



BBVA Research

Observatorio Económico Eurozona

Abril 2018

Eurozona: crecimiento sólido y previsiones sin cambios, pero mayores riesgos por el proteccionismo

- Los indicadores de confianza perdieron fuerza durante el 1T18 tras el excepcional final de año. El debilitamiento parece responder a las malas condiciones climáticas y ciertas restricciones en las cadenas de suministro, mientras que es pronto para que los temores por el aumento del proteccionismo estén ya reflejados. Algunos indicadores adelantados de las encuestas -en particular los relacionados con el empleo y plazos de entrega- se mantienen positivos
- Los datos de actividad fueron de nuevo débiles en febrero después de la buena segunda mitad de año y sugieren una moderación en la actividad. Es temprano no obstante para predecir un cambio de tendencia sin haber observado cambios sustanciales en los fundamentales durante los últimos meses. Las ventas minoristas y la producción industrial se ralentizan, pero la mejora laboral y el dinamismo del comercio continúan
- En este contexto, el modelo MICA-BBVA estima una leve moderación del PIB, hasta el 0,5% t/t en 1T18 (desde el 0,7% revisado al alza en 4T17)
- Los fundamentales domésticos y globales permanecen sólidos pero tienden a estabilizarse: (i) la política fiscal y monetaria seguirá siendo expansiva (con la última normalizándose de forma gradual); (ii) el crecimiento global continúa apoyando el comercio; (iii) la mejora del mercado laboral y la baja inflación continúan apoyando el consumo
- Mantenemos nuestro escenario sin cambios, con un crecimiento del PIB estimado en el 2,3% para 2018 (revisado al alza en 0,1pp) y manteniendo la moderación hacia el 1,8% el año que viene
- La inflación subyacente recupera la tendencia al alza en 1T18 y el debilitamiento en la tasa general se debe a los componentes más volátiles. La inflación general debería fluctuar el torno al 1,5% a/a durante el próximo año y aumentar gradualmente a partir de entonces (1,5% en 2018 y 1,6% en 2019) impulsado por los componentes subyacentes (+1,3% en 2018 y +1,6% en 2019)
- Los riesgos en nuestro escenario base derivan del proteccionismo y la política doméstica



01

Desarrollo económico

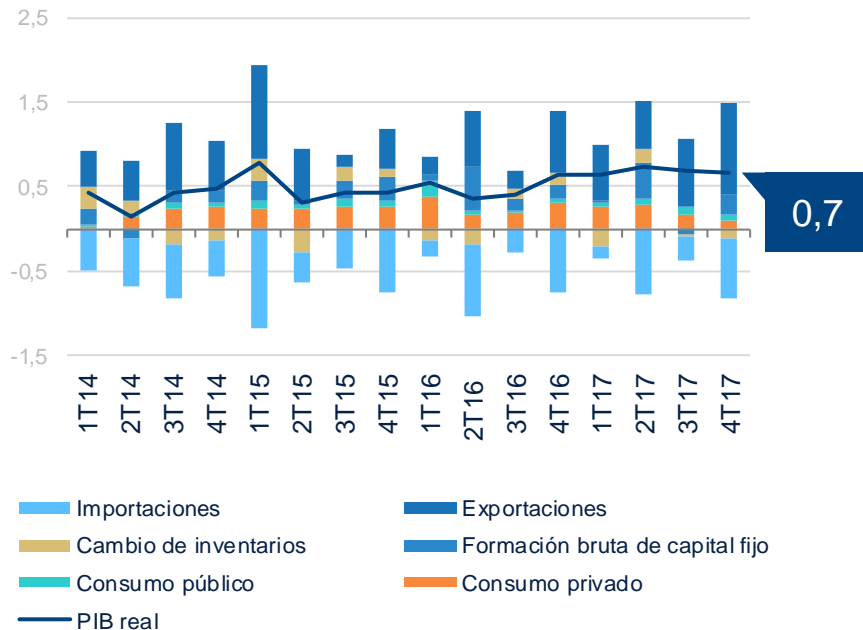
El crecimiento sigue siendo fuerte y equilibrado, pero los datos muestran signos tempranos de moderación

La economía podría estar experimentando una leve ralentización en 1T18 desde los fuertes niveles actuales

- El crecimiento trimestral del PIB en 4T17 fue revisado al alza en 0,1pp hasta un 0,7%. En este contexto, el modelo BBVA-MICA apunta a un crecimiento del 0,5% t/t en 1T18, algo menos de lo estimado anteriormente

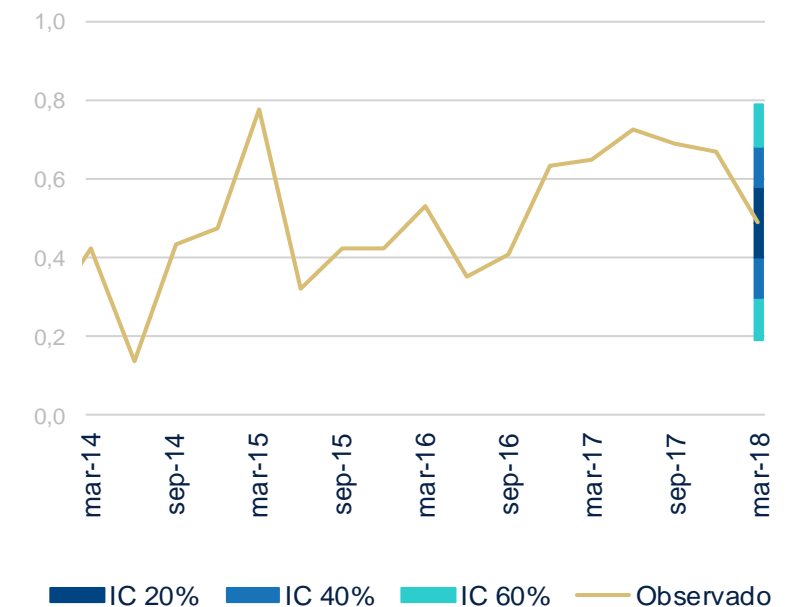
PIB, contribución por componentes

(% t/t, pp)



PIB y previsiones MICA

(% t/t)

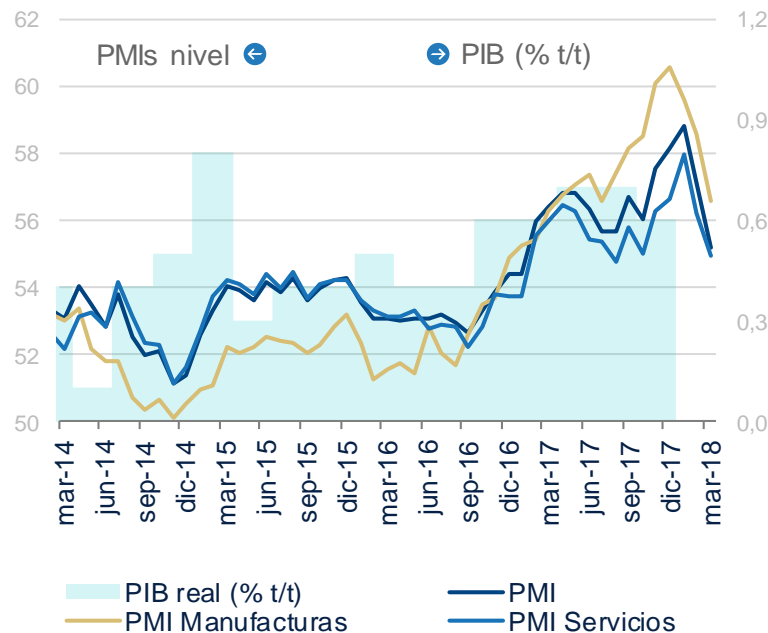


La confianza se ha moderado durante 1T18 desde el extraordinario nivel de optimismo alcanzado a finales de 2017

