

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Eurozona: peores perspectivas de crecimiento para este año

Unidad de Europa

Los datos macroeconómicos de la eurozona publicados durante el verano han sido claramente negativos. Tras la publicación del dato de PIB del segundo trimestre, que supuso una sorpresa negativa (crecimiento nulo frente al 0.2% t/t esperado), los indicadores de confianza del tercer trimestre han empeorado, sólo compensados por datos positivos en el sector industrial en julio. El comportamiento de los tres grandes países de la zona está detrás de estos malos datos, y todo hace pensar que el crecimiento este año estará alrededor del 0.8%/0.9% t/t en vez del 1.1% que preveíamos hace dos meses. La crisis de Ucrania y los problemas domésticos de Italia y Francia están detrás de este comportamiento. El BCE ha reaccionado con nuevas medidas ([ver observatorio BCE¹](#)) que están propiciando una depreciación del euro, y en la UE se está perfilando un debate en torno a una cierta relajación fiscal, mientras que los resultados de los stress tests se publicarán a finales de octubre. El desenlace de todos estos eventos, junto a la evolución económica y geopolítica exterior, debería dar lugar a un panorama algo más despejado a finales de año, lo que permitirá vislumbrar hasta qué punto la economía europea continuará su lenta senda de recuperación en 2015.

Eurozona: Empeoran los indicadores de confianza en el tercer trimestre tras el estancamiento del PIB en el segundo

- **Los indicadores de confianza ofrecen una perspectiva pesimista para el tercer trimestre...**

Tanto el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI) como el índice PMI compuesto de Markit adelantan un debilitamiento de la actividad en 3T14 (Gráficos 3 y 4); el sector manufacturero sigue siendo el que muestra señales de mayor fragilidad, condicionado en parte por la incertidumbre provocada por los conflictos geopolíticos que frenan el sector exportador. Los servicios, sin embargo, se muestran más resistentes y, según el índice PMI de servicios, mejoran ligeramente respecto al trimestre anterior (53,6 en promedio en 3T14 tras el 53,1 en 2T14). Los subcomponentes de los indicadores sugieren que la fragilidad de la actividad continuará en septiembre, puesto que los nuevos pedidos del sector manufacturero (internos y externos), las expectativas de negocio y los trabajos pendientes de realización se han moderado y el empleo no ha aumentado tras unos meses de crecimiento. En definitiva, tras la sorpresa a la baja de 2T14, las encuestas serían consistentes con un incremento moderado del PIB en el tercer trimestre.

- **... y los indicadores reales apuntan a un crecimiento moderado**

Los datos de actividad disponibles hasta el momento (referentes al mes de julio) parecen dar un tono ligeramente más optimista. Las exportaciones se mantuvieron prácticamente sin variación (-0,2% m/m, -0,2% sobre la media de 2T14) tras reducirse en junio, y la moderación de los pedidos del exterior anticipa que la debilidad del sector exportador podría continuar a lo largo de 3T14 (Gráfico 8). La producción industrial a principios del tercer trimestre marca un repunte y se sitúa un 0.4% por encima de la media de 2T14, sobre todo gracias al rebote registrado en el índice de Alemania, aunque en parte podría tratarse de un repunte temporal. A pesar de la estabilización del mercado de trabajo y de

1: Ver Observatorio BCE de septiembre: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/los-datos-recientes-obligan-al-bce-a-actuar-de-nuevo/>

una inflación todavía baja, las ventas minoristas cayeron en julio, después de seis meses de ligero crecimiento, sugiriendo que el consumo privado no termina de repuntar.

- **El modelo MICA-BBVA con información todavía muy limitada, estima un crecimiento del 0,2% en 3T14**

Con la información disponible hasta el momento (datos reales sólo de julio), nuestro modelo de corto plazo estima un crecimiento trimestral del PIB de un 0,2% t/t en 3T14 (Gráfico 2), por debajo de lo incorporado en nuestro escenario base (0,4% t/t). Esto, unido a la sorpresa negativa de 2T14, hace que el crecimiento del PIB pueda estar en el conjunto de 2014 más cercano al 0,8 ó 0,9% que al 1,1% que incluimos en nuestra última previsión a finales de julio.

- **La inflación se mantiene estable en el 0,4% a/a, y la subyacente repunta una décima**

La inflación se mantuvo estable en agosto, gracias a que la inflación de servicios compensó nuevamente la caída de los precios de los productos energéticos, principalmente, y de los alimentos. Por el contrario, la inflación excluyendo dichos productos aumentó hasta el 0,9% a/a tras haberse mantenido estable el mes anterior en el 0,8% a/a (Gráficos 11 y 12).

Nuestras previsiones apuntan a que la inflación se mantendrá relativamente estable a lo largo del tercer trimestre para repuntar hasta tasas anuales de alrededor del 0,7% a finales de año, impulsada por la evolución de los precios de los componentes más volátiles, que se acelerarán algo por la desaparición de efectos base. Por otro lado, esperamos que la inflación subyacente se mantenga prácticamente estable en torno al 0,9% a/a en lo que resta de año.

