

Eurozona

Observatorio económico

FEBRERO 2017



Eurozona: Ligera revisión al alza de nuestras previsiones de crecimiento del PIB

- **La recuperación se produjo a un ritmo constante y sólido en el 4T16**, dando lugar a un crecimiento medio anual del 1,7% en 2016. **Los datos objetivos de diciembre** junto con las cifras nacionales apuntan al **consumo como el principal motor del crecimiento**, si bien **la inversión podría haber aumentado significativamente respaldada por el incremento de las exportaciones pero también de la construcción** (Alemania).
- **La mejora de la confianza** en todos los sectores y países **al inicio de 2017** indica que la **recuperación podría estar cobrando impulso** gracias al aumento de la demanda extranjera y la depreciación del euro a finales de 2016. **No obstante, los datos de corte subjetivo aportan una previsión más optimista** en comparación con los indicadores objetivos durante el último semestre del año, mientras que la confianza del consumidor disminuyó en febrero.
- Nuestro **modelo MICA-BBVA prevé que el crecimiento trimestral del PIB en la eurozona alcance el 0,5% t/t en el 1T17**, tras el crecimiento del 0,4% en el 2S16.
- **Se espera un crecimiento en torno al 1,6% en 2017 y 2018**, lo que supone una revisión marginal al alza, respaldada por unas condiciones monetarias muy laxas, un euro débil, la mejora en el comercio mundial y las políticas fiscales no restrictivas.
- **Los riesgos siguen mantienen un sesgo a la baja y son principalmente de carácter político**, tanto a escala nacional como europea, aunque también provienen de ciertas deficiencias en el sector financiero.
- **La inflación debería permanecer por debajo del objetivo del BCE en 2017-18**, si bien alcanzará un máximo al inicio de este año cercano al 2% debido a los efectos de base y al aumento de los precios de la energía, antes de retroceder a niveles más bajos (se espera que la inflación media anual se sitúe en el 1,6% en 2017 y 2018). La inflación general continúa estable por debajo del 1% y se espera que aumente gradualmente a cerca del 1,5% a finales del horizontes de pronóstico.

AVANCES RECIENTES: INDICIOS POSITIVOS PENDIENTES DE CONFIRMAR

FEBRERO 2017



EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

El crecimiento del PIB se estabilizó en el 0,4% t/t en el 4T16 mientras que los últimos datos indican que está cobrando impulso a principios de 2017

PIB, CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES

(% t/t, pp)



PIB Y PREVISIONES MICA

(% t/t)



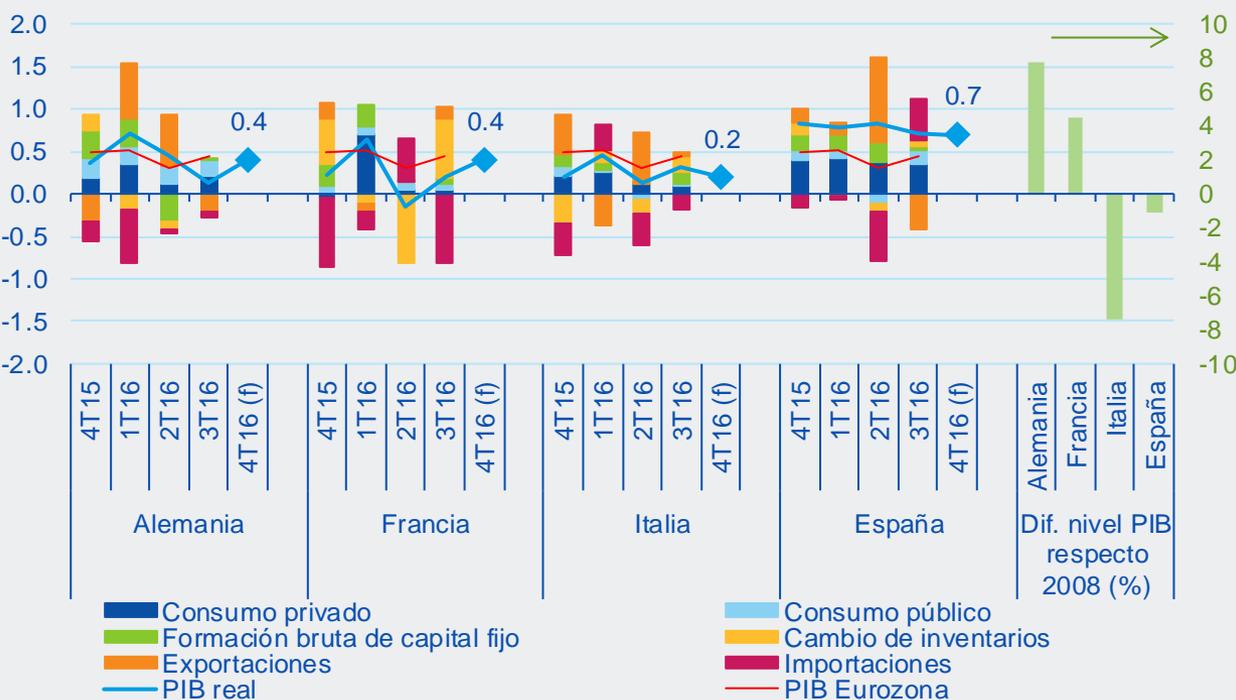
- **El PIB registró un crecimiento estable** en el 4T16, aumentando un 0,4% t/t una vez más
- Esperamos que las cifras del **4T16 estén lideradas por el consumo, si bien la inversión podría aumentar de forma significativa...**
- ... respaldada por el aumento de las **exportaciones** (depreciación del euro) pero también por la **construcción** (Alemania). Las exportaciones netas podrían lastrar el crecimiento debido al mayor volumen de importaciones

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

El PIB de Alemania y Francia se aceleró en el 4T16, mientras que Italia se ralentizó

PIB, CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES

(% t/t, pp)



