

Situación Europa

Febrero 2015



Índice

Sección 1

Crecimiento global moderado con el aumento de las divergencias por delante

Sección 2

Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Sección 3

Perspectivas: crecimiento esperado más sólido en 2015

Sección 4

Los retos continúan: potencial bajo, grandes desequilibrios

Anexo

Análisis países

Economía mundial: ¿hacia dónde vamos?

¿Qué ha pasado en el último trimestre?

El **PIB** ha crecido más rápido que en el primer semestre de 2014, pero con grandes diferencias entre países

La baja **inflación** es generalizada, impulsada por la caída de los precios del petróleo

El cambio en el precio del **petróleo** es un gran shock positivo

Las **tensiones financieras** aumentan pero con una heterogeneidad significativa

Creciente preocupación por el impacto económico de los **acontecimientos geopolíticos** (Rusia, Oriente Medio)

¿Qué esperamos para 2015-16?

Mayor **crecimiento** mundial impulsado por el petróleo, pero con grandes diferencias entre zonas

Menor **inflación** en todas las áreas, alcanzando niveles muy bajos en algunas zonas

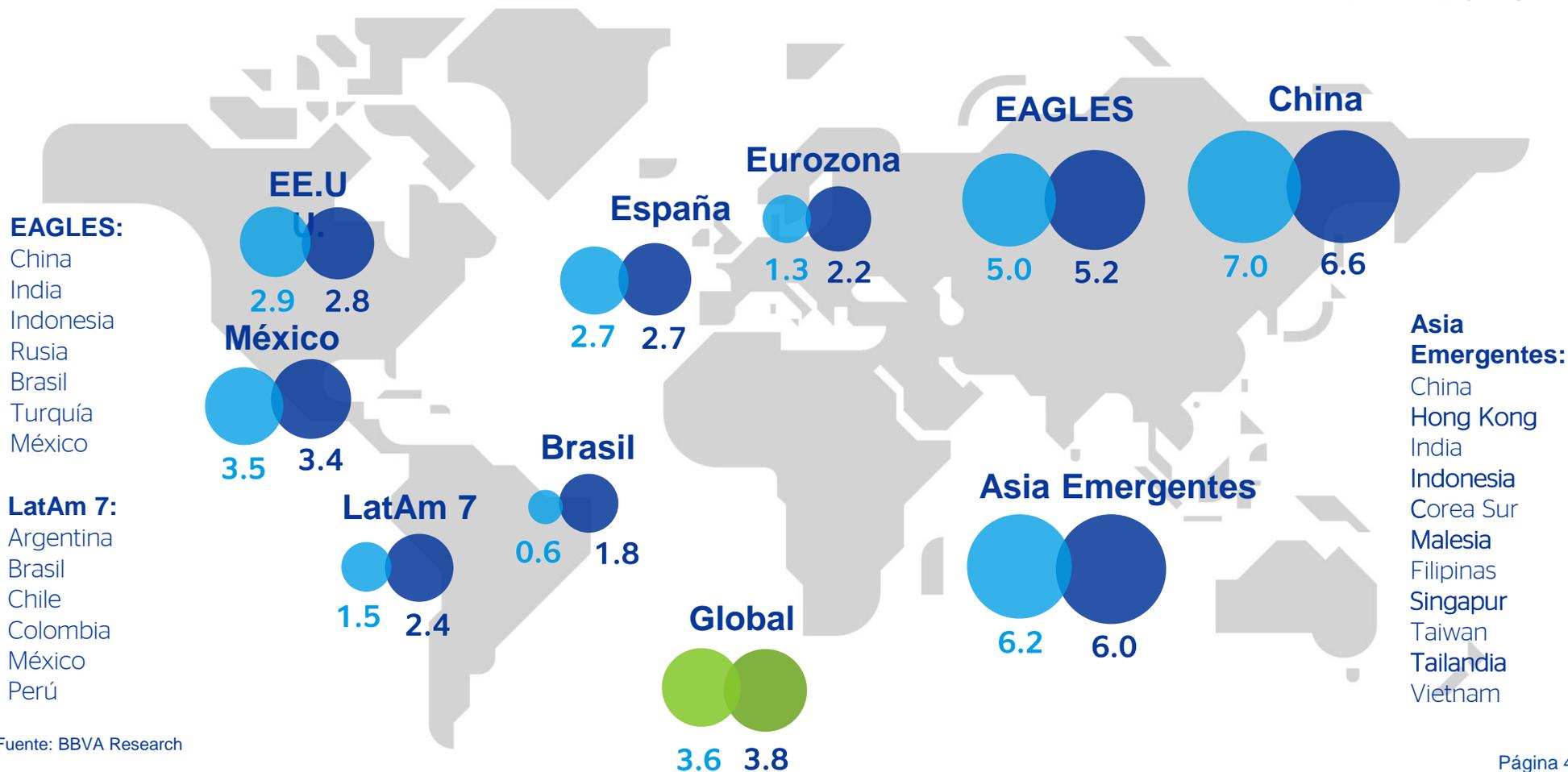
Diferencia en las **políticas monetarias**: la relajación en Europa, China y Japón, y el endurecimiento gradual de los EE.UU.

Los **mercados** difieren dependiendo de la exposición a los shocks globales y los fundamentales de cada país

La **política** a la palestra en 2015, particularmente en Europa

Crecimiento mundial: aceleración moderada y desigual

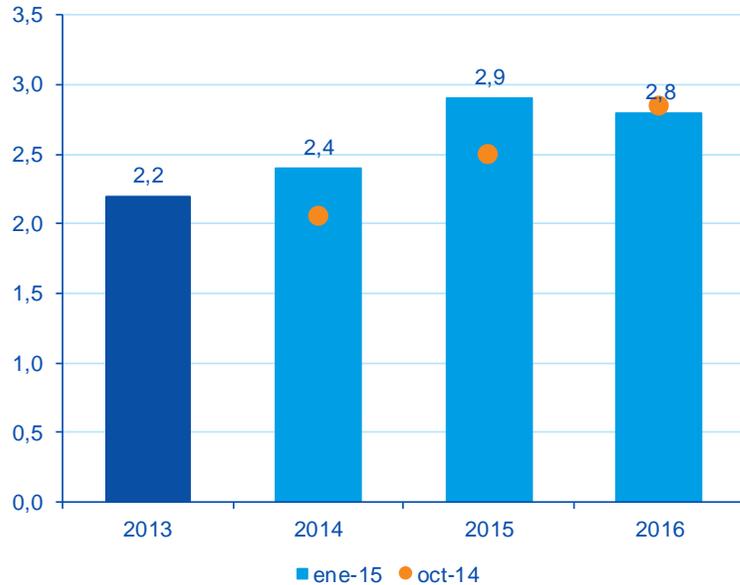
● 2015 ● 2016



EE.UU.: mayor crecimiento y menor inflación por la caída de los precios del petróleo, con algún pequeño riesgo interno

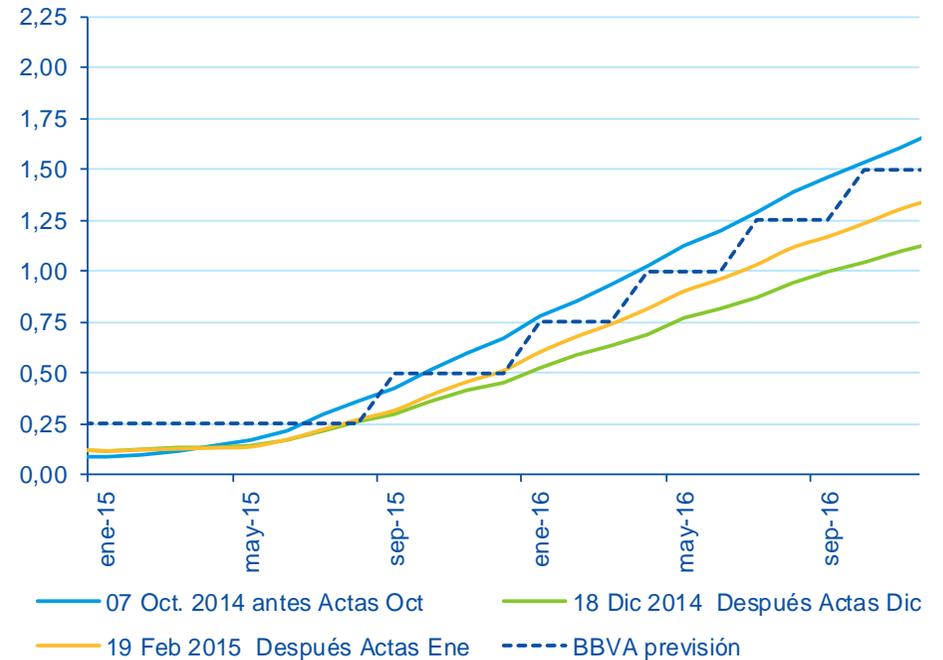
EEUU: Crecimiento del PIB (a/a)

Fuente: BBVA Research, BEA



EEUU: Tipos de la Fed (%)

Fuente: BBVA Research



Los riesgos son sesgados a la baja

Economías desarrolladas
Endeudamiento

Europa

- Estancamiento
- Falta de consenso en las reformas
- Grecia
- Rusia-Ucrania

China
Ajuste brusco

Global
Desestabilización de algunos países ante bajos precios del petróleo

Emergentes
Respuesta a la subida de tipos de la Fed

Índice

Sección 1

Crecimiento global moderado con el aumento de las divergencias por delante

Sección 2

Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Sección 3

Perspectivas: crecimiento esperado más sólido en 2015

Sección 4

Los retos continúan: potencial bajo, grandes desequilibrios

Anexo

Análisis países

¿Qué hay de nuevo en Europa?

