

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

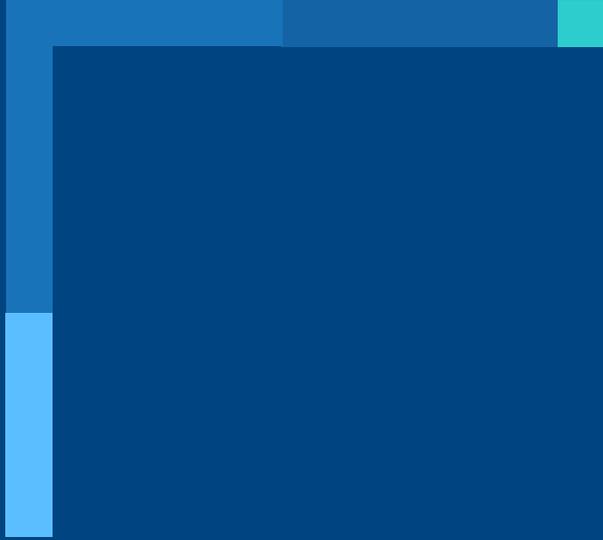
# Observatorio Económico Eurozona

Abril de 2019

Creando Oportunidades

# Eurozona | La debilidad se prolonga en 1S19 y se reflejará en un menor crecimiento en 2019, pero se recuperará algo en 2020

- **Continúa el débil crecimiento a principios de año.** El deterioro de los factores globales (disputa comercial, desaceleración de los principales socios) y la persistencia de algunos domésticos (regulación emisiones de los autos, protestas en Francia) están afectando a las exportaciones y al sector industrial.
- **El mercado deterioro de la confianza continuó en marzo**, especialmente en manufacturas, y aumenta la preocupación por el posible efecto de la incertidumbre sobre la demanda interna. **Sin embargo, los datos de actividad hasta febrero fueron mejores de lo esperado.** Las ventas minoristas y la producción industrial repuntaron, acompañadas de un aumento de las exportaciones. Pese a todo, **seguimos siendo cautos, ya que los indicadores adelantados siguen sin ser halagüeños.**
- **Se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB desde el 1,8% de 2018 hasta el 1% en 2019, pero ganará algo de impulso en 2020 hasta el 1,3%.** La fortaleza de los factores domésticos junto con las políticas acomodaticias apoyarán el crecimiento del consumo privado y la inversión.
- La inflación subyacente sigue baja (1%) y la general se reducirá en los próximos meses por los precios de la energía. **La fortaleza del mercado laboral y los incipientes incrementos salariales apuntan a un aumento muy gradual de la inflación subyacente en el horizonte de previsión.**
- **El BCE ha reforzado su *forward guidance* sobre los tipos de interés** (sin cambios hasta finales de 2019 como mínimo) **y ha anunciado una nueva serie de inyecciones de liquidez (TLTRO).** Ahora esperamos la primera subida del tipo de interés de los depósitos (10pb) en junio de 2020 y la primera del tipo de interés de referencia (25pb) en diciembre de 2020.
- **El riesgo más inmediato sigue siendo el Brexit**, dado que el bloqueo político en Reino Unido continúa y no se puede descartar un Brexit sin acuerdo. El aumento de los aranceles a los automóviles, una recesión en Estados Unidos y un aterrizaje brusco en China son otros posibles riesgos.



# 01

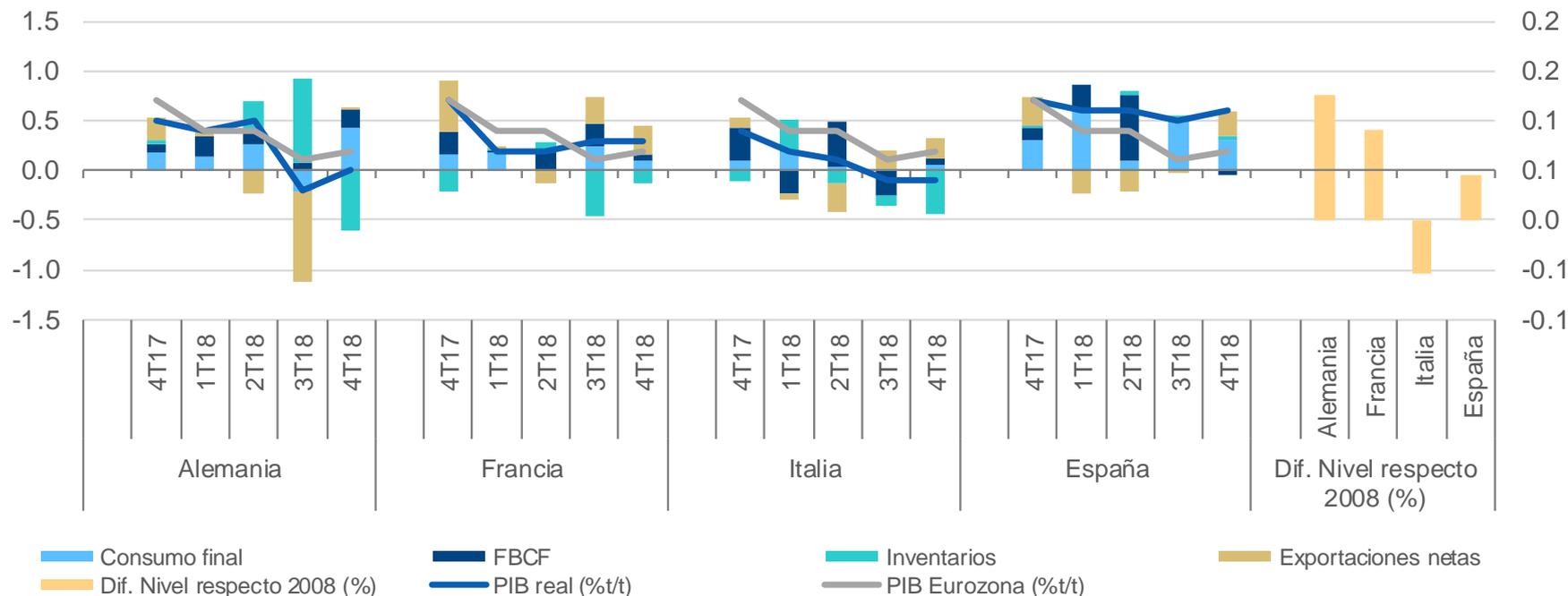
## Evolución económica

# Italia entró en recesión en 4T18, mientras que el crecimiento se estancó en Alemania, mejoró en Francia y la expansión se mantuvo en España

La debilidad de la eurozona se prolongó a finales de 2018. En 4T18, el gasto privado mantuvo su resiliencia y las exportaciones se recuperaron, pero la variación de existencias lastró el crecimiento

## PIB y contribución a los gastos por país

(% t/t, p.p.)

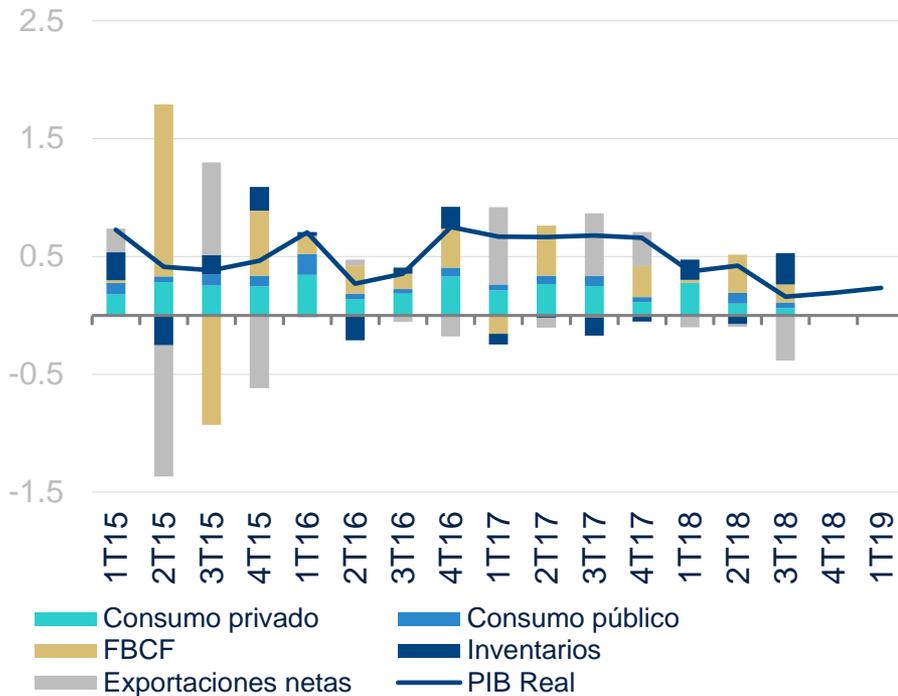


# La debilidad continúa a comienzos de año por el efecto de la menor demanda global y algunos domésticos en los pedidos externos y el sector industrial

La moderación del crecimiento global ha afectado principalmente al sector industrial vía exportaciones. Sin embargo, la demanda interna sigue fuerte y el deterioro de la confianza se ha contenido en el caso de los servicios y los consumidores.

