



BBVA Research

# Observatorio Económico Eurozona

Enero 2019

Creando Oportunidades

# Eurozona | Revisión a la baja del crecimiento del PIB por la mayor incertidumbre y el empeoramiento global

- El crecimiento de la EZ se ralentizó más de lo esperado en el 2S18, situándose en torno al 0,2%, ya que el menor apoyo mundial se vio exacerbado por algunos factores temporales específicos en algunos países y sectores. Como resultado, el PIB se desaceleró hasta el 1,8% en 2018 desde el 2,5% en 2017.
- Los indicadores cuantitativos hasta noviembre fueron mixtos. La producción industrial disminuyó de nuevo por la pérdida de impulso de los bienes de capital (relacionados con la inversión), mientras que las exportaciones nominales continuaron recuperándose de manera muy gradual y las ventas al por menor crecieron, interrumpiendo la marcada desaceleración de los trimestres anteriores.
- El empeoramiento de la confianza sigue arraigándose a principios de 2019, no sólo en manufacturas, sino también en servicios, excepto en Alemania, lo que a su vez aumenta la preocupación por el efecto negativo de la prolongada incertidumbre sobre el gasto privado. Sin embargo, la confianza de los consumidores parece haberse estabilizado.
- Revisamos a la baja las previsiones de crecimiento hasta el 1,4% en 2019 y en 2020, debido principalmente al peor desempeño en 2S18, pero también a la menor demanda mundial, que, junto con la creciente incertidumbre (*Brexit*, obstáculos políticos en algunos países), podría frenar la inversión. Los menores precios del petróleo y la depreciación del euro apoyarán el crecimiento, además de la solidez de los factores domésticos y una política fiscal y monetaria algo más acomodaticias.
- La fuerte caída del precios del petróleo determinará la inflación en los próximos meses, claramente por debajo del objetivo del BCE en 2019-20, pero es probable que la inflación subyacente aumente de forma muy gradual.
- Los riesgos son a la baja, principalmente de carácter político. El más inminente es el *Brexit*, pero también la creciente polarización política y la falta de progreso en el proceso de integración en vísperas de las elecciones al Parlamento Europeo. Además, no se puede descartar las amenazas de EE.UU. de aumentar los aranceles al sector del automóvil.



# 01

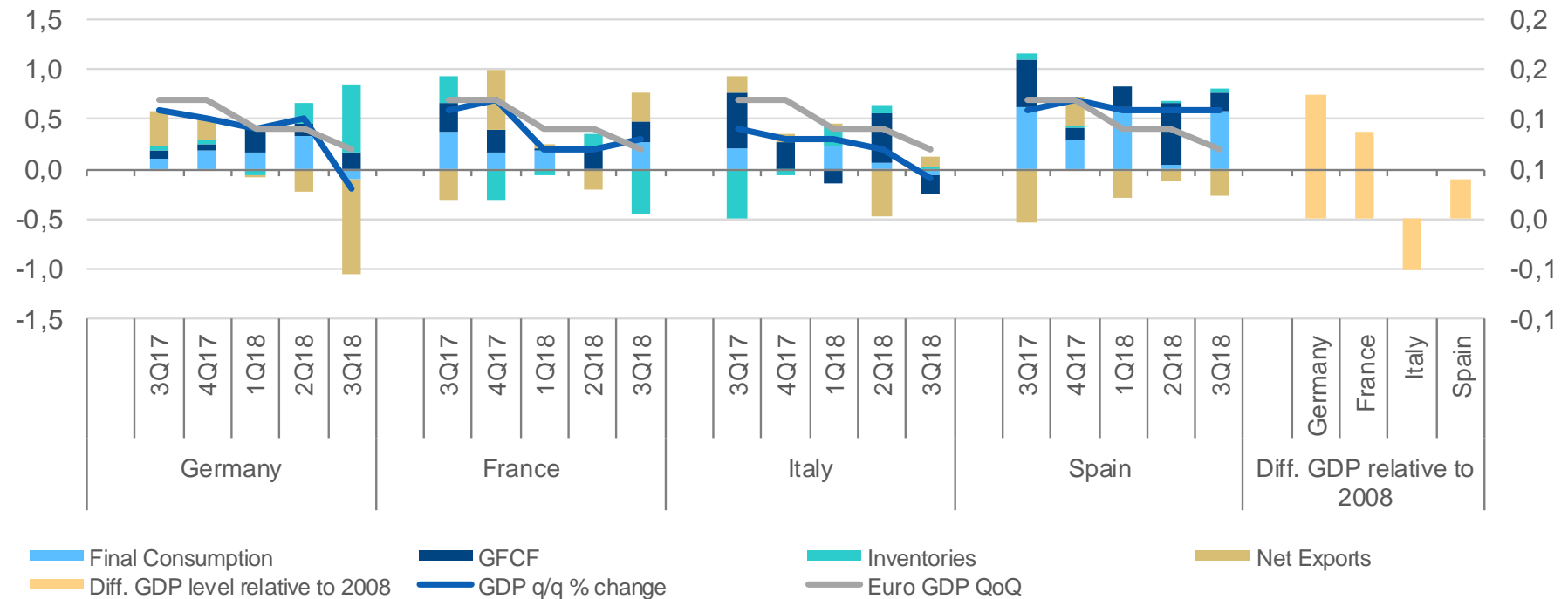
## Evolución económica

# Desaceleración mayor de lo previsto en el 3T18, por efectos transitorios en Alemania y por la contracción del PIB italiano

Los cambios regulatorios en el sector automoción lastraron la producción especialmente en Alemania, pero también la menor demanda global. Por el contrario, el crecimiento se aceleró en Francia y se estabilizó en España.