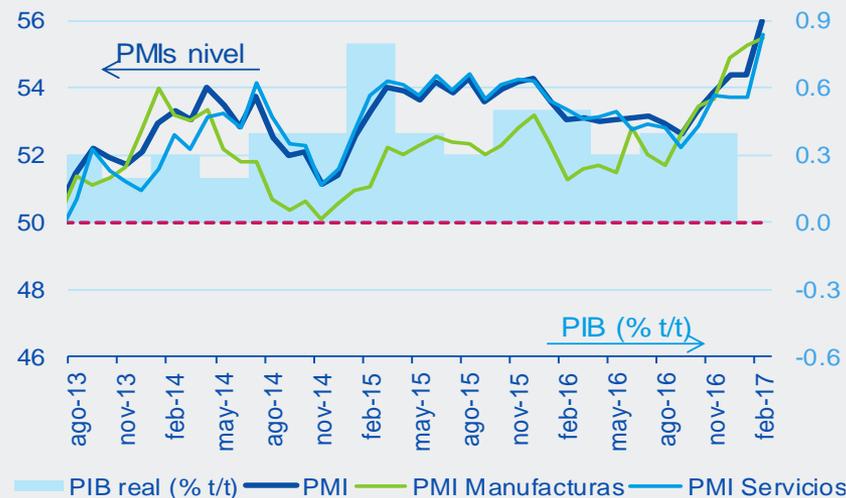
- Tanto en **Alemania como en Francia el crecimiento provisional del PIB se aceleró hasta el 0,4% t/t** en el 4T16. La recuperación de las exportaciones probablemente se sumó a las contribuciones positivas tanto del consumo como de la inversión
- **El PIB de Italia se ralentizó** hasta el 0,2% t/t en el 4T16, aparentemente debido a una menor contribución del consumo, en parte compensada por la recuperación de la demanda externa
- **España sigue mostrando una evolución superior** a la de la región con un aumento provisional del PIB del 0,7% t/t en el 4T16)

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Las cifras de confianza apuntan a un buen comienzo de 2017

PMI Y PIB

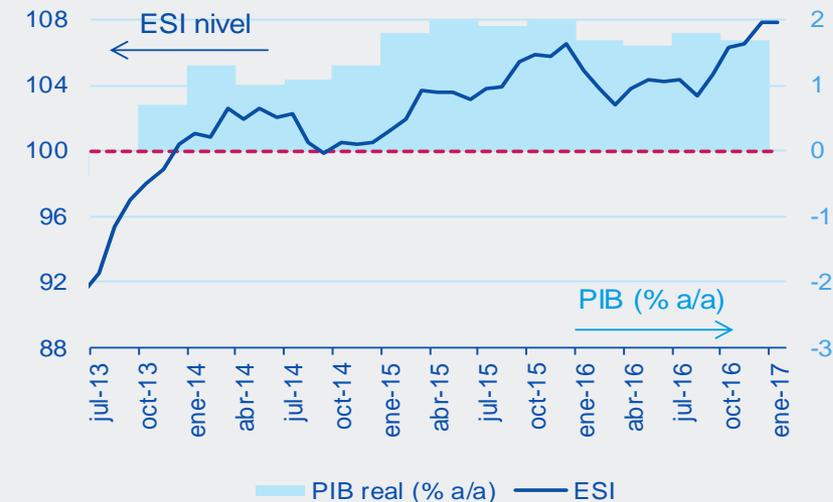
(índice, % t/t)



- Los datos sobre confianza **sorprendieron al alza en febrero impulsados en gran parte por los servicios**, lo que sugiere **una aceleración del crecimiento en la zona euro en el 1T17**

ESI Y PIB

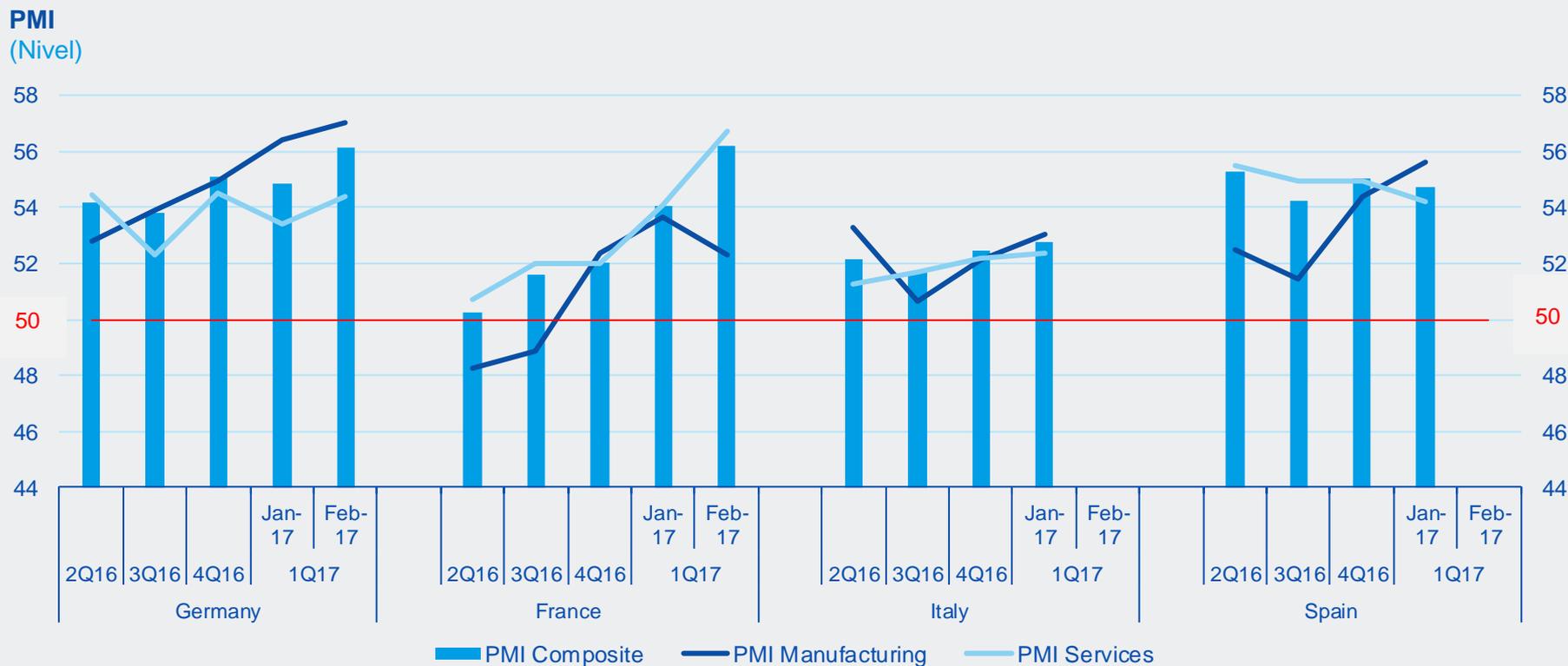
(índice, % t/t)