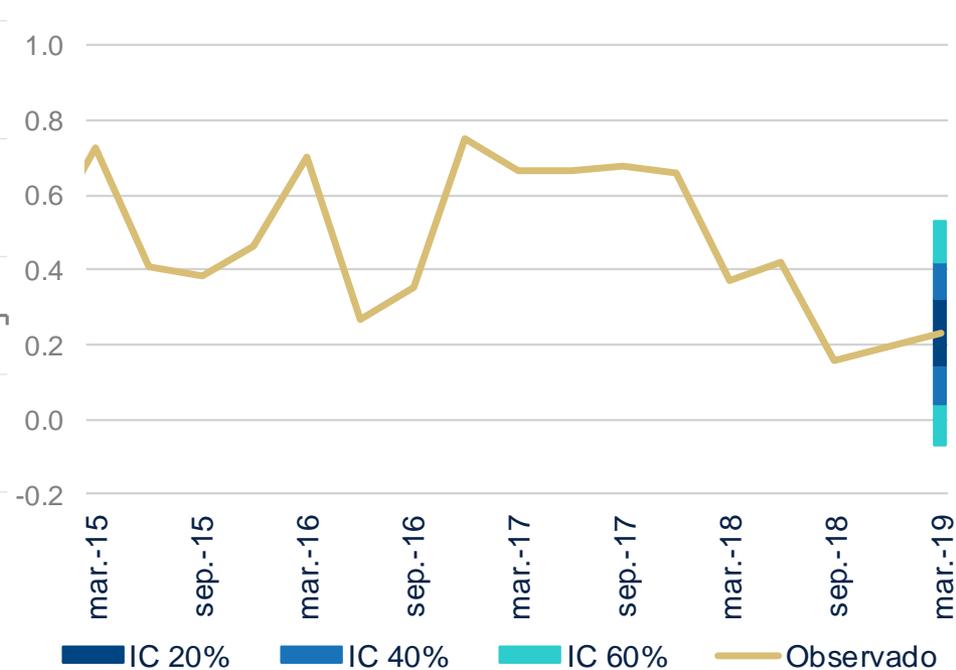
## PIB, contribución por componentes

(%, t/t)



## PIB y previsiones MICA

(%, t/t)

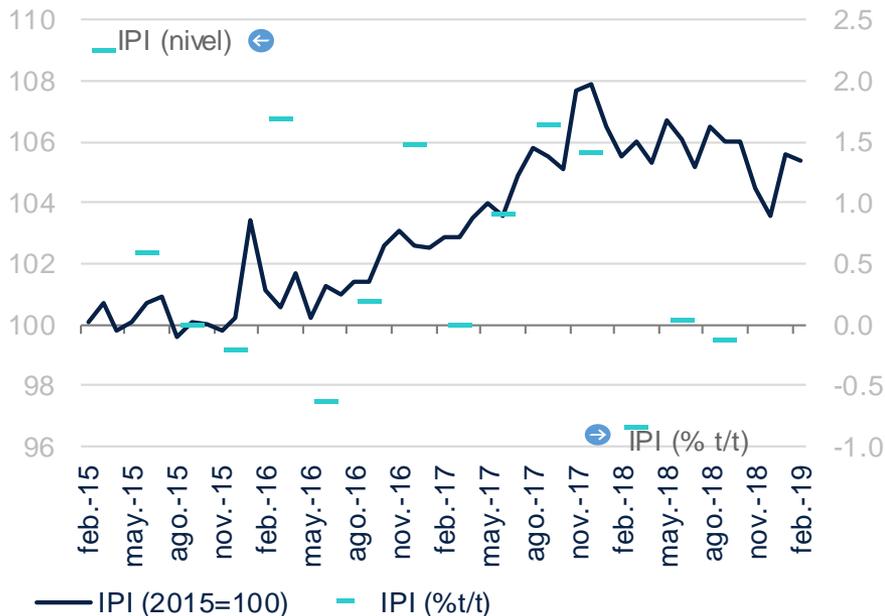


# La producción industrial ha repuntado de manera generalizada por sectores hasta febrero

La producción industrial se contrajo, lastrada por la energía y, en menor medida, los bienes de capital y de consumo duradero. No obstante, gracias a los datos positivos de enero, la producción industrial ha subido un 0,8% en lo que llevamos del 1T19.

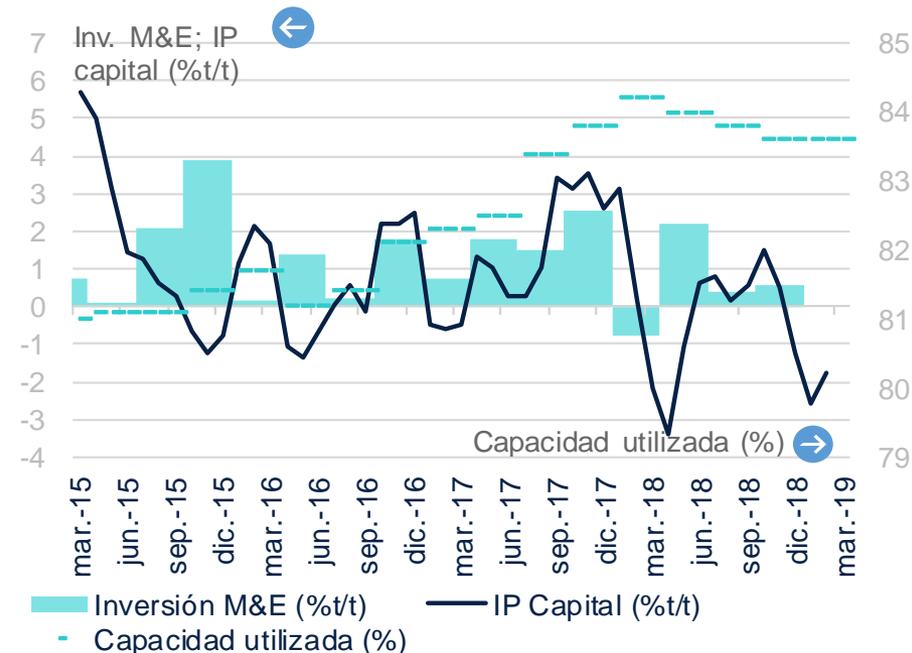
## Producción industrial

(nivel, % t/t)



## Equipo de capital PI, inversión en maquinaria y utilización de la capacidad

(% t/t; %)