## PIB, contribución por componentes

(%/t, pp)

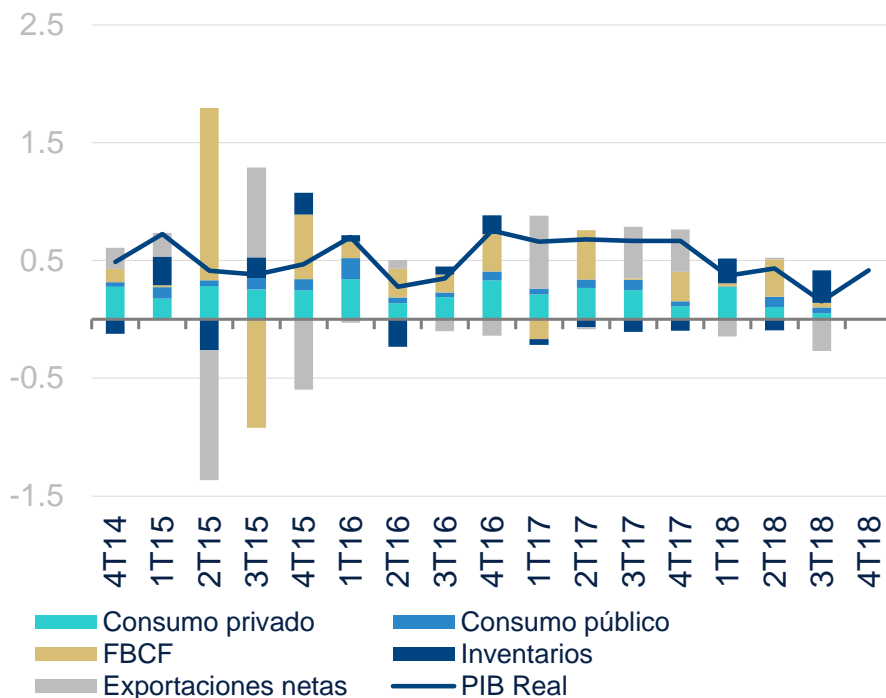


# El crecimiento se mantiene en el 0,2% t/t en 4T18, por el lastre de las exportaciones netas y la persistencia de algunos factores transitorios

Algunos factores temporales deberían desaparecer, pero los disturbios en Francia también podrían haber frenado el crecimiento. Además, hay factores más duraderos, como la menor demanda mundial, que apuntan a un crecimiento algo más moderado en los próximos trimestres.

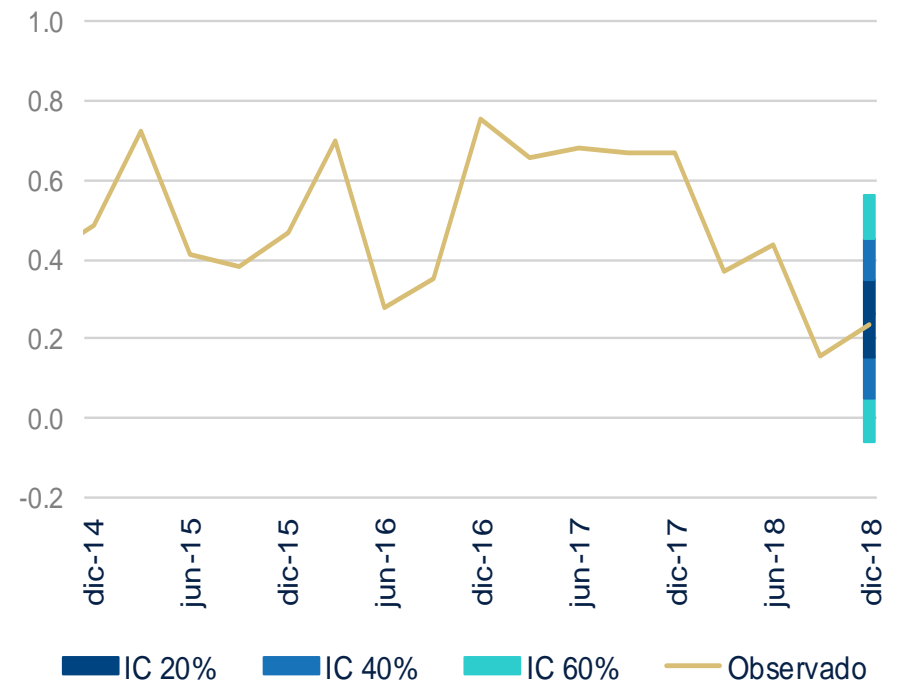
## PIB, contribuciones por componente

(%, t/t)



## PIB y previsiones MICA

(%, t/t)

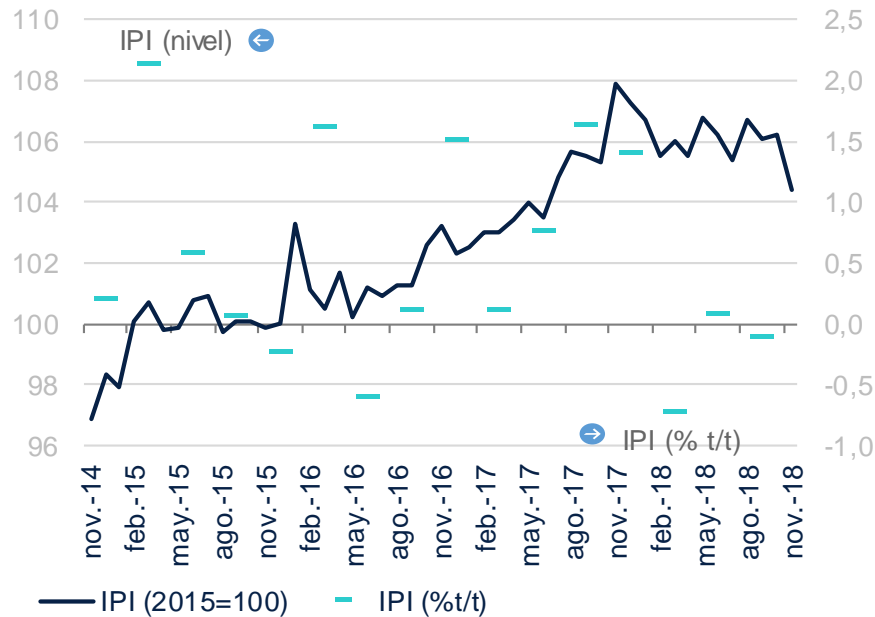


# La producción industrial cayó en noviembre y sugiere que la recuperación de la inversión podría perder algo de impulso

La disminución fue generalizada en todos los bienes, especialmente los de capital y duraderos, lo que aumenta las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación desde mediados de 2018