A pesar de que los indicadores mantienen su tendencia a la baja desde niveles muy elevados, la reducción del optimismo sigue siendo compatible con un crecimiento sólido a inicios de 2018 y en los próximos trimestres

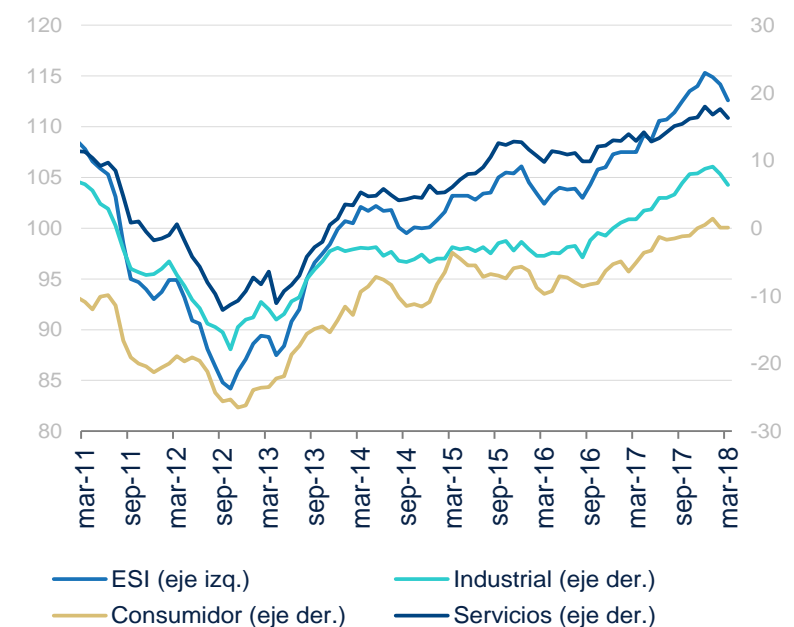
PMI y PIB

(nivel, % t/t)



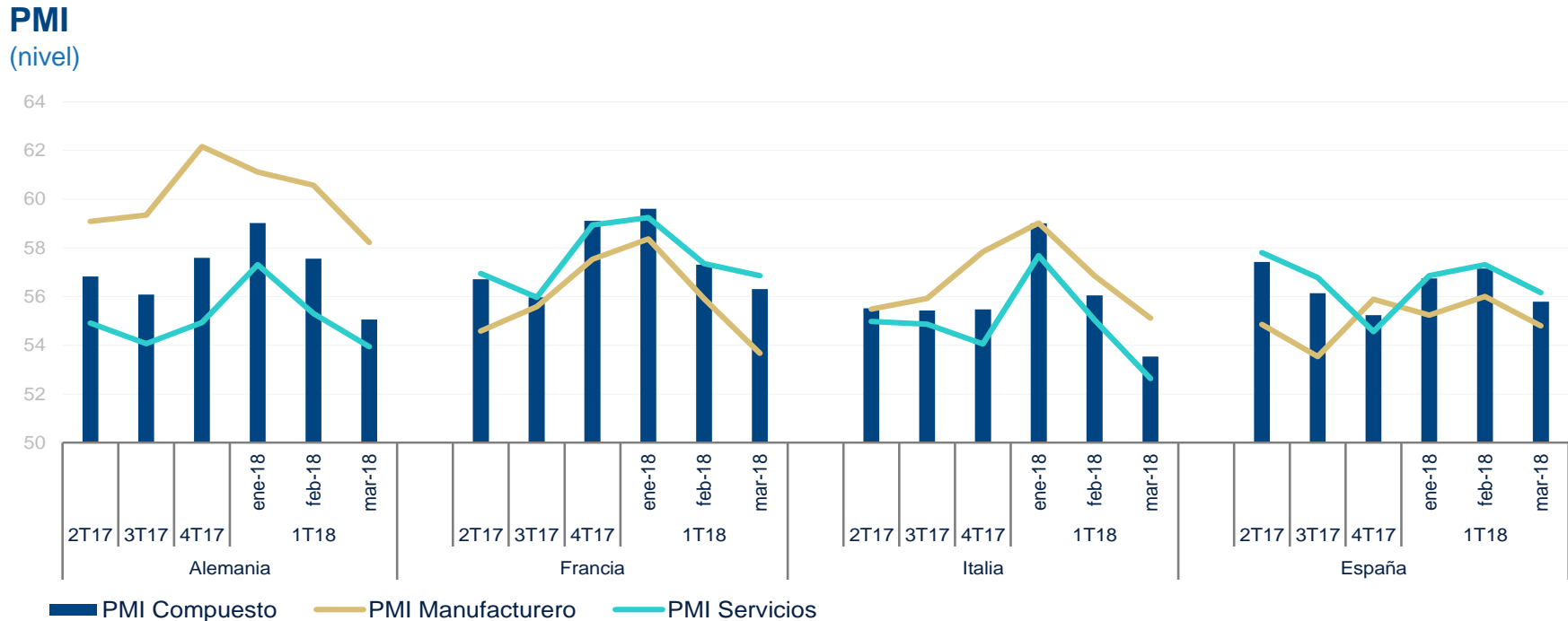
Encuesta de confianza económica CE

(nivel)



Los PMIs tanto de manufacturas como de servicios dan señales de agotamiento en marzo en casi todas las economías

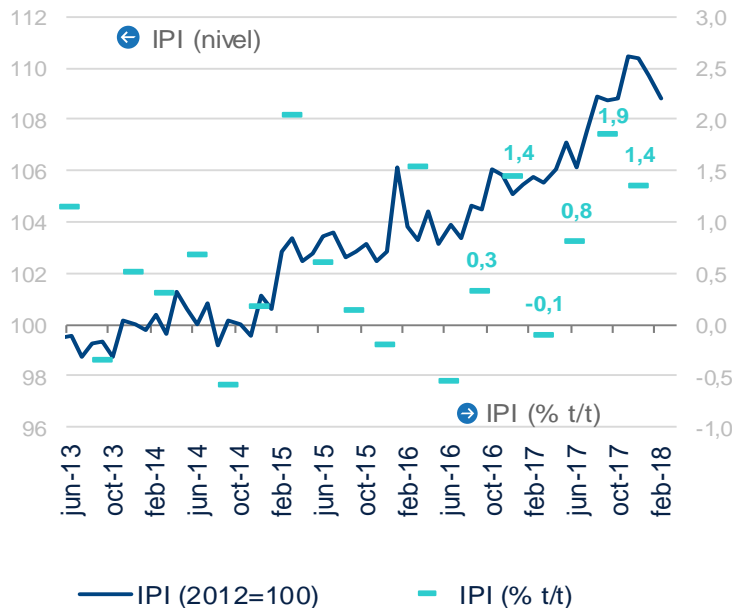
- La confianza podría estar lastrada por el mal tiempo y las restricciones en las cadenas de suministros provocadas por un invierno más prolongado. No obstante, algunos componentes de la encuesta, como el empleo, continúan en niveles muy elevados