1) La crisis del petróleo es positiva, ya que es sobre todo del lado de la oferta

2) Política monetaria: programa de QE amplio y abierto

3) Tipo de cambio: la depreciación del euro impulsará las exportaciones

4) Plan de Juncker: impacto considerable si bien implementado

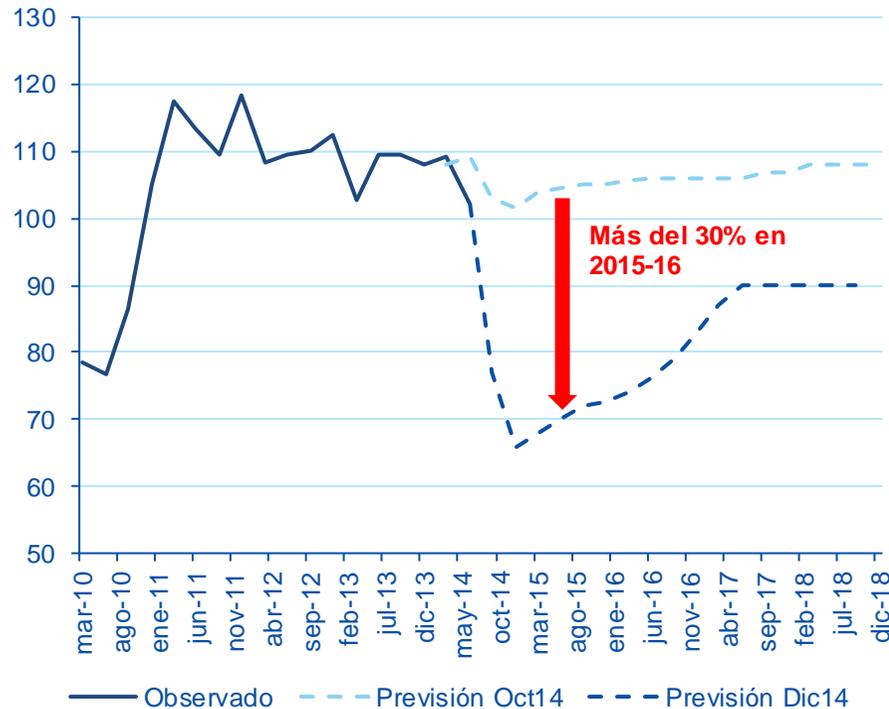
5) Política fiscal neutral

6) Entorno: desaceleración de Rusia y China

1) La caída de los precios del petróleo es positiva para el crecimiento

Precios del petróleo (Brent, USD/b)

Fuente: BBVA Research



- La reducción en el coste del crudo impulsará el crecimiento del PIB de la zona euro en 2015 y 2016



0.2-0.4%

2) Respuesta de la BCE ante el riesgo de deflación: un QE más amplio de lo esperado

Decisión	El 22 de enero, el BCE anunció finalmente un programa extendido de compra de activos, incluidos los títulos públicos y privados (QE)
Formato	Abierto : compras mensuales de € 60 mil millones de deuda pública y privada desde marzo de 2015 a septiembre 2016 o hasta que la inflación siga un camino apropiado
Volumen	En general, el programa podría superar los € 1.100 millones de deuda pública y privada (de los cuales alrededor de € 800 millones podrían ser bonos soberanos) y el balance BCE para llegará a € 3,3 mil millones en diciembre 2016
Más detalles	<ul style="list-style-type: none">• Vencimientos más largos de lo esperado: 2-30 años• Pari-passu• Compras de acuerdo con la clave de capital• Algunos límites: 33% de exposición de emisor y 25% de cada emisión

Sin embargo, distribución de riesgos de las compras de bonos soberanos será muy limitada (8%)

3) El QE ha llevado a la depreciación del euro

Balance del BCE y proyección (€Mm)

Fuente BBVA Research y Bloomberg



Tipo de cambio EURUSD (%)

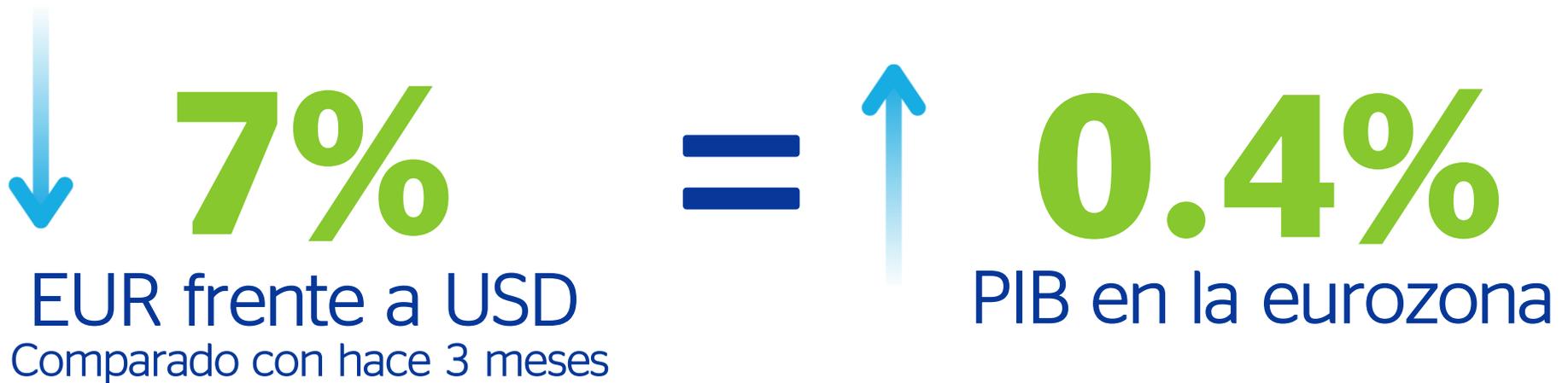
Fuente BBVA Research y Bloomberg



El balance del BCE se ampliará por lo menos 1,100 Mm €

El euro será un 7% más depreciado de lo esperado en 2015

3) El QE ha llevado a la depreciación del euro



USD/EUR 1.1
2015 en promedio

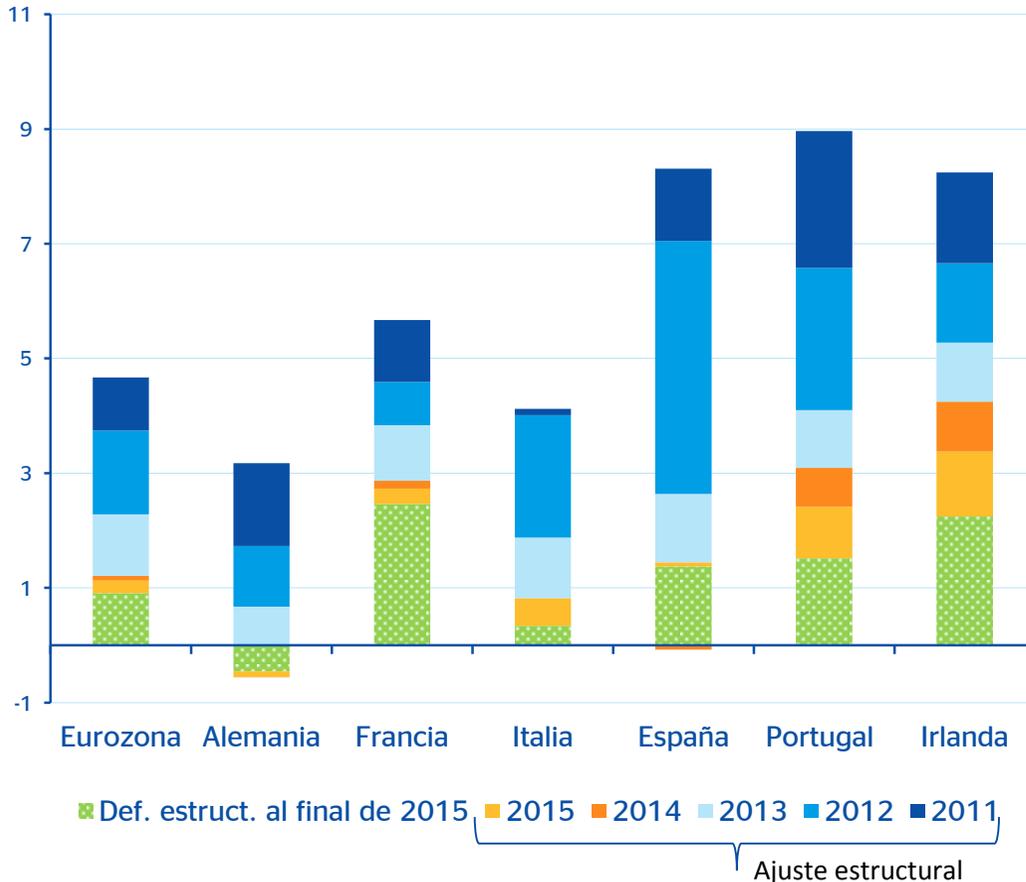
4) Plan de Juncker: Impacto de hasta el 0,5% por año en 2015-17 en caso de éxito