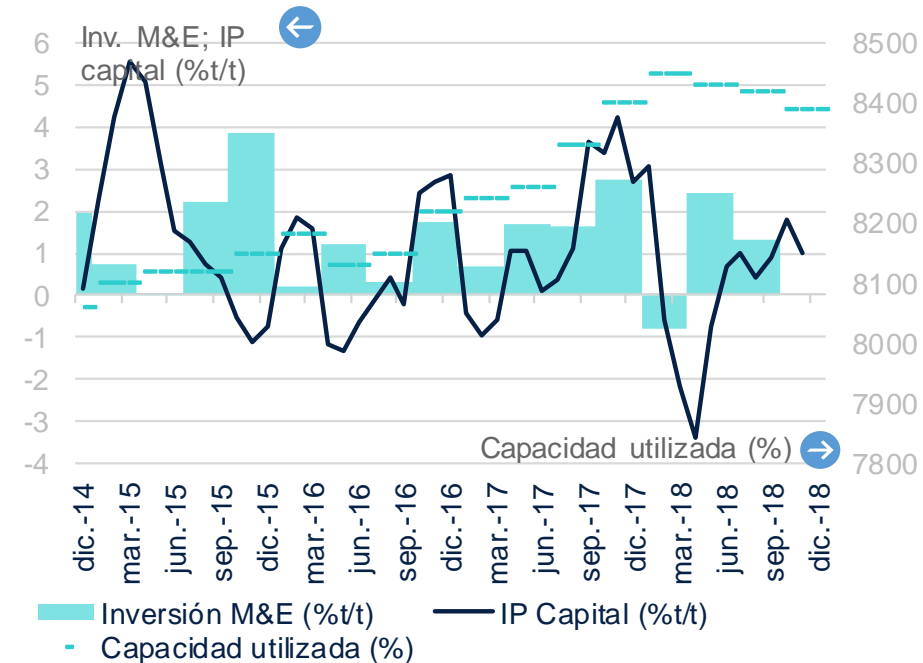
## Producción Industrial

(Nivel, % t/t)



## P. Industrial bienes de capital, inversión en maquinaria y equipo y capacidad utilizada

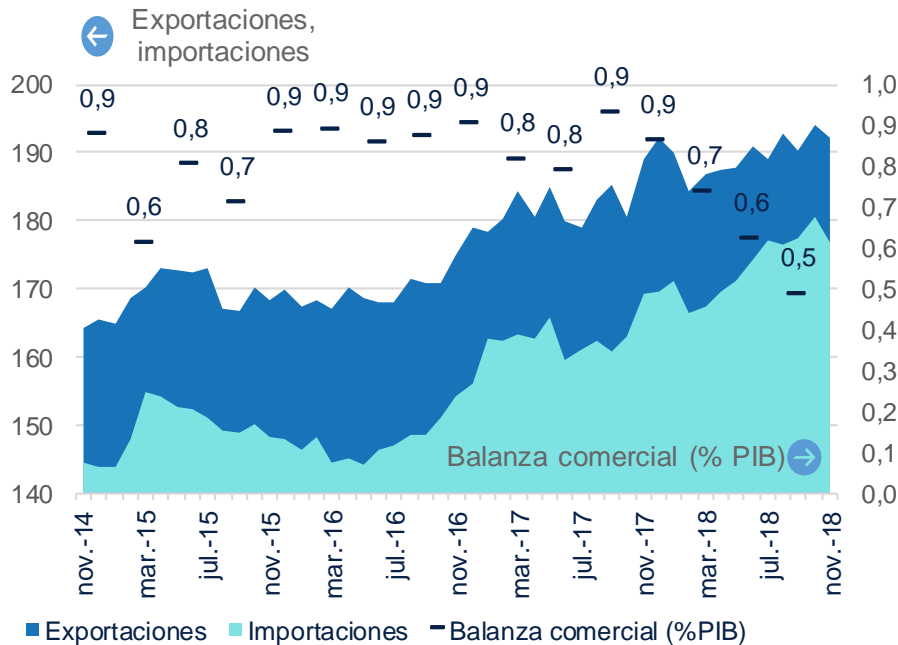
(%t/t; %)



