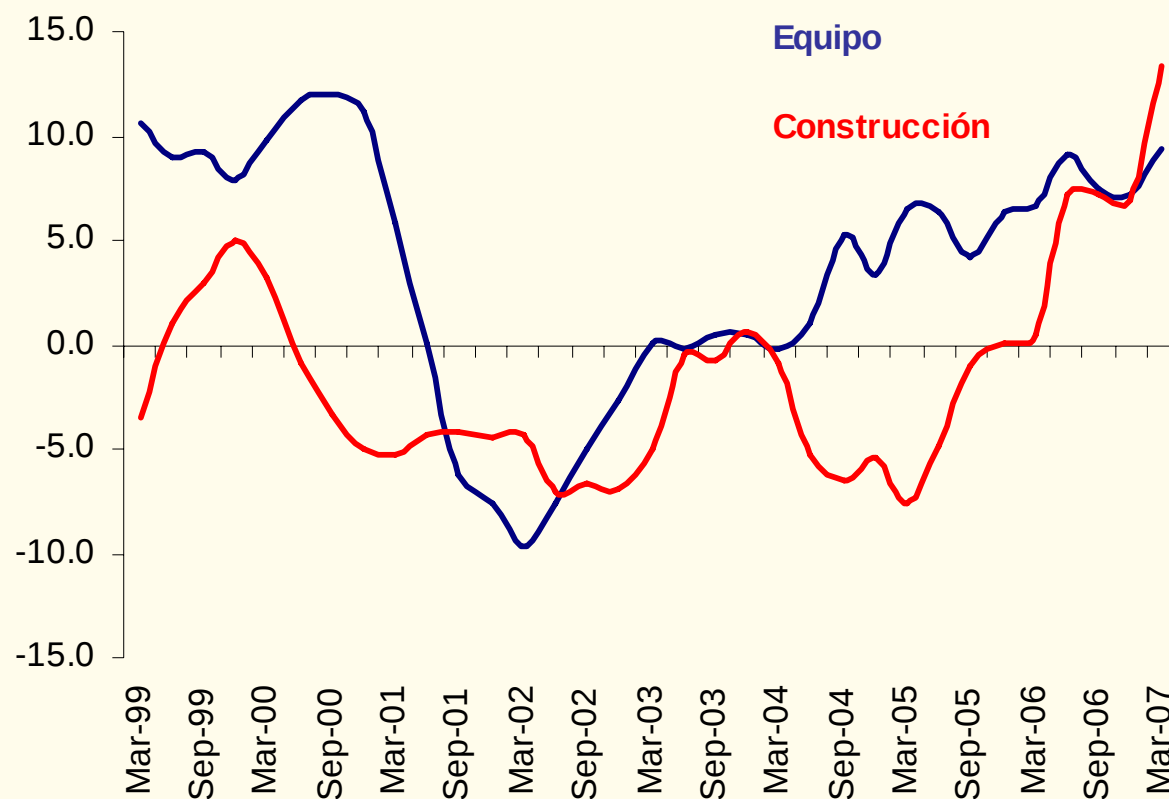
UEM: Encuestas empresariales



# El motor está siendo la inversión

La reaceleración de la inversión se apoya también en el sector de la construcción (especialmente en Alemania), donde las condiciones climáticas han sido excepcionalmente favorables para este sector. Cabe esperar cierta moderación

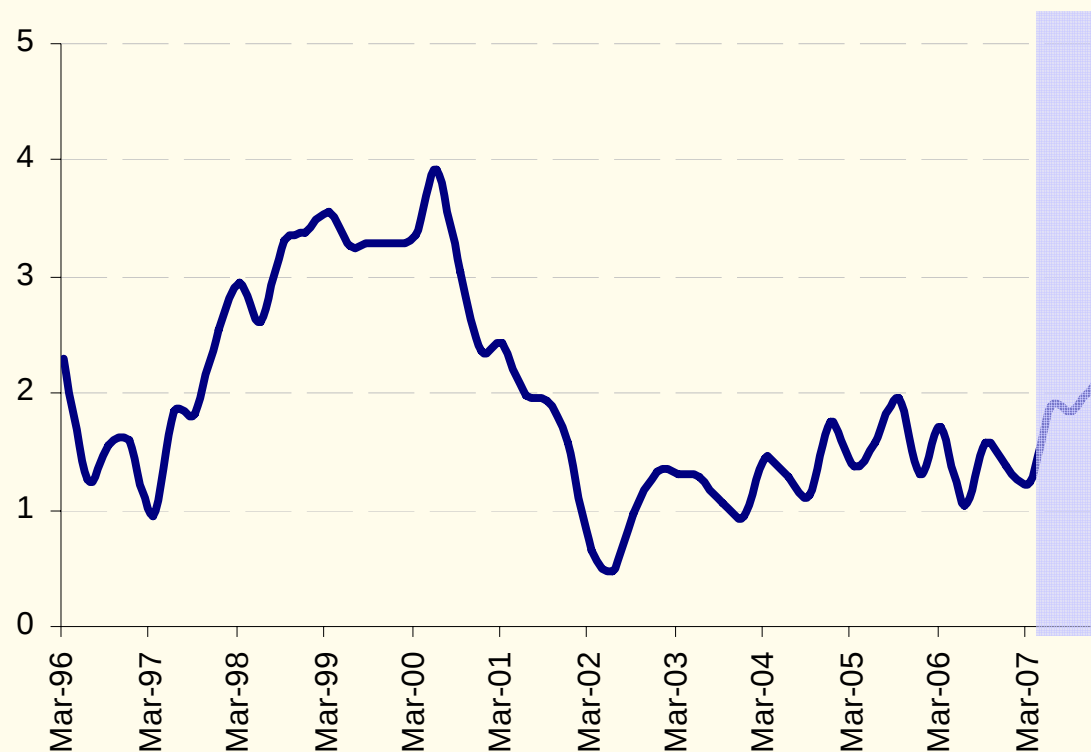
Alemania: Inversión



# El consumo: seguimos apostando por la recuperación

Los datos del primer trimestre han sorprendido a la baja (incluso teniendo en cuenta el IVA alemán). La confianza de los consumidores y los indicadores de consumo y gasto muestra una tendencia positiva. En cualquier caso, no esperamos que se repitan las tasas de los 90.