	Características principales	Evaluación
Instituciones	Fondo Europeo para la Inversión Estratégica (EFSI): CE, BEI & países	
	Mayor control por parte de la CE	Positiva porque el BEI es demasiado conservador eligiendo proyectos
	Contribuciones adicionales voluntarias de los países no computadas como déficit	Posible forma de estimular la política fiscal a través de la puerta trasera
Cantidades, sectores	Garantías, ninguna nueva deuda	No es "dinero fresco", no hay estímulo fiscal
	Apalancamiento 1/15: 21Mm € sobre 315Mm € Comienzo a mitad de 2015 3 años	Probable apalancamiento ya que la liquidez es alta, en línea con otros proyectos del BEI
	Proyectos en infraestructuras (240Mm €) PYMES (75Mm €)	Las primeras pérdidas las asume el EFSI
		Necesidad de centrarse en proyectos de riesgo para maximizar la inversión neta

5) Política fiscal más favorable que en años anteriores

Ajuste del déficit estructural 2010-2015 (% PIB)

Fuente: BBVA Research y FMI



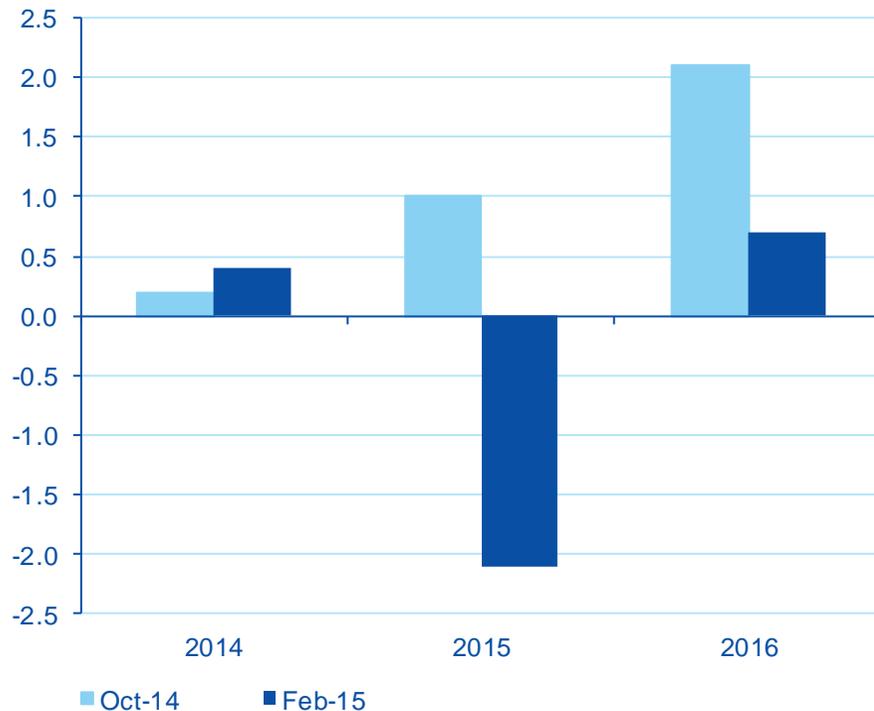
Pequeña consolidación requerida en 2014 y 2015 en comparación con años anteriores

La Comisión Europea es más cuidadosa de no forzar ajustes procíclicos

6) Rusia: Impacto a través del canal comercial, pero también en la confianza y la inversión

Rusia: revisión del crecimiento anual del PIB (%)

Fuente: FocusEconomics



Rusia: gran revisión a la baja en la previsión del PIB

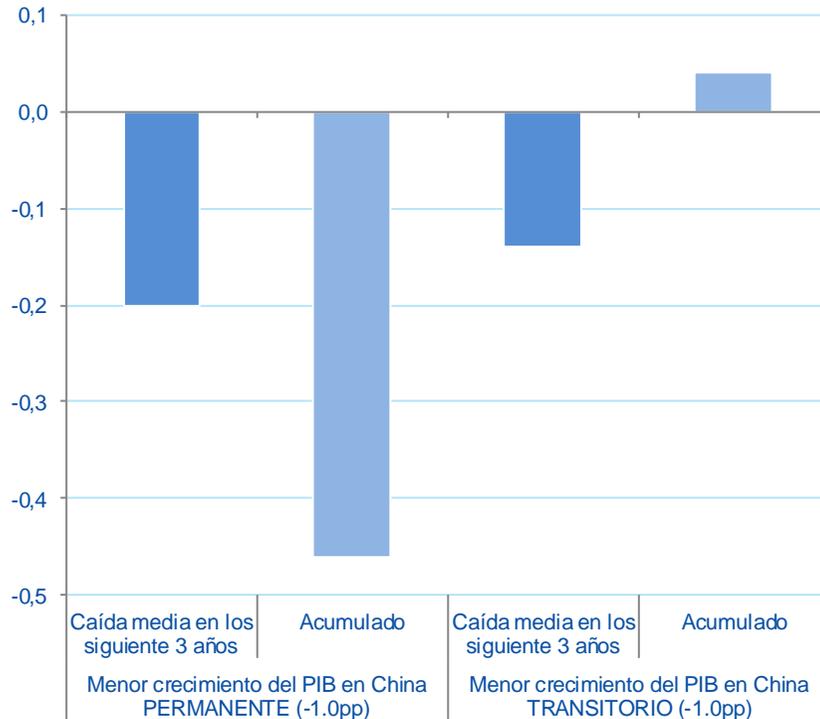
El impacto a través del canal comercial (bilateral) parece ser limitado ...

... pero efecto total (a través de otros socios comerciales, canales financieros ...) podría ser de hasta -0.6pp

6) China: revisión a la baja del crecimiento en 2016 (-0.4pp)

Impacto de un menor crecimiento en China sobre el crecimiento del PIB en la UEM (pp)

Fuente: BBVA Research



China: la caída del precio del petróleo aumenta el margen de maniobra para garantizar un ajuste suave ...

... sin necesidad de demasiadas políticas de estímulo, lo que incrementaría los riesgos (fragilidad financiera y el ajuste inmobiliario)

Impacto limitado en la eurozona (alrededor de -0.1pp). Pero la demanda externa sigue siendo clave para apuntalar la recuperación de la inversión

Índice

Sección 1

Crecimiento global moderado con el aumento de las divergencias por delante

Sección 2

Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Sección 3

Perspectivas: crecimiento esperado más sólido en 2015

Sección 4

Los retos continúan: potencial bajo, grandes desequilibrios

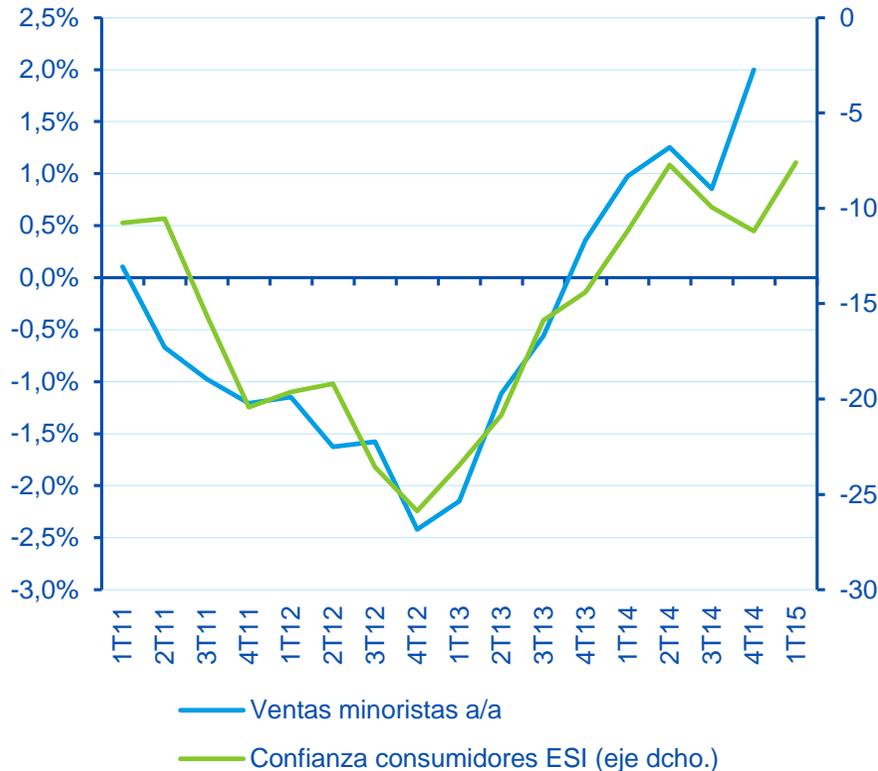
Anexo

Análisis países

La recuperación de la confianza está finalmente apoyando la demanda interna, sobre todo el consumo

Confianza de los consumidores y ventas minoristas

Fuente: Eurostat, EC y BBVA Research



Caída significativa de la confianza durante el verano entre países y sectores, pero se recupera a principios de T1