- No obstante, sigue existiendo un riesgo **importante de que se produzcan acontecimientos políticos** que podrían afectar a la recuperación

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

En general, todos los PMI manufactureros mejoraron en los “core countries” al inicio del 1T17, si bien hubo señales mixtas en los servicios

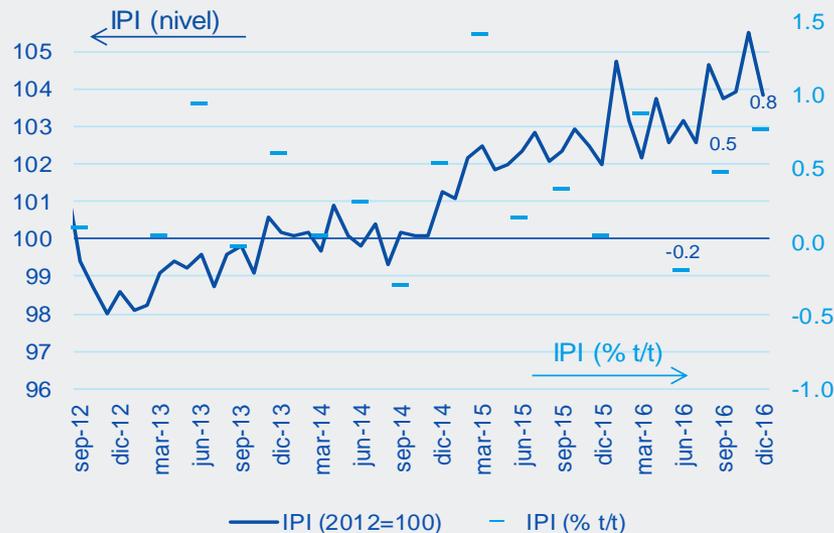


EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

A pesar de la caída en diciembre, la producción industrial mantiene la tendencia positiva de los últimos trimestres

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

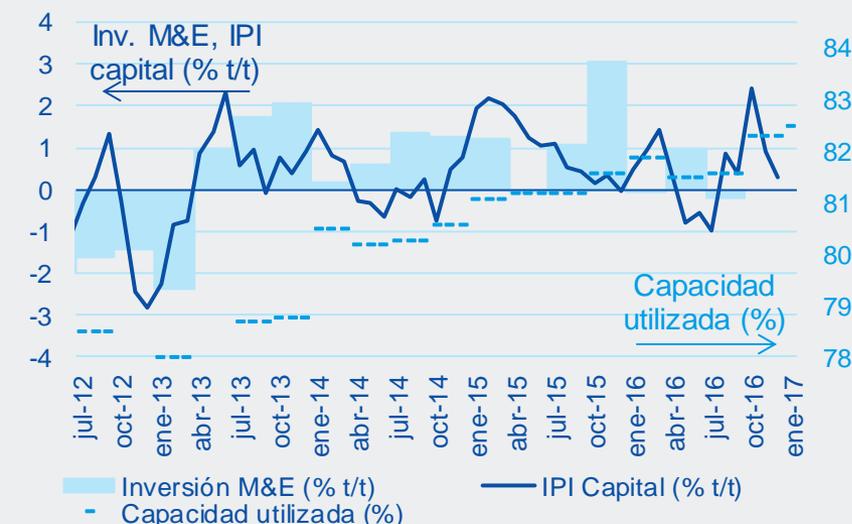
(% t/t, pp)



- La producción industrial **cayó un 1,6% m/m en diciembre** tras una subida del 1,5% m/m en noviembre, **cerrando el 4T16 con un crecimiento global del 0,8% t/t** (3T16: 0,5% t/t)

CAPITAL PI, INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPO, Y CAPACIDAD UTILIZADA

(% t/t, %)