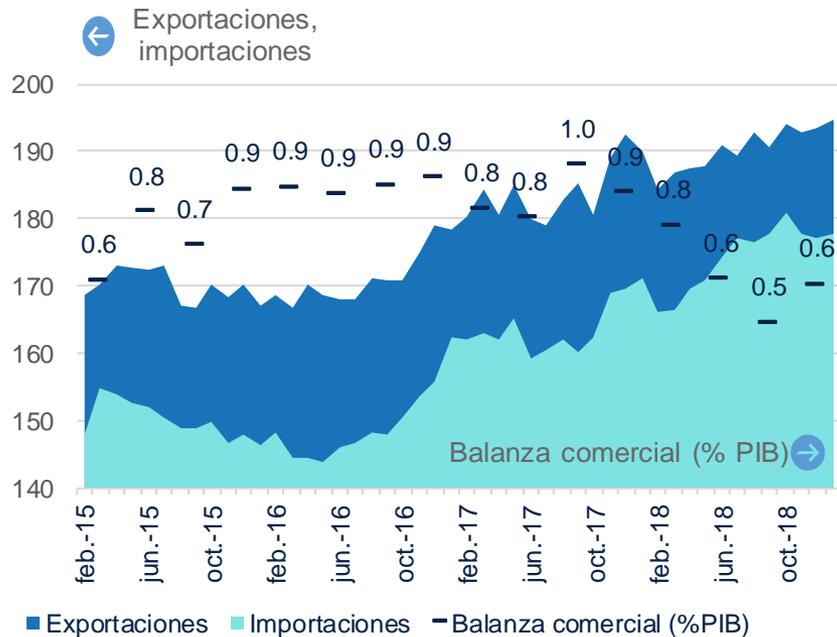


# Las exportaciones aumentaron en enero por segundo mes consecutivo y han mantenido un ritmo de crecimiento estable de alrededor del 1% t/t desde 2018

El superávit comercial de la zona euro está en su punto más alto desde el cambio de las normas de emisiones en el sector de la automoción.

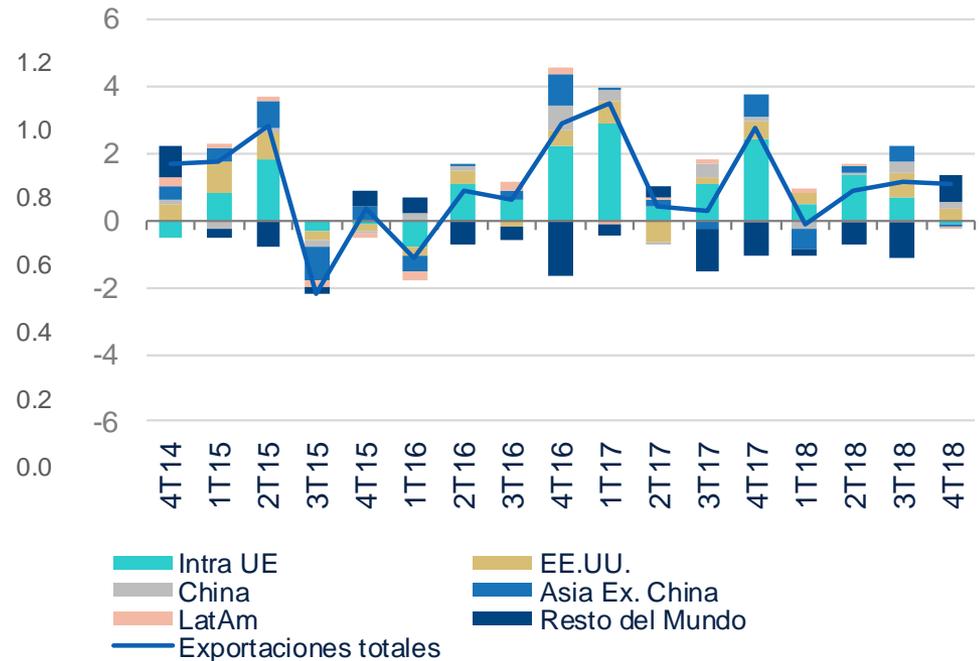
## Balanza comercial

(miles de millones de EUR, % PIB)



## Exportaciones por destino

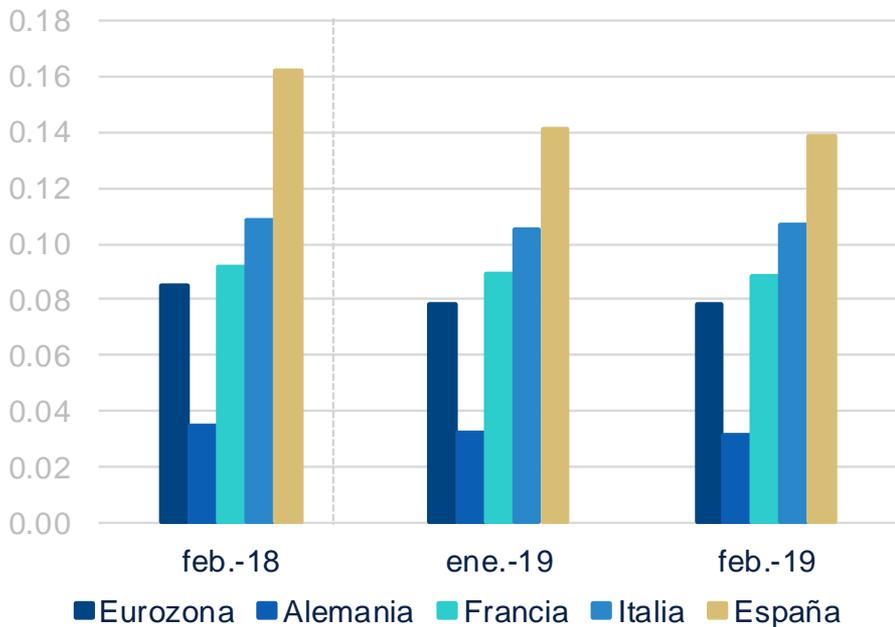
(% a/a, p.p.)



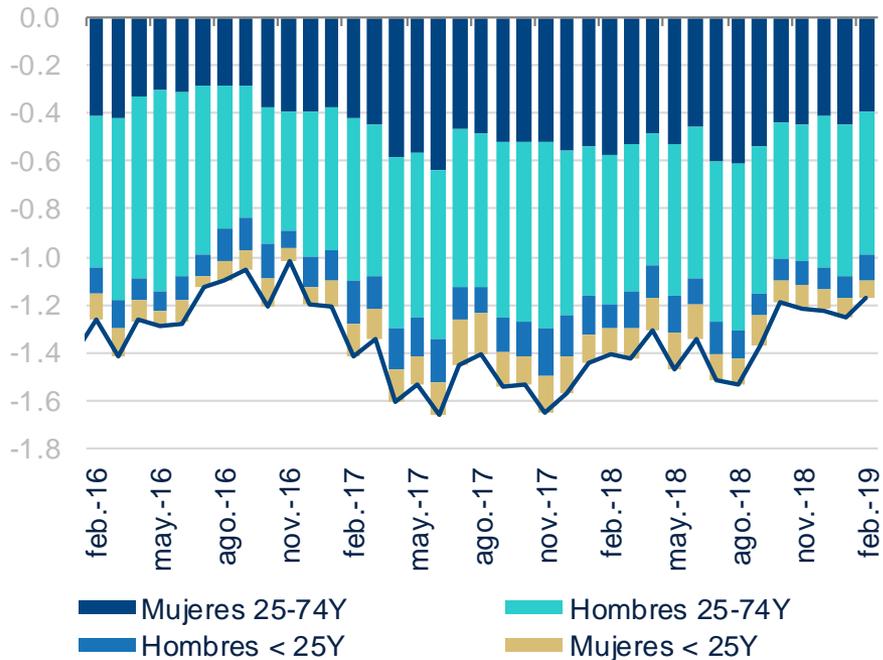
# El desempleo de la zona euro se mantuvo estable en febrero

En el mercado laboral, la tasa de desempleo cayó ligeramente en Alemania, Francia y España, pero subió en Italia.