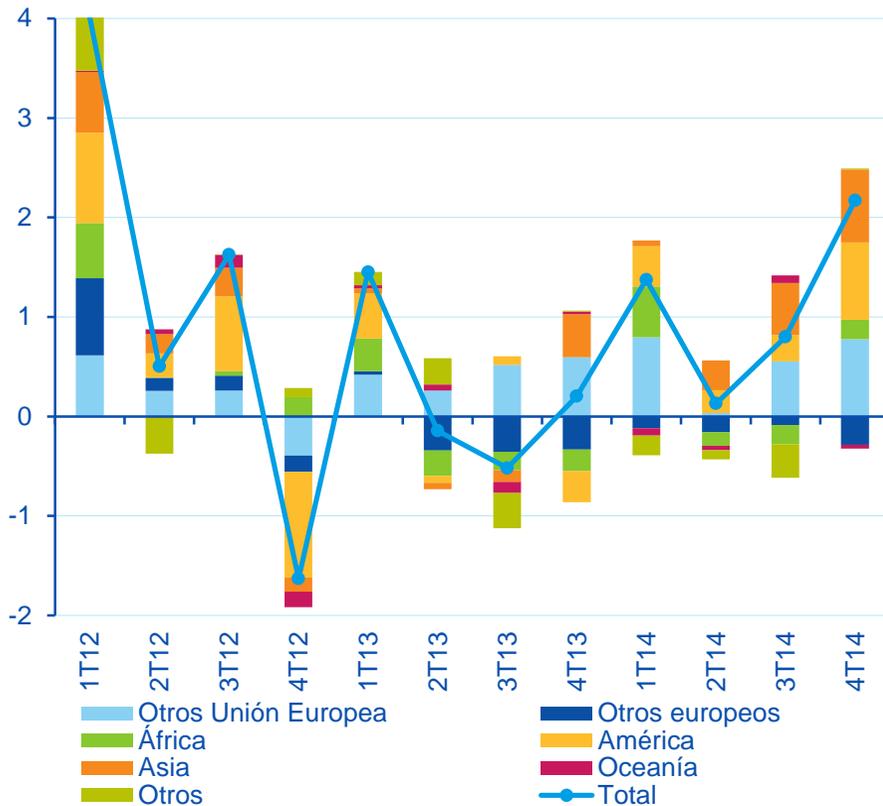
Mejoran los datos de actividad

La economía de la eurozona creció a una tasa anualizada de poco más de 1% en 4T14

Las exportaciones se están recuperando con el apoyo de un euro más débil y una mayor demanda de las economías avanzadas

UEM: Exportaciones por destino (%t/t)

Fuente: BBVA Research



La depreciación del euro ha impulsado las exportaciones de la zona euro ...

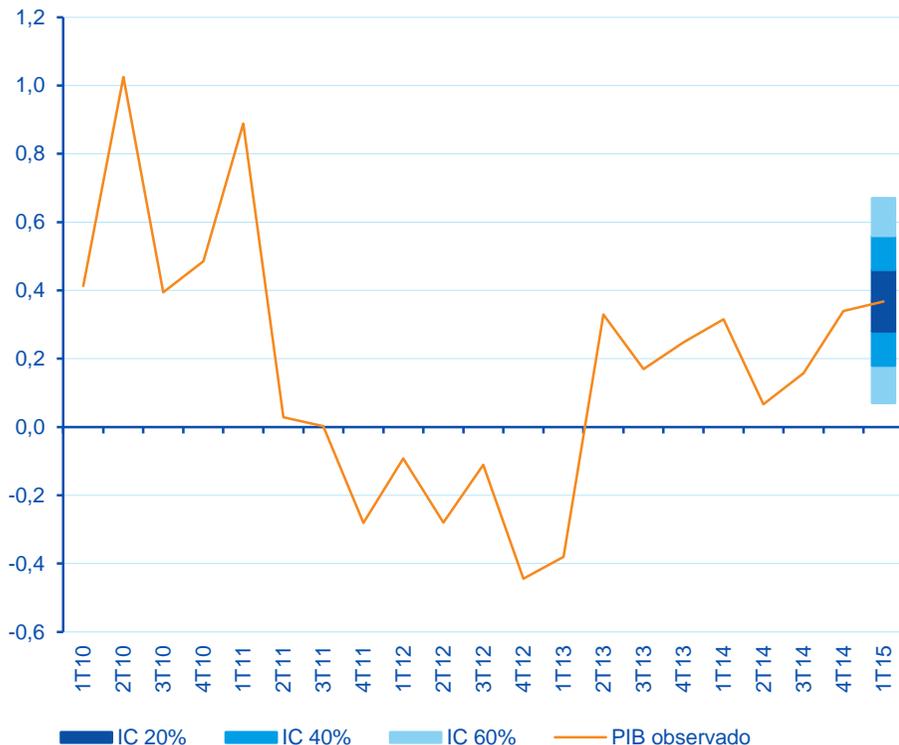
... que se han acelerado a finales de 2014 ...

... especialmente aquellos con destino a los EE.UU. y el resto de Europa

La recuperación está evolucionando como se esperaba, con un mayor crecimiento en Alemania y España que en Francia o en Italia

PIB y estimación MICA-BBVA (% t/t)

Fuentes: Haver y BBVA Research

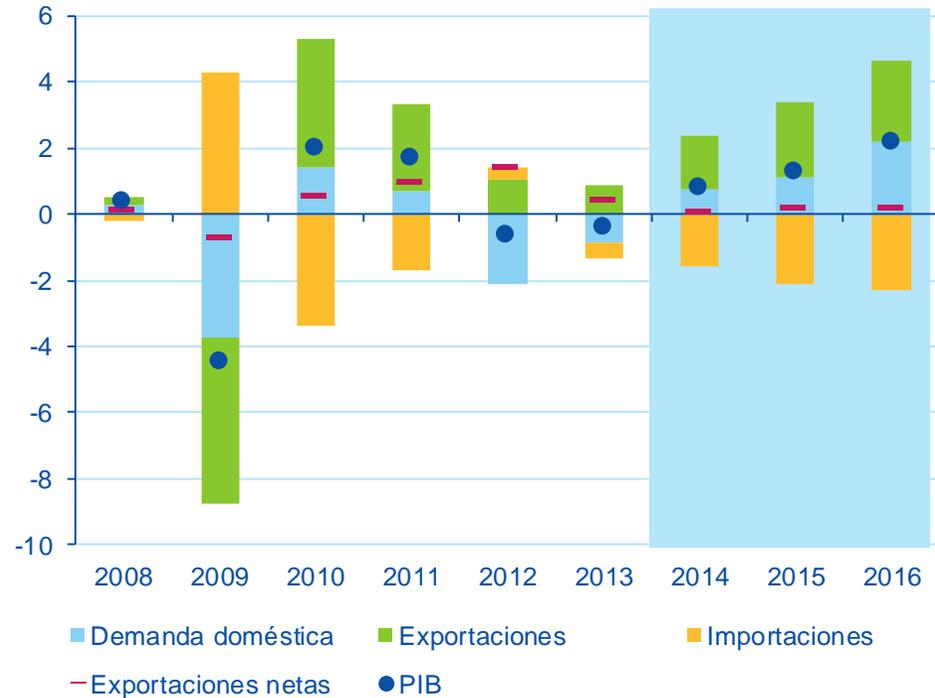


PIB (t/t)	2T14	3T14	4T14	1T15 (p)
Eurozona	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%
Alemania	-0,1%	0,1%	0,7%	0,5%
Francia	-0,1%	0,3%	0,1%	0,3%
Italia	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,3%
España	0,5%	0,5%	0,7%	0,9%
Portugal	0,3%	0,3%	0,5%	0,4%

Previsiones: el crecimiento será entre el 1% y el 1,5% en 2015

UEM: crecimiento anual del PIB y contribuciones (pp)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
--	------	----------	----------	----------

Actividad

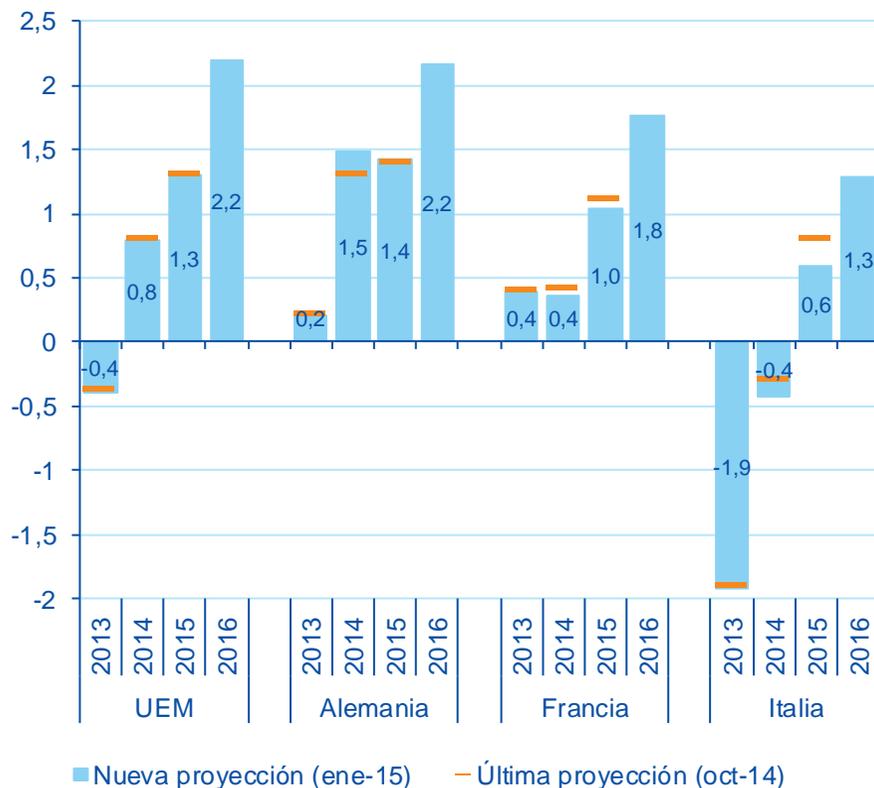
PIB REAL (% a/a)	-0,4	0,8	1,3	2,2
Consumo privado	-0,6	0,9	1,4	1,7
Consumo público	0,2	0,9	0,5	0,9
Inversión	-2,4	0,7	0,9	4,6
Demanda interna (contr. %)	-0,9	0,7	1,1	2,0
Exportaciones	2,1	3,7	4,8	4,9
Importaciones	1,2	3,7	4,8	5,0
Exportaciones netas (contr. %)	0,4	0,2	0,2	0,1