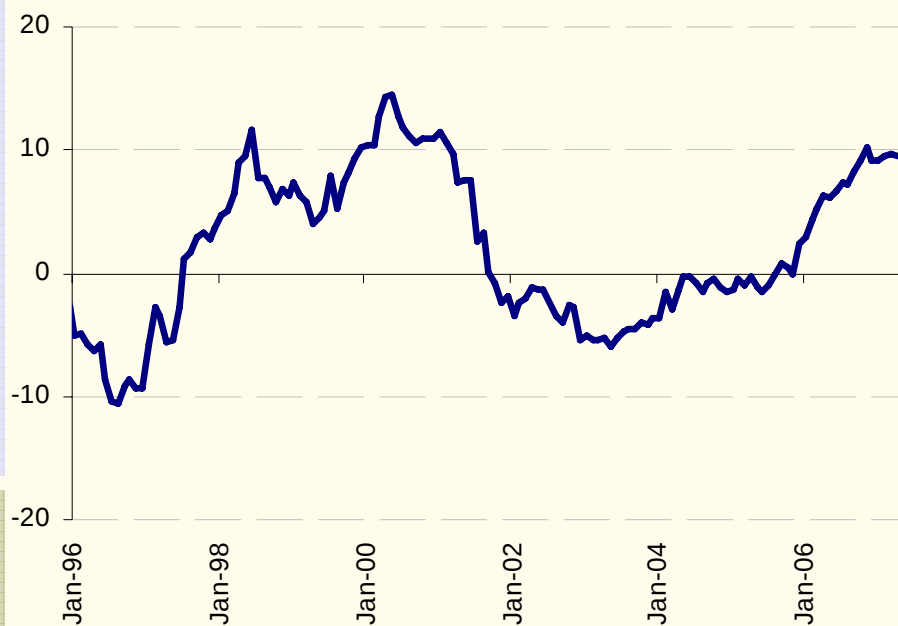
UEM: Consumo privado  
En tasa de variación



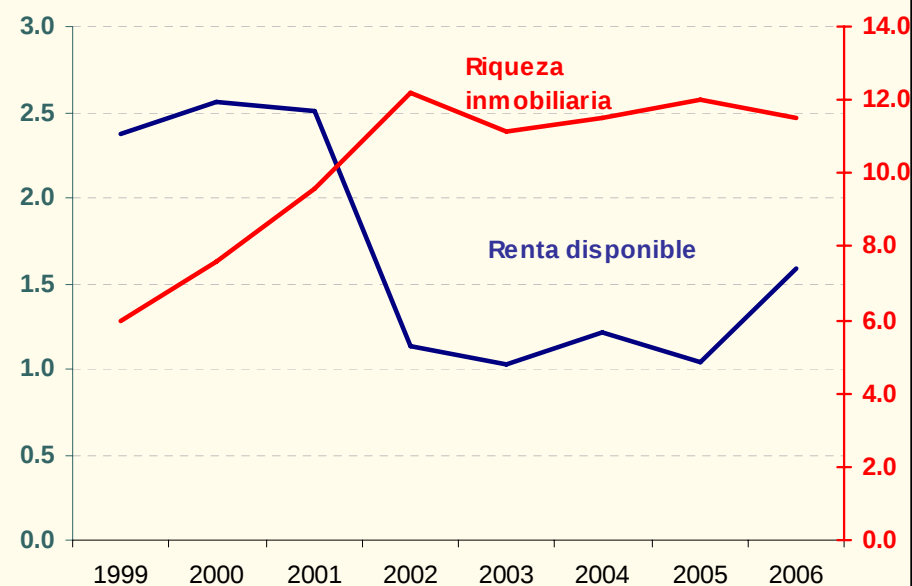
# El consumo: seguimos apostando por la recuperación

La creación de empleo debería de servir de soporte para la mejoría de la renta disponible de las familias.

UEM: Indicador Sintético del Empleo



UEM: Renta disponible y riqueza inmobiliaria



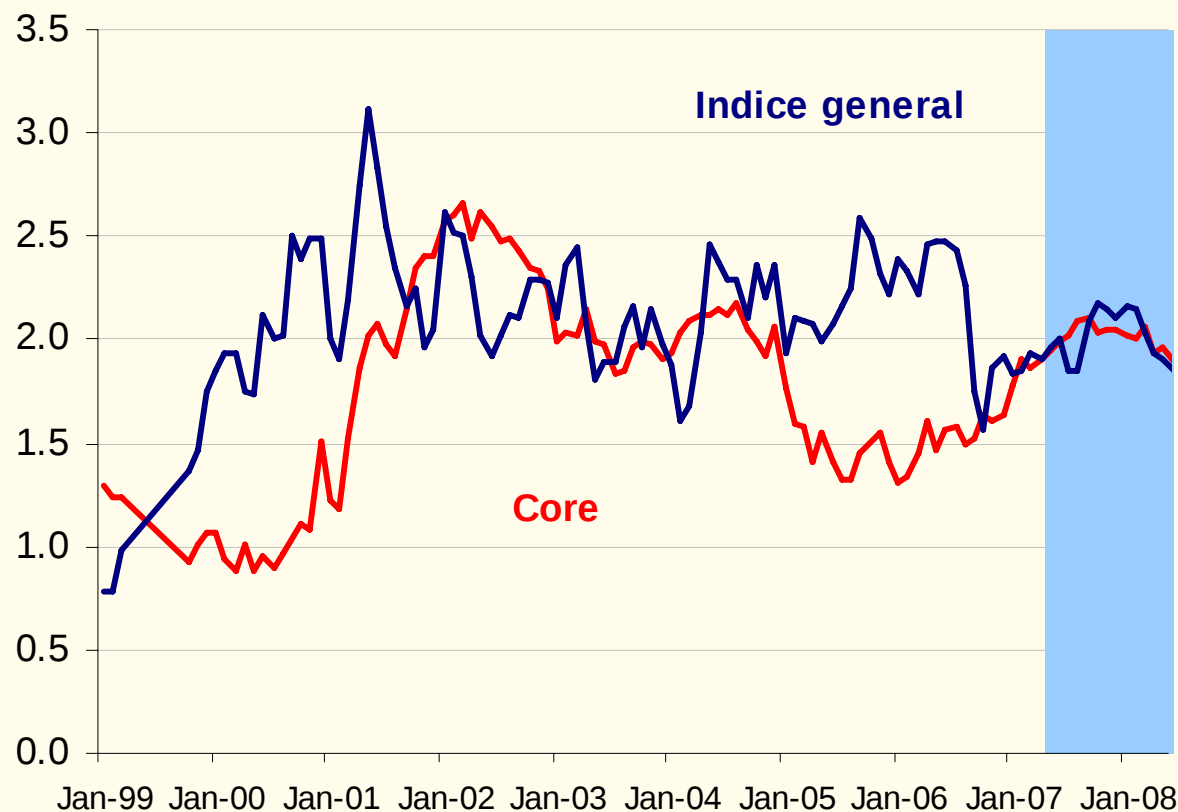
# Contenidos

- El BCE elevará los tipos de interés oficiales al 4,50% en 2007 y los mantendrá en estos niveles a lo largo de 2008.
- Revisión al alza del crecimiento, siendo el dinamismo inversor el principal motor de la actividad.
- Nuestras perspectivas de inflación se deterioran ligeramente. El sesgo sobre la inflación en el medio plazo sigue siendo alcista.
- Indicios de aumento del crecimiento potencial en la zona euro

## Ligero deterioro en las expectativas de inflación

La combinación de varios factores (energía, alimentos frescos y precios administrados en Alemania) nos llevan a revisar al alza la previsión de inflación en 2007 y 2008 hasta el 2 %