## Tasa de desempleo por país (%)



## Variación en el desempleo anual por género y edad (millones)

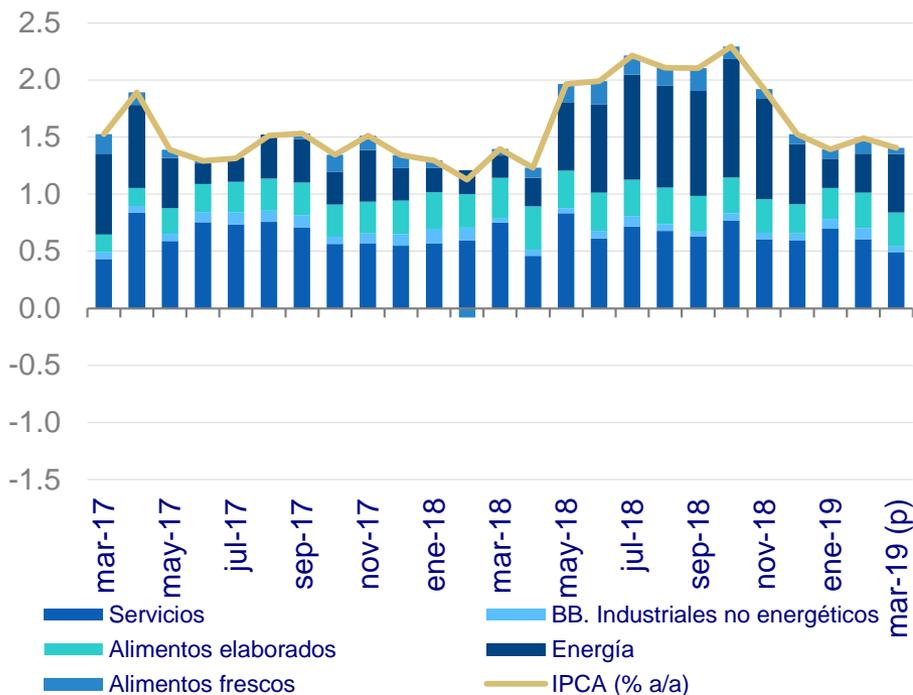


# La disminución de la inflación subyacente en marzo se debió al cambio de calendario de la Semana Santa, especialmente en los precios de los servicios

Los precios del petróleo Brent reducirán la inflación en los próximos meses hasta niveles claramente inferiores al objetivo del BCE. La inflación subyacente, por su parte, se prevé que aumente de forma muy gradual.

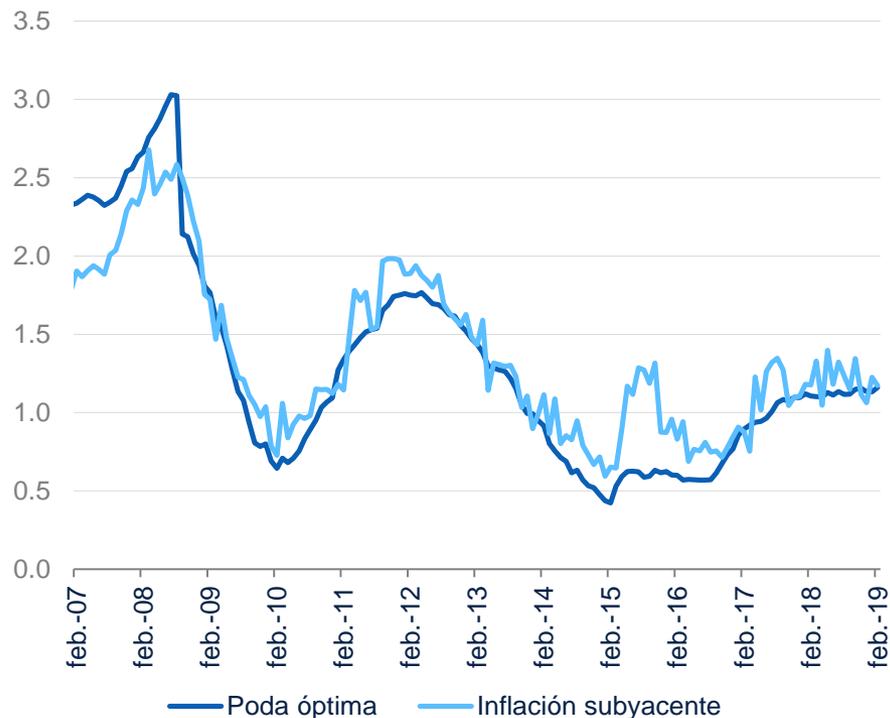
## Contribución a la inflación de componentes

(% a/a, p.p.)



## Inflación subyacente e inflación media recortada

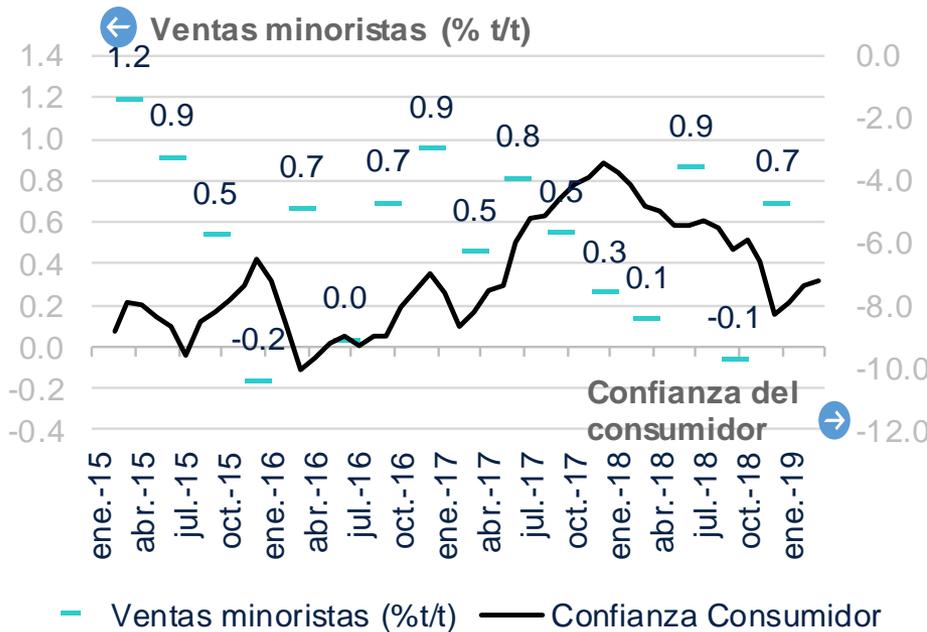
(% a/a, p.p.)



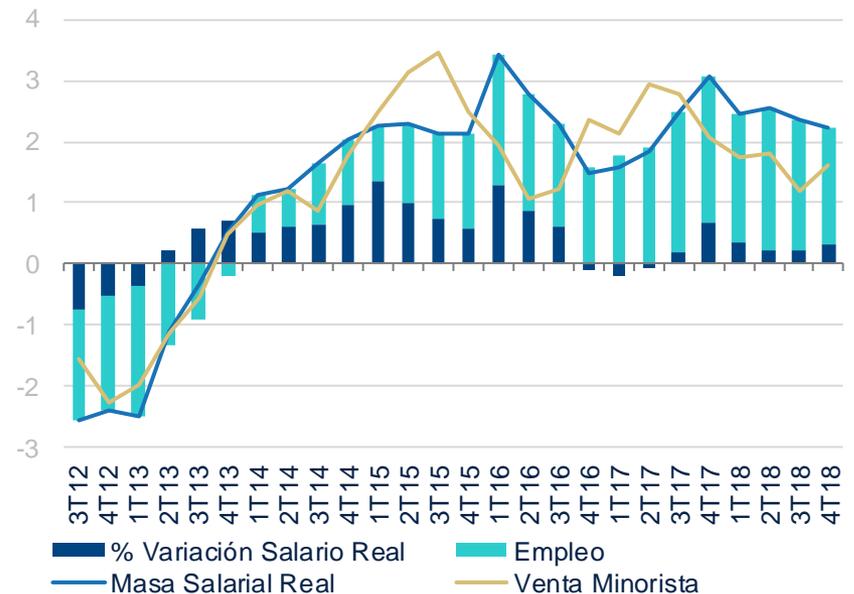
# Las ventas minoristas aumentaron en febrero por segundo mes consecutivo, con un crecimiento estable del 0,5% respecto a 4T18

Además, la mayor confianza de los consumidores y la mejora del mercado laboral sugieren que el consumo privado mantendrá su resiliencia en los próximos meses.