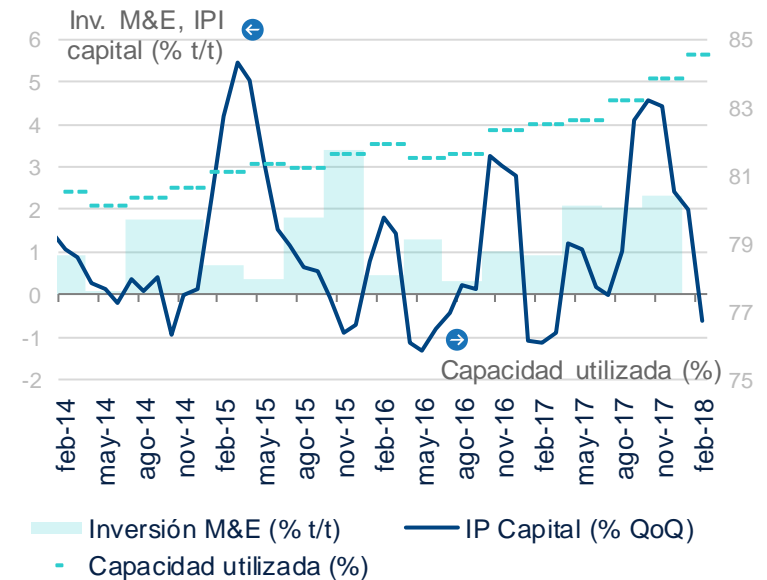
La producción industrial registra una nueva contracción en febrero

- La producción industrial vuelve a disminuir en febrero (-0,8% m/m). No obstante, la leve contracción observada a principios de 2018 se produce tras un fuerte dinamismo en segunda parte 2017 (cerca del 1,6% t/t en media)

Producción industrial (nivel, % t/t)



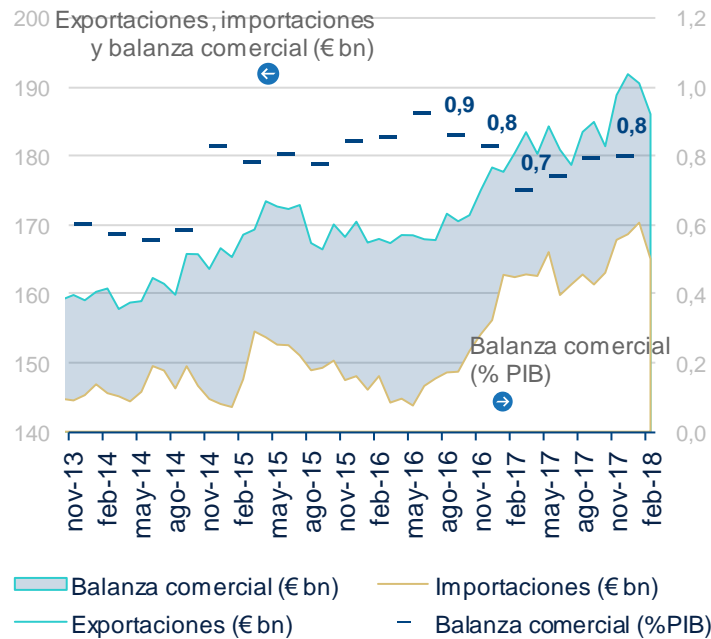
PI en bienes de capital, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada (% t/t, %)



Las exportaciones mantienen un buen ritmo de crecimiento pero pierden tracción en 1T18, mientras que las importaciones se reducen

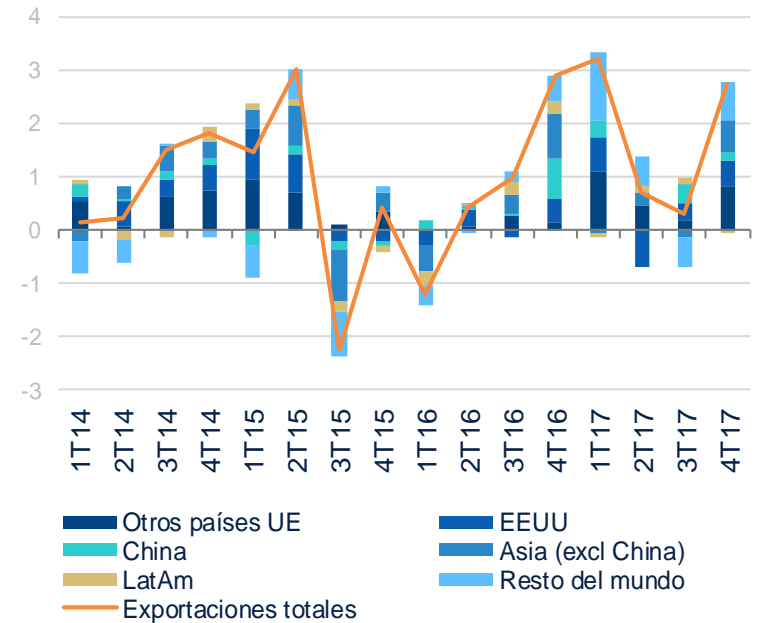
Balanza comercial

(€ bn, %PIB)



Exportaciones por destino

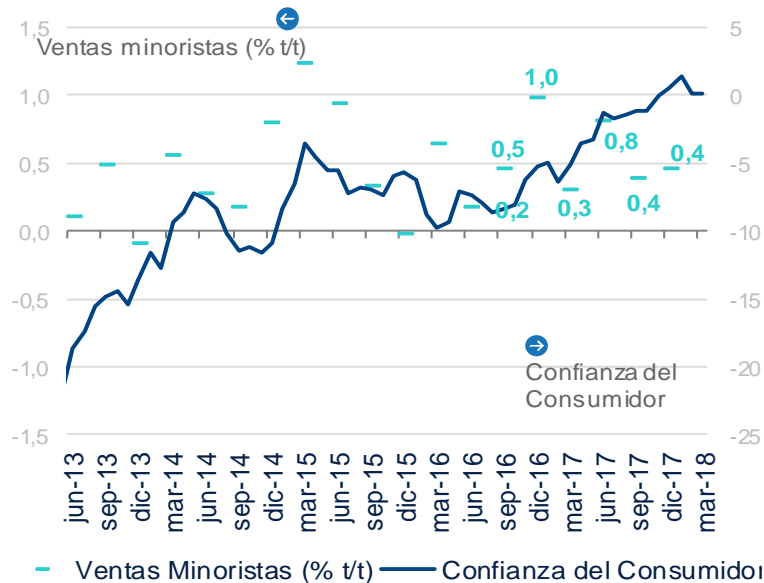
(% t/t, pp)



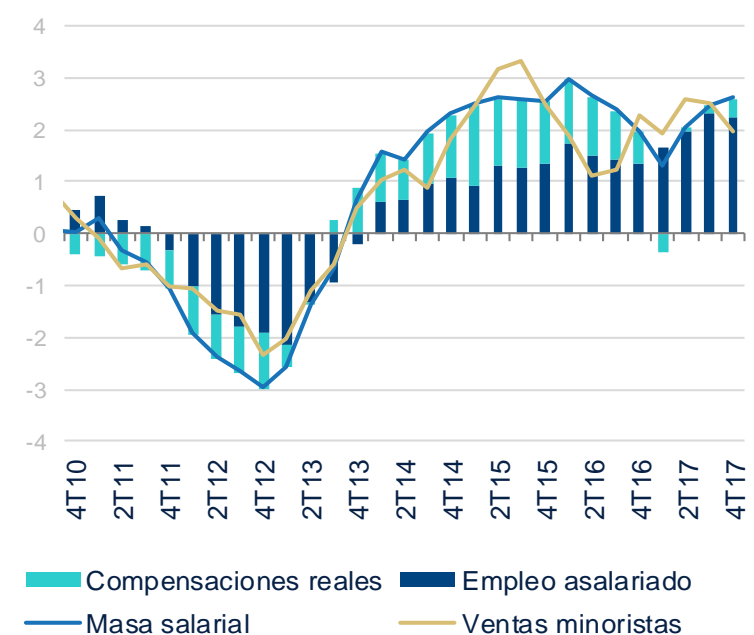
Las ventas minoristas pierden impulso a principios de año a pesar de la solidez observada en la confianza del consumidor