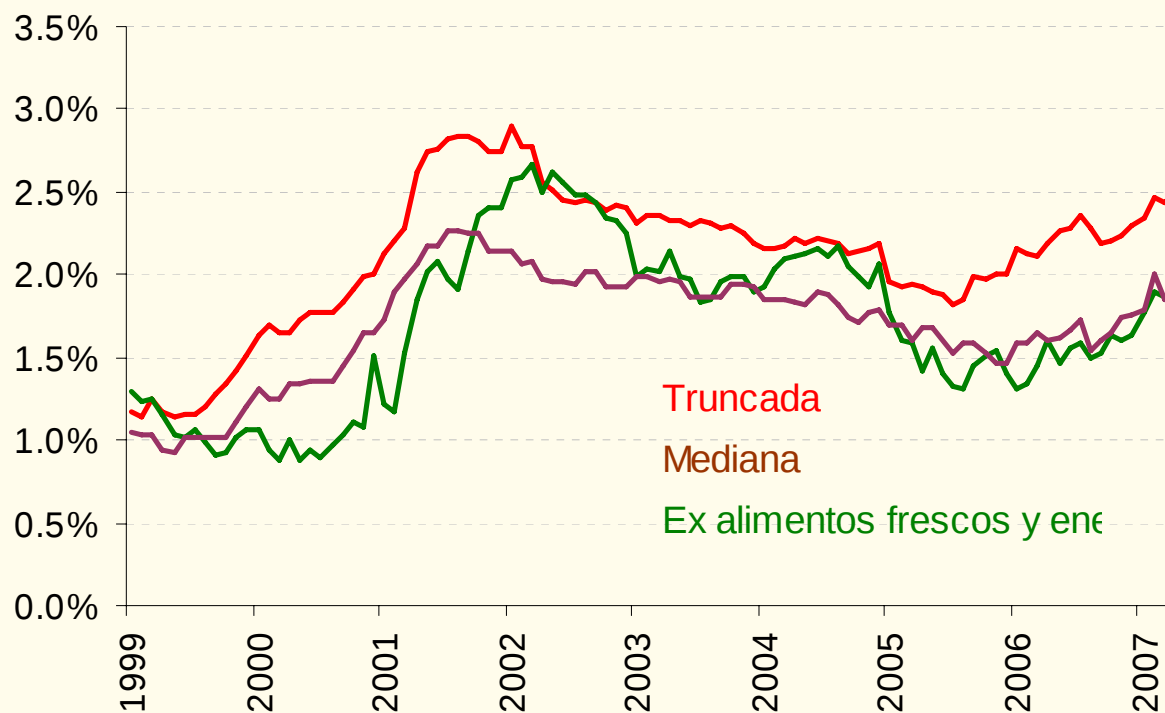
### UEM: Previsiones de inflación



# Ligero deterioro en las expectativas de inflación

Las medidas de inflación subyacente se están acelerando y se sitúan en el rango del 2-2.5 %.

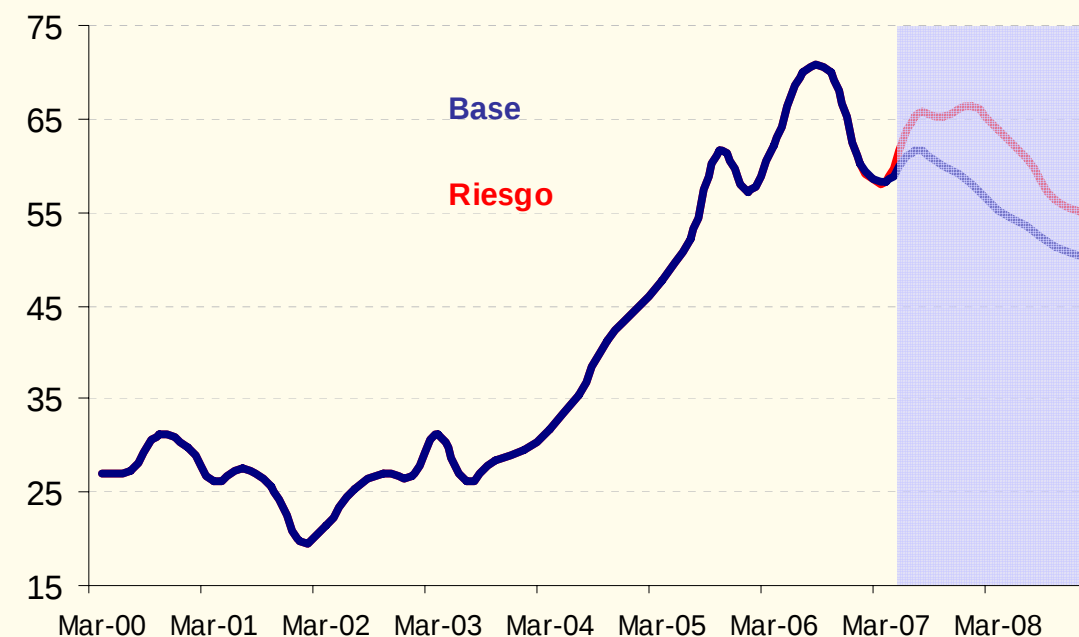
UEM: Medidas de inflación subyacente



## Ligero deterioro en las expectativas de inflación

La incertidumbre geopolítica mantiene presiones al alza sobre el precio del petróleo, por lo que estimamos que se mantendrá por encima de los 50\$/barril en el próximo año y medio.

