

Observatorio Económico

Europa

Madrid,
19 de octubre de 2012
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com

Elvira Prades
elvira.prades@bbva.com

Sonia López Senra
sonia.lopez.senra@bbva.com

La economía se contraerá nuevamente en 3T

- Los indicadores de confianza apuntan a que la contracción de la actividad se habría intensificado en 3T
- Sin embargo, los indicadores cuantitativos hasta agosto muestran un panorama algo menos negativo
- Nuestro modelo MICA-BBVA estima que el PIB se podría haber contraído alrededor de un -0,3% t/t en 3T
- La inflación aumentó algo más de lo esperado en 3T, impulsada por los precios de la energía y las subidas impositivas

Los indicadores de confianza apuntan a que la contracción de la actividad se habría intensificado en 3T

Tanto los datos de la encuesta PMI como los de la Comisión Europea (CE) fueron decepcionantes para el conjunto del tercer trimestre, ya que continúan claramente en terreno contractivo y apuntan a que la caída del PIB en el conjunto de la zona euro podría haber sido mayor que la registrada en el segundo trimestre (-0,2% t/t). A pesar de ello, estas encuestas también mostraron ciertas diferencias, ya que mientras los PMI parecen indicar que el deterioro de la actividad económica habría tocado fondo, los de la CE continúan mostrando una clara tendencia descendente.

Por países, la divergencia aumentó a lo largo del tercer trimestre, con la confianza de los países periféricos deteriorándose más, mientras que los países del centro de Europa también sufrieron el recrudescimiento de la crisis a mediados de año. En particular, las únicas noticias positivas vinieron de la estabilización de la economía alemana, mientras que tanto la economía española como la italiana podrían haberse contraído a un ritmo similar al observado en 2T. En Francia, ambos indicadores de confianza empeoraron significativamente en septiembre, sugiriendo que la actividad podría contraerse en 3T tras haberse mantenido estancada en los dos trimestres precedentes. No obstante, estos datos contrastan con las encuestas de confianza del Banco de Francia que muestran un deterioro mucho más moderado y apuntan sólo hacia una ligera contracción en 3T.

No obstante, conviene resaltar que los indicadores de confianza en septiembre evolucionaron algo mejor de lo esperado, sobre todo en Italia y en España, reflejando en parte el relajamiento de las tensiones financieras y las preocupaciones sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas tras la disposición mostrada por parte del BCE para comprar deuda pública y, por tanto, el espaldarazo a la irreversibilidad del euro. Aunque todavía no se disponen de datos para el 4T, esto último estaría en línea con nuestra visión de una ligera mejora de la economía en los próximos trimestres.

Sin embargo, los indicadores cuantitativos hasta agosto muestran un panorama algo menos negativo

La **producción industrial** aumentó más de lo esperado tanto en julio como en agosto, creciendo en media alrededor de 1pp hasta agosto con respecto al 2T, cuando se contrajo un -0,4% t/t. Tomando la media móvil de orden tres para reducir la volatilidad, los datos más recientes muestran que el deterioro de la producción industrial habría tocado fondo a principios de este trimestre, mostrando ahora una tímida tendencia creciente, si bien es pronto para confirmar la recuperación del sector, máxime cuando los pedidos industriales tanto domésticos como procedentes del exterior continuaron deteriorándose y, por lo tanto, no auguran que dicha recuperación gane tracción rápidamente en los próximos meses.

Esta mejor evolución de la actividad industrial ha sido generalizada en los estados miembros, aunque existe mucha incertidumbre sobre si dicho aumento podría haber sido temporal y, por lo tanto, podría desvanecerse con los datos de septiembre. En particular, el rebote de 1,5% m/m de la producción industrial observado en Francia en agosto respondió en gran medida a la evolución del componente volátil de transportes, mientras que en Italia el aumento de la actividad industrial (1,7% m/m) podría estar determinado por factores estacionales.

En definitiva, la ligera mejora de la producción industrial podría ser claramente satisfecha por el nivel actual de capacidad instalada, ya que según los datos de la encuesta de la CE la capacidad utilizada se mantiene claramente por debajo de la media, apuntando, por tanto, a que no se habría reflejado en una mejora de la inversión.