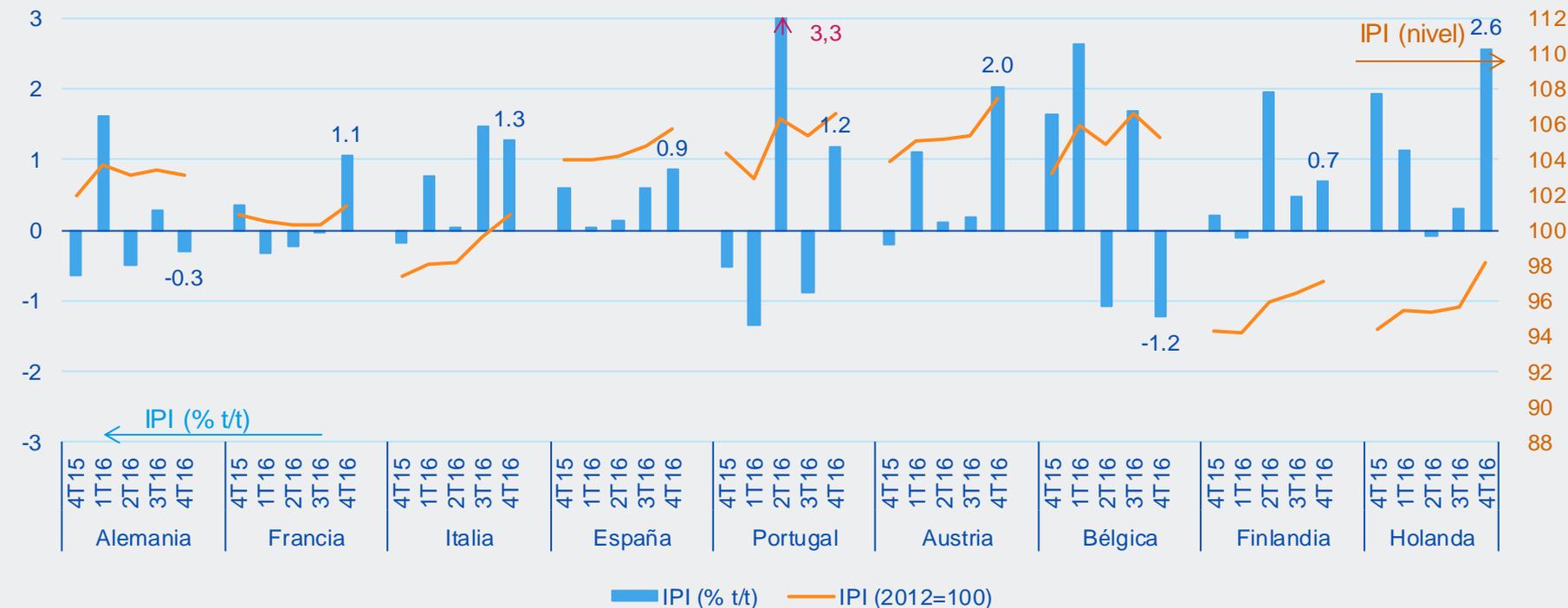
- La producción de **bienes de capital** se relajó en diciembre. Sin embargo, los **bienes de consumo duraderos** se aceleraron, lo que junto con la **elevada capacidad de utilización**, indican una recuperación en la inversión en M&E

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Recuperación del crecimiento de la producción industrial en los países en el 4T16, salvo en Alemania y Bélgica

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

(% t/t, pp)



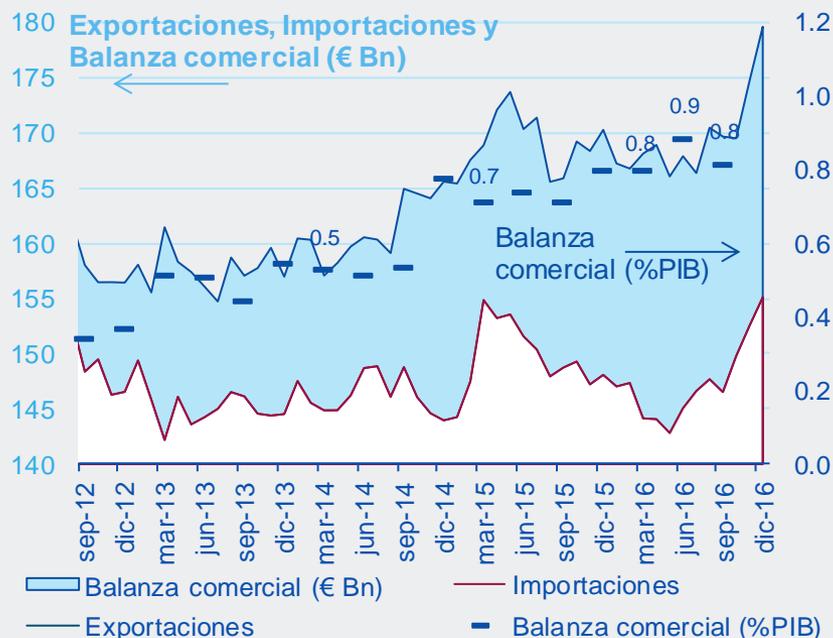
*4T16 calculado utilizando datos de octubre y noviembre. Únicamente octubre en Austria y Bélgica

Fuente: Eurostat y BBVA Research

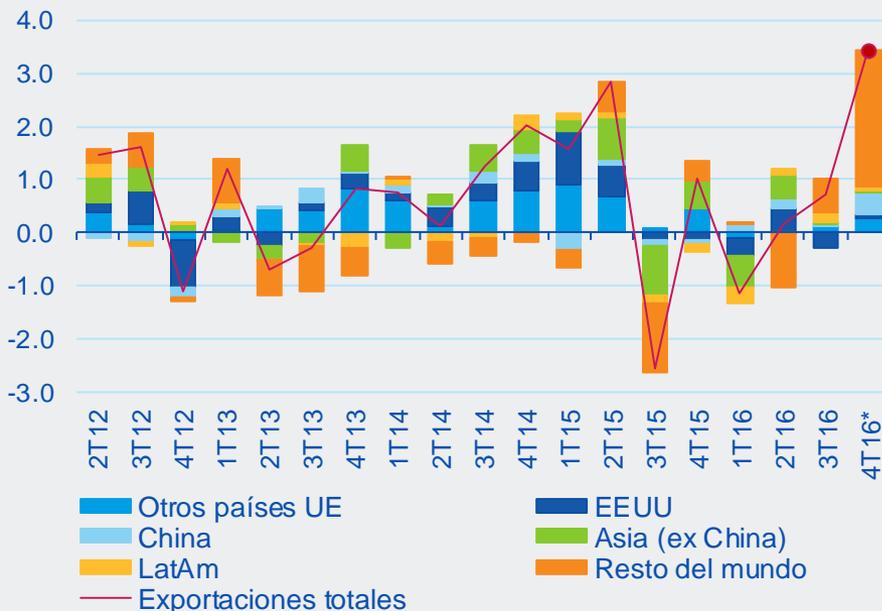
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Las exportaciones crecieron con fuerza en el 4T16 gracias a la mejora de la demanda mundial y a la depreciación del euro

BALANZA COMERCIAL
(€ Bn, % PIB)



CONTRIBUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR DESTINO
(% t/t, pp)