Precio del petróleo (Brent): escenario

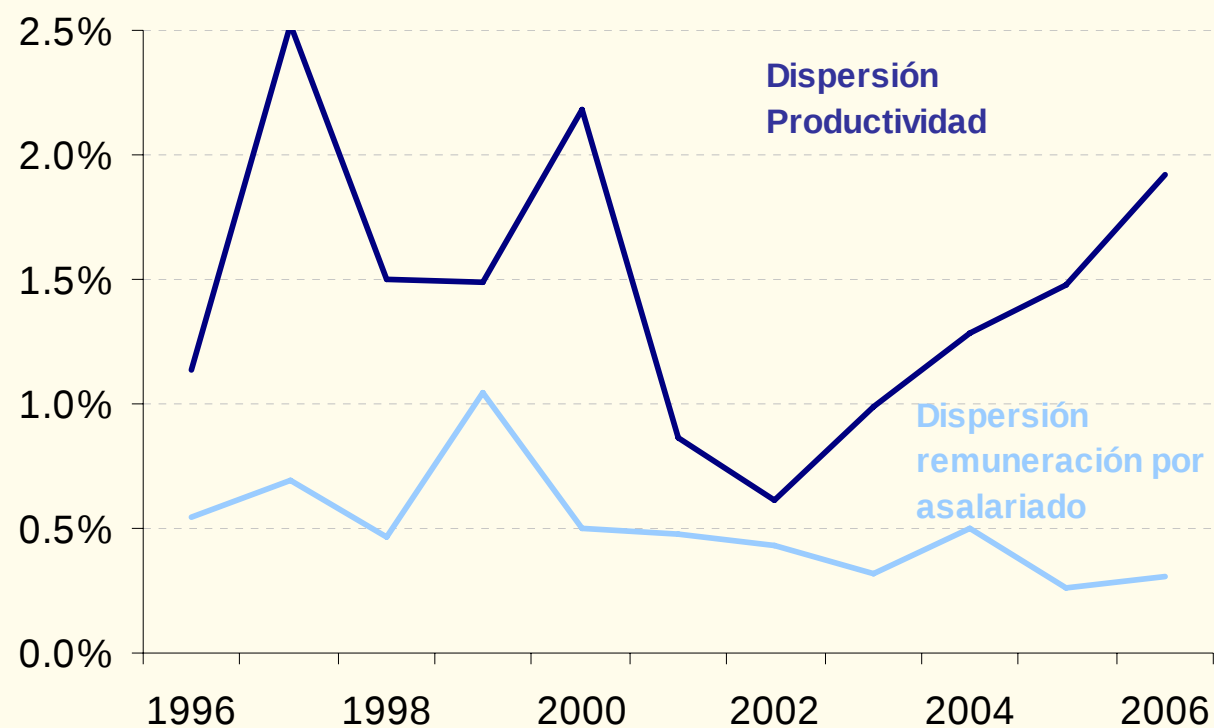


Source: Datastream and BBVA

## Ligero deterioro en las expectativas de inflación

En el medio plazo los riesgos sobre inflación son al alza, sobre todo por la parte de presiones de demanda (el *output gap* ha entrado en terreno positivo). Hasta ahora las demandas salariales no cabe calificarlas de excesivas, pero hay que tener en cuenta la baja dispersión salarial

UEM: Dispersión de los salarios y productividad por sectores

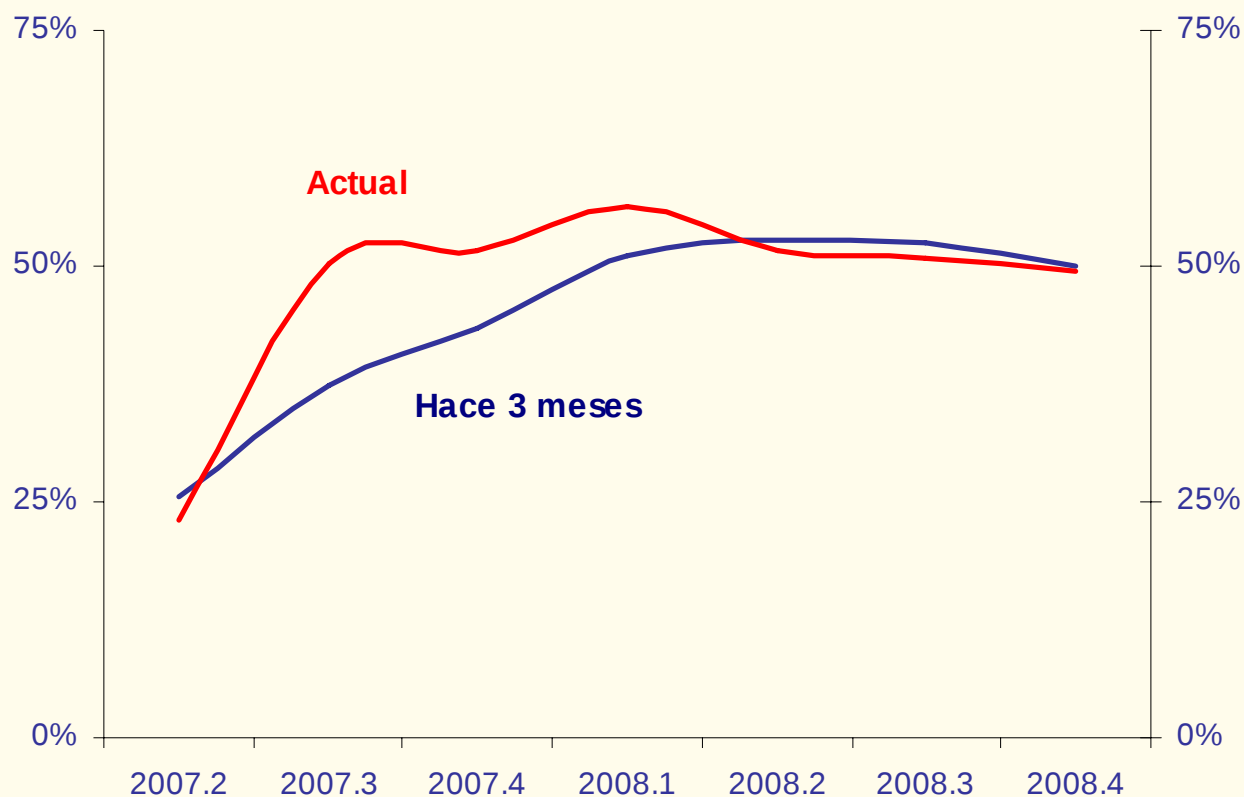


## BCE, hay margen para llegar al 4,50 %

La “gestión de los riesgos” es una variable clave para la toma de decisiones del BCE. Con respecto al objetivo de estabilidad de la inflación, ¿cómo está evolucionando el balance de riesgos?