Alemania: la actividad se contrajo más de lo esperado en 2T14

- **La caída del PIB de -0,2% t/t (tras el 0,7% t/t de 1T14) se debió al comportamiento del sector exterior y de la inversión**

El fuerte crecimiento de la producción en construcción registrado en el primer trimestre del año, que a su vez disparó la inversión, se debió principalmente a unas favorables condiciones climatológicas y hacía suponer una corrección a la baja en 2T. Algo menos esperado fue, sobre todo, la moderación del consumo privado (0,1% tras 0,8% t/t), puesto que la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles muy elevados. Y la inversión en bienes de equipo también cayó (-0,4% t/t) tras haber crecido en los dos trimestres anteriores, posiblemente afectada por las incertidumbres asociadas al conflicto entre Ucrania y Rusia, que ya se apuntaba en el segundo trimestre. Las exportaciones netas también tuvieron un efecto negativo sobre el crecimiento, al crecer las exportaciones menos que las importaciones a lo largo de 2T14. En lo que va de trimestre, se registra una continua moderación de los indicadores de confianza (Gráficos 15 y 16), aunque acompañado de un fuerte rebote en julio tanto en exportaciones como en producción industrial, mientras que las ventas minoristas caen un 0,8% respecto a la media de 2T14. Todo apunta a que la crisis ucraniana está afectando a la confianza económica, por lo que en principio nada hace pensar que la mejora de las variables industriales en julio se prolongue en el resto del trimestre.

Francia: se confirma el estancamiento de la economía francesa

- **Crecimiento nulo por segundo trimestre consecutivo, lastrado por la inversión**

Pese a que la confianza de los hogares sigue sin animarse, el consumo privado ha crecido en el segundo trimestre (0,5% t/t) y el comportamiento de las ventas minoristas de julio (0,3% sobre la media de 2T14) podría adelantar que la tendencia se mantendrá. El consumo público sigue robusto, mientras que la inversión volvió a caer por segundo trimestre consecutivo (-1,1% t/t tras -1% t/t en 1T14) y las exportaciones netas continúan drenando crecimiento. En 3T14, tanto los indicadores de confianza nacionales, como los PMIs y el indicador de la Comisión Europea se mantienen en una perspectiva bastante pesimista, notablemente en lo que respecta al sector manufacturero (Gráficos 27 y 28). La economía francesa parece verse afectada por la falta de dirección de la política económica durante los últimos trimestres, aunque es probable que las medidas aprobadas para restaurar la competitividad ("pacto de responsabilidad") y el cambio de gobierno a finales del verano, que apunta a una mayor clarificación, contribuyan a mejorar el clima económico en los próximos meses.

Italia: la actividad se contrajo en el primer semestre del año

- **La contribución negativa de la inversión y la debilidad de las exportaciones frenan la recuperación**

La mejora de todos los indicadores de confianza en 2T14, especialmente la confianza de los consumidores, no se ha reflejado finalmente en una mejora de la actividad, que en el segundo trimestre del año se contrajo un -0,2% t/t (tras el -0,1% t/t en 1T14), cuatro décimas por debajo de lo que preveíamos. Las exportaciones netas y la brusca caída de la inversión (-0,9% t/t) fueron los principales lastres de la economía. En lo que va de tercer trimestre, el índice de confianza ESI de la Comisión Europea ha registrado una importante flexión a la baja, y los PMIs han vuelto a ubicarse en territorio de contracción (Gráficos 39 y 40). Los primeros datos reales disponibles (producción industrial de julio) no parecen señalar una reversión inmediata de la tendencia negativa y los pedidos para exportación, más bajos que en 2T14, adelantarían que tampoco el sector exterior será el motor de la recuperación de la actividad en los próximos meses.

España: la recuperación de la actividad y del empleo continúa en el 3T14

- **La demanda doméstica privada crece a un ritmo menor que en el primer semestre, mientras que las exportaciones se recuperan gradualmente**

El segundo trimestre del año se caracterizó por una dinámica fuertemente expansiva de la demanda doméstica, tanto privada como pública, y una mejoría gradual de las exportaciones españolas. Así, volvió a destacar el avance tanto del consumo de los hogares (+0,7% t/t), como de la inversión en maquinaria y equipo (+2,1% t/t). En lo que respecta a la estructura de la demanda externa neta, se asistió a una corrección al alza de las exportaciones del 1,3% t/t, pero el tono positivo de la demanda doméstica dio lugar a un avance de las importaciones (1,5% t/t), provocando un estancamiento de la demanda externa neta. De cara al tercer trimestre del año, la información disponible sugiere una composición del crecimiento algo más equilibrada. En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas y gasto sugieren que las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan ganando terreno (Gráfico 56). Por el lado de la demanda doméstica privada, se estima que la recuperación está cediendo algo de tracción, tras los intensos repuntes del primer semestre del año. Así, los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares muestran signos de desaceleración durante el 3T14, sorprendiendo en algunos casos a la baja. Igualmente, la evolución de la confianza industrial, de los PMI de manufacturas y de los flujos comerciales adelanta un nuevo crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo menor que el registrado en el trimestre precedente (ver [Observatorio Económico España](#)).

Eurozona

Contabilidad nacional: crecimiento nulo en 2T14, lastrado por la inversión

Por componentes, el consumo contribuye positivamente, así como también las exportaciones netas, debido al menor crecimiento de las importaciones. Nuestro modelo MICA-BBVA prevé un crecimiento de alrededor del 0,2% t/t en 3T14.