- La confianza del consumidor se estabiliza en niveles robustos en 1T18 a pesar de la mayor volatilidad en los mercados y la incertidumbre política

Ventas minoristas y confianza del consumidor (% t/t, pts)



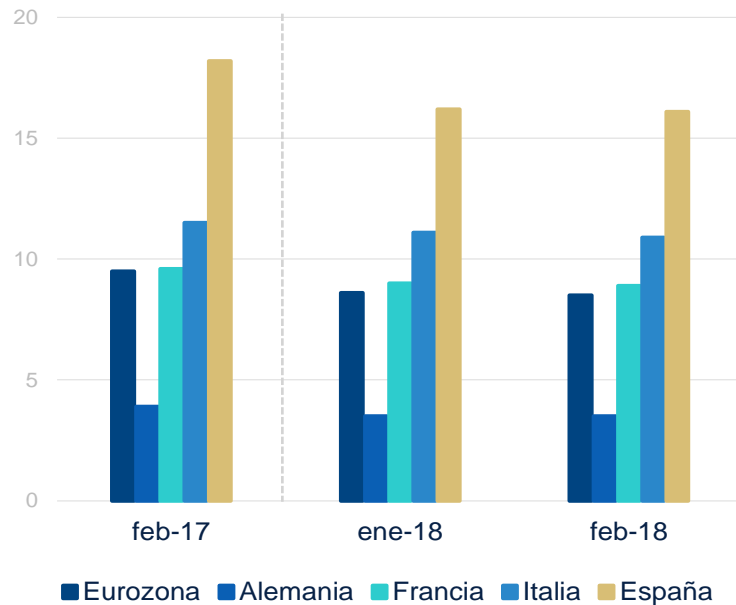
Ventas minoristas y masa salarial (% a/a, pp)



El mercado laboral continúa mejorando en 1T18

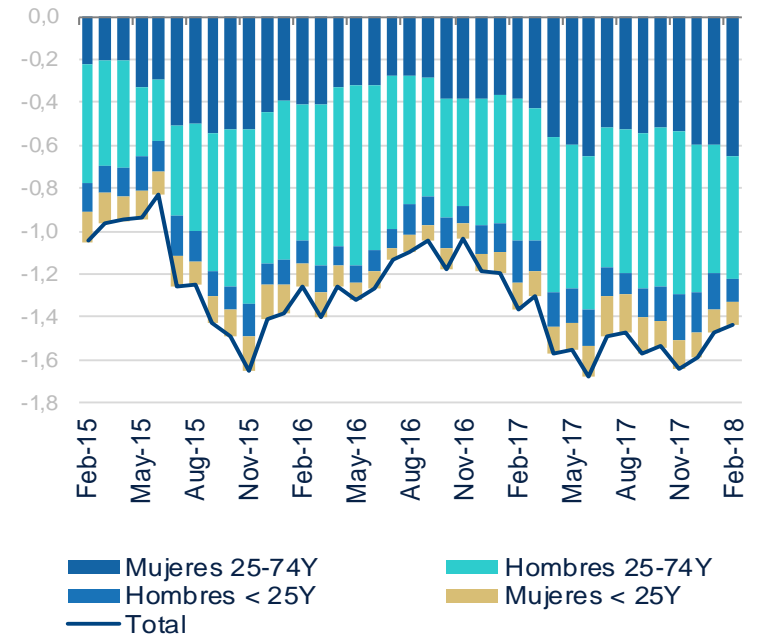
- La tasa de desempleo desciende al 8,5% en febrero, una reducción de un punto porcentual con respecto al año pasado

Tasa de desempleo por país (%)



- Entre los grupos de edad, destaca el descenso entre los hombres de 25 a 74 años

Variación anual en desempleo por género y edad (millones)

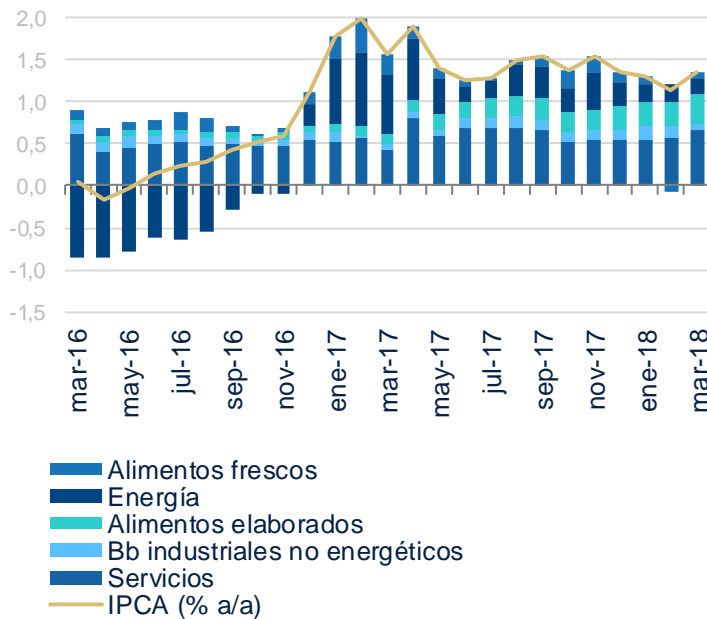


La inflación general aumentó en marzo empujada por los alimentos, pero la subyacente siguió relativamente estable

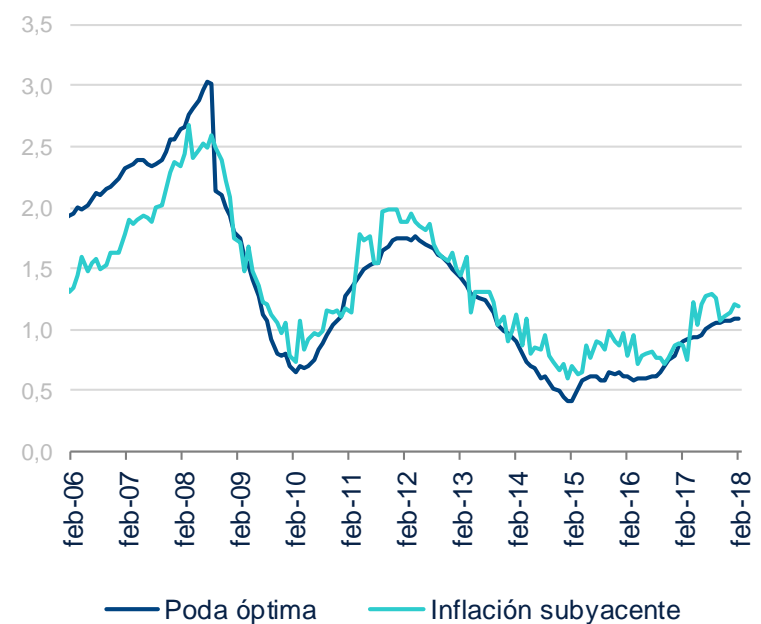
- El IPCA aumenta al 1,3% a/a (+0,2pp) impulsada sobre todo por los alimentos frescos