Las **ventas al por menor** en el conjunto de la zona euro se mantuvieron prácticamente estancadas desde finales de 2T hasta agosto, interrumpiendo la caída registrada en ese trimestre (-0,6% t/t) y apuntando a que el gasto de los hogares podría haber sido algo más

resistente que en el trimestre previo (el consumo privado se contrajo un -0,4% t/t en 2T). Por países, dicha debilidad del gasto de los hogares es generalizada. No obstante, los datos disponibles hasta agosto muestran que las ventas al por menor se habrían contraído en Alemania y en Italia, mientras que en Francia habrían rebotado, compensando en parte la caída observada en el trimestre anterior. No obstante, se espera que la divergencia en la evolución del gasto de los hogares entre la periferia y los países del centro de Europa persista en los próximos meses como consecuencia tanto del ajuste fiscal que se está llevando a cabo en los primeros como de la distinta evolución del mercado de trabajo, que ha continuado empeorando a lo largo del tercer trimestre (alrededor de 0,2pp hasta el 11.4% en el conjunto de la zona euro), con la excepción de Alemania.

Debido a todo lo anterior y al proceso de ajuste fiscal en marcha que se dejará notar en la caída del consumo público, sobre todo en la periferia, **se espera que la demanda doméstica haya continuado lastrando el crecimiento económico en 3T.**

Por lo tanto, **el principal motor de crecimiento de la economía europea continuarán siendo las exportaciones netas.** En particular, en el conjunto de la zona euro las exportaciones crecieron a un ritmo robusto hasta agosto (1,4% t/t sobre 2T), si bien las importaciones se mostraron algo más resistentes (0,4% t/t sobre 2T) que lo que sugiere la evolución de la demanda doméstica, apuntando a que la contribución positiva de las exportaciones netas podría haber disminuido en 3T (tras aportar 0,3pp en 2T). Por países, el soporte de las exportaciones netas también está siendo determinante para compensar la caída de la demanda doméstica, fundamentalmente en los periféricos, mientras que la economía alemana continúa beneficiándose del todavía crecimiento robusto de las economías emergentes.

Nuestro modelo MICA-BBVA estima una caída del PIB de un -0,3% t/t en 3T

Esta estimación supone que la contracción de la actividad económica podría ser algo mayor de la que habíamos incorporado en nuestras últimas previsiones (-0,1% t/t) y, por lo tanto, implicaría una caída del PIB algo mayor, alrededor de -0,5%, para el conjunto de 2012. Para 2013, continuamos esperando un magro crecimiento económico, a pesar de que el anuncio del BCE ya se está dejando notar en una reducción de las tensiones financieras.

La inflación aumentó algo más de lo esperado en 3T, impulsada por los precios de la energía y las subidas impositivas

Tras el aumento observado en agosto (0.2pp), la inflación se mantuvo estable en septiembre en el 2,6% a/a, ya que el aumento de la inflación de los componentes más volátiles se compensó con una desaceleración de la inflación subyacente (-0,1pp hasta el 1,6% a/a). Por lo tanto, detrás de la alta tasa de inflación actual se encuentra principalmente la fuerte inflación energética, que explica alrededor del 40%. No obstante, los datos de septiembre no muestran evidencia sobre posibles efectos de segunda ronda, mientras que la caída de la demanda doméstica y las sombrías perspectivas económicas para los próximos trimestres deberían evitar que dichos efectos se materialicen en el corto y medio plazo.

Para lo que queda de año, esperamos que la inflación se desacelere en octubre, fluctuando alrededor del 2,4% a/a en 4T, mientras que la inflación subyacente se mantendrá estable en el 1,6% a/a. Como resultado, la inflación media anual en 2012 se situaría en el 2,5% y la inflación subyacente en el 1,8%.