Gráfico 1
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

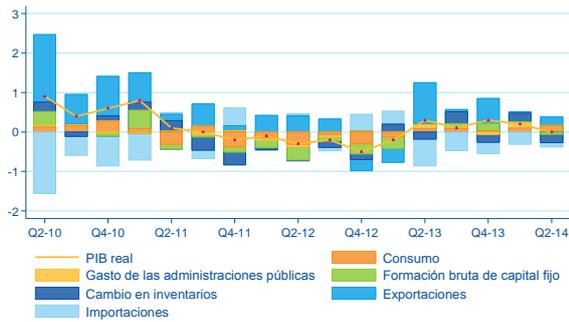
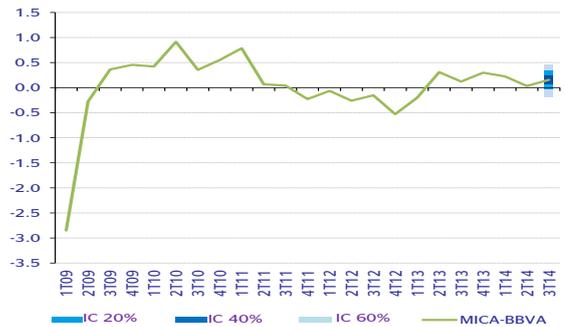


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: caen los PMIs y el ESI en agosto

Los PMIs en agosto caen, lastrados por la debilidad de las manufacturas, mientras que el sector servicios sigue robusto. Por países, la recuperación de la economía alemana sigue a un ritmo algo más lento, mientras que Francia e Italia se encuentran en territorio negativo.

Gráfico 3
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

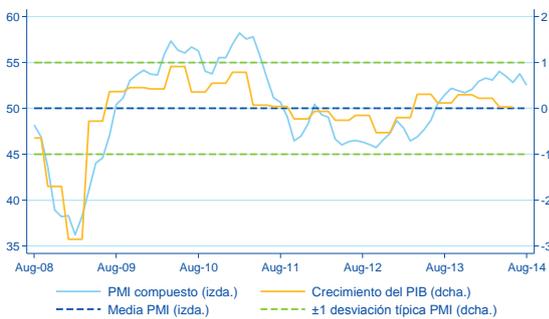


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) **



Actividad: señales mixtas de los indicadores de actividad

La producción industrial repunta en julio a pesar de que los indicadores de confianza PMI del sector manufacturero están empeorando. Mientras tanto el comercio minorista se presenta débil, contrayéndose en julio.

Gráfico 5
Prod. Ind. (% a/a), PMI nuevos pedidos y prod. manuf.*

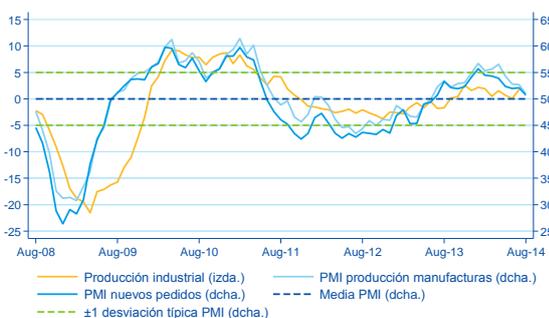
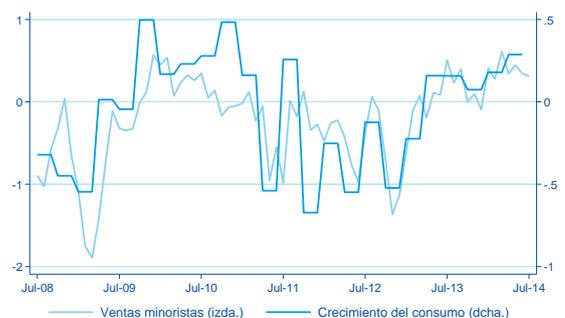


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

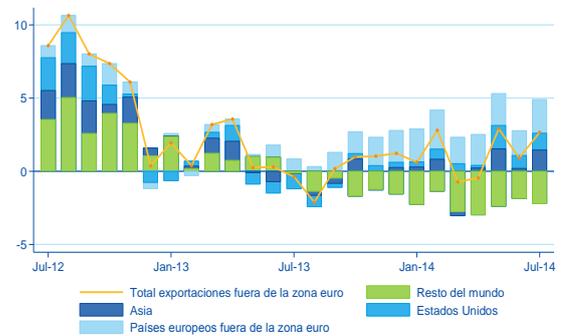
Sector exterior: el superávit comercial se reduce en julio

El saldo de la balanza comercial de la zona euro se reduce en julio debido a una contracción de las exportaciones y un aumento de las importaciones. En términos interanuales, sin embargo, las exportaciones crecieron en julio un 2,6%.

Gráfico 7
Cuenta corriente (% del PIB)*



Gráfico 8
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



Mercado de trabajo: estable en el último año

Aunque esperamos una moderada recuperación en marcha, no es probable que la tasa de desempleo baje a corto plazo debido al retraso entre la actividad y el empleo, así como al hecho de que la capacidad ociosa se mantiene en niveles elevados. Los costes laborales en el sector empresarial han aumentado un 1,4% a/a en 2T14.