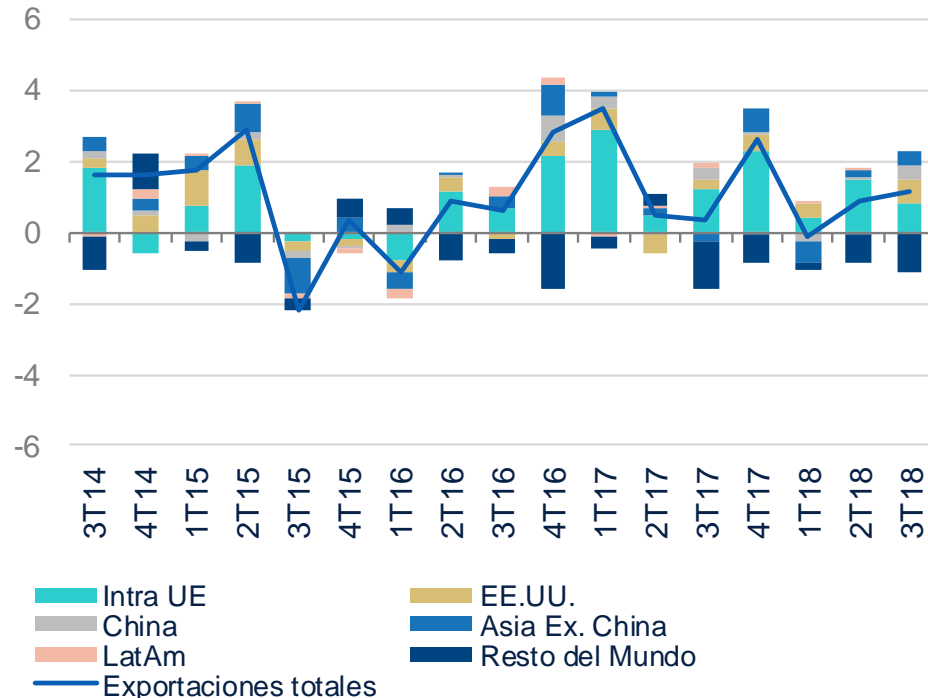
# Recuperación gradual de las exportaciones, pero la demanda externa drenará crecimiento por el dinamismo de las importaciones

Más allá de la volatilidad, las exportaciones han aumentado gradualmente desde 2T18, pero su contribución al crecimiento sigue disminuyendo tras el fuerte impulso del año anterior.

**Balanza comercial**  
(€Mm; %PIB)



**Exportaciones por destino**  
(%a/a; pp)

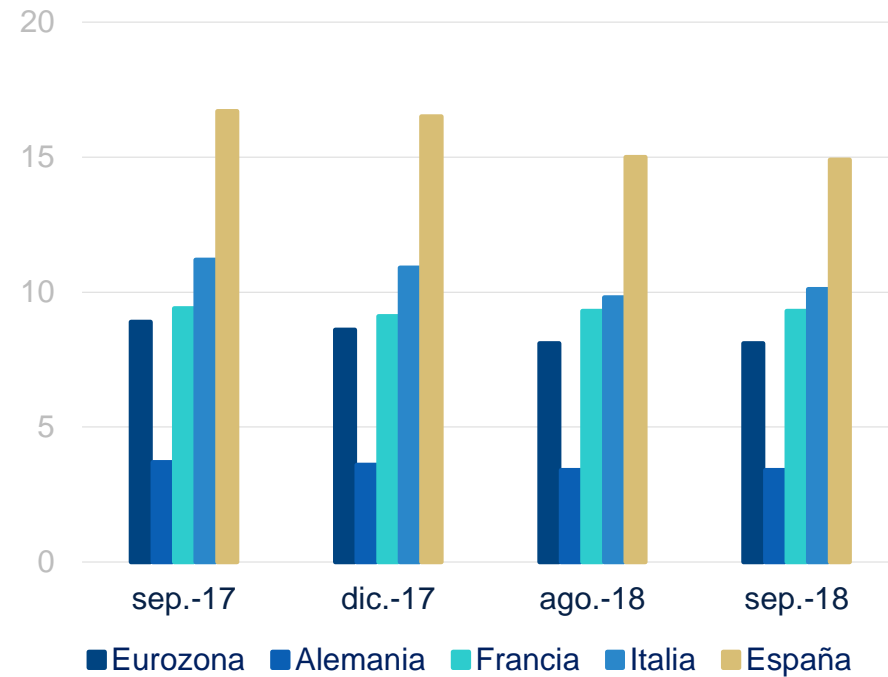


# La tasa de desempleo se mantiene estable en noviembre

A pesar de las diferencias significativas entre países, el endurecimiento del mercado podría ejercer cierta presión al alza sobre los salarios en los próximos trimestres.

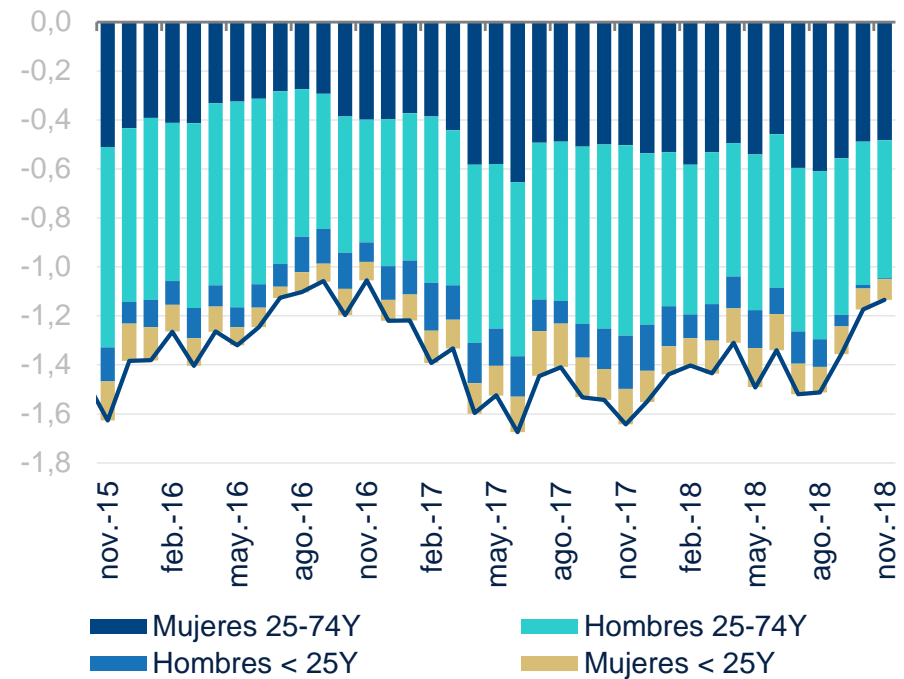
## Tasa de desempleo por país

(%)



## Cambio en el desempleo anual por género y edad

(millones de personas)