- La tasa subyacente repunta ligeramente hasta el 1,3% a/a, y continúa mostrando una recuperación gradual

Inflación y contribución por componentes (% a/a, pp)



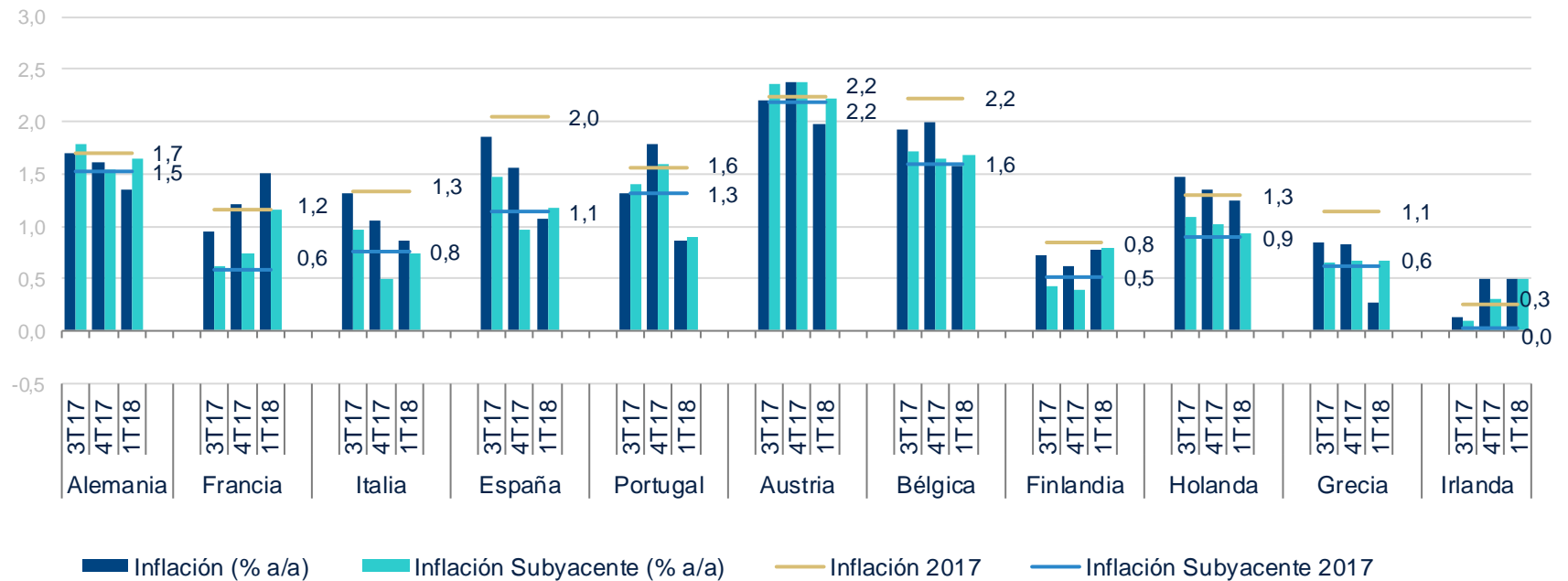
Inflación subyacente y poda óptima (% a/a)



La tasa subyacente aumenta en casi todos los países a principios de 2018

Inflación general y subyacente

(% a/a)





02

Revisión de previsiones

Crecimiento sólido pero moderándose
en el horizonte de pronóstico

Factores de crecimiento en la eurozona



Soporte de factores domésticos

- Reducción de la capacidad ociosa en el mercado laboral
- Recuperación en márgenes de beneficio
- Condiciones financieras laxas



Demanda global robusta

- Efectos positivos derivados del mayor crecimiento esperado en EE.UU.
- Solidez del crecimiento en China



Volatilidad financiera

- La retórica proteccionista y el estancamiento político podrían repercutir en la confianza



Políticas económicas de apoyo

- Una salida muy gradual del BCE y políticas fiscales levemente expansivas



La inflación permanece contenida y aumentando de forma gradual

- Presiones inflacionarias aún contenidas, reforzadas por la apreciación del euro
- Crecimiento en salarios aún débil



Los riesgos globales se intensifican

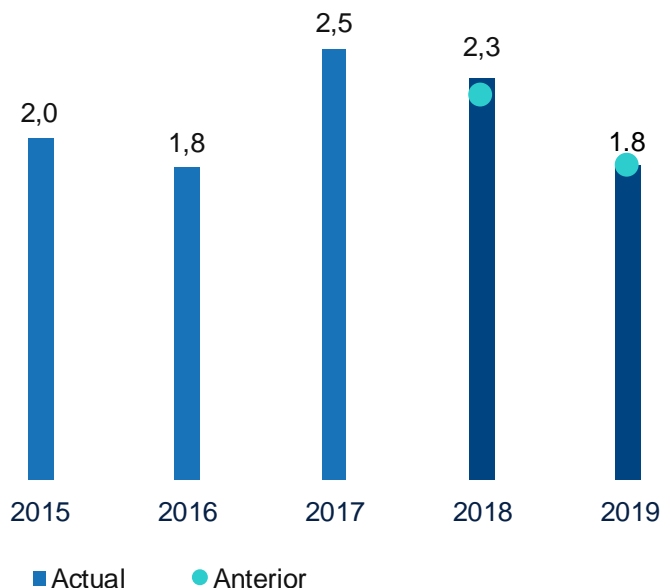
- Aumenta el riesgo de escalada de medidas proteccionistas
- Riesgos domésticos asociados sobre todo a la política

Las perspectivas han mejorado en el corto plazo en la EZ, si bien esperamos una moderación gradual en adelante

- **Leve revisión al alza en el crecimiento para 2018** (+0,1pp hasta +2,3%) considerando exportaciones más fuertes
- **Seguimos esperando una moderación** en el horizonte de pronóstico **con un crecimiento que se estabiliza**

- A pesar de la menor contribución de la demanda doméstica, **la recuperación de la inversión se su curso, sumándose a la resistencia del consumo**
- **Las presiones inflacionarias se mantendrían contenidas** mientras que la inflación subyacente retoma una senda gradual al alza en 1T18

Crecimiento del PIB y previsiones (%)