Gráfico 9
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

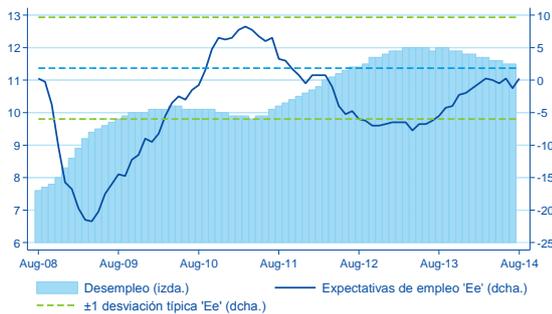


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



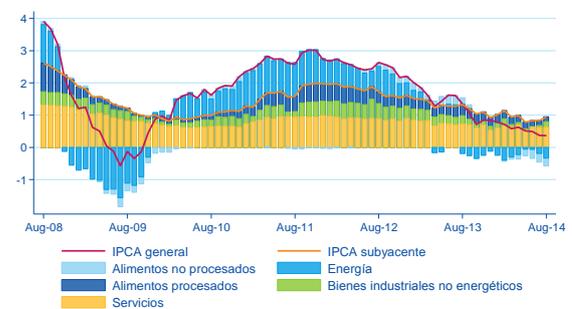
Precios: La inflación de la eurozona se mantiene estable

La inflación en la eurozona en agosto se mantuvo estable en el 0,4% a/a. El incremento en los precios de los servicios sigue compensando la fuerte reducción en los precios de la energía.

Gráfico 11
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*



Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Alemania

Contabilidad nacional: el PIB se contrae en el segundo trimestre

El PIB se contrae un -0,2% t/t, debido fundamentalmente al comportamiento del sector exterior y de la inversión. Tanto el consumo privado como el público aumentaron ligeramente.

Gráfico 13
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

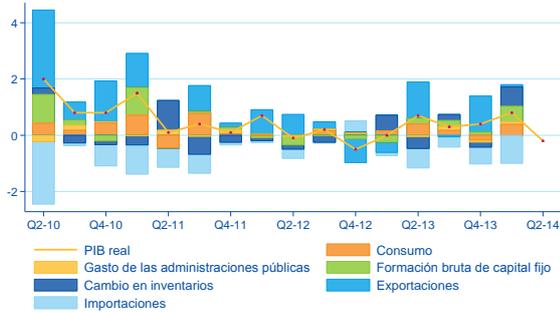


Gráfico 14
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: se moderan los indicadores de confianza

El PMI compuesto se modera por las dudas en el sector manufacturero, mientras que la componente servicios se mantiene elevada. Tanto el indicador de confianza de la CE como también los indicadores de confianza nacionales apuntan a una creciente incertidumbre.

Gráfico 15
PMI y crecimiento del PIB (% t/t)*

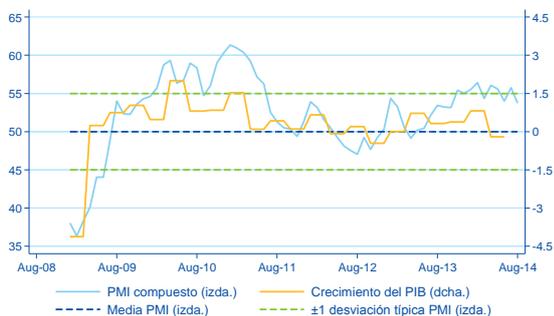


Gráfico 16
Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)*



Actividad: la producción industrial sube y las ventas minoristas caen en julio

En julio, el nivel de producción industrial se sitúa un 1,6% sobre su nivel medio en 2T14, mientras que las ventas minoristas caen hasta registrar una disminución del -0,8% sobre la media de 2T14.

Gráfico 17
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

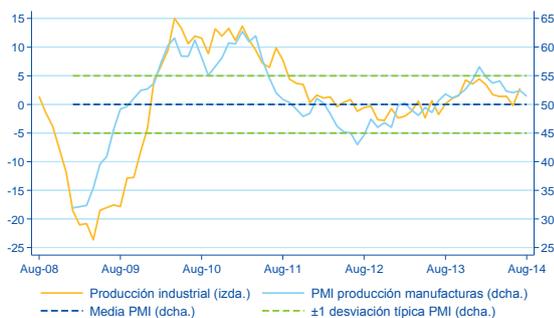
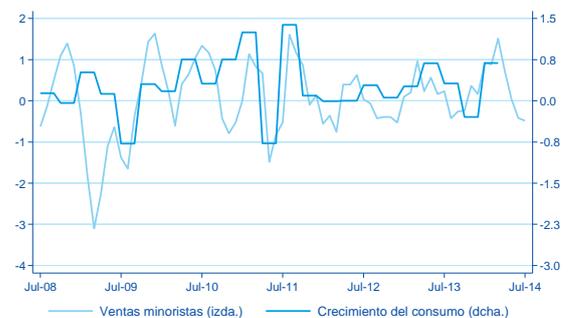


Gráfico 18
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: aumentan las exportaciones en julio

Las exportaciones crecen fuertemente en julio, situándose un 5,2% por encima de su nivel promedio en 2T14. En cambio, las importaciones se contrajeron, colocándose un -0,3% por debajo del promedio de 2T14. Los pedidos del extranjero, que han disminuido ligeramente en los meses anteriores, se mantienen relativamente estables en agosto.