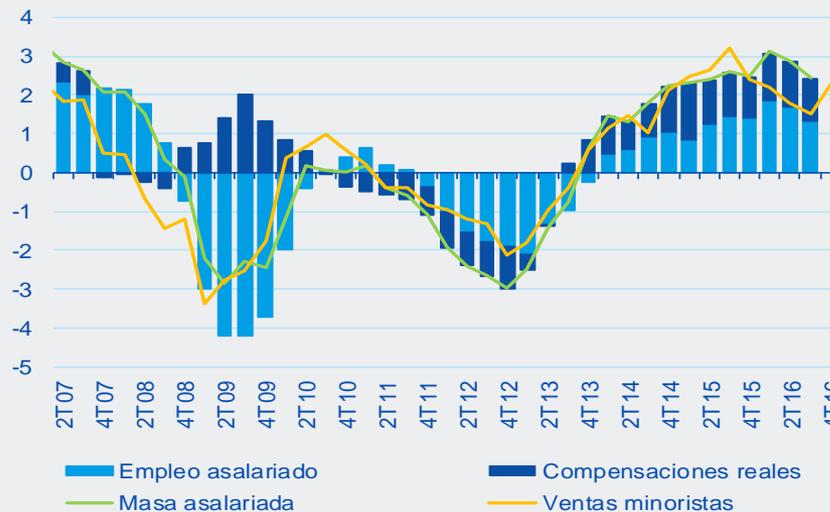
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

Las ventas minoristas mostraron un crecimiento sólido en el 4T16 a pesar de las decepcionantes cifras al cierre del trimestre

VENTAS MINORISTAS Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
(% t/t, pp)



VENTAS MINORISTAS Y MASA SALARIAL TOTAL
(% a/a)



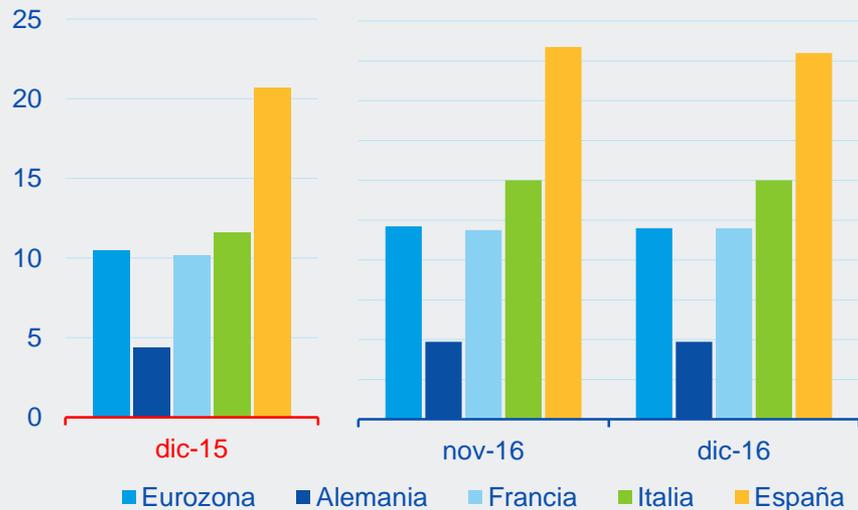
- **Las ventas minoristas cayeron de nuevo en diciembre** (-0,3% tras -0,6% m/m). Sin embargo, las cifras globales para el 4T16 (+0,8% t/t) apuntan a una contribución positiva del consumo privado al crecimiento del PIB
- **La confianza de los consumidores cayó más de lo esperado en febrero** sugiriendo que la recuperación del consumo podría estar perdiendo impulso

*Octubre y noviembre con respecto a 3 meses anteriores
Source: Eurostat and BBVA Research

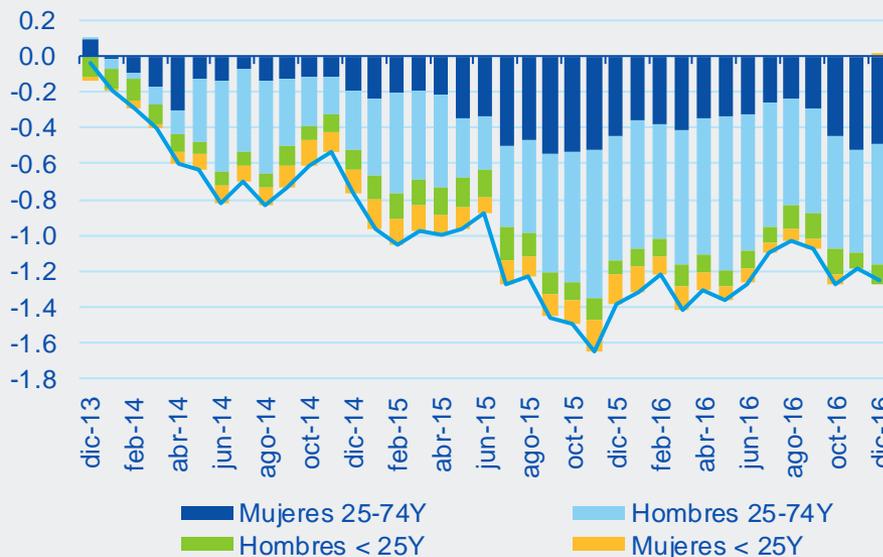
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

La tasa de desempleo de la zona euro continúa disminuyendo y se sitúa en su nivel más bajo desde 2009

TASA DE DESEMPLEO POR PAÍS (%)



VARIACIÓN ANUAL DEL DESEMPLEO POR GÉNERO Y EDAD (millones)



- La tasa de desempleo alcanzó el 9,6% y sigue reduciéndose a un ritmo lento, impulsada principalmente por España.