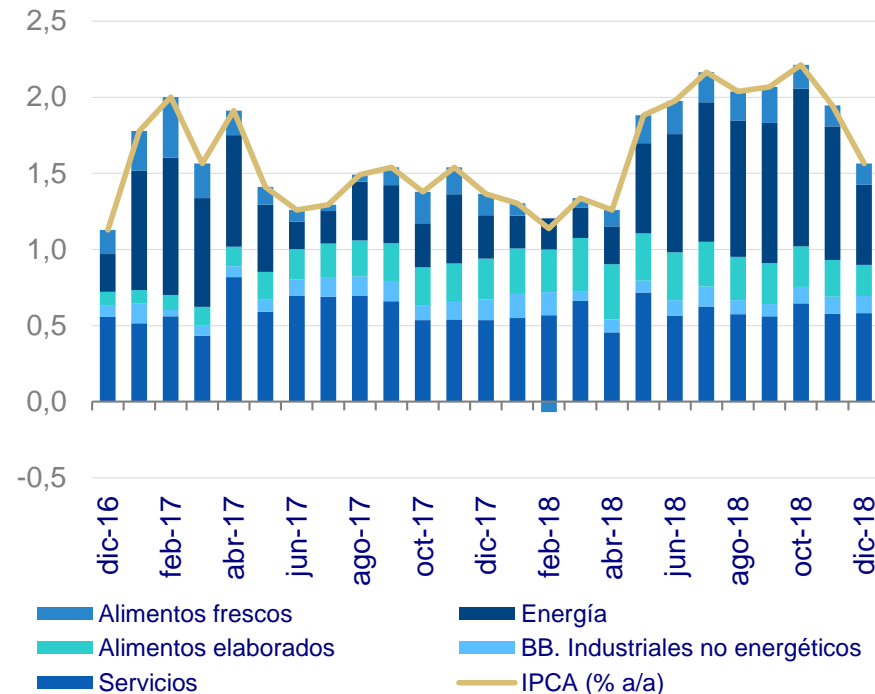


# Disminución de la inflación por la bajada de los precios del petróleo, pero la subyacente se mantiene estable en tasas bajas

La fuerte caída de los precios del Brent reducirá la inflación hasta niveles por debajo del objetivo del BCE, mientras que es probable que la subyacente tienda a aumentar de forma muy gradual.

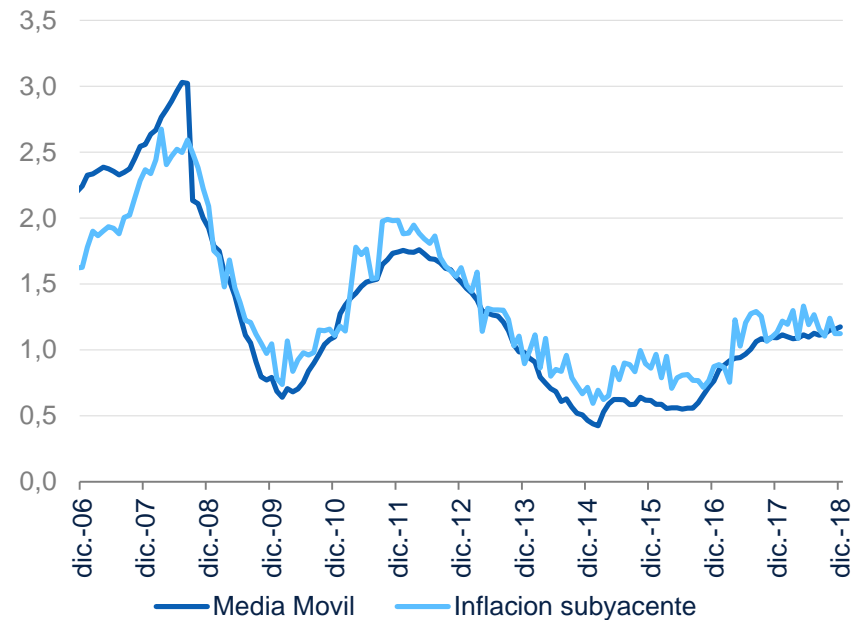
## Inflación y contribución por componentes

(%a/a, pp)



## Inflación subyacente y media recortada

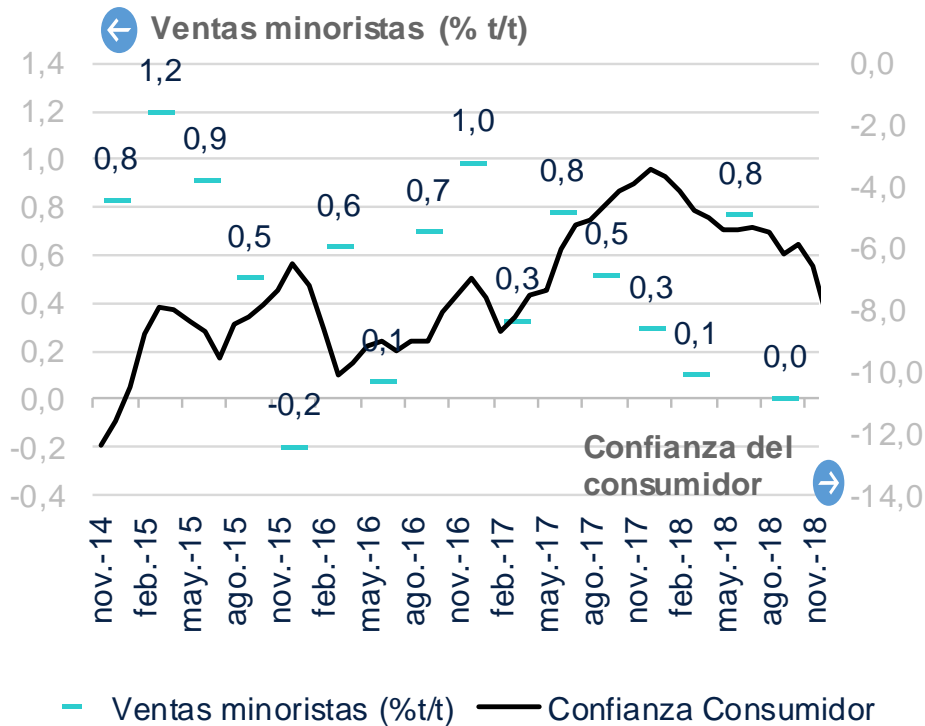
(%a/a)