Gráfico 19
Cuenta corriente (% del PIB)*



Gráfico 20
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la tasa de desempleo sigue en mínimos históricos

La tasa de desempleo se mantiene en su mínimo histórico (5,1%) en mayo, mientras que el crecimiento de los costes laborales se acelera hasta el 1,8% a/a en 2T14 tras un 0,4% a/a en 1T14.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*



Gráfico 22
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación estable en agosto

La inflación armonizada se ha mantenido estable en el 0,8% a/a en agosto. Una caída adicional en los precios de la energía se ha visto compensada por los incrementos en los precios de los alimentos.

Gráfico 23
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

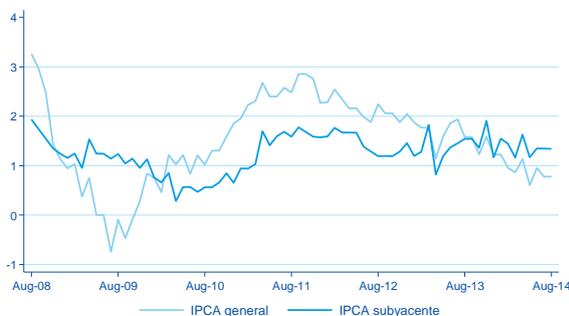
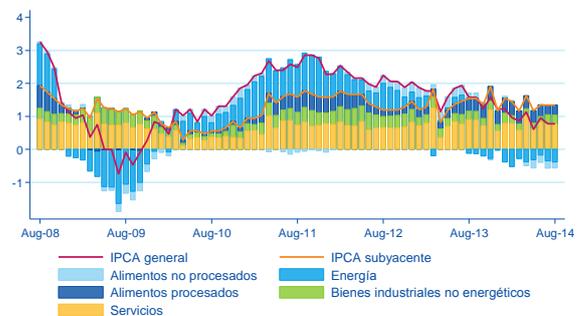


Gráfico 24
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Francia

Contabilidad nacional: la actividad sigue estancada

El PIB francés registra crecimiento nulo por segundo trimestre consecutivo. El comportamiento de la inversión y las exportaciones netas lastran el crecimiento, mientras que el consumo tanto privado como público contribuye positivamente.

Gráfico 25
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

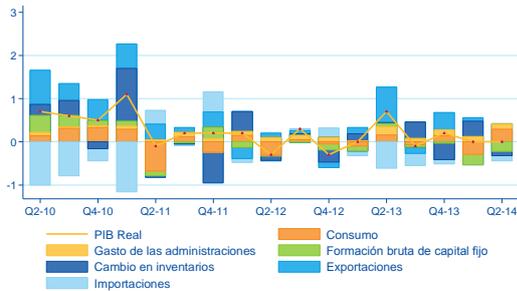


Gráfico 26
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: la confianza sigue empeorando

El PMI compuesto sigue en territorio negativo en agosto, mientras que la confianza medida por la CE y el INSEE siguen deteriorando. La descomposición del PMI indica que, sobre todo, la debilidad del sector manufacturero pesa en la actividad económica.

Gráfico 27
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

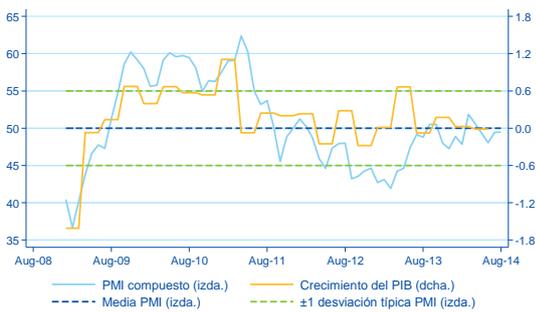
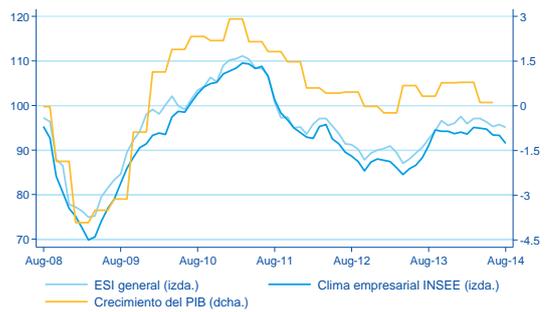


Gráfico 28
Indicador de confianza (ESI, y INSEE)*



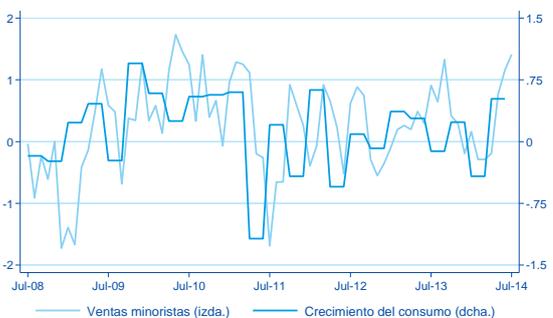
Actividad: la producción industrial estable, el comercio minorista mejora

En términos interanuales, la producción industrial se mantiene prácticamente estable aumentando un 0,2% a/a, aunque el dato PMI de manufacturas indica que el sector manufacturero estaría contrayéndose. Por otra parte, las ventas minoristas han mejorado en los últimos meses, expandiéndose un 1,3% 3m/3m.