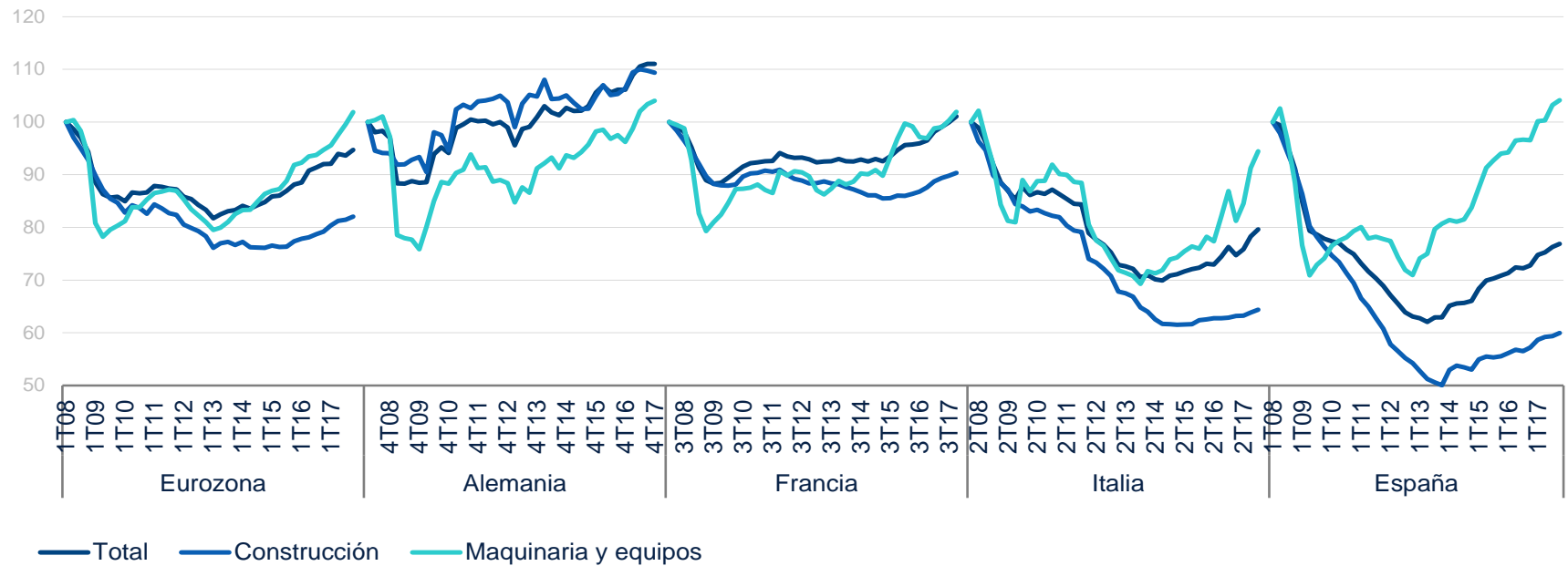
Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)
PIB real	1,8	2,5	2,3	1,8
Consumo privado	1,9	1,7	1,6	1,6
Consumo público	1,8	1,2	1,3	1,1
Inversión	4,5	3,2	3,5	3,0
Demanda interna (pp)	2,3	1,9	1,9	1,8
Exportaciones	3,4	5,4	5,1	4,0
Importaciones	4,8	4,5	4,6	4,2
Exportaciones netas (pp)	-0,5	0,6	0,4	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	3,4	3,5	3,5	3,3
Saldo presupuestario (% PIB)	-1,5	-1,1	-0,8	-0,6
IPCA (media % a/a)	0,2	1,5	1,5	1,6

La inversión continúa creciendo, y recupera poco a poco los niveles pre crisis

Inversión por país

(1T08=100)

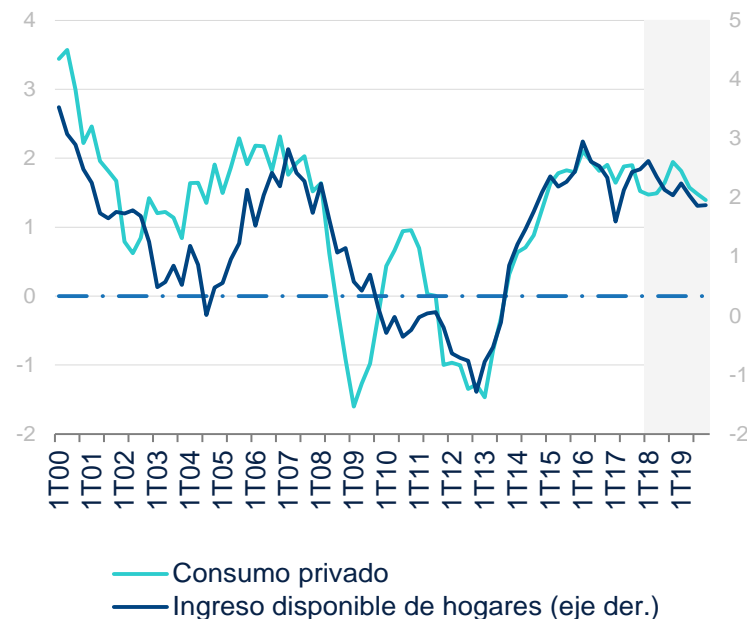


El consumo permanece robusto en 2018-19 a pesar de la contención en los salarios

- El consumo privado ha mostrado un **crecimiento sólido** y se suma a niveles elevados de confianza
- El **ingreso disponible real** tenderá a moderarse afectado por las mayores expectativas de inflación
- Se espera que la **tasa de paro** mantenga su tendencia a la baja

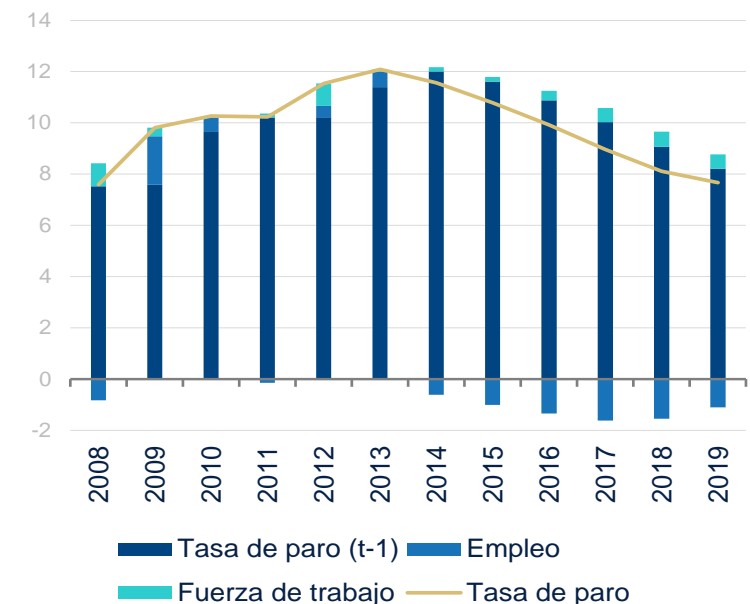
Consumo privado y salario real

(% a/a)



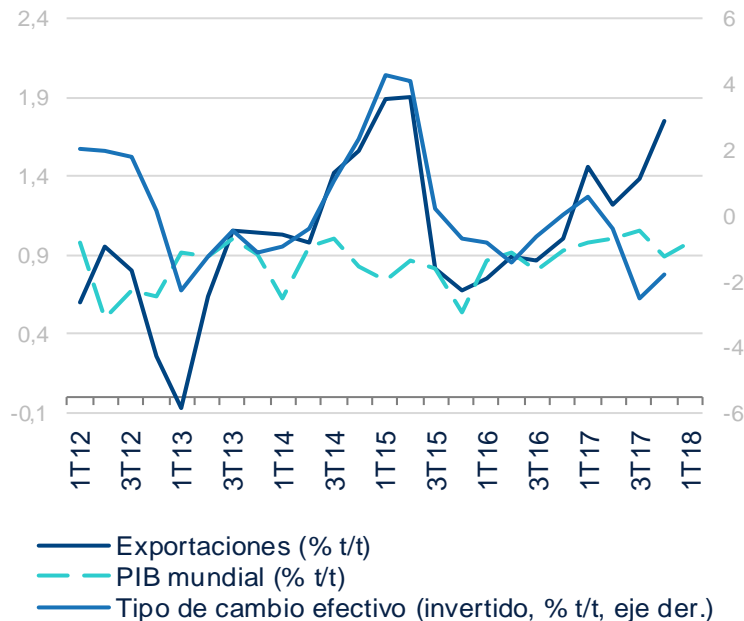
Tasa de desempleo y contribución

(%, pp)