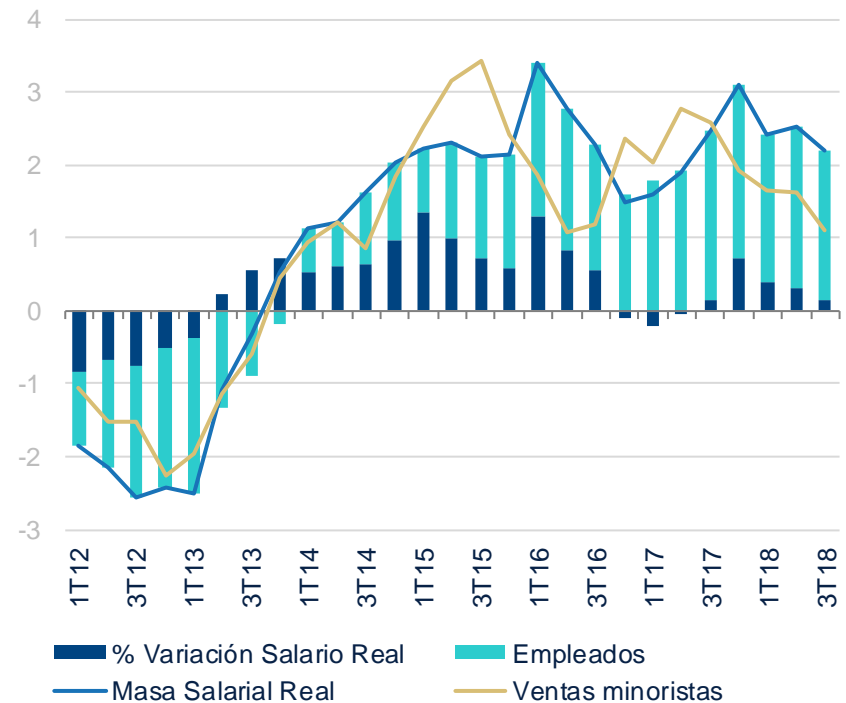
# El comercio minorista aumentó en noviembre, frenando la marcada desaceleración de los últimos trimestres

La reducción de la inflación y el aumento de los salarios apoyarán el gasto de los hogares, aunque probablemente a un menor ritmo, ya que noviembre refleja en parte el efecto del *Black Friday*.

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



## Ventas minoristas y masa salarial (%/a/a; pp)

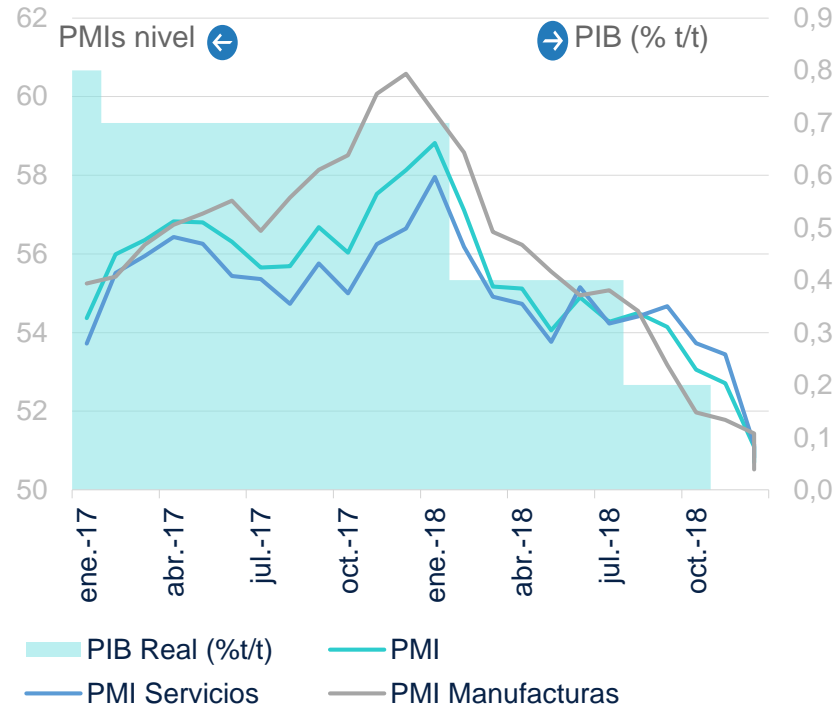


# Continúa el empeoramiento de la confianza tanto en manufacturas como en servicios, pero mejora la confianza de los consumidores

La preocupación por el proteccionismo y la menor demanda mundial, especialmente de China, está afectando a la confianza en manufacturas y se está extendiendo a servicios. Sin embargo, la confianza de los consumidores parece haberse estabilizado.