### Indicador de riesgo de la inflación

Probabilidad de que la inflación supere el 2%

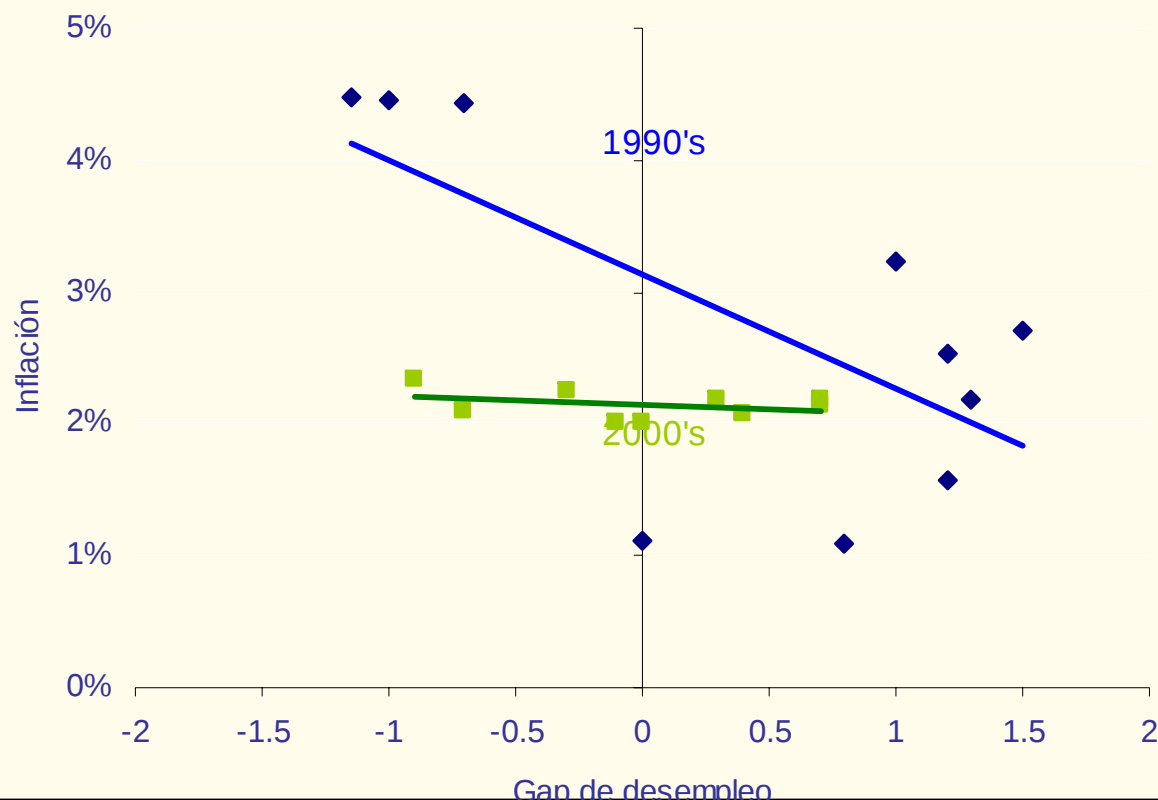


La probabilidad de que la inflación se sitúe por encima del 2% en los próximos trimestres supera el 50% y ha aumentado en los últimos meses

## BCE, hay margen para llegar al 4,50 %

La gestión de las expectativas de inflación es especialmente relevante en un contexto cada vez más complejo. Uno de los factores por el que los bancos centrales muestran una creciente preocupación es cómo la globalización parece estar afectando a la dinámica de inflación

### UEM: Aplanamiento de la Curva de Phillips



La inflación responde cada vez menos a factores domésticos y cada vez más a factores globales. Una vez que la inflación se sitúa por encima del objetivo se precisaría un ajuste mayor de la actividad para devolverla la inflación al objetivo

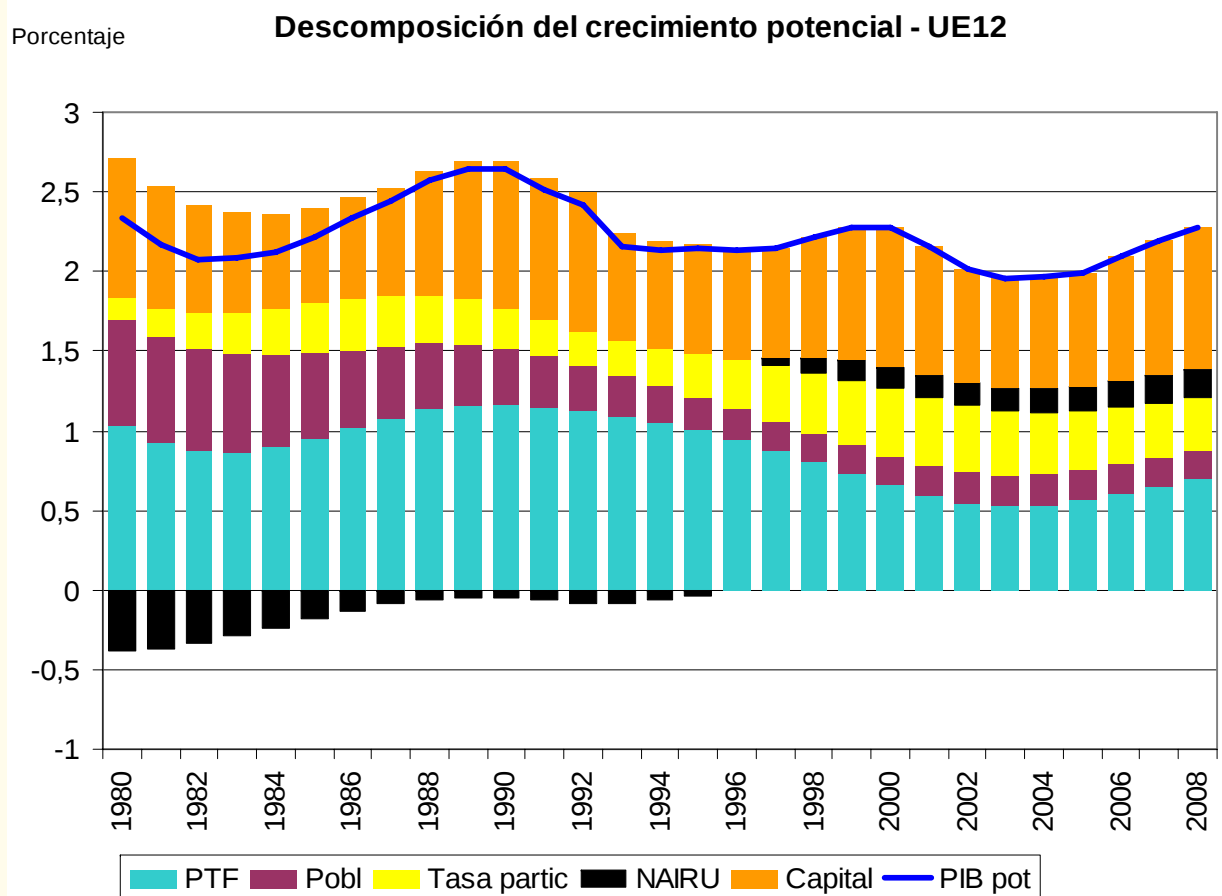
# Contenidos

- El BCE elevará los tipos de interés oficiales al 4,50% en 2007 y los mantendrá en estos niveles a lo largo de 2008.
- Revisión al alza del crecimiento, siendo el dinamismo inversor el principal motor de la actividad.
- Nuestras perspectivas de inflación se deterioran ligeramente. El sesgo sobre la inflación en el medio plazo sigue siendo alcista.
- Indicios de aumento del crecimiento potencial en la zona euro

## Indicios de aumento del potencial en la zona euro

El crecimiento potencial se acerca al 2,2 %, y parece aumentar debido a una mayor productividad e inversión.