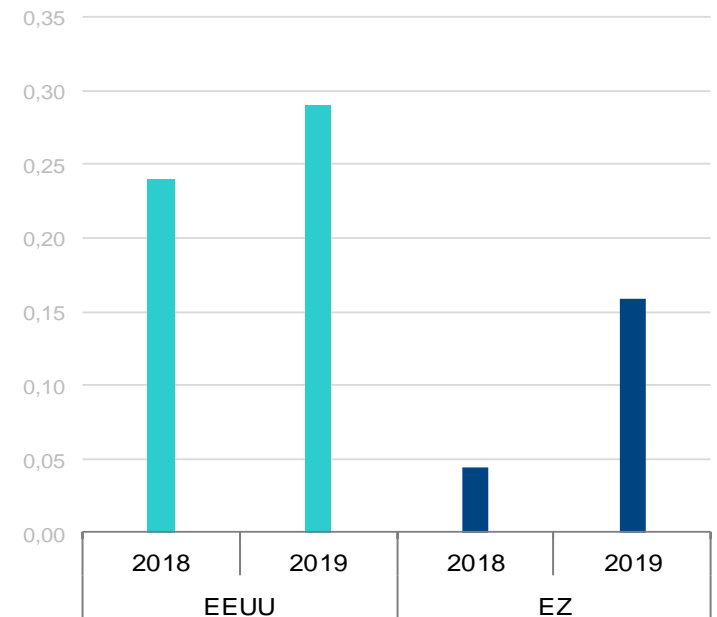


La revisión al alza en las previsiones de crecimiento en EEUU estimulará la demanda interna, y el impacto de la fortaleza del euro es de momento limitado

Exportaciones, EUR/USD y PIB mundial
(% t/t)

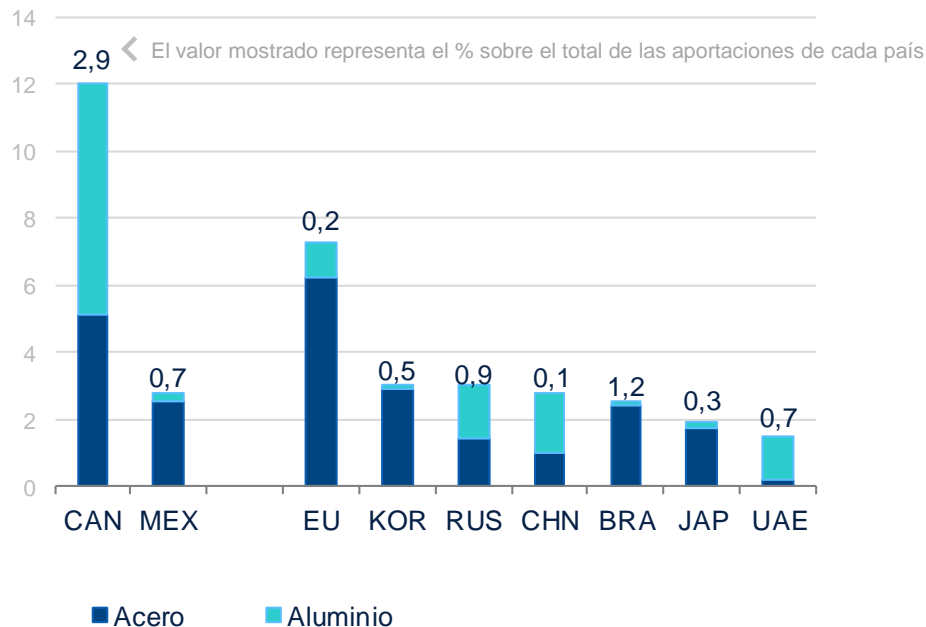


Efecto del mayor crecimiento en EEUU en el PIB de la eurozona
(pp)



El riesgo de escalada proteccionista genera incertidumbre sobre la economía

EE.UU.: Importaciones de acero y aluminio y peso sobre total exportaciones de cada país (MM de dólares, % total exportaciones)



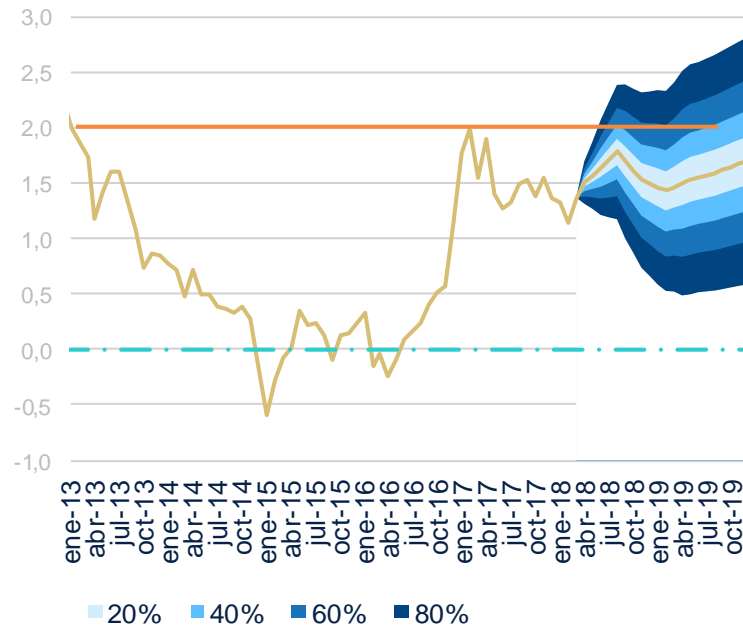
- Los aranceles sobre el acero y aluminio de EEUU tienen un impacto directo pequeño:
 - Sólo representan una parte pequeña del total de las exportaciones
 - Exención para muchos países hasta mayo
 - El mayor impacto negativo puede venir de los efectos indirectos y de la posible reacción de los países afectados
- La subida de aranceles entre EEUU y China (25% y por valor de 50 MM dólares en 2017):
 - Tienen un impacto mayor: 38% exportaciones a China (3% de las totales de EE.UU.) y 11% de las exportaciones a EE.UU. (2% de las totales de China)
 - Puede ser el principio de una escalada mayor
- Pérdidas potenciales de en la UE de USD2,6bn (0,1% de bienes exportados) según estimaciones del Departamento de Comercio de EEUU

La inflación tenderá a oscilar alrededor del 1,5% el año que viene, aumentando a partir de entonces gracias a la subyacente