Gráfico 29
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*



Gráfico 30
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: aumentan ligeramente las exportaciones en 2T14

Las exportaciones crecen 2T14 un 0,3%, tras registrar en 1T14 el tercer trimestre consecutivo de caídas, y las importaciones aumentan al mismo ritmo (-0,9% t/t en 1T14), lo que debería resultar en una contribución débil de las exportaciones netas.

Gráfico 31
Cuenta corriente (% del PIB)*



Gráfico 32
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



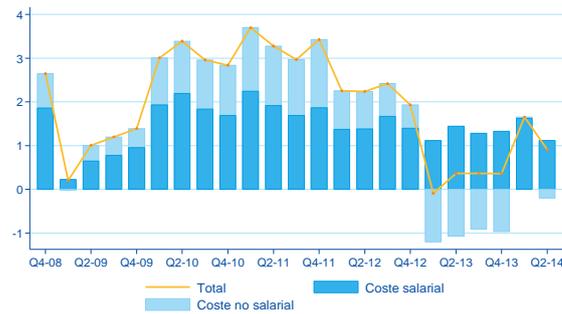
Mercado de trabajo: cierta estabilización en los últimos meses

La tasa de desempleo se estabilizó en torno al 10,3% durante el pasado año después de haberse incrementado 0,2pp aproximadamente por trimestre durante el año anterior. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 0,9% a/a en 2T14.

Gráfico 33
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*



Gráfico 34
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



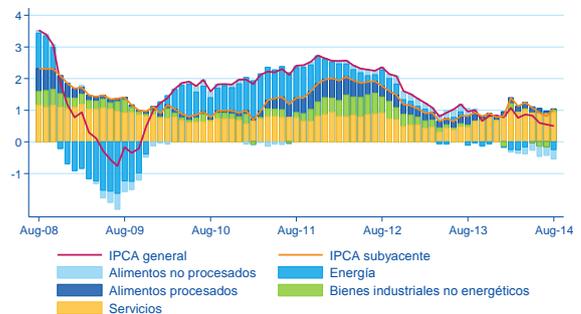
Precios: la inflación vuelve a desacelerarse ligeramente en agosto

La inflación armonizada se reduce en agosto hasta el 0,5% a/a, 0,1pp por debajo del dato de julio (0,6% a/a).

Gráfico 35
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*



Gráfico 36
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Italia

Contabilidad nacional: con la caída del PIB en 2T14, Italia vuelve a entrar en recesión

El PIB ha sorprendido negativamente cayendo un -0,2% t/t en 2T14. Esto se debió fundamentalmente a la contribución negativa de las exportaciones netas. La demanda doméstica habría dejado de lastrar la actividad después de trece trimestres consecutivos

Gráfico 37
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

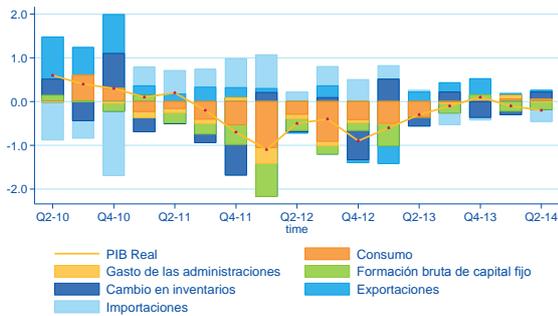


Gráfico 38
PIB (% t/t) y previsiones*



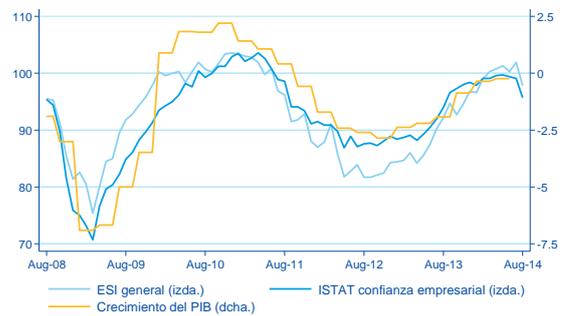
Confianza: caen los indicadores de confianza en agosto

El PMI compuesto de agosto ha entrado en territorio negativo, así como también los indicadores de confianza de la CE y del ISTAT, reflejando la debilidad de la economía italiana.

Gráfico 39
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*



Gráfico 40
Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)*



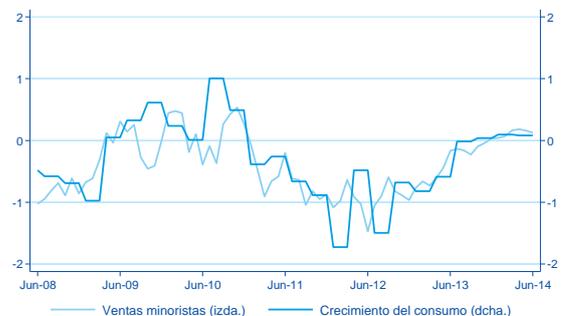
Actividad: el sector industrial y las ventas minoristas en línea con la débil coyuntura

El dato de producción industrial en julio sorprendió negativamente y está en línea con el mal dato del PMI manufacturero. Al mismo tiempo, las ventas minoristas están estancadas, contrayéndose un -0,2% t/t en 2T14.