Balance cuenta corriente (% PIB)	2,4	2,5	2,7	2,7
Déficit público (% PIB)	-2,9	-2,7	-2,5	-2,0
IPC, % promedio	1,4	0,4	0,1	1,0

Por países, Alemania seguirá al frente de Francia e Italia

Previsión del PIB por países (%)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research

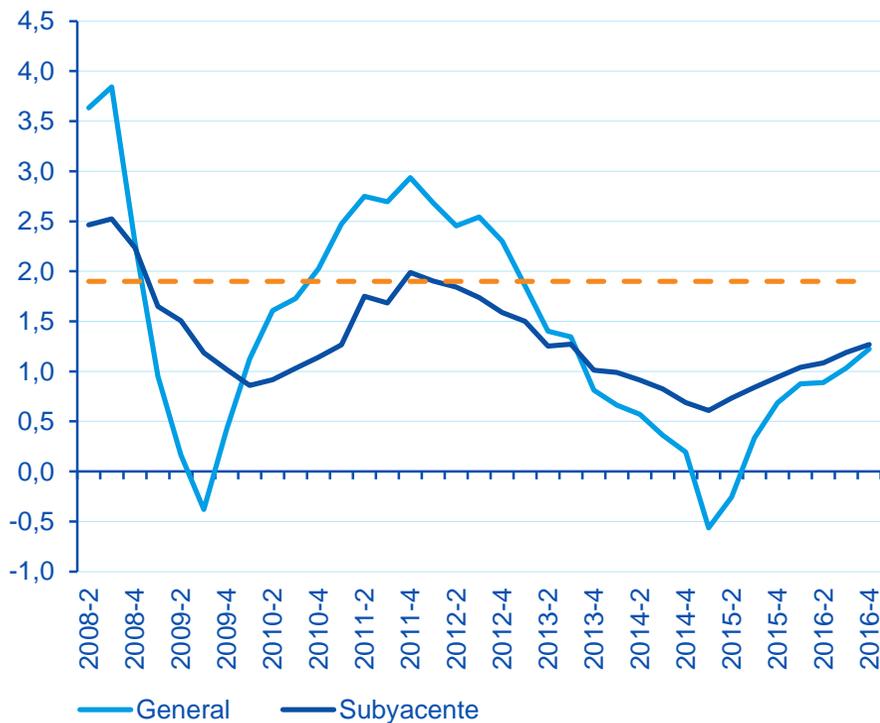


- Alemania: el crecimiento seguirá siendo impulsado por la demanda interna
- Francia: el ritmo de la recuperación depende del mantenimiento de las reformas estructurales y de la mejora de la competitividad
- Italia: salida de la recesión en 2015, aunque la recuperación es lenta
- Las exportaciones serán el principal motor de crecimiento

La inflación general: significativa revisión a la baja impulsada por la caída del precio del petróleo

Inflación general y subyacente (% a/a)

Fuente: BBVA Research



El impacto de un shock del 10% en los precios del petróleo es de 0.2%/0.3% de menor inflación, y menos del 0,1% de inflación subyacente

Se espera inflación negativa durante el primer semestre de 2015, y la inflación subyacente sigue siendo muy baja (inferior al 1%)

La recuperación en 2015, el fin de la caída de los precios del petróleo y el QE del BCE ayudarán a corregir las expectativas de inflación en el medio plazo

Europa se enfrenta a importantes desafíos y riesgos

Corto plazo

Riesgos geopolíticos

Varias elecciones en 2015-16, riesgo de populismos

Riesgo de estancamiento y deflación

Medio y largo plazo

Potencial de crecimiento bajo

Integración fiscal y económica adicional

Falta de consenso sobre las reformas

Índice

Sección 1

Crecimiento global moderado con el aumento de las divergencias por delante

Sección 2

Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Sección 3

Perspectivas: crecimiento esperado más sólido en 2015

Sección 4

Los retos continúan: potencial bajo, grandes desequilibrios

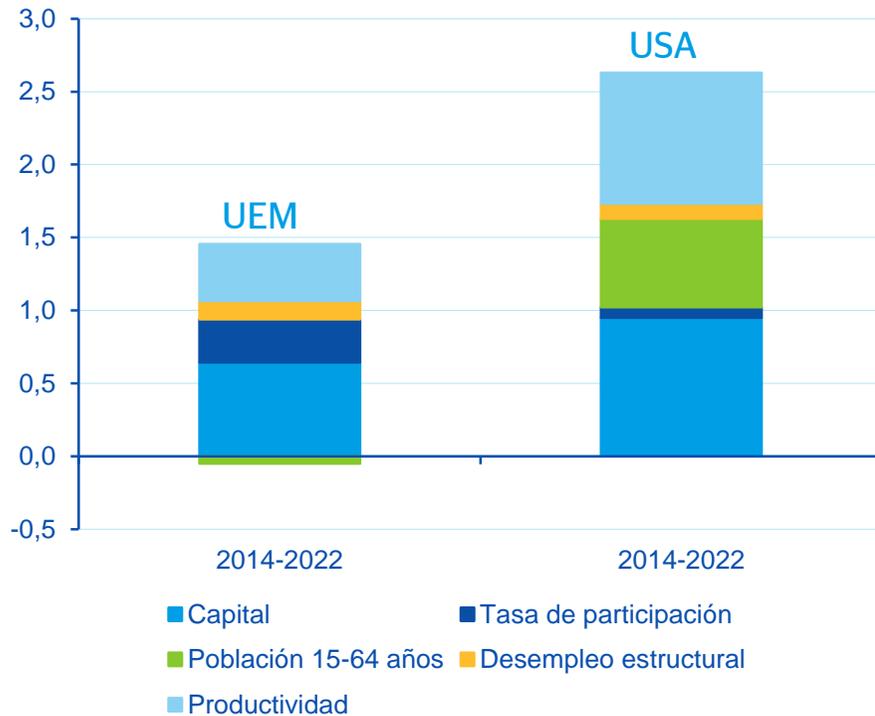
Anexo

Análisis países

Potencial de crecimiento bajo en la eurozona frente a los EE.UU.

Crecimiento potencial del PIB estimado para UEM y EE.UU. (pp)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



Potencial muy por debajo del de los EE.UU.

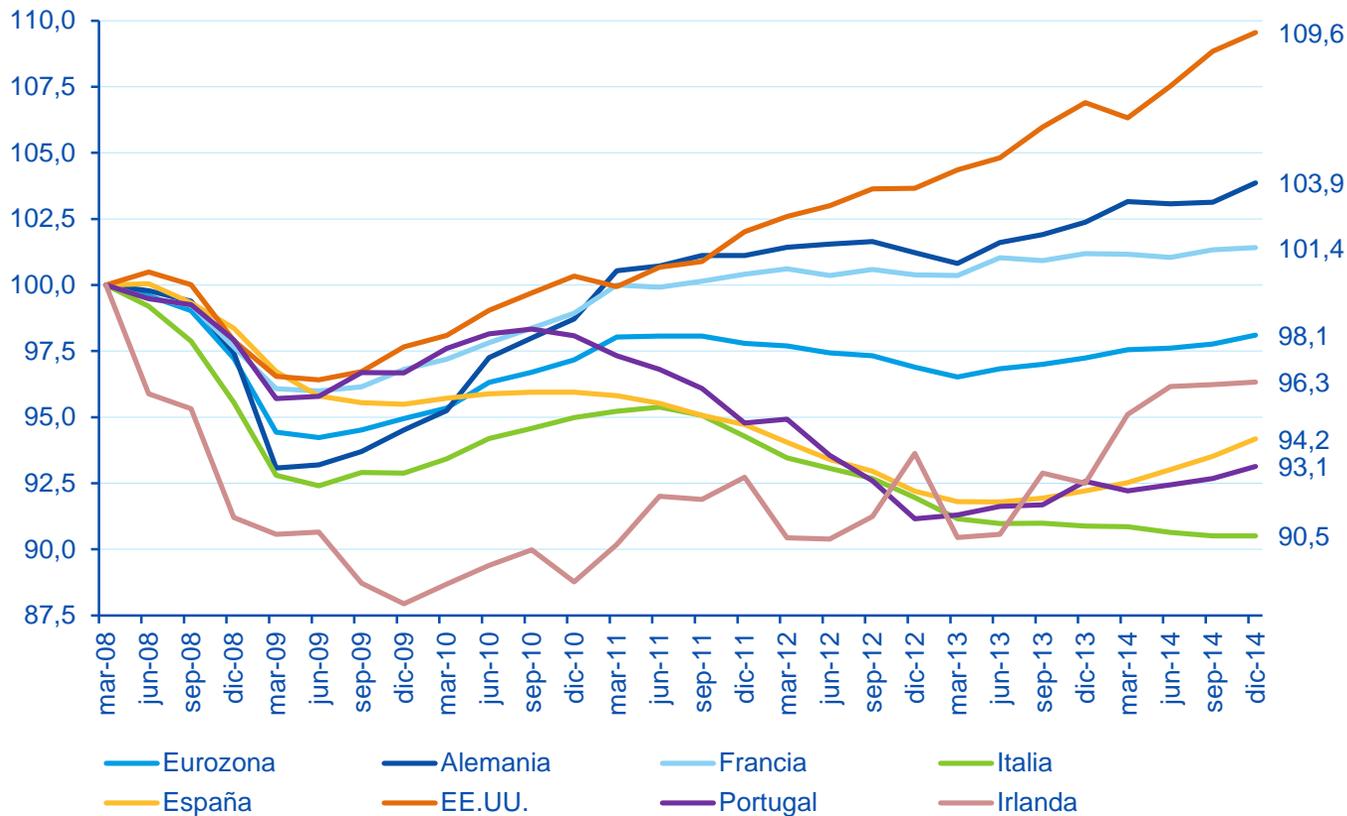
Una dinámica más lenta de la población y el crecimiento de la productividad son las principales razones de la brecha

¿Dónde nos encontramos después de la crisis?