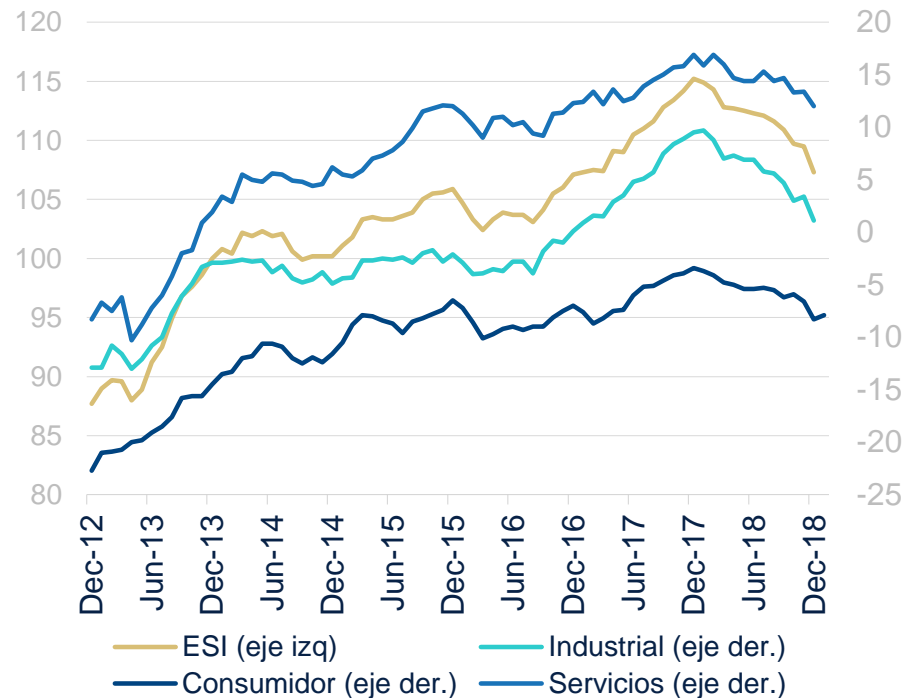
## PIB y PMI

(nivel, % t/t)



## Encuesta de confianza económica CE

(nivel)

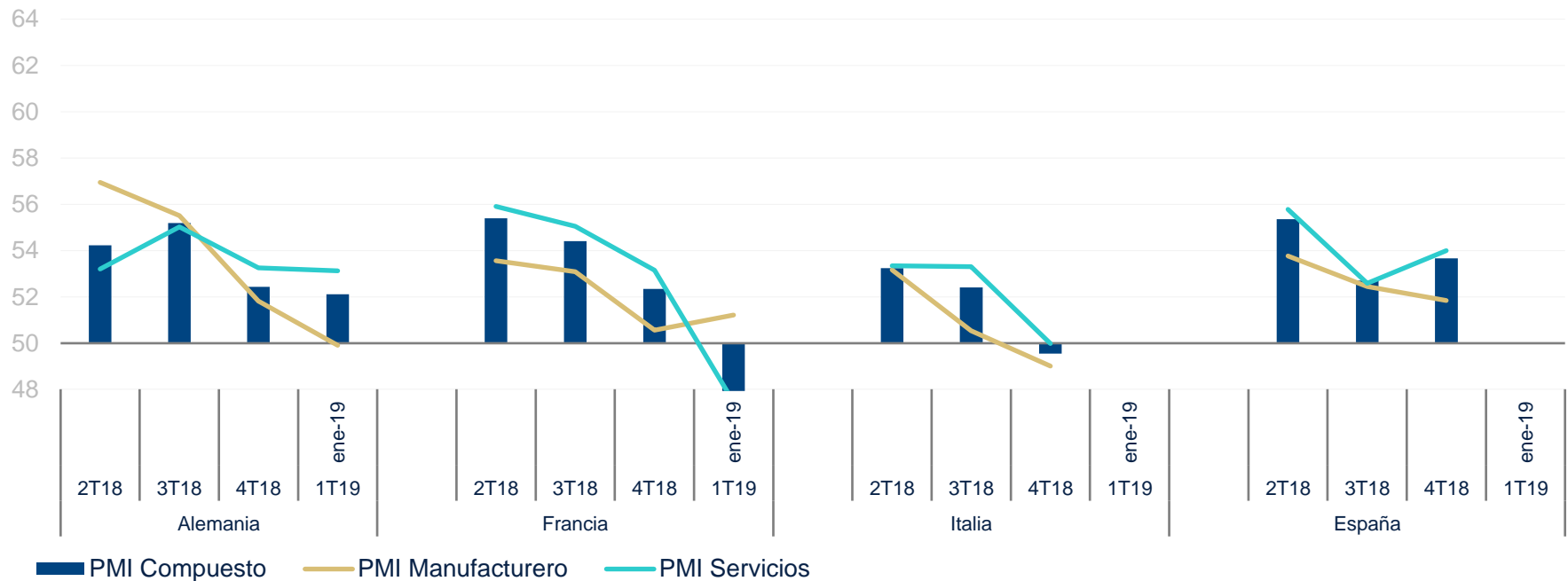


# En enero, los PMI cayeron en Francia y se recuperaron ligeramente en Alemania debido a la fuerte expansión del sector servicios

Los datos alemanes reflejan una mayor preocupación por la demanda mundial de manufacturas y contrastan con la resistencia de los servicios (por factores internos). Francia parece estar menos expuesta a los choques externos, pero las protestas están dificultando la confianza en servicios.

## PMI

(nivel)



# El BCE sigue con la normalización, pero es probable que las subidas de tipos se retrasen por el aumento de los riesgos

## Balance

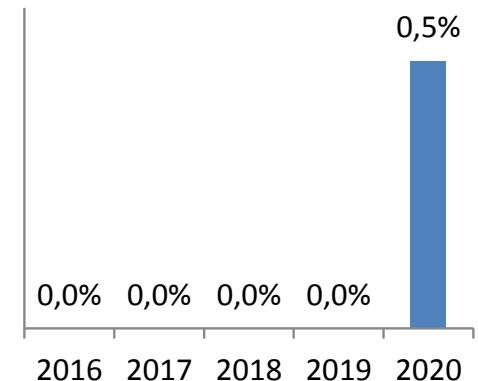


- El QE terminó en diciembre de 2018
- Mejora del *forward guidance* sobre la reinversión: continuar mucho más allá del inicio de las subidas de los tipos de interés
- **Liquidez:** es probable que se anuncie otra TLTRO antes de junio de 2019 para evitar una crisis de liquidez en 2020

## Tipos de interés



- Retraso en la senda de subida de tipos debido a una perspectiva global menos favorable y a mayores riesgos
- Primera subida de la tasa de depósito (+10bps) en Dic19. Primera subida de tipos de interés (+25bps) en Jun20





# 02

## Actualización de las previsiones

# El crecimiento continuará apoyado en la solidez de la demanda doméstica, más allá de los factores temporales negativos, pero aumenta la incertidumbre política y empeora el entorno global

01 

## Datos peores de lo esperado en la 2S18

En parte debido a factores puntuales, pero también a factores más permanentes relacionados con la menor demanda mundial y la prolongada incertidumbre.