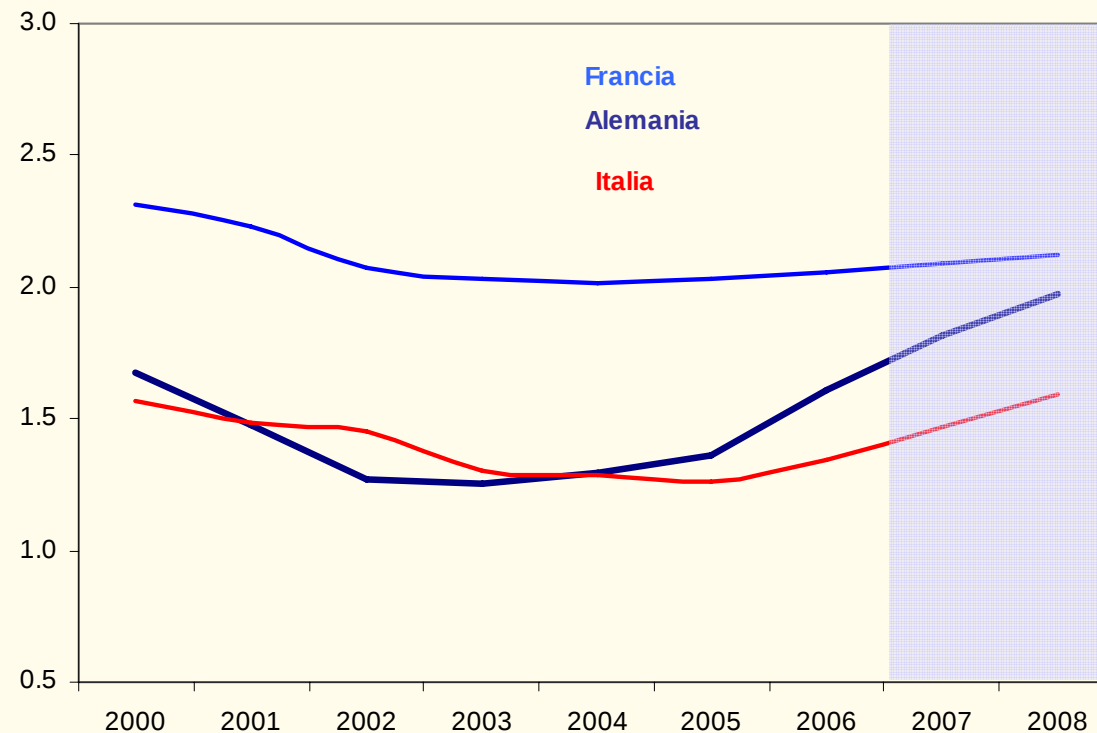
La mayor de la tasa de participación y la reducción del paro estructural apoyan el crecimiento potencial. Las reformas del mercado de trabajo parecen estar funcionando.



## Ligados, fundamentalmente, a la mejoría en Alemania

La productividad estructural se acelera en Alemania y se recupera en Italia. En Francia, es pronto para saberlo. Es difícil distinguir los cambios estructurales de la productividad de los cíclicos, pero en Alemania la productividad está evolucionando por encima de su tendencia, lo que invita al optimismo.

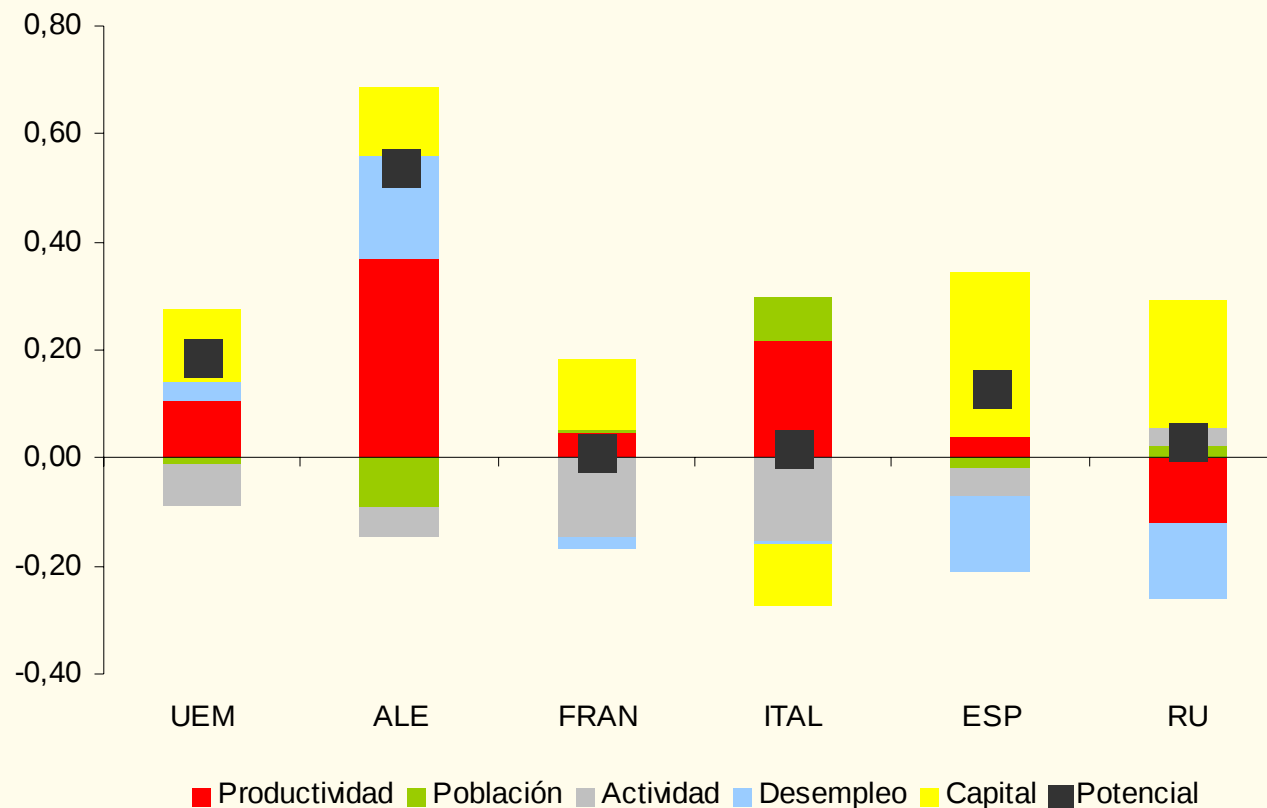
Crecimiento potencial países UEM



## Ligados, fundamentalmente, a la mejoría en Alemania

La aceleración del potencial en la zona euro se debe, sobre todo, a una mayor contribución de la productividad y el capital. En Alemania e Italia la contribución de la productividad está siendo muy significativa.