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



## Ventas minoristas y masa salarial (% a/a, p.p.)

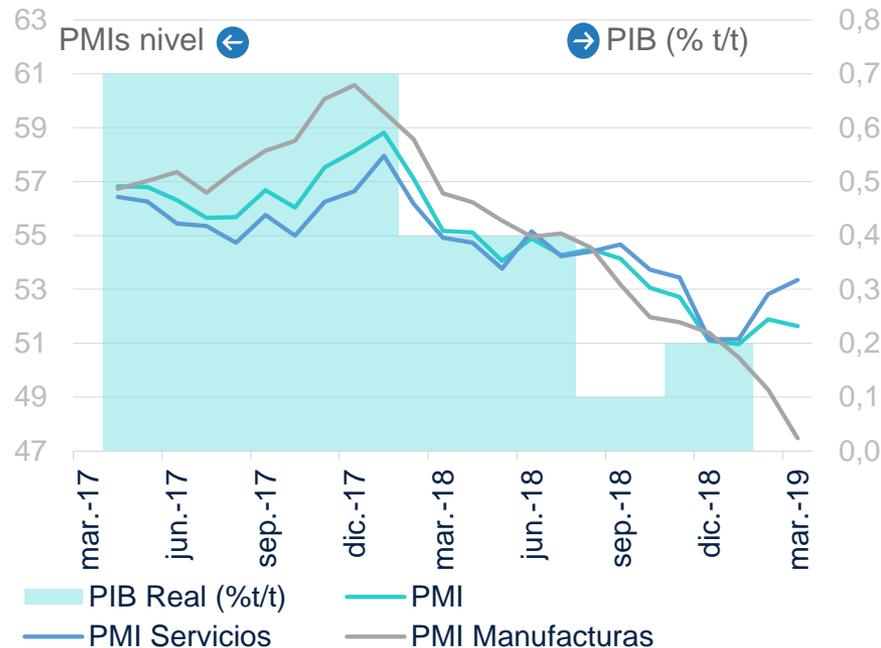


# El empeoramiento de la confianza del sector manufacturero continuó en marzo, en contraste con la del sector servicios, que subió rápidamente

Mayor divergencia entre la confianza de manufacturas y servicios, pero aumenta la preocupación por los posibles efectos negativos de la mayor incertidumbre en la demanda interna.

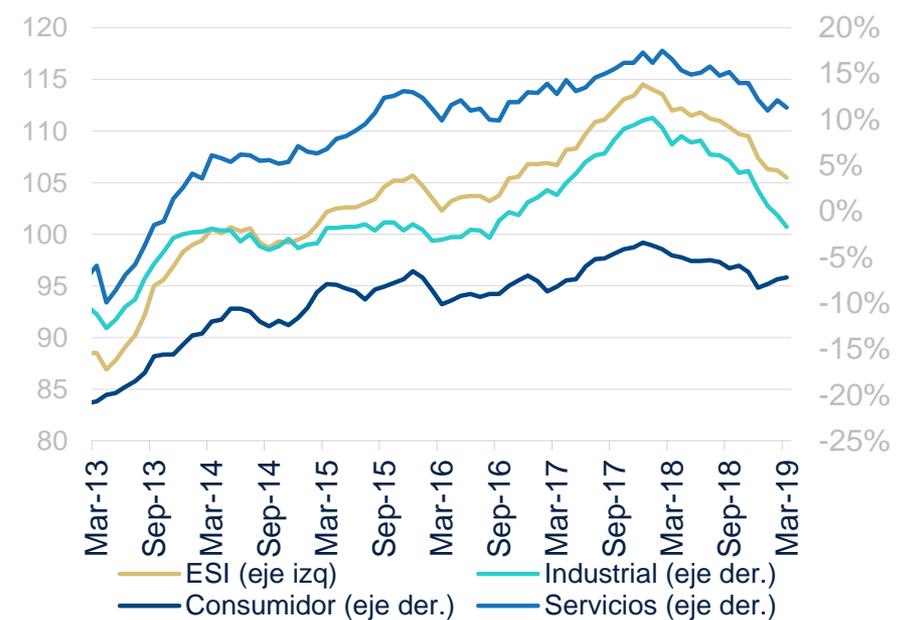
## PMI y PIB

(nivel, % t/t)



## Encuesta de confianza de la CE

(nivel)

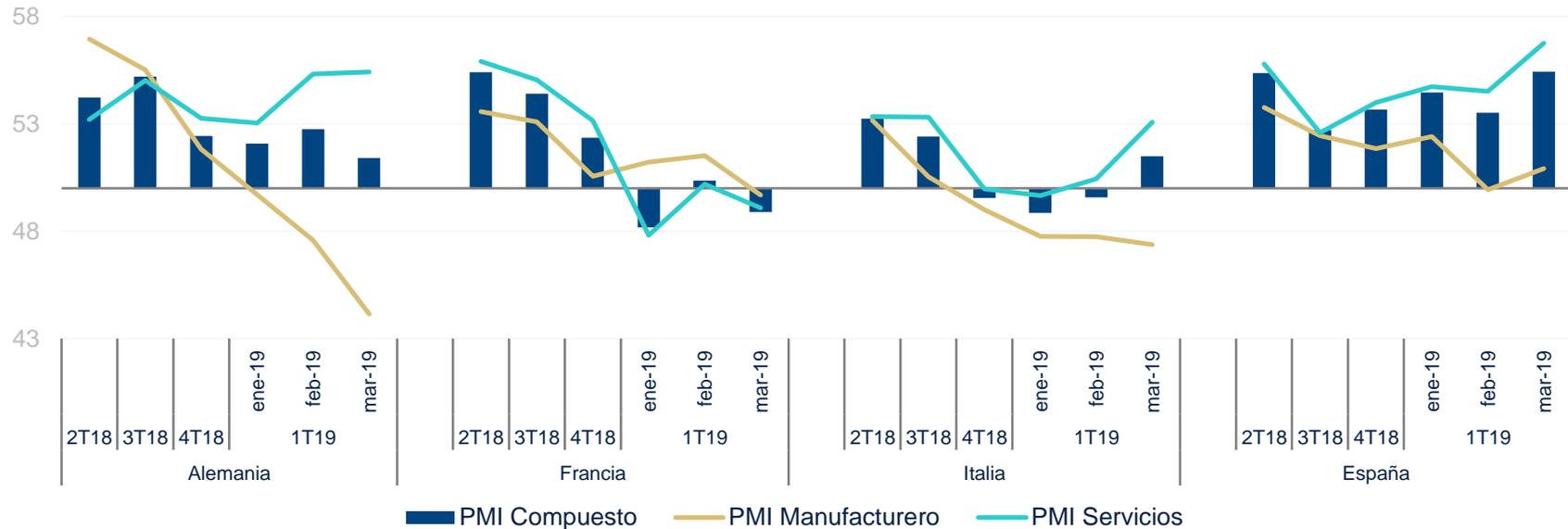


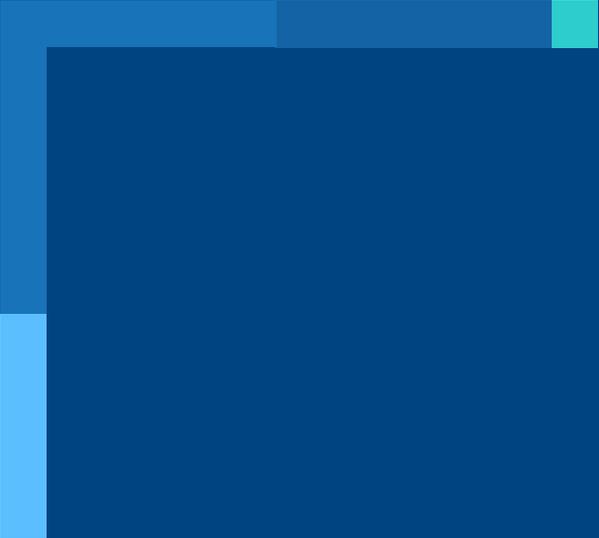
## El empeoramiento de la confianza industrial es mayor en los países más expuestos al sector exterior

En el mes de marzo, Francia registró niveles contractivos tanto en el sector manufacturero como de servicios, mientras que la divergencia entre Alemania e Italia continuó aumentando. En España, mejoraron ambos sectores.