04 

## Factores internos sólidos

Mejora del mercado de trabajo, renta disponible de los hogares, menor capacidad ociosa y condiciones financieras favorables

02 

## Desaceleración global algo más rápida, pero robusta

El apoyo externo se está desvaneciendo, pero nuestro escenario prevé un aterrizaje suave de crecimiento global a medida que el crecimiento de China se estabilice y disminuya la incertidumbre geopolítica.

05 

## Políticas acomodaticias

Una política fiscal ligeramente expansiva (mayor relajación en algunos países), sumada a la salida muy gradual del BCE (sin aumentos de los tipos de interés hasta junio de 2020).

03 

## Precios más bajos del petróleo e inflación

Mayor apoyo a la demanda interna, mientras que es probable que la inflación subyacente sólo aumente de forma muy gradual debido al endurecimiento del mercado de trabajo.

06 

## Los riesgos se intensifican

La posibilidad de una guerra comercial o una mayor desaceleración en China y IEE.UU. se unen al aumento la incertidumbre política en Europa (Brexit, Italia, estancamiento político en la Eurozona).

# La Eurozona tenderá más rápido hacia el crecimiento potencial a medida que el apoyo externo se desvanezca

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018 (e)	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Consumo Privado	1,7	1,3	1,5	1,5
Consumo Publico	1,2	1,0	1,4	1,2
Inversión	2,9	3,3	2,9	2,4
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
Exportaciones	5,4	3,0	3,1	3,0
Importaciones	4,1	3,1	4,0	3,6
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>

- La caída de los precios del petróleo refuerza la fortaleza de los factores domésticos, pero no lo suficiente para compensar el lastre de las exportaciones netas, a pesar de la depreciación del euro
- Una política monetaria y fiscal más acomodaticia podría ayudar a evitar el efecto del empeoramiento de la confianza sobre el gasto privado.
- La fuerte caída de los precios del petróleo hará que la inflación se sitúe claramente por debajo del objetivo del BCE a principios de este año, pero la inflación subyacente debería aumentar muy gradualmente.
- Riesgos internos sesgados a la baja y predominantemente políticos (Brexit, incertidumbre política)



# Alemania: significativa revisión a la baja tras el efecto mayor de lo esperado de los factores transitorios y la menor demanda mundial

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018 (e)	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
Consumo Privado	2,0	1,0	1,4	1,4
Consumo Publico	1,6	1,1	1,8	1,5
Inversión	3,6	4,8	3,4	2,6
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
Exportaciones	5,3	2,4	2,9	2,7
Importaciones	5,3	3,4	4,5	3,5
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

- El cambio en la regulación del sector del automóvil en Alemania obstaculizó la actividad económica en el segundo semestre de 2018, lo que llevó al país a una fuerte desaceleración.
- Los fundamentos domésticos siguen siendo sólidos (bajo nivel de desempleo, recuperación de los salarios, baja inflación, política fiscal ligeramente expansiva y condiciones de financiación favorables). Aumenta el apoyo tanto del consumo privado como del público....
- ... pero es probable que la inversión se vea lastrada por la creciente incertidumbre sobre el comercio mundial. Se espera que las exportaciones netas pesen sobre la actividad durante el horizonte de previsión.

# Francia: se espera que el estímulo fiscal respalde la demanda interna y frene la desaceleración

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018 (e)	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Consumo Privado	1,2	0,9	1,2	1,3
Consumo Publico	1,4	1,0	1,3	1,4
Inversión	4,7	3,0	2,9	2,5
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Exportaciones	4,7	2,8	2,8	2,6
Importaciones	4,1	0,9	2,6	2,5
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,2</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>

- Las protestas de los “chalecos amarillos” podrían estar pesando sobre el crecimiento desde finales de 2018.
- Sin embargo, se espera que algunas de las medidas anunciadas (recortes de impuestos), junto con una menor inflación, estimulen la demanda interna.
- El paquete de medidas de apoyo del Gobierno podría aumentar el déficit público por encima del 3% del PIB en 2019.
- A pesar de la resistencia de las exportaciones, se espera que el impulso de las exportaciones netas del año pasado desaparezca en el horizonte de previsión, mientras que la inversión debería perder algo de impulso gradualmente.

# Italia: bajo crecimiento por el debilitamiento de los fundamentales doméstico y el efecto de la mayor incertidumbre política

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018 (e)	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>
Consumo Privado	-0,1	0,1	0,4	0,5
Consumo Publico	4,4	3,8	1,0	1,6
Inversión	4,4	3,8	1,0	1,6
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>
Exportaciones	6,3	0,8	2,7	2,7
Importaciones	5,6	1,8	3,0	2,6
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,2</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>

- Ligera contracción económica en el 2S18.
- Es probable que el consumo privado siga siendo muy moderado, apoyado por una menor inflación, mientras que el mercado de trabajo refleja algunos signos de deterioro.
- El aumento de la incertidumbre política y de las tensiones financieras está afectando a la inversión.
- Las reformas fiscales podrían apoyar la demanda interna a corto plazo, pero no resuelven la debilidad de los factores internos.

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Observatorio Económico Eurozona

Enero 2019

Creando Oportunidades

# 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.