PIB

Nota: Q1-2008=100

Fuentes: Eurostat, Haver y BBVA Research



Mapa de calor de los desequilibrios macroeconómicos

	Deuda pública	Déficit público*	Tasa de desempleo	Cuenta corriente	Posición de inversión internacional neta	Tipo de cambio real efectivo	Coste laboral unitario nominal	Deuda de los hogares	Deuda de las empresas no financieras
	% del PIB 4T-2013	% del PIB 2013	Último	% del PIB 2013	% del PIB 4T-2013**	Cambio % 3 años Sep. 2013	Cambio % 3 años Último	% del PIB Último	% del PIB Último
Eurozona	92,7	-2,6	11,5	2,4	-12,2	1,0	3,9	63,9	81,5
GER	75,3	0,1	4,9	6,8	48,3	0,1	6,1	58,2	48,5
FRA	95,2	-4,1	10,5	-1,7	-21,2	-0,7	5,2	56,7	84,0
AUT	82,4	-1,0	5,1	0,2	3,4	2,2	7,3	54,5	92,9
BEL	108,7	-3,1	8,6	1,3	44,0	0,5	8,6	56,5	92,4
NED	69,6	-2,1	6,5	10,2	53,0	1,5	6,4	127,9	91,5
FIN	58,9	-2,4	8,9	-1,6	15,8	1,9	8,5	65,4	92,5
ITA	133,8	-2,8	13,2	1,3	-30,0	2,0	4,3	45,3	81,0
SPA	96,4	-6,3	24,0	0,4	-98,2	0,8	-5,3	81,3	114,0
POR	129,6	-4,5	13,4	0,6	-118,7	0,2	-1,3	86,8	130,8
IRE	116,8	-5,9	10,9	5,3	-104,9	-2,4	-3,4	105,1	201,3
GRC	177,4	-1,8	25,9	1,3	-119,0	-3,9	-11,1	64,5	64,8
DEN	45,6	-0,9	6,4	6,7	39,6	-1,4	3,8	139,2	97,9
SWE	37,6	-1,4	7,8	6,2	-4,8	3,1	6,2	83,4	121,2
U.K.	92,0	-5,7	5,9	-5,0	-1,3	3,9	6,2	93,1	83,8

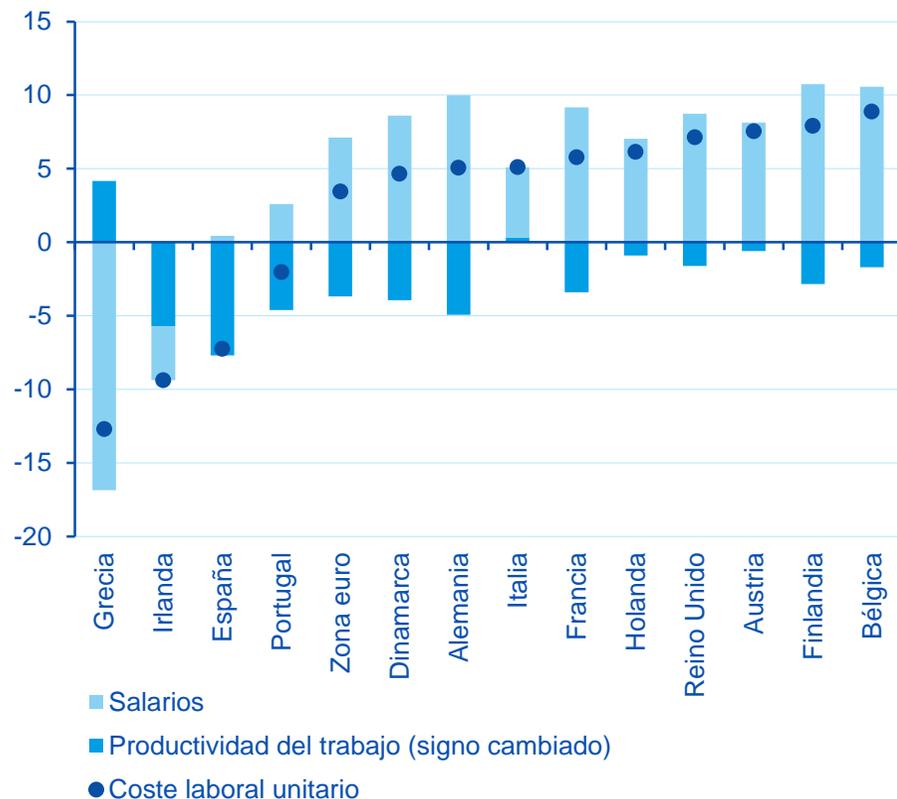
Criterio de colores:

Mayor de 130	Menor de -6	Mayor de 16	Menor de -6	Menor de -100	Mayor de 6	Mayor de 9	Mayor de 110	Mayor de 140
110/130	-6/-5	13/16	-6/-4	-100/-50	4/6	6/9	90/110	120/140
90/110	-5/-4	10/13	-4/-2	-50/0	2/4	3/6	75/90	100/120
60/90	-4/-3	7/10	-2/0	0/20	0/2	0/3	60/75	80/100
Menor de 60	Mayor de -3	Menor de 7	Mayor de 0	Mayor de 20	Menor de 0	Menor de 0	Menor de 60	Menor de 80

Los costes laborales unitarios se han ajustado en la periferia

Ajuste del coste laboral unitario, 2009-2013 (%)

Fuentes: Haver y BBVA Research



En algunos países esto se debió al aumento de la productividad causada por la caída del empleo

La moderación salarial también ha jugado un papel importante, sobre todo en comparación con los países centrales

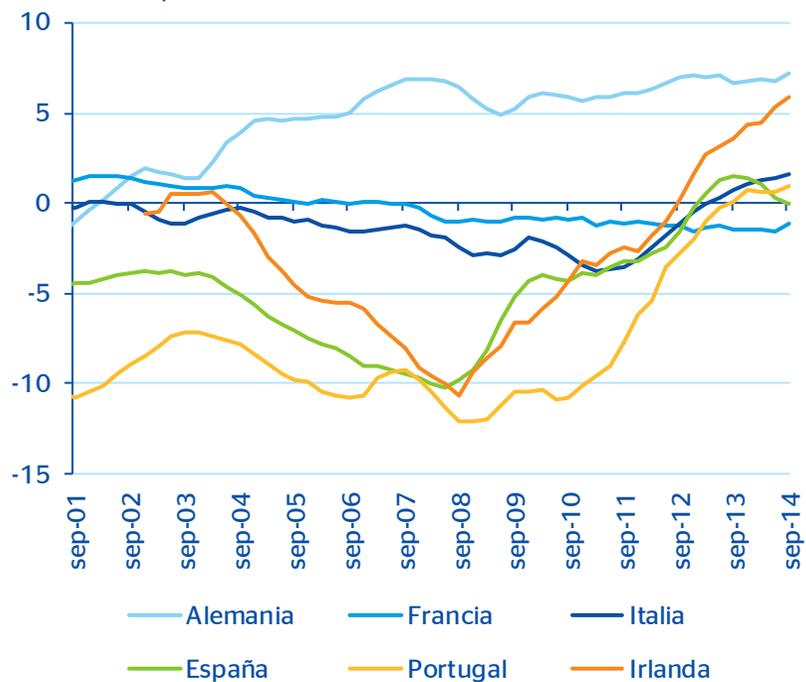
El déficit por cuenta corriente han desaparecido muy rápido

La mayoría de los países de la zona euro están ahora en superávit (a excepción de Francia)

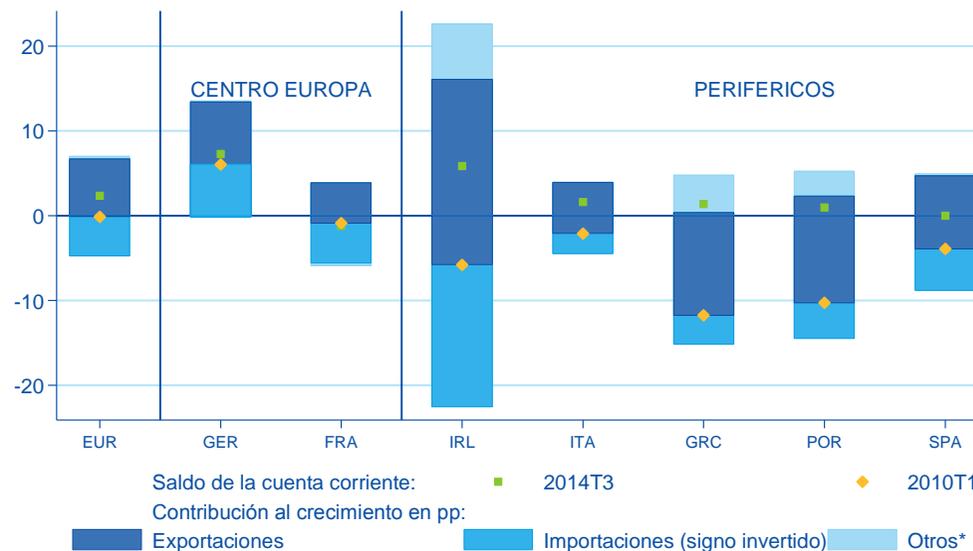
Parte del ajuste se debe a la recesión (menos importaciones), pero las exportaciones también han desempeñado un papel importante