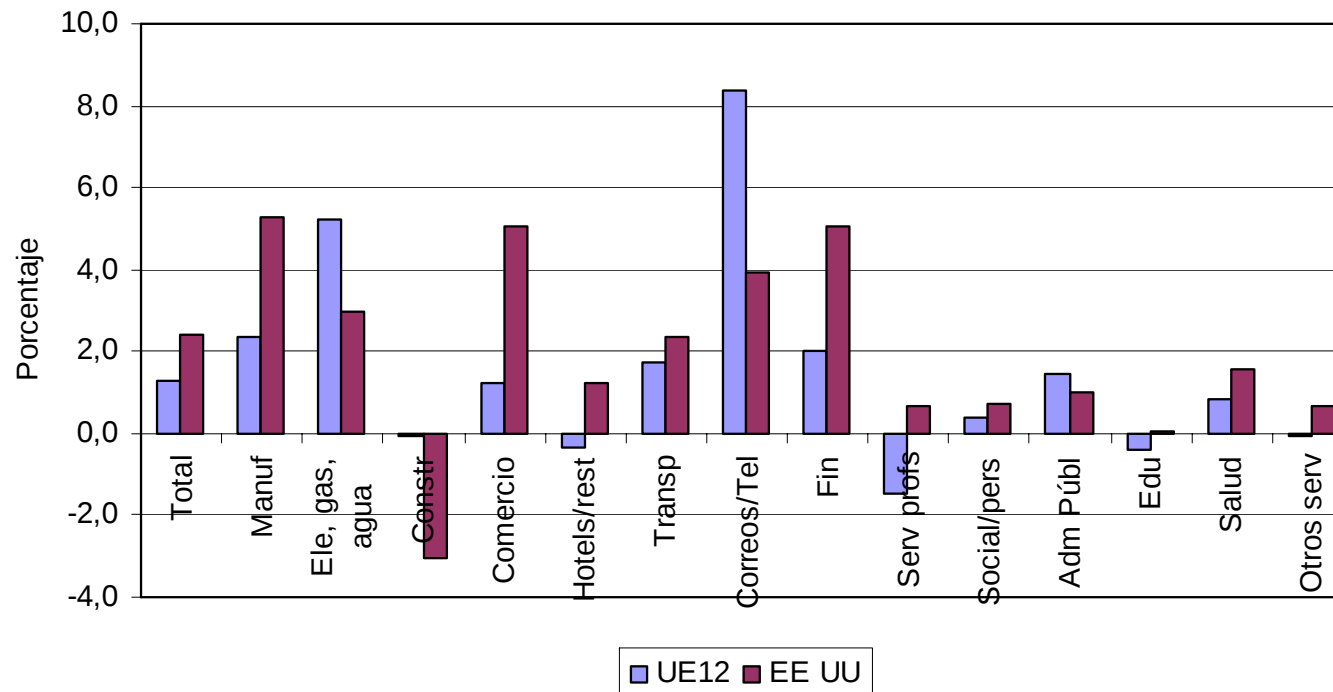
Cambio en el crecimiento potencial y sus componentes  
2002-2007



## Indicios de aumento del potencial en la zona euro

Salvo en los sectores donde ha habido privatizaciones y reformas impulsadas por la política europea (sectores de red), la productividad del trabajo ha crecido menos que en EE UU. La diferencia es llamativa en manufacturas, comercio y sector financiero.

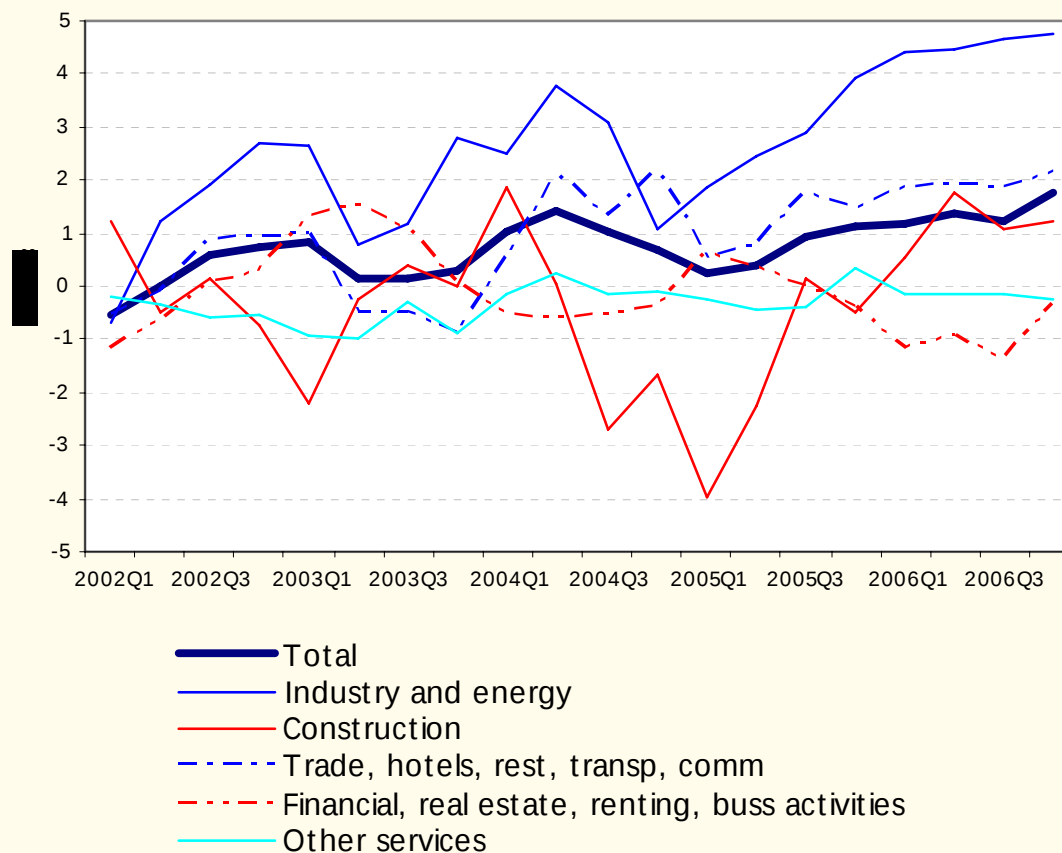
Productividad del trabajo por sectores, 1995-2004:  
UE12 vs EE UU.



# Indicios de aumento del potencial en la zona euro

**¿Podría Europa emular el aumento de la productividad de EE.UU. en los noventa? De momento, la recuperación de la productividad en Europa está liderada por el sector manufacturero**

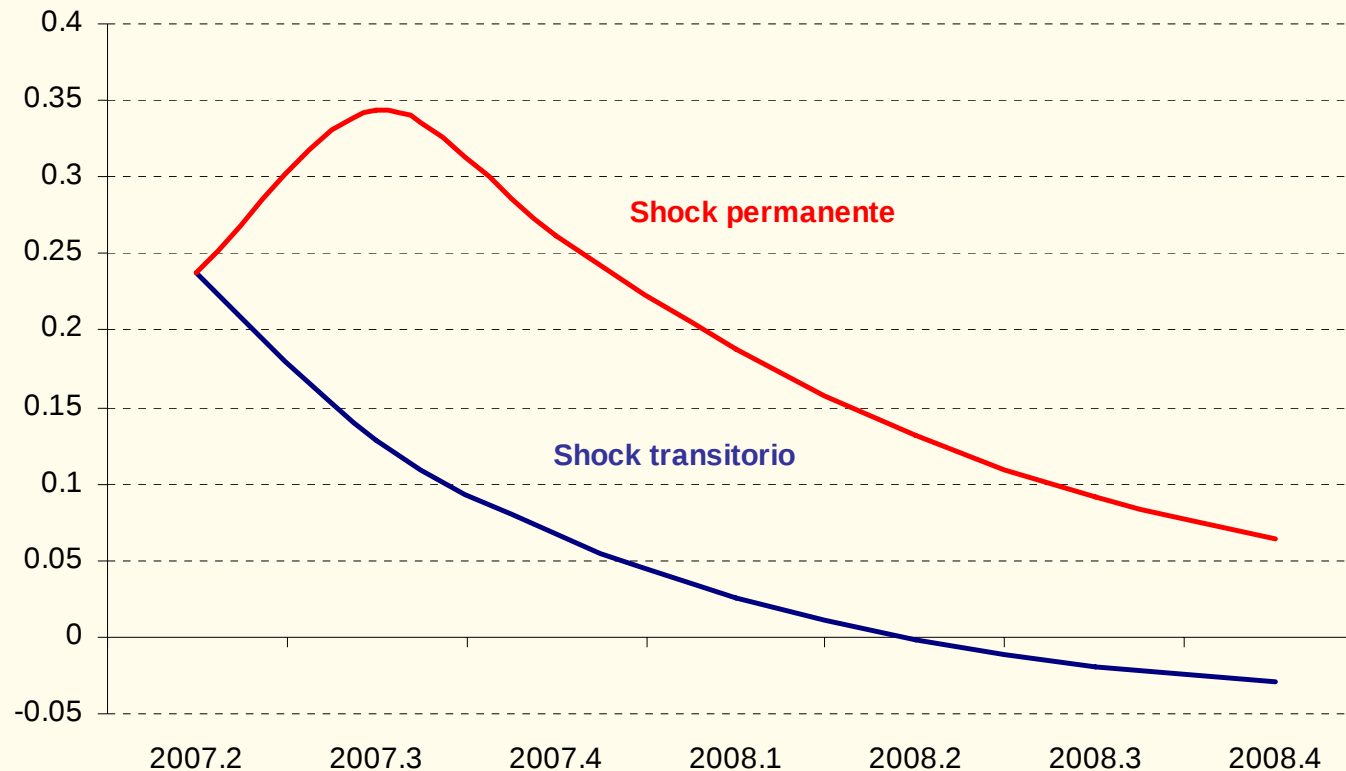
**Productividad por sectores, recientes desarrollos**  
Tasa de crecimiento interanual