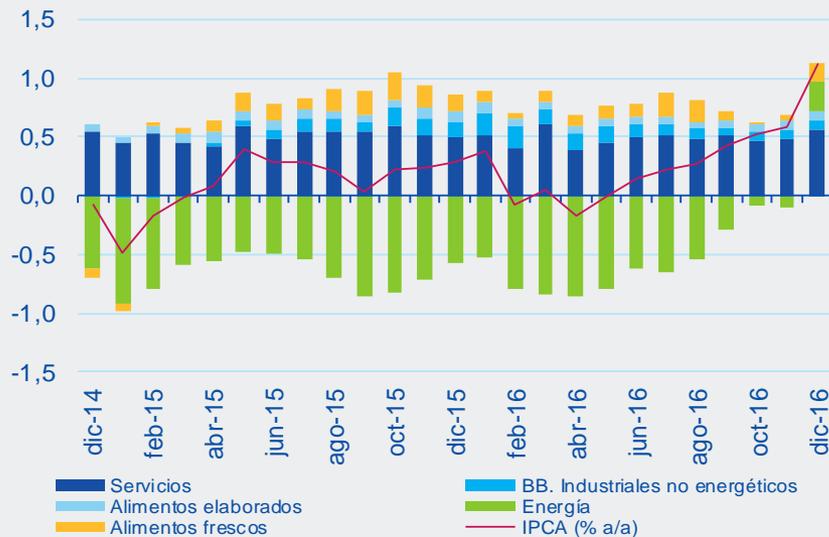
- Se observó una caída en el desempleo principalmente entre la población con experiencia

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

La inflación general aumentó al 1,8% a/a en enero impulsada por los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente sigue sin registrar cambios

INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES

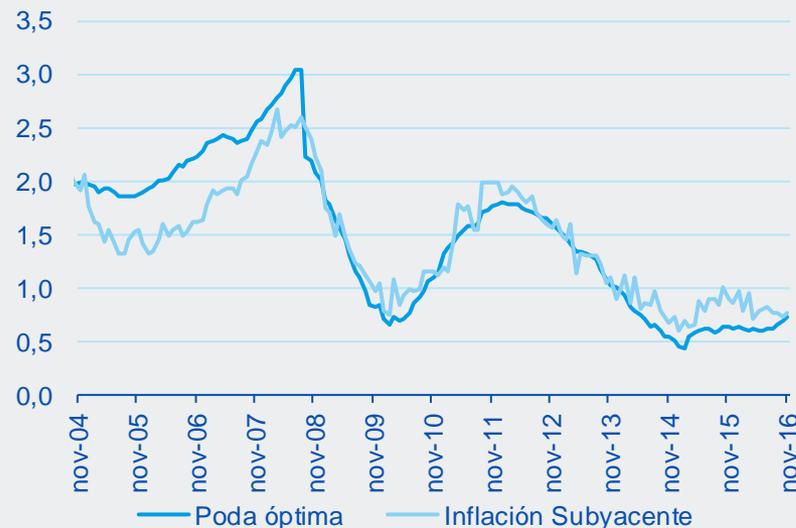
(% a/a, pp)



- El **IPCA** de la zona euro superó las expectativas en enero (+1,8% a/a) incrementándose en +0,7 p.p. gracias al fuerte aumento de la inflación energética

INFLACIÓN Y MEDIA AJUSTADA

(% a/a)



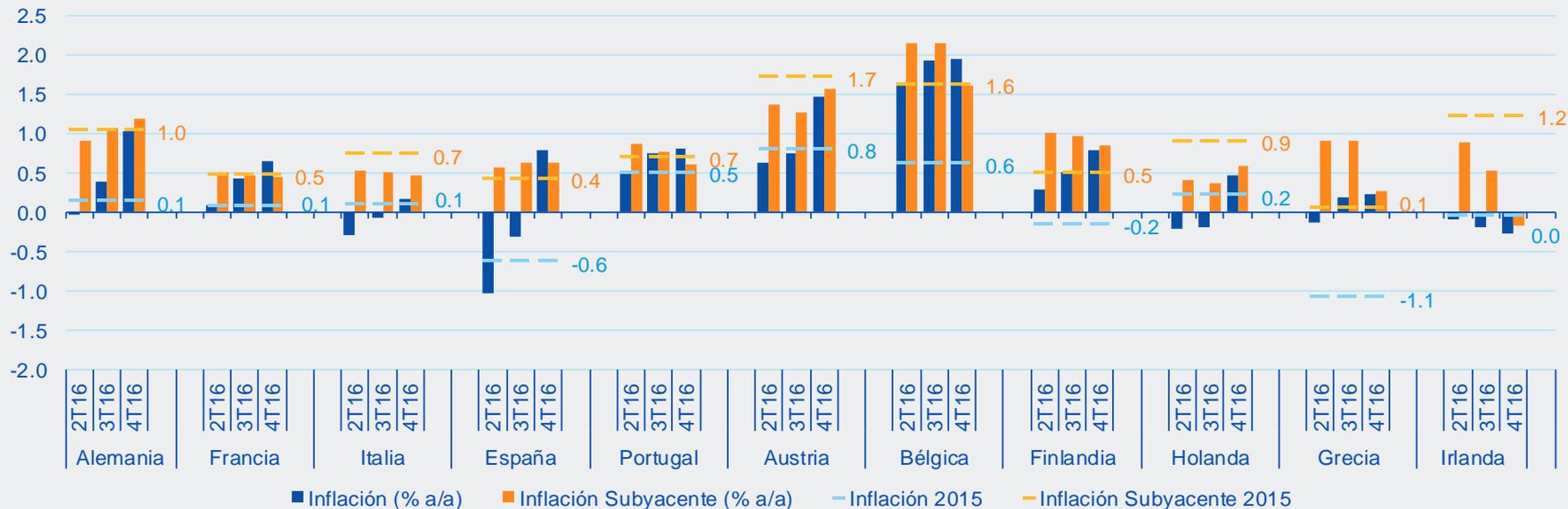
- No obstante, **la subyacente se mantuvo en el 0,9% a/a**
- Esperamos que la **inflación alcance un máximo de en torno al 2% en los próximos meses y luego se modere**

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA

La aceleración de la inflación es generalizada pero con diferencias entre países

INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE

(% a/a)