Cuenta corriente (% PIB)

Fuentes: Eurostat y BBVA Research



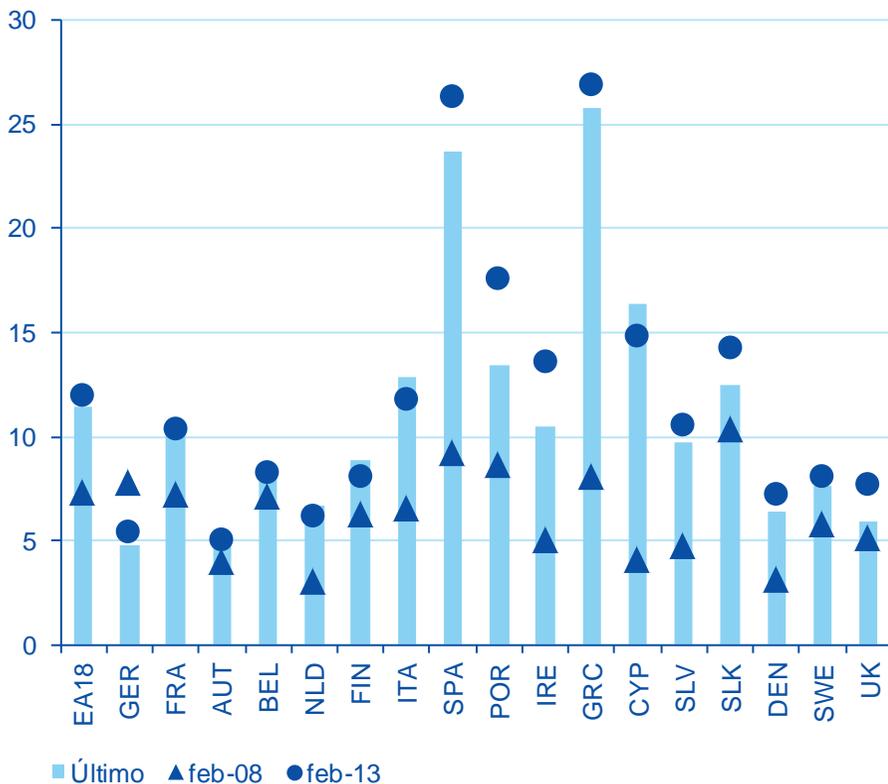
Cuenta corriente (% PIB)



La alta tasa de desempleo sigue siendo el principal problema de la política económica

Desempleo desde el inicio de la crisis (%)

Fuentes: Haver y BBVA Research



La tasa de desempleo es muy superior a la de 2008 (excepto en Alemania)

Aun así, ha comenzado a disminuir antes que en otras recuperaciones

Situación Europa

Febrero 2015



Índice

Sección 1

Crecimiento global moderado con el aumento de las divergencias por delante

Sección 2

Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Sección 3

Perspectivas: crecimiento esperado más sólido en 2015

Sección 4

Los retos continúan: potencial bajo, grandes desequilibrios

Anexo

Análisis países

Alemania: el crecimiento gana impulso

	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Actividad				
PIB REAL (% a/a)	0,2	1,5	1,4	2,2
Consumo privado	0,9	1,1	1,5	1,8
Consumo público	0,7	1,0	1,2	0,9
Inversión	-0,4	3,1	2,0	4,0
Demanda interna (contr. %)	0,7	1,1	1,4	1,9
Exportaciones	1,7	3,7	4,2	5,5
Importaciones	3,2	3,3	4,9	5,8
Exportaciones netas (contr. %)	-0,5	0,4	0,0	0,2
Sector exterior				
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,7	7,1	7,2	6,9
Finanzas públicas				
Déficit público (% PIB)	0,1	0,2	0,0	0,0
Precios				
IPC, % promedio	1,6	0,8	0,3	1,1

Un sólido mercado de trabajo ayudará el consumo privado a aumentar gradualmente

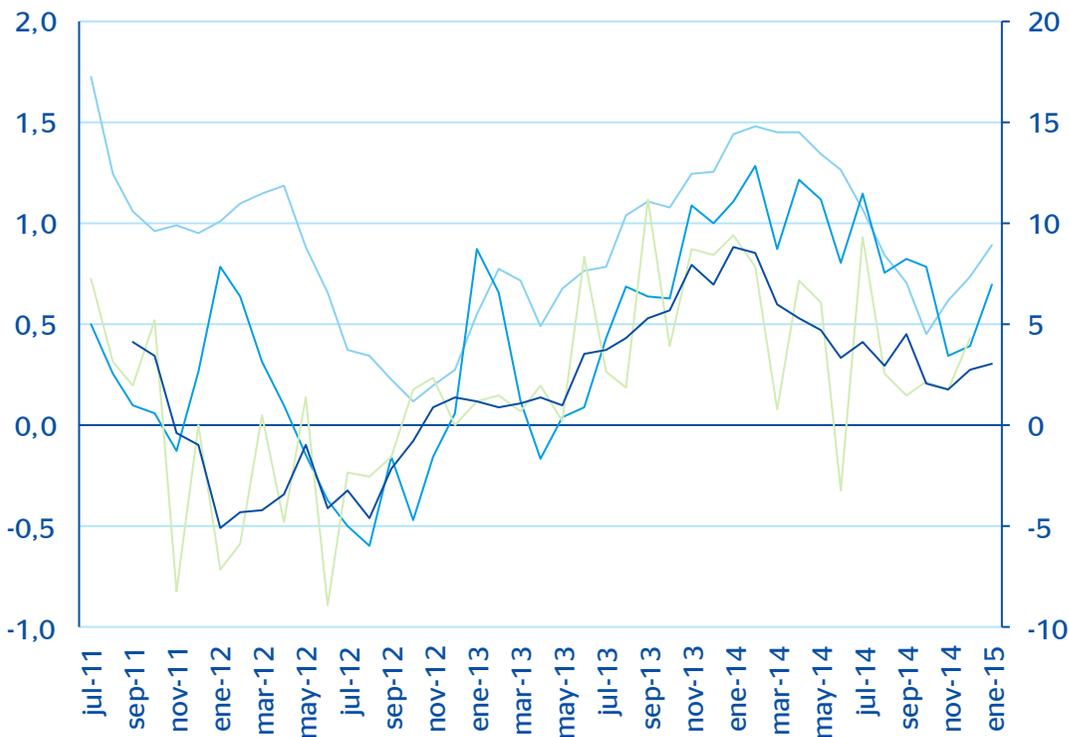
La incertidumbre causada por los conflictos geopolíticos podría llevar a las empresas a seguir aplazando sus planes de inversión para 2016

Las exportaciones netas jugarán un papel de menor importancia en la contribución al crecimiento

Alemania: el crecimiento en 4Q14 apoyado por factores de demanda interna

Confianza Ifo, PMI compuesto y pedidos manufactureros para exportación

Fuente: BBVA Research



- Índice de confianza Ifo
- PMI Compuesto
- Pedidos industriales externos (a/a, dcha)
- 3 per. media móvil (Pedidos industriales externos (a/a. dcha))

El consumo privado empieza a crecer a tasas acordes con las condiciones favorables del mercado laboral

La liberalización de algunos sectores de servicios ayudaría a impulsar el consumo y el crecimiento interno

Francia: recuperación todavía lenta en 2015

	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Actividad				
PIB REAL (% a/a)	0,4	0,4	1,0	1,8
Consumo privado	0,3	0,4	1,3	1,4
Consumo público	2,0	2,0	1,0	1,0
Inversión	-0,8	-1,5	0,0	3,5
Demanda interna (contr. %)	0,3	0,4	0,9	1,7
Exportaciones	2,4	2,5	3,5	5,3
Importaciones	1,9	2,5	3,0	5,0
Exportaciones netas (contr. %)	0,1	0,0	0,1	0,0
Sector exterior				
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,4	-1,6	-1,5	-1,5
Finanzas públicas				
Déficit público (% PIB)	-4,1	-4,4	-4,3	-3,7
Precios				
IPC, % promedio	1,0	0,6	0,1	0,9

La recuperación en 2015 y 2016 se basará en factores internos, especialmente el consumo