### Encuesta del PMI

(nivel)



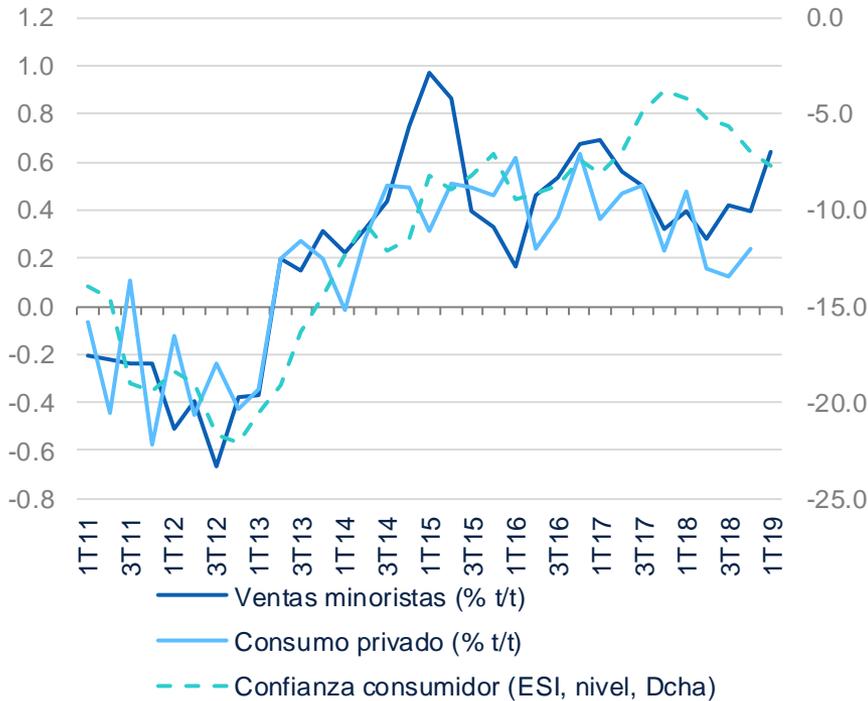


# 02

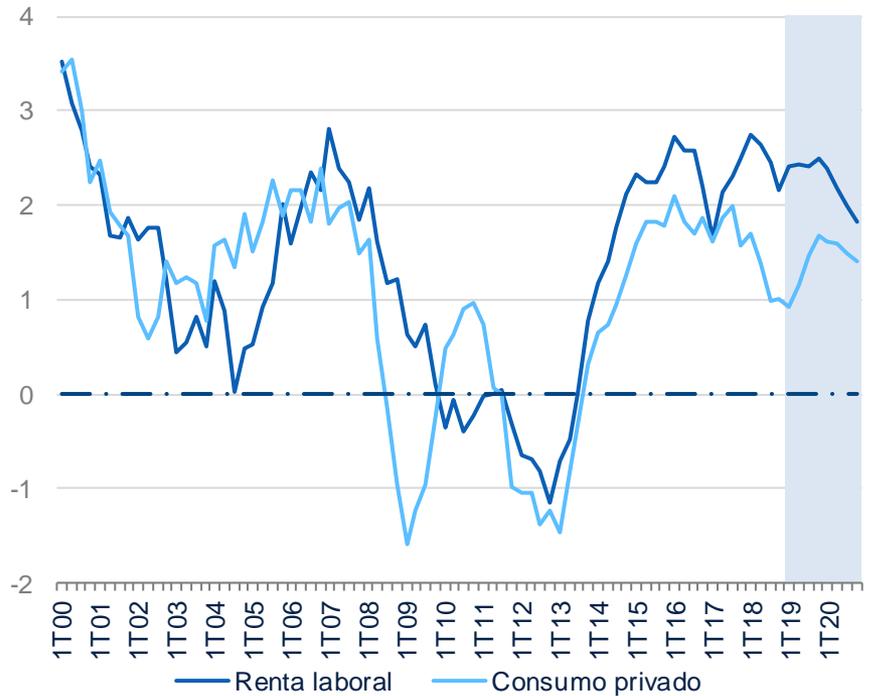
## Actualización previsiones

# Los factores internos positivos y la menor inflación fomentan el consumo privado, a pesar del deterioro de la confianza

**Eurozona: Consumo privado, ventas minoristas y confianza del consumidor (% t/t, nivel)**



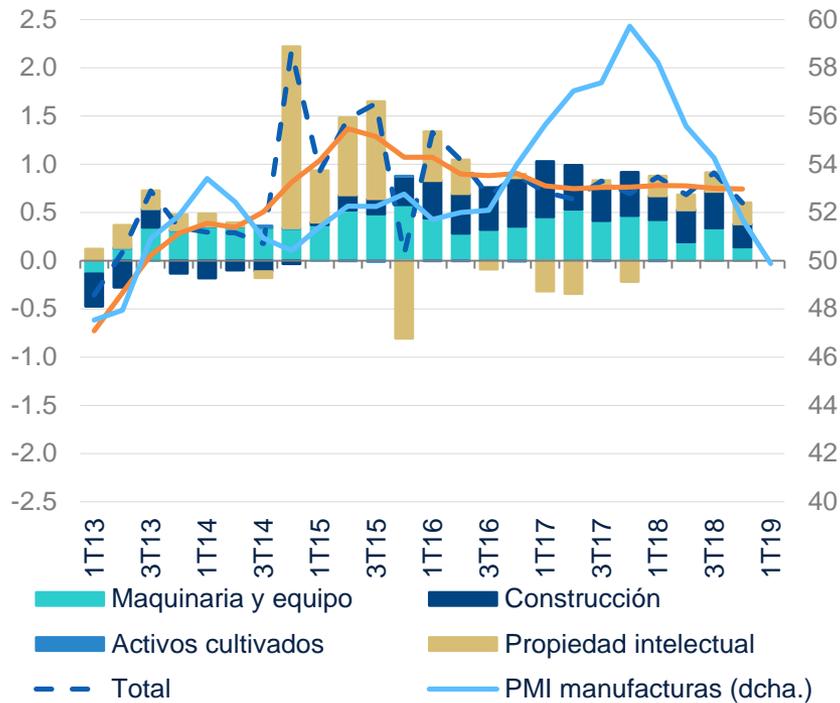
**Eurozona: Consumo privado y salarios reales (% a/a)**



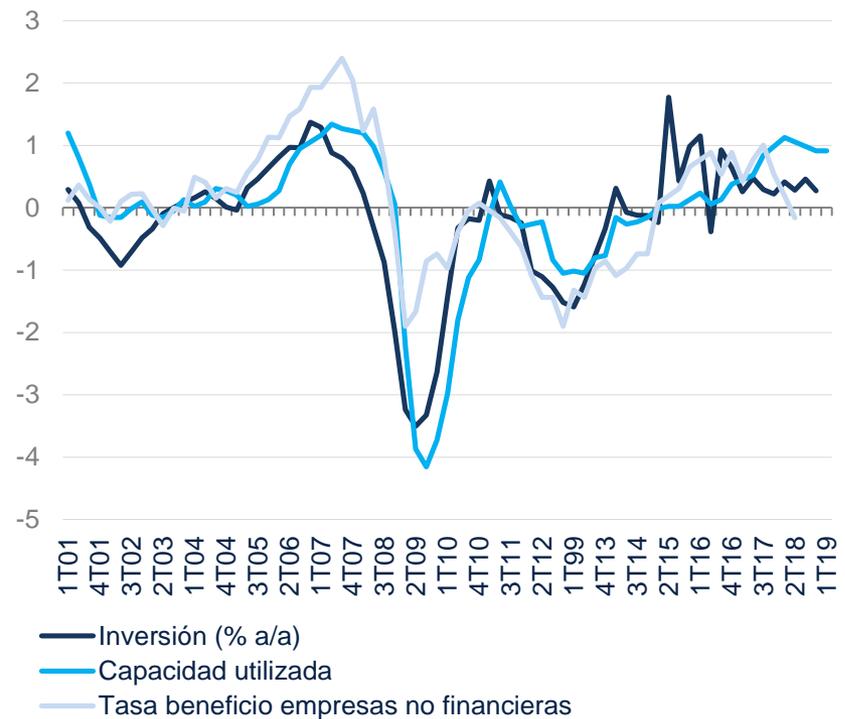
# Crecimiento de la inversión estable, pero la mayor incertidumbre y los menores beneficios podrían afectar a las decisiones empresariales