Por países, también existen claras diferencias, con una inflación ligeramente superior al 2% en Francia y Alemania, mientras que en España y en Italia aumentó hasta alrededor del 3,5% a/a en septiembre. Aunque en Portugal la inflación se desaceleró ligeramente, se situó en el 2,9% a/a. Detrás de estas significativas diferencias se encuentran las subidas impositivas ligadas a los procesos de consolidación fiscal llevados a cabo en estos países.

Tabla

Tabla 1
Principales indicadores para los países de la Eurozona

		UEM	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal	Grecia	Irlanda	Reino Unido
Contabilidad Nacional										
jun-12	(*)									
	t/t	-0,20	0,27	-0,04	-0,84	-0,43	-1,17	7,53	-1,10	-0,38
PIB	a/a	-0,40	0,99	0,25	-2,56	-1,30	-3,26	-6,26	1,20	-0,52
	2011 a	1,58	3,03	1,70	0,44	0,42	-1,67	-7,10	1,43	0,87
Actividad										
ago-12										
IPI	m/m	0,64	-0,35	1,55	1,69	1,32	6,79	2,47	0,00	-0,50
	t/t	0,98	1,47	0,70	0,24	0,49	5,29	3,71	1,11	1,36
sep-12										
ISE	Nivel	85,00	94,70	87,60	78,50	84,10	74,10	76,10	n.a.	91,9
	Variación	-1,10	-1,10	-1,60	-0,10	1,30	-5,00	-0,90	n.a.	0,4
sep-12										
PMI Manufacturas	Nivel	46,14	47,43	42,73	45,73	44,55	n.a.	42,18	51,84	48,37
	Variación	1,06	2,77	-3,30	2,12	0,50	n.a.	0,09	0,96	-1,2
sep-12										
PMI Servicios	Nivel	46,15	49,69	44,98	44,45	40,21	n.a.	n.a.	53,90	52,24
	Variación	-1,08	1,39	-4,23	0,44	-3,75	n.a.	n.a.	2,22	-1,42
Consumo										
sep-12										
EC Confianza Consumidor	Nivel	-25,90	-10,30	-27,80	-38,80	-36,80	-58,60	-75,60	26,20	-19,3
	Variación	-1,30	-1,50	-2,30	-0,80	2,90	-6,90	-10,40	-4,50	-0,6
ago-12	(*)									
Venta minorista	m/m	0,11	0,31	-0,84	-0,31	2,09	2,83	1,95	-0,29	-0,36
	t/t	0,50	-0,70	1,95	-0,37	0,37	3,01	1,44	0,63	1,21
Mercado de trabajo										
ago-12	(**)									
Tasa de desempleo	Nivel	11,40	5,50	10,60	10,70	25,10	15,90	25,10	15,00	7,9
	Variación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0
Precios										
sep-12	(***)									
Inflación (HICP)	m/m	0,73	0,00	-0,25	2,06	1,93	0,39	2,50	-0,09	0,49
	a/a	2,61	2,06	2,15	3,39	3,45	2,90	0,28	2,43	2,50

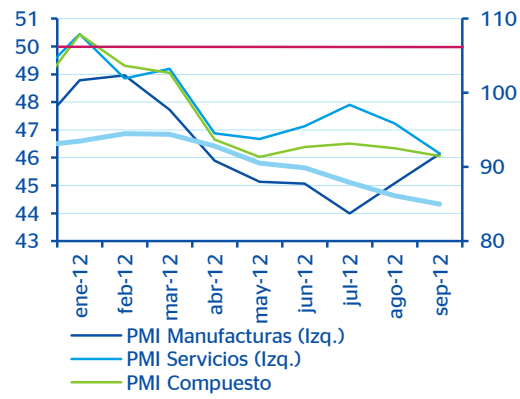
Nota: (*) Grecia e Italia: julio (**) Reino Unido y Grecia: julio (***) Reino Unido: agosto