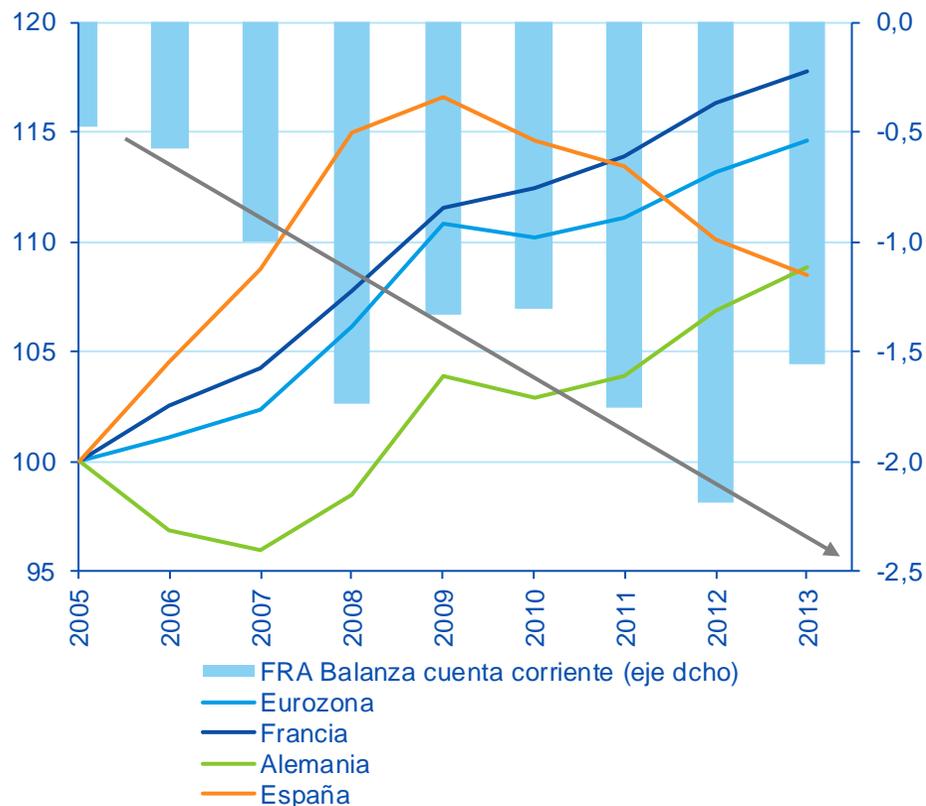
El retraso en el ajuste del déficit también debería ayudar

Francia: objetivos fiscales más laxos para suportar la recuperación

Costes laborales unitarios (2005=100) y balanza por cuenta corriente

Nota: Costes laborales unitarios normalizados a 100 en 2005

Fuente: BBVA Research



La pérdida de competitividad es el principal problema en el medio plazo

La disminución prevista en la presión fiscal sobre el empleo deben ser financiados por la reducción del gasto público

Italia: fin de la recesión en 2015

	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Actividad				
PIB REAL (% a/a)	-1,9	-0,4	0,6	1,3
Consumo privado	-2,7	0,2	0,5	0,8
Consumo público	-0,7	-0,4	-0,5	0,0
Inversión	-5,4	-2,6	-0,5	2,7
Demanda interna (contr. %)	-2,8	-0,8	0,1	0,9
Exportaciones	0,9	1,8	4,0	4,9
Importaciones	-2,6	0,3	2,5	4,0
Exportaciones netas (contr. %)	0,9	0,4	0,5	0,4
Sector exterior				
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,1	1,3	1,9
Finanzas públicas				
Déficit público (% PIB)	-2,8	-3,0	-2,7	-2,4
Precios				
IPC, % promedio	1,3	0,2	-0,2	0,6

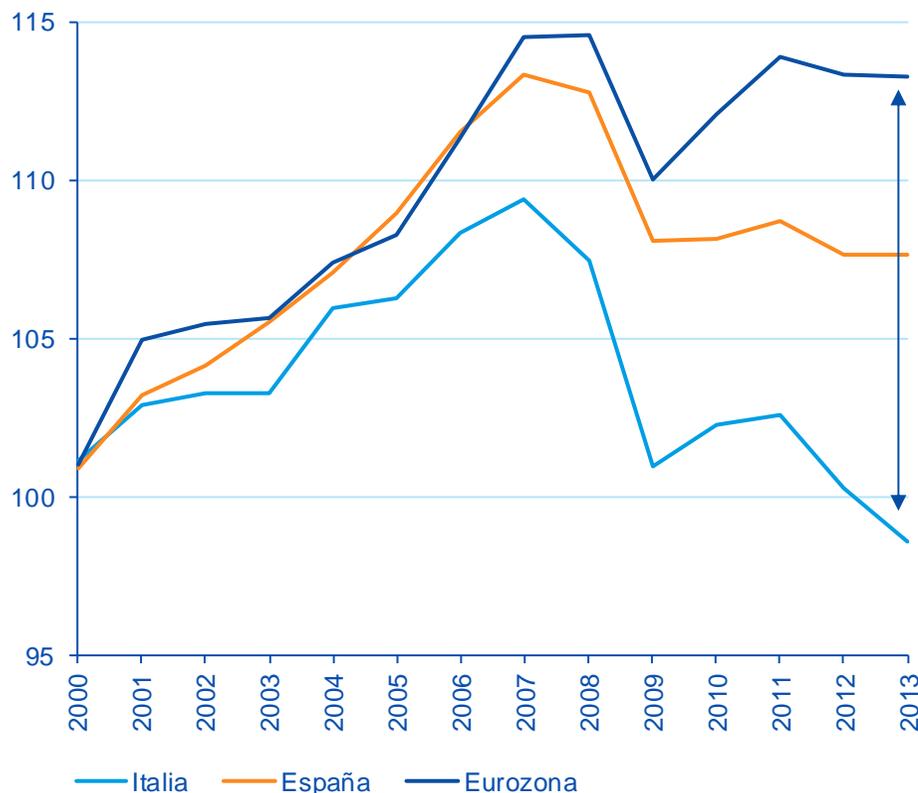
Seguimos esperando una lenta recuperación en 2015 (0,6%), impulsada por las exportaciones

La inversión seguirá viéndose afectada por la incertidumbre vinculada a la lentitud de las reformas

Italia: reformas necesarias para aumentar el potencial de crecimiento

PIB/población en edad de trabajar (2000=100)

Fuente: BBVA Research



En política fiscal, el principal problema es el elevado volumen de deuda pública (132,7%), mientras que la reducción del déficit es más lenta de lo esperado

El crecimiento potencial es muy bajo...

... pero podría recuperarse, de ser completadas las reformas fiscales y del mercado de trabajo que están en marcha

España: revisión de crecimiento al alza:

	2013	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Actividad				
PIB REAL (% a/a)	-1,2	1,4	2,7	2,7
Consumo privado	-2,3	2,3	2,5	1,7
Consumo público	-2,9	0,8	1,5	1,4
Inversión	-3,8	2,8	5,2	6,4
Demanda interna (contr. %)	-2,7	2,1	2,7	2,4
Exportaciones	4,3	4,4	6,1	7,2
Importaciones	-0,5	7,6	6,8	7,1
Exportaciones netas (contr. %)	1,4	-0,7	0,0	0,2
Sector exterior				
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,4	-0,2	0,9	1,0
Finanzas públicas				
Déficit público (% PIB)	-6,3	-5,5	-4,2	-2,8
Precios				
IPC, % promedio	1,4	-0,2	-0,4	1,4

Tanto en 2015 como en 2016, la actividad crecerá un 2,7%, suportada por factores internos y externos

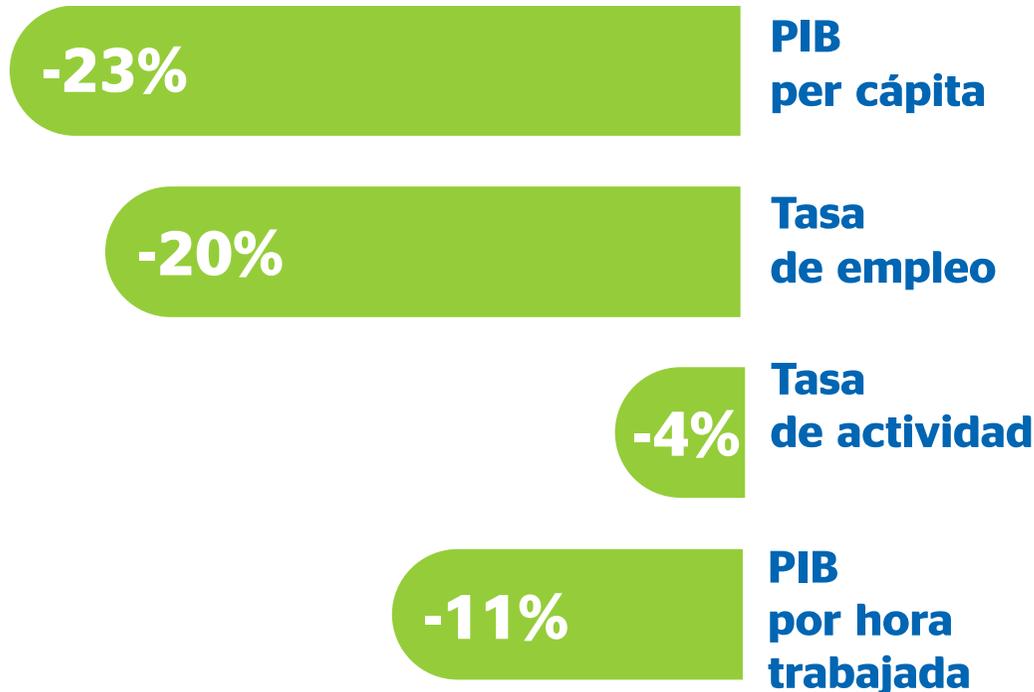
La recuperación de los fundamentos y el cambio en el tono de la política fiscal contribuirá a la recuperación sostenida de la demanda interna

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento será prácticamente nula

España: el mercado laboral está mejorando, pero los retos persisten

Desviación de España frente a la UE8 en 2013

Fuente: BBVA Research, basado en Andrés & Doménech (2014)



Entre 2015 y 2016 se crearán un millón de empleos

España tiene el reto de aumentar la tasa de empleo y su productividad

Retomar el proceso de convergencia

Situación Europa

Febrero 2015