Gráfico 41
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*



Gráfico 42
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones netas moderan su aportación al crecimiento en 2T14

Mejoran las exportaciones hasta mayo, tras crecer un +0,3% t/t en 1T14, pero menos que las importaciones. Las exportaciones netas siguen siendo el factor principal de crecimiento en el corto plazo para Italia, aunque contribuirán menos que en 1T14.

Gráfico 43
Cuenta corriente (% del PIB)*

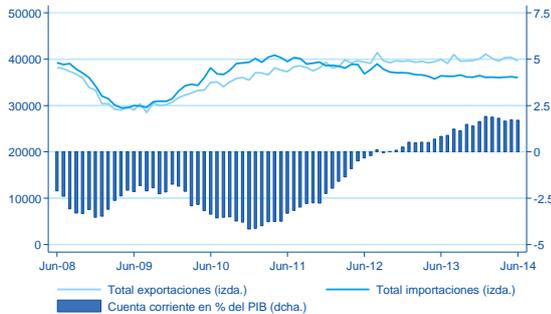


Gráfico 44
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: el desempleo estable en máximos, y aumentan los costes laborales

La tasa de desempleo se mantiene en niveles muy elevados, cerca del peor dato histórico, 1,1pp más que hace un año, y empeoran las expectativas de empleo. Los costes laborales aumentan un 1,2% a/a en 2T14, ligeramente por debajo de la media europea (1,4% a/a).

Gráfico 45
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*



Gráfico 46
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



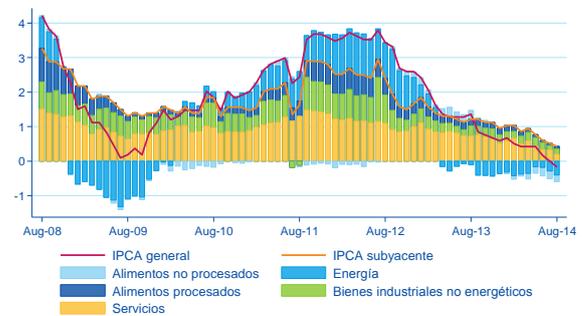
Precios: la inflación se desacelera dos décimas hasta el -0,2% a/a en agosto

Los precios al consumo caen (-0,2% a/a) en agosto según los indicadores armonizados. La inflación subyacente también se desacelera una décima (+0,5% a/a).

Gráfico 47
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*



Gráfico 48
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

España

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se afianza

El PIB creció un 0,6% t/t en el segundo trimestre, apoyado, sobre todo, en el consumo privado y, en menor medida, la inversión. Las exportaciones netas prácticamente no contribuyeron por el repunte de las importaciones, ni tampoco el consumo público.

Gráfico 49
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

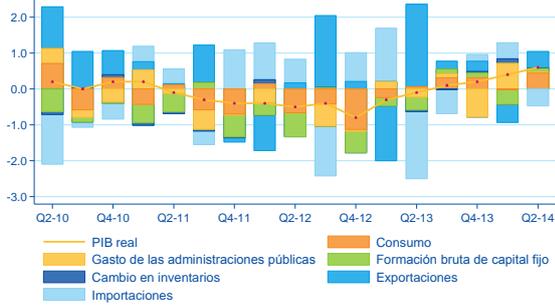
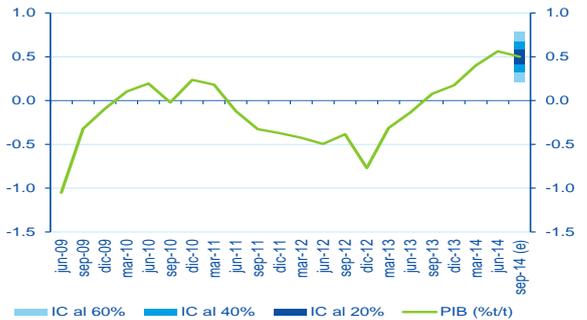


Gráfico 50
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: los niveles de confianza siguen elevados en el tercer trimestre

Los índices ESI y PMI se mantienen en niveles elevados en agosto, con los PMIs claramente por encima del umbral de crecimiento, especialmente en los servicios y con la confianza de los consumidores en tendencia positiva.

Gráfico 51
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*



Gráfico 52
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) *



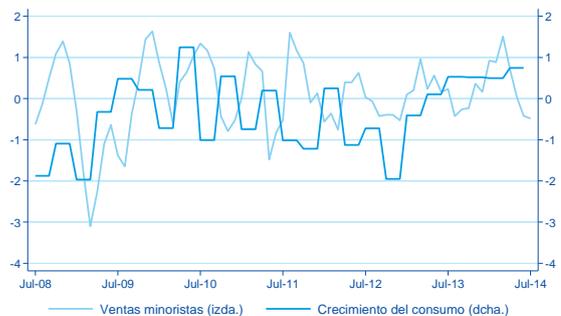
Actividad: se interrumpen las mejoras de producción industrial y comercio minorista

En julio, tanto el índice de producción industrial como el de ventas minoristas han interrumpido su crecimiento, comparados con 2T14, y los indicadores adelantados y las confianzas apuntan a que el crecimiento será algo más moderado en el tercer trimestre.