Nota: t/t: media móvil de orden 3

Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

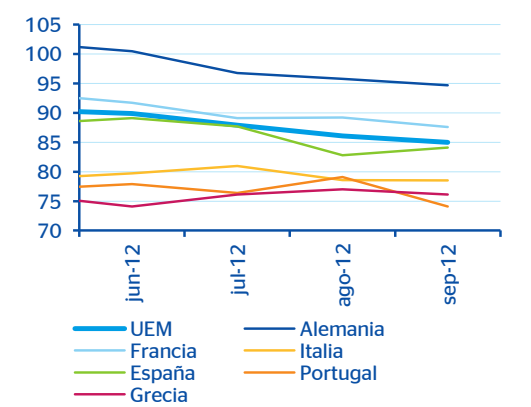
Gráficos

Gráfico 1
Confianza apunta una mayor contracción en T3 que en T2



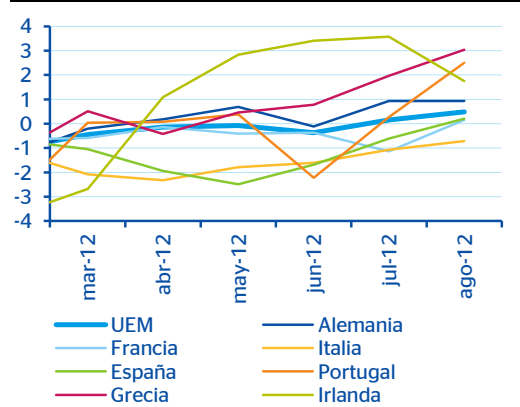
Fuente: Markit Economics y Comisión Europea

Gráfico 2
Divergencia entre países (ISE). La crisis también se deja notar en el centro de Europa.



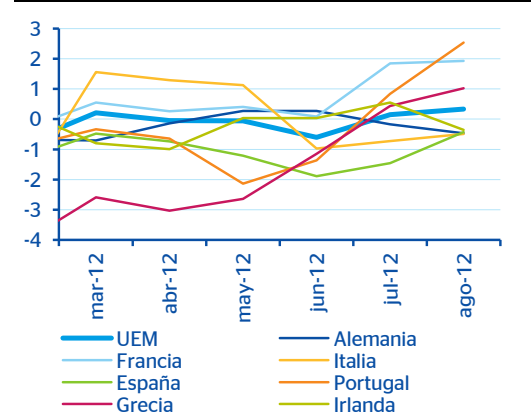
Fuente: Comisión Europea

Gráfico 3
Producción Industrial (mm3): Mejor de lo esperado en T3



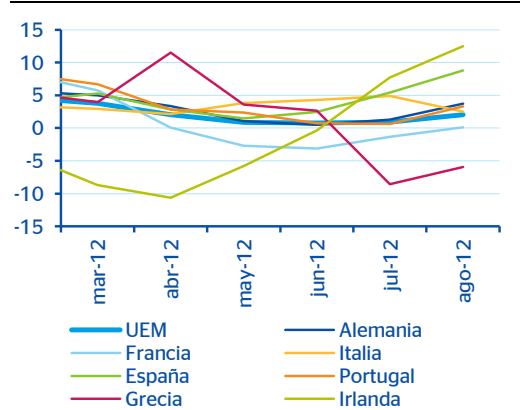
Fuente: Eurostat

Gráfico 4
Ventas minoristas (mm3): Gasto de los hogares más resistente de lo esperado



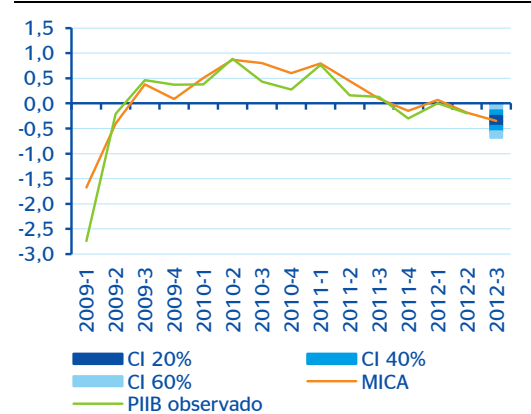
Fuente: Eurostat

Gráfico 5
Exportaciones (mm3): Crecimiento robusto a pesar de la desaceleración demanda global



Fuente: Eurostat

Gráfico 6
MICA-BBVA estima una contracción de -0.3% t/t en T3



Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.