- Por países, la **inflación IPCA aumentó en todos los países centrales** en diciembre de 2016: **España** (1,4% tras 0,5% a/a), **Italia** (0,5% tras 0,1% a/a) y **Francia** (0,8% tras 0,7% a/a). En enero, **el IPCA de Alemania**, aumentó hasta el 1,9% frente al 1,7% anterior, respaldado por los precios de la energía y de los alimentos no elaborados

PREVISIONES ACTUALIZADAS: RECUPERACIÓN CONSTANTE, RIESGOS A LA BAJA

FEBRERO 2016



PREVISIONES ACTUALIZADAS

Motores de crecimiento para la Eurozona

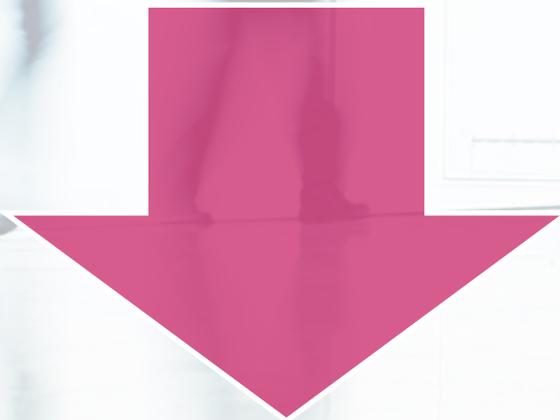


Mayor confianza

Capacidad de resistencia de los motores domésticos a pesar de la elevada incertidumbre

Políticas económicas favorables: condiciones monetarias muy laxas y políticas fiscales no restrictivas

Mejora progresiva del comercio mundial junto con un euro más débil



La disminución del efecto favorable de los precios del petróleo está elevando la inflación, añadiendo presión a los tipos de interés

Perspectiva global positiva pero con muchas incertidumbres

Riesgos políticos en muchos países de la región (varias elecciones en los próximos meses)

Problemas sin resolver

Brexit duro

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Eurozona: su recuperación estable nos lleva a revisar ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 2017-18 pero con cautela debido a la gran incertidumbre en la arena política

CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIÓN

(%)



- **La demanda interna sigue siendo el principal motor de crecimiento**, respaldada por la política monetaria y, en menor medida, por la política fiscal

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,9	1,7	1,6	1,6
Consumo privado	1,8	1,7	1,4	1,4
Consumo público	1,4	1,9	1,3	1,0
Inversión	2,9	2,9	2,8	3,1
Demanda interna (en p.p.)	1,7	1,9	1,6	1,6
Exportaciones	6,2	2,4	3,7	3,9
Importaciones	6,2	3,2	4,1	4,4
Exportaciones netas (en p.p.)	0,3	-0,2	0,0	0,0
Balanza cta corriente (% PIB)	3,1	3,2	2,9	2,8
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,1	-1,9	-1,8	-1,7
IPCA (media % a/a)	0,0	0,2	1,6	1,6

- Revisiones menores de composición: **contribución algo mayor de la inversión** y de las exportaciones, aunque insuficiente para compensar la ralentización del consumo

PREVISIONES ACTUALIZADAS

El BCE se mantendrá "paciente" en los próximos meses a pesar del reciente repunte de la inflación general

ÍNDICE DE SUPERVISIÓN DE LA INFLACIÓN BBVA EZ
(índice)



Qué sucedió

El BCE amplió su programa de QE hasta diciembre de 2017, o más allá si fuese necesario

La política monetaria mantuvo su sesgo claramente expansivo a pesar de la mejora del crecimiento y cifras de confianza

Próximas medidas

La clave reside en observar cómo evoluciona la inflación general, aunque debería continuar moderada

Tras el verano podría comenzar el debate sobre la reducción de los estímulos

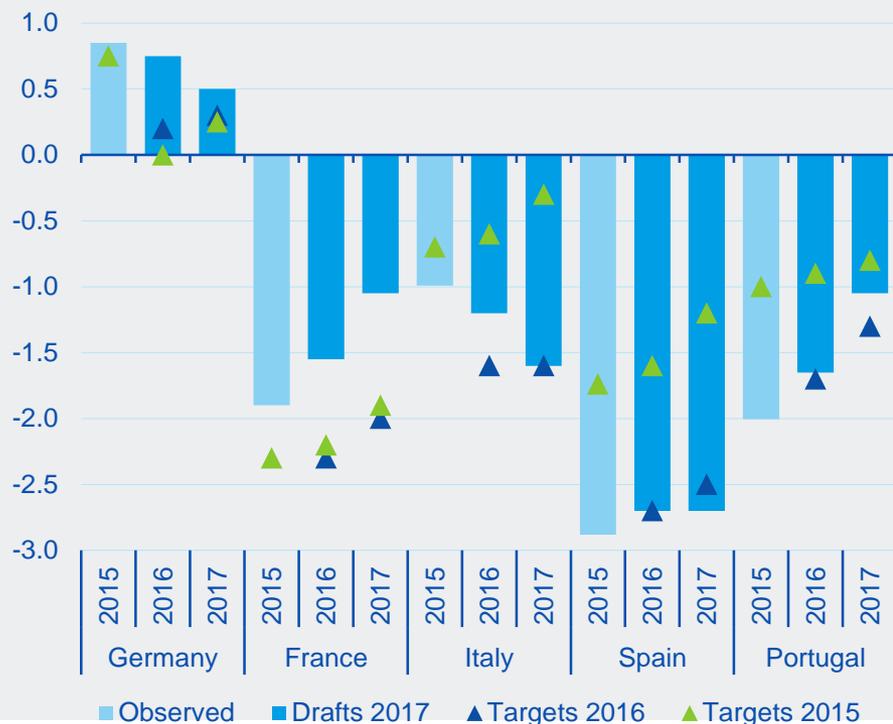
Esperamos el final del programa de QE a mediados de 2018 y la primera subida de los tipos en diciembre de 2018

PREVISIONES ACTUALIZADAS

La política fiscal continuará siendo expansiva, aunque de forma muy heterogénea entre los distintos países.