## ¿Y si el shock de productividad fuera permanente?

**Un sencillo ejercicio permite estimar el impacto de un shock de oferta sobre el crecimiento de la zona euro. El PIB podría crecer a tasas superiores al 3% en los dos próximos años**

Impacto estimado de un shock de oferta sobre el crecimiento de la UEM  
desviación de la tasa trimestral de crecimiento



## **ANEXO: Resumen de previsiones.**

# Resumen de previsiones.

## Euro area (YoY)

|                                       | 2002       | 2003        | 2004       | 2005        | 2006       | 2007       | 2008        |
|---------------------------------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>GDP at constant prices</b>         | <b>0.9</b> | <b>0.8</b>  | <b>1.8</b> | <b>1.6</b>  | 2.8        | 2.7        | 2.4         |
| Private consumption                   | 0.9        | 1.2         | 1.4        | 1.6         | 1.8        | 1.8        | 2.3         |
| Public consumption                    | 2.4        | 1.8         | 1.4        | 1.4         | 2.0        | 2.0        | 2.0         |
| Gross Fixed Capital Formation         | -1.5       | 1.1         | 1.9        | 2.8         | 5.1        | 5.8        | 4.2         |
| Inventories (*)                       | -0.3       | 0.2         | 0.2        | 0.1         | 0.1        | 0.0        | 0.0         |
| <b>Domestic Demand (*)</b>            | <b>0.4</b> | <b>1.5</b>  | <b>1.7</b> | <b>1.9</b>  | <b>2.6</b> | <b>2.7</b> | <b>2.6</b>  |
| Exports (goods and services)          | 1.6        | 1.1         | 6.4        | 4.4         | 8.5        | 5.9        | 4.4         |
| Imports (goods and services)          | 0.3        | 3.1         | 6.3        | 5.2         | 8.0        | 6.1        | 5.2         |
| <b>External Demand (*)</b>            | <b>0.5</b> | <b>-0.7</b> | <b>0.1</b> | <b>-0.3</b> | <b>0.3</b> | <b>0.0</b> | <b>-0.3</b> |
| <b>Prices and costs</b>               |            |             |            |             |            |            |             |
| CPI                                   | 2.2        | 2.1         | 2.1        | 2.2         | 2.2        | 2.0        | 2.0         |
| CPI core                              | 2.5        | 2.0         | 2.1        | 1.5         | 1.5        | 2.0        | 1.9         |
| Industrial Prices                     | -0.1       | 1.4         | 2.3        | 4.1         | 5.1        | 2.7        | 2.0         |
| <b>Labour Market</b>                  |            |             |            |             |            |            |             |
| Employment                            | 0.7        | 0.4         | 0.7        | 0.8         | 1.4        | 1.5        | 1.2         |
| Unemployment rate (% of labour force) | 8.3        | 8.7         | 8.8        | 8.6         | 7.9        | 7.3        | 7.3         |
| <b>Public Sector</b>                  |            |             |            |             |            |            |             |
| Surplus (+) / Deficit (-) (% GDP)     | -2.5       | -3.0        | -2.8       | -2.4        | -1.6       | -1.0       | -0.8        |
| <b>External Sector</b>                |            |             |            |             |            |            |             |
| Current Account Balance (% GDP)       | 0.7        | 0.4         | 0.6        | -0.3        | -0.6       | -0.4       | -0.2        |
| * Contribution to growth              |            |             |            |             |            |            |             |

# Resumen de previsiones.

## International environment (YoY)

|        | Real GDP growth (%) |      |      |      | Inflation (%) |      |      |      |
|--------|---------------------|------|------|------|---------------|------|------|------|
|        | 2005                | 2006 | 2007 | 2008 | 2005          | 2006 | 2007 | 2008 |
| US     | 3.2                 | 3.3  | 2.3  | 2.8  | 3.4           | 3.2  | 2.2  | 2.4  |
| UK     | 1.9                 | 2.6  | 2.7  | 2.4  | 2.1           | 2.3  | 2.3  | 1.9  |
| Japan  | 1.9                 | 2.2  | 2.0  | 2.3  | -0.3          | 0.3  | 0.5  | 1.0  |
| Latam* | 4.7                 | 5.4  | 4.4  | 4.2  | 6.0           | 5.1  | 5.2  | 5.4  |

\* Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Uruguay and Venezuela. Inflation forecast: end of period

## Financial variables (end of period)

|            | Official rate (%) |        |        |        | 10 year interest rate (%) |        |        |        |
|------------|-------------------|--------|--------|--------|---------------------------|--------|--------|--------|
|            | 05/31/07          | Sep-07 | Dec-07 | Jun-08 | 05/31/07                  | Sep-07 | Dec-07 | Jun-08 |
| Euro zone* | 3.75              | 4.25   | 4.50   | 4.50   | 4.4                       | 4.4    | 4.5    | 4.5    |
| US         | 5.25              | 5.25   | 5.25   | 5.25   | 4.8                       | 4.8    | 4.8    | 4.9    |

|    | Exchange rate (vs euro) |        |        |        | Brent    |        |        |    |
|----|-------------------------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|----|
|    | 05/31/07                | Jun-07 | Dec-07 | Jun-08 | 05/31/07 | Dec-07 | Dec-08 |    |
| US | 1.35                    | 1.34   | 1.33   | 1.33   | \$/b     | 68     | 58     | 50 |

\* 10 year interest rate refers to German bonds