Gráfico 53
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*



Gráfico 54
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones se recuperan gradualmente

En 2T14, se asistió a la esperada corrección al alza de las exportaciones de bienes (+1,4% t/t) que, unido al avance de las de servicios (+1,2% t/t), se saldó con una expansión de las ventas al exterior del 1,3% t/t

Gráfico 55
Cuenta corriente (% del PIB)*

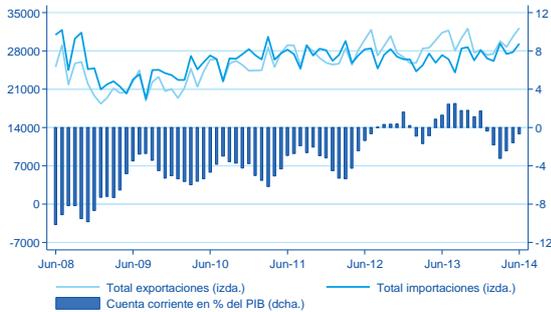
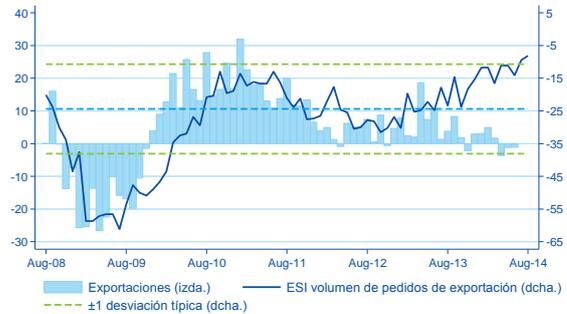


Gráfico 56
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la mejora pierde ritmo respecto al primer semestre

La afiliación a la Seguridad Social ha encadenado once meses consecutivos de aumentos hasta agosto, aunque a un ritmo menor que el marcado en el segundo trimestre del año

Gráfico 57
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

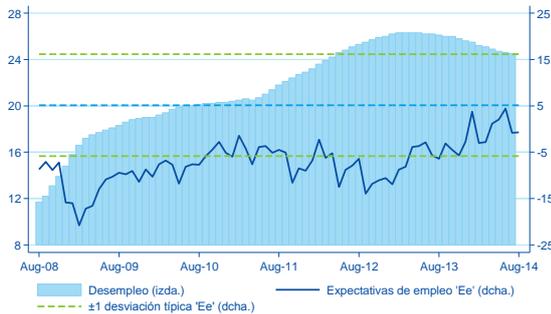
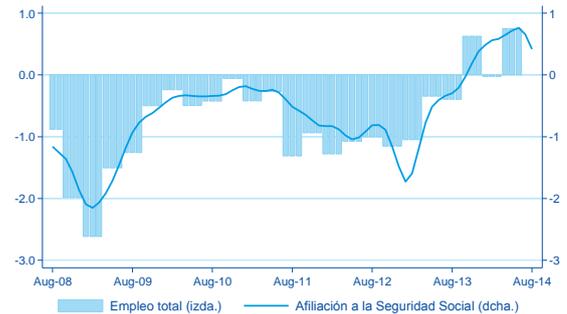


Gráfico 58
Crecimiento del empleo: N.A. y seguridad social (* t/t)*



Precios: caen los precios al consumo

El descenso esperado de la inflación se debió principalmente a la caída de los precios de la energía y la absorción del efecto base en los precios de los alimentos. En línea con las expectativas, los precios subyacentes se mantuvieron estancados

Gráfico 59
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

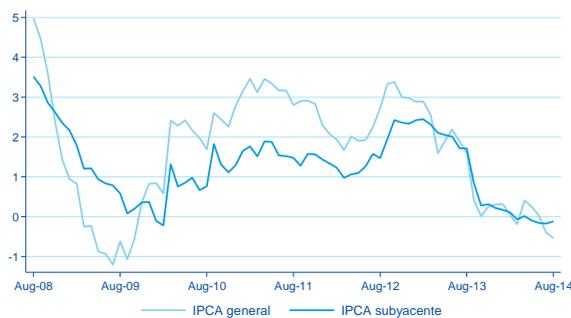
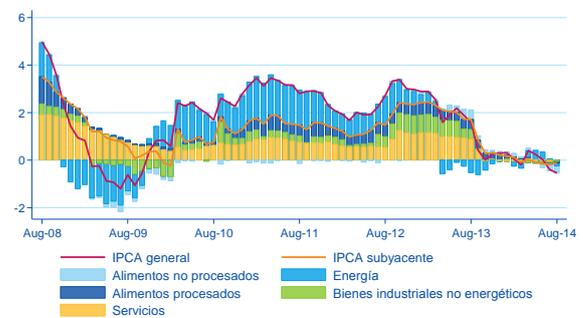


Gráfico 60
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER 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.