SALDO ESTRUCTURAL: OBSERVADO, PROYECTOS DE PRESUPUESTO Y OBJETIVOS

(% posible PIB)



- La senda de la consolidación se ha ralentizado
- El ajuste fiscal en marcha se basa en la mejora de la parte cíclica del presupuesto
- Política fiscal **ligeramente expansiva en el conjunto de la eurozona...**
- ... pero sin mucho margen en Italia y España

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Alemania: pérdida de impulso en 2017, al ser poco probable que la mejora de la demanda global compense el debilitamiento de los motores domésticos

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,5	1,8	1,6	1,6
Consumo privado	1,9	1,7	1,5	1,3
Consumo público	2,8	4,3	2,3	1,4
Inversión	1,1	1,9	1,9	2,5
Demanda interna (en p.p.)	1,3	2,0	1,7	1,6
Exportaciones	4,6	2,1	3,0	3,4
Importaciones	5,0	3,0	3,7	3,8
Exportaciones netas (en p.p.)	0,1	-0,3	-0,1	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	8,4	8,8	7,7	7,2
Saldo presupuestario (% PIB)	0,7	0,6	0,3	0,3
IPCA (media % a/a)	0,1	0,4	1,9	1,8

- **Sólida evolución en 2016** (1,8%), impulsada por la demanda interna
- La compresión del mercado laboral junto con un aumento moderado de los salarios y una mayor inflación podría derivar en **menores ingresos reales y, por tanto, en un menor consumo privado en 2017...**
- **... mientras que es probable que el gasto público se modere** tras aumentar el año pasado debido a los gastos de alojamiento de los refugiados...
- **... y se espera que la inversión en maquinaria y equipos permanezca en niveles discretos** debido a la mayor incertidumbre
- **La mejora de la demanda mundial, que todavía es lenta**, no compensará la menor contribución de la demanda interna, si bien existen riesgos de una menor actividad comercial, sobre todo en el Reino Unido

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Francia: su moderada recuperación parece cambiar de marcha a pesar de la elevada incertidumbre política

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	1,2	1,1	1,3	1,5
Consumo privado	1,5	1,8	1,5	1,5
Consumo público	1,4	1,5	1,3	1,1
Inversión	0,9	2,8	2,0	2,3
Demanda interna (en p.p.)	1,5	2,0	1,5	1,5
Exportaciones	6,0	0,8	3,4	3,6
Importaciones	6,4	3,5	3,7	3,2
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,3	-0,9	-0,2	0,0
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,2	-1,0	-1,4	-1,1
Saldo presupuestario (% PIB)	-3,5	-3,3	-2,7	-2,6
IPCA (media % a/a)	0,1	0,3	1,3	1,4

- **El crecimiento del PIB se ralentizó en 2016 hasta el 1,1%** lastrado por las exportaciones netas, que contrarrestaron el fortalecimiento del consumo privado y la inversión
- **La incertidumbre política** impulsada por las **próximas elecciones** podría afectar de manera negativa al consumidor, a la actividad comercial y a la confianza en la primera mitad del año, lo que se verá compensado en parte por el aumento del empleo
- En este contexto, **se espera que tanto el consumo privado como la inversión se desaceleren...**
- ... que se suman al ajuste fiscal en curso
- **Está previsto que la recuperación de las exportaciones observada en el 2S16 se consolide este año** y, por tanto, las exportaciones netas no deberían drenar demasiado crecimiento

PREVISIONES ACTUALIZADAS

Italia: incertidumbre idiosincrática para amortiguar la recuperación

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	0,6	1,0	1,0	1,2
Consumo privado	1,5	1,4	0,9	1,0
Consumo público	-0,6	0,6	0,2	0,3
Inversión	1,1	2,0	2,1	2,4
Demanda interna (en p.p.)	1,0	1,0	0,9	1,1
Exportaciones	4,0	1,3	3,1	3,3
Importaciones	5,8	1,7	2,7	3,1
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,4	-0,1	0,2	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,7	2,7	2,6	2,5
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1
IPCA (media % a/a)	0,1	-0,1	1,4	1,4

- **La recuperación cobró cierta fuerza en 2016, ya** que las exportaciones netas no afectaron tanto al crecimiento, **aunque sigue drenando**
- **La incertidumbre política y la preocupación sobre el sector bancario** perjudicaron a la demanda interna, sobre todo al consumo privado, a pesar de que la reforma laboral y los incentivos fiscales parecen haber contribuido a la creación de empleo
- **Las exportaciones netas volverán a contribuir al crecimiento este año**, si bien lo harán en menor grado que en otros países periféricos...
- ... al igual que **la inversión, más moderada**, que podría disminuir en el horizonte de pronóstico por las expectativas de una recuperación más lenta

PREVISIONES ACTUALIZADAS

España: crecimiento sólido pero en ralentización

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

(% a/a, % PIB)

	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB real	3,2	3,2	2,7	2,7
Consumo privado	2,9	3,0	2,5	2,4
Consumo público	2,0	1,3	1,8	1,9
Inversión	6,0	3,6	3,3	4,4
Demanda interna (en p.p.)	3,3	2,8	2,4	2,6
Exportaciones	4,9	4,3	4,5	5,2
Importaciones	5,6	3,2	3,8	5,5
Exportaciones netas (en p.p.)	-0,1	0,5	0,3	0,1
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,0	1,9	1,8
Saldo presupuestario (% PIB)	-5,0	-4,4	-3,0	-2,1
IPCA (media % a/a)	-0,5	-0,2	2,1	1,9

- **Ligera revisión al alza del crecimiento del PIB** al 2,7% en 2017 y 2018...
- ...pero **existen síntomas de un menor crecimiento** a medida que aflojan los factores favorables: lo que ya está afectando tanto al consumo de los hogares como a la inversión en maquinaria y equipos
- **El sesgo de la política fiscal pasará de expansivo a neutral** en 2017-18
- **Las exportaciones se están recuperando** a pesar del Brexit
- Los riesgos siguen estando relacionados con la **consolidación fiscal en curso y la incertidumbre política** (decreciente pero todavía relevante)

Eurozona

Observatorio económico

FEBRERO 2017



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.