## Eurozona: Inversión y confianza

(% t/t suavizado, nivel)



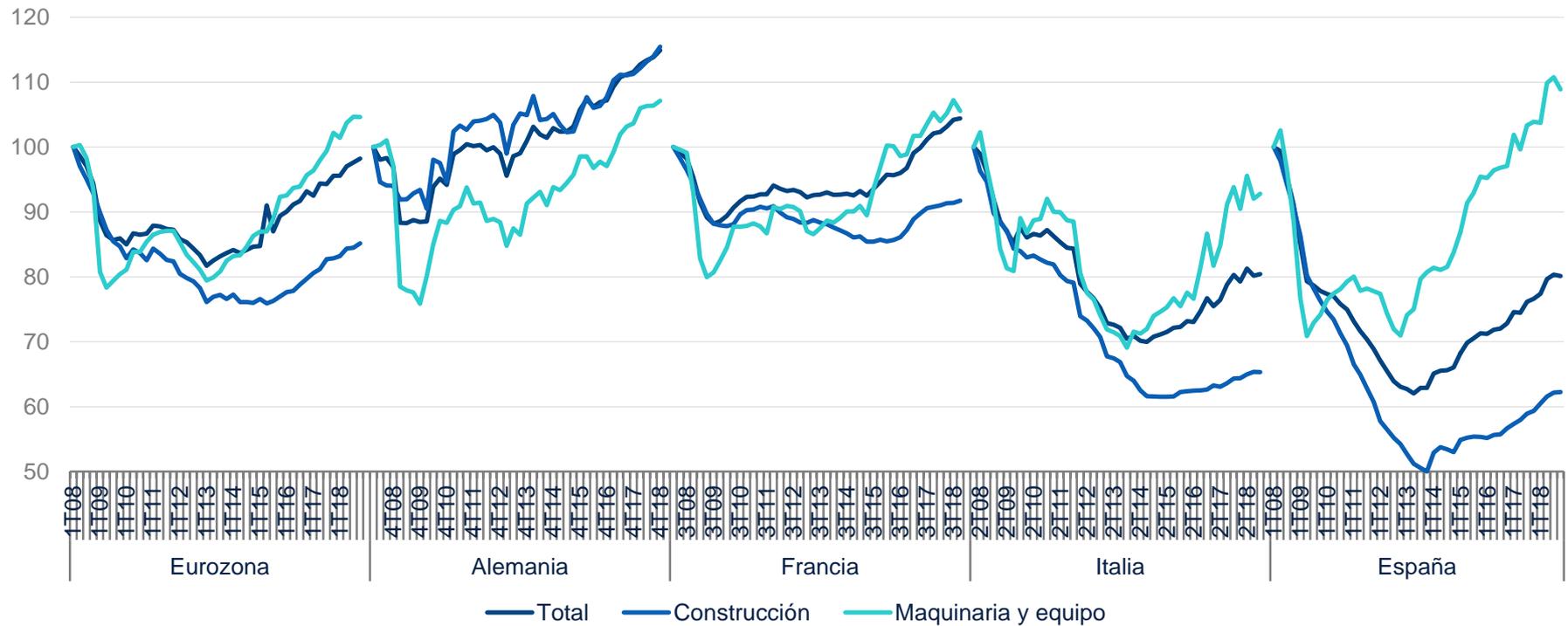
## Eurozona: Inversión, utilización de la capacidad y margen de beneficios (normalizado)



# Señales incipientes de un crecimiento más moderado de la inversión hacia adelante

## Eurozona: Inversión por país

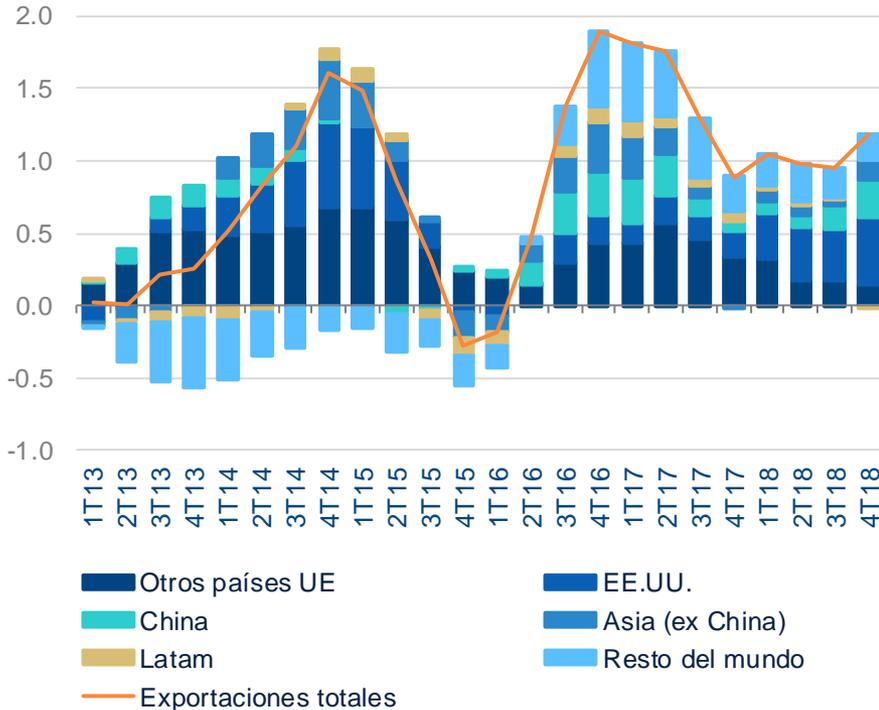
(Índice 1T18=100)



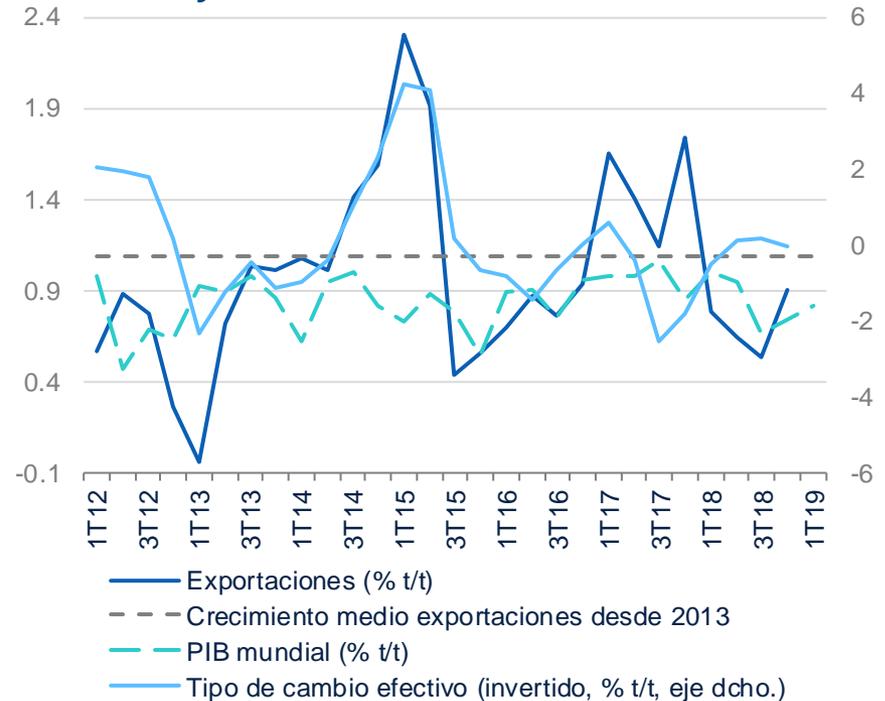
# Las exportaciones crecen a un ritmo más lento en un contexto de desaceleración mundial, pero con el apoyo de un euro más débil