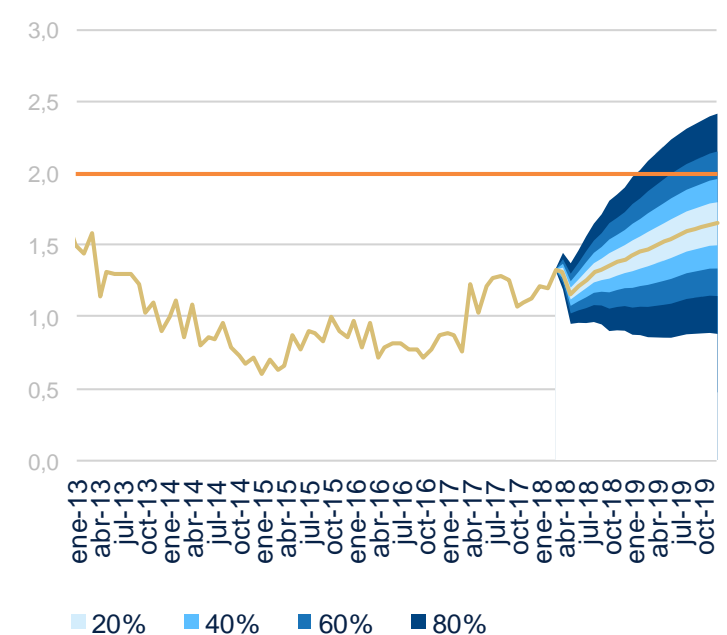
- La inflación subyacente recupera su tendencia al alza en 1Q18, mientras que la ralentización de la general responde a factores temporales

- Escenario sin cambios sustanciales: mayor crecimiento esperado en la subyacente a partir de 2019

Inflación general IPCA y previsión (% a/a)



Inflación subyacente IPCA y previsión (% a/a)



El BCE está avanzando en la salida del QE sin generar tensiones

QE



En 2018 se pondrá fin al QE

Compras mensuales de activos (€ 30 MM) hasta septiembre

Reducción de compras entre septiembre y diciembre

Tipos



Conforme nos aproximamos al fin del QE, **el foco se desplaza a las subidas de tipos:** cuando empiezan y a qué ritmo

Pero el BCE seguirá presente en el mercado de deuda: reinversión de vencimientos

El reto para el BCE es guiar las expectativas de tipos (*forward guidance*)

Elementos clave en la salida:



Tipos largos y primas de riesgo



Tipo de cambio (€)



Expectativas de subidas de tipos

Alemania: crecimiento robusto apoyado en la solidez de la demanda doméstica

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017(e)	2018(p)	2019(p)
PIB real	1,9	2,5	2,4	1,8
Consumo privado	1,9	2,1	1,7	1,6
Consumo público	3,7	1,6	1,7	1,6
Inversión	2,9	3,9	3,8	3,1
Demanda interna (pp)	2,2	2,3	2,1	1,9
Exportaciones	2,4	5,3	6,5	4,1
Importaciones	3,8	5,6	6,6	4,8
Exportaciones netas (pp)	-0,4	0,2	0,4	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	8,5	8,1	8,3	7,9
Saldo presupuestario (% PIB)	0,8	0,9	1,0	1,0
IPCA (media % a/a)	0,4	1,7	1,7	1,8

- Los últimos datos de actividad sugieren que la economía continúa apoyándose en la solidez de la demanda externa
- Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento sin cambios, esperando una leve desaceleración
- El consumo privado tenderá a moderar debido al gradual repunte en inflación y a la pérdida de confianza
- El panorama externo aún positivo, seguirá impulsando fuertes cifras de comercio e inversión
- El consumo público crecerá de forma estable en un marco fiscal que no presenta cambios
- Riesgos locales derivados de la debilidad de la coalición de gobierno, que podría pesar sobre la agenda de reformas

Francia: crecimiento revisado al alza gracias al soporte de las exportaciones

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017(e)	2018(p)	2019(p)
PIB real	1,1	2,0	2.0	1.6
Consumo privado	2,1	1.3	1.6	1.5
Consumo público	1,2	1.6	1.4	1.2
Inversión	2,7	3.8	3.7	2.7
Demanda interna (pp)	1,9	2.3	2.0	1.6
Exportaciones	1,9	3.3	4.9	3.5
Importaciones	4,2	4.1	4.3	3.2
Exportaciones netas (pp)	-0,8	-0.4	0.0	0.0
Cuenta corriente (% PIB)	-0,9	-1.2	-1.0	-0.9
Saldo presupuestario (% PIB)	-3,4	-2.8	-2.6	-2.6
IPCA (media % a/a)	0,3	1.2	1.3	1.5

- Las exportaciones y la inversión sorprendieron al alza a finales de 2017
- Revisamos al alza el crecimiento del PIB en 2018 hasta un 2,0% (+0,1pp), mientras que mantenemos la expectativa de moderación para 2019
- El consumo privado se beneficiará de la reducción de holguras del mercado laboral, unos niveles de confianza aún elevados y baja inflación
- Las reformas continuarán impulsando la inversión, prolongando el ciclo positivo de actividad
- El crecimiento de las importaciones compensará en parte la mayor contribución de las exportaciones, favorecidas por la recuperación del comercio global
- La agenda de reformas y la consolidación fiscal siguen su curso, pero podrían frenarse por el riesgo de aumento del descontento social

Italia: se mantiene el diferencial de crecimiento con el resto de socios europeos a pesar de los avances

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017(e)	2018(p)	2019(p)
PIB real	1,0	1,6	1,5	1,3
Consumo privado	1,4	1,4	1,1	1,0
Consumo público	0,6	0,1	0,3	0,4
Inversión	3,3	3,9	4,2	2,2
Demanda interna (pp)	1,3	1,4	1,4	1,1
Exportaciones	2,6	6,0	5,0	3,3
Importaciones	3,8	5,7	5,2	3,1
Exportaciones netas (pp)	-0,3	0,2	0,1	0,1
Cuenta corriente (% PIB)	2,7	3,0	2,8	2,4
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,5	-2,2	-1,9	-1,6
IPCA (media % a/a)	-0,1	1,3	1,3	1,6

- **Crecimiento estable**, a pesar de mostrar cifras algo por debajo de las expectativas en 4T17
- **Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento** en el 1,5% y 1,3% para 2018 y 2019, respectivamente
- Las **cifras de inversión** han sorprendido al alza y **continuarán impulsando el crecimiento**
- El **consumo privado debería moderar**, principalmente afectado por la creciente inflación
- La **recuperación del comercio global** soportará un **mayor dinamismo de las exportaciones**, favoreciendo a una contribución positiva de la demanda externa
- La **incertidumbre política** y los **riesgos derivados del populismo** se mantienen latentes después de las elecciones

España: revisión al alza del crecimiento a pesar de la incertidumbre política

Principales indicadores macroeconómicos (% a/a, % PIB)

	2016	2017(e)	2018(p)	2019(p)
PIB real	3,3	3,1	2,9	2,5
Consumo privado	2,9	2,4	2,2	2,0
Consumo público	0,8	1,6	1,7	1,9
Inversión	3,3	5,0	4,8	5,4
Demanda interna (pp)	2,5	2,8	2,6	2,6
Exportaciones	4,8	5,0	4,8	6,1
Importaciones	2,7	4,7	4,2	6,9
Exportaciones netas (pp)	0,7	0,3	0,3	-0,1
Cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,7	1,5	1,1
Saldo presupuestario (% PIB)	-4,3	-3,1	-2,4	-1,7
IPCA (media % a/a)	-0,2	2,0	1,5	1,6

- Los últimos datos disponibles apuntan a un **mayor crecimiento del PIB** (+0,4pp a 2,9% en 2018 y +0,2pp hasta 2,5% en 2019)
- El consumo se modera lentamente, pero **las exportaciones y la inversión muestran claros signos de recuperación**
- La incertidumbre en Cataluña permanece elevada, **pero decreciendo**
- **Los fundamentos externos** impulsados por la demanda global continuarán respaldando una fuerte recuperación
- **La incertidumbre política, el ajuste fiscal y una recuperación no inclusiva** son los mayores riesgos a nivel local



BBVA Research

Observatorio Económico Eurozona

Abril 2018

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.