## Eurozona: Exportaciones por destino

(balanza comercial, % t/t suavizado)



## Eurozona: Exportaciones (cuentas nacionales), EURUSD y PIB mundial



# Mayor cautela del BCE: tipos bajos por más tiempo y más inyecciones de liquidez



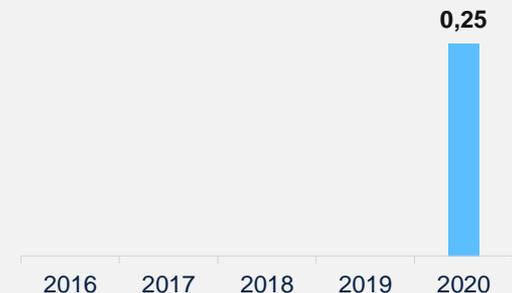
## Balance

- ▲ **Fin de la expansión cuantitativa (QE)** (diciembre de 2018)
- ▲ **Reinversión de QE total** tras el inicio del ciclo de subida de los tipos de interés
- ▲ **Nueva ronda de subastas de liquidez (TLTRO III)** de septiembre de 2019 a marzo de 2021, con un plazo de vencimiento de dos años:
  - Evitar un ajuste brusco de la financiación del sector bancario
  - Condiciones menos generosas que en rondas anteriores



## Tipos de interés

- ▲ **Expectativas de tipos de interés bajos reforzadas** por el peor desempeño económico y mayores riesgos a la baja
- ▲ **Sin previsión de subidas de tipos de interés hasta diciembre de 2020**



# Eurozona: la debilidad continúa y se refleja en un menor dinamismo de la actividad en 2019, que se recuperaría en 2020

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Consumo Privado	1.8	1.3	1.3	1.5
Consumo Publico	1.2	1.0	1.4	1.2
Inversión	2.9	3.1	2.2	2.3
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
Exportaciones	5.5	3.0	2.1	2.6
Importaciones	4.1	2.9	3.1	3.5
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0.8</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.3</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>

Fuente: BBVA Research

- Las previsiones del PIB se han revisado a la baja, de un 1,4% a un 1% en 2019, y de un 1,4% a un 1,3% en 2020.
- La moderación en el crecimiento se centra principalmente en las exportaciones y en la inversión, que reflejan la moderación de la demanda externa y la persistencia de incertidumbre (especialmente respecto al Brexit y las tensiones comerciales).
- La inflación general se revisa a la baja en 2019, de forma que converge en un 1% en la segunda mitad de 2019 debido a los efectos base de los precios energéticos.
- Si bien el consumo privado está capeando el temporal relativamente bien, existen riesgos de que un posible panorama más sombrío termine moderándolo.

# El riesgo más inmediato sigue siendo el Brexit: prórroga flexible hasta el 31 de octubre, pero los escenarios siguen abiertos

Aplazamiento flexible hasta octubre de 2019

Después de que Theresa May no consiguiera un acuerdo antes del 12 de abril, **se ha aceptado una prórroga flexible hasta el 31 de octubre**, a condición de que el Reino Unido participe en las elecciones al Parlamento Europeo y se comprometa a no poner en peligro ningún proceso de toma de decisiones de la UE (el proceso se revisará en junio).

También se contempla la posibilidad de **un adelanto del Brexit** siempre y cuando **el acuerdo de retirada se apruebe** antes de octubre.

**Si el Reino Unido no participa en las elecciones europeas, tendrá que abandonar el bloque con una salida sin acuerdo el 1 de junio** (a menos que se haya aceptado un acuerdo antes).

Esta prórroga flexible sirve de **solución intermedia** para que Alemania y Francia acerquen posturas. Pero ni los partidarios ni los detractores más acérrimos del Brexit se verán incentivados para aprobar un acuerdo a corto plazo, ya que ahora los más euroescépticos no temen tanto que la postergación tenga como resultado una cancelación de la salida, y los proeuropeos ya no tiene la presión de verse al borde del precipicio en junio.

Cualquier situación es posible

**El pasado viernes 12 se evitó la salida brusca del Brexit**, pero no se observan cambios que sugieran avances en la situación.

El **resultado más viable sigue siendo un acuerdo entre los partidos** mediante negociaciones entre conservadores y laboristas, o mediante votos indicativos, **pero no parece probable que esto suceda antes del 22 de mayo**.

Otras posibles opciones: i) un segundo referéndum confirmatorio (para corroborar un acuerdo mayoritario); ii) elecciones generales (si no hay acuerdo); o iii) una situación sin acuerdo en octubre (o en junio si no se celebran los comicios parlamentarios europeos).

10 de abril  
Prórroga flexible

Votos indicativos/negociaciones multipartido  
Posible adelanto del Brexit

23-26 de mayo  
Elecciones europeas

Posible segundo referéndum confirmatorio/elecciones generales

31 de octubre  
Nuevo plazo:  
Acuerdo, no acuerdo o ampliación

# Alemania: revisión a la baja del crecimiento por el impacto más prolongado de factores puntuales y la desaceleración global

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>
Consumo Privado	2.0	0.9	1.3	1.4
Consumo Publico	1.6	1.0	1.8	1.5
Inversión	3.6	2.7	2.3	2.5
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
Exportaciones	5.3	2.2	1.3	2.2
Importaciones	5.3	3.4	2.9	2.7
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.1</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>8.0</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.4</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>

Fuente: BBVA Research

- El cambio en las normativas del sector automotriz alemán ralentizó la actividad en 2S18, lo que acarreó una brusca desaceleración en el país que está tardando más de lo esperado en remontar. No obstante, los datos de febrero fueron mixtos en el sector. La producción industrial aumenta, pero los pedidos siguen cayendo.
- Sin embargo, los fundamentales se mantienen sólidos (demanda interna, salarios y empleo), y el gobierno cuenta con suficiente margen fiscal para tomar las medidas pertinentes si fuera necesario.
- La persistencia de las dudas, que se reflejan directamente en la confianza, puede debilitar la inversión. Asimismo, la desaceleración en el comercio está afectando especialmente a Alemania, pues su economía está orientada a las exportaciones.

# Francia: crecimiento algo superior al de la zona euro gracias a la demanda interna y a una menor exposición al sector exterior

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
Consumo Privado	1.2	0.9	1.1	1.3
Consumo Publico	1.4	1.1	1.4	1.3
Inversión	4.7	2.9	2.5	2.4
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
Exportaciones	4.7	3.3	1.8	2.2
Importaciones	4.1	1.3	2.3	2.3
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.3</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>

- El estímulo fiscal contribuye a atenuar el impacto de la desaceleración.
- No obstante, la confianza se mantiene en un terreno contractivo tanto en el sector de servicios como el manufacturero y apunta a una posible desaceleración.
- La economía francesa presenta una menor exposición a una desaceleración global en comparación con otros países de la zona euro.

# Italia: de la desaceleración a la recesión por las debilidades internas y globales

## Principales indicadores macroeconómicos

(% a/a, % PIB)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
<b>PIB Real</b>	<b>1.7</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>
Consumo Privado	-0.2	0.2	0.0	0.3
Consumo Publico	4.5	3.2	0.2	1.2
Inversión	4.5	3.2	0.2	1.2
<b>Demanda Domestica (pp)</b>	<b>1.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>
Exportaciones	6.4	1.4	1.8	2.5
Importaciones	5.8	1.8	2.9	2.5
<b>Demanda externa (pp)</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>Saldo presupuestario (%PIB)</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.6</b>
<b>HIPC (prom. %a/a)</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>

- Los datos disponibles en Italia muestran una debilidad más acuciada de lo esperado a principios de 2019.
- La debilidad de la demanda interna no ha compensado la moderación de la demanda global.
- La continúa incertidumbre política y el estrés financiero más elevado están pesando sobre la inversión.
- El menor crecimiento pone más presión sobre sostenibilidad fiscal y el cumplimiento de los objetivos.

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

Abril de 2019

Creando Oportunidades

# Aviso legal

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones y estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, pero que no han sido verificadas de forma independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones del presente documento pueden haber sido realizadas empleando metodologías generalmente aceptadas y se deberán considerar 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 cualquier 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 utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.