

Situación Europa

Tercer trimestre de 2015

Unidad de Europa

- Se mantiene el ritmo de recuperación en la eurozona, a pesar de cierta debilidad en países emergentes y un menor recorrido en la depreciación del euro
- Esperamos un repunte gradual de la inflación, aunque aún lejos del 2% en 2016
- El BCE mantendrá el ritmo de compra de bonos hasta septiembre del año que viene
- Grecia ha evitado la salida del euro, pero quedan retos por delante. La crisis griega propiciará un debate sobre el futuro del euro en los próximos meses

Índice

1 Editorial	3
2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	5
3 Eurozona: factores domésticos favorables al crecimiento, algo menos los externos	7
4 Perspectivas: se consolida el ritmo de recuperación	14
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	18
5 Tablas	20

Fecha de cierre: 30 de julio de 2015

1 Editorial

La economía de la eurozona ha estado marcada por el flujo de noticias ligadas a la crisis de Grecia en los últimos meses. Más allá de eso, **el pulso económico ha evolucionado en general en línea con lo previsto, aunque con un pequeño sesgo a la baja**: si en nuestro escenario de previsiones esperábamos hasta ahora una paulatina recuperación de la actividad durante el año 2015, ésta se ha producido, pero con datos marginalmente peores de lo previsto en el primer trimestre y una aceleración menos nítida de lo que cabría desear a lo largo de la primera mitad del año. Los factores detrás de estas dudas son fundamentalmente externos: las exportaciones fueron débiles al inicio del año y, aunque se han recuperado claramente desde entonces - reflejando la depreciación del euro en los últimos trimestres -, se han visto también afectadas por un crecimiento algo más débil de lo previsto en los países emergentes, arrastrados por China.

Sin embargo, **los soportes de la actividad hacia adelante persisten: las políticas fiscales y monetarias continúan con su tono neutro y muy laxo, respectivamente**, mientras que el precio del petróleo seguirá apoyando la actividad. Respecto a la política monetaria, el BCE ha mantenido su ritmo de compra de bonos en línea con lo previsto, y esperamos que se mantenga el programa en su duración anunciada, hasta septiembre de 2016. **En cuanto al petróleo, las recientes bajadas de precio parecen más influenciadas por factores de oferta** (acuerdo con Irán, resistencia de la producción de *shale-oil* en EE.UU.) que de demanda, y nuestra nueva senda (que prevé precios en torno a 61 dólares por barril en media en 2015 y 69 en 2016) supone un nivel un 7% menor que lo previsto hace tres meses y puede apuntalar el consumo y la inversión en la zona.

Aun así, **dos factores relacionados con el sector exterior nos hacen bajar ligeramente nuestra previsión para 2016**: una **debilidad mayor que la prevista de la economía China** para este año y el que viene, que arrastrará a otros países emergentes y se traducirá en una menor demanda externa; y **el tipo de cambio**, que aunque se mantiene en valores reducidos frente al dólar respecto a 2014, parece que ha tocado fondo y no debería experimentar una depreciación adicional, tal y como preveíamos antes. En definitiva, un euro menos depreciado y una demanda externa menos robusta nos llevan a reducir nuestra previsión de crecimiento en tres décimas en 2016, hasta el 1,9%, un nivel bastante decente y aún por encima de lo que prevé el consenso de analistas. En cuanto a la inflación, no prevemos cambios sustanciales: no pensamos que los precios de materias primas más reducidos traigan de nuevo el riesgo de deflación, pero harán que los valores para 2016 estén todavía alejados del objetivo implícito del BCE.

De cara a los próximos meses la crisis griega va a seguir centrando la atención en Europa, junto a los debates respecto al futuro de la eurozona que pueda desencadenar, y que de hecho ya se están perfilando. El acuerdo sobre un tercer rescate aleja la posibilidad de salida del euro de Grecia, y es positivo en cuanto que centra la condicionalidad en las reformas estructurales, más que en los ajustes fiscales, pero deja muchas cuestiones abiertas que hacen aún posible un accidente. Una de ellas, y quizás la más importante, es que el gobierno griego actual no ha asumido la necesidad de las reformas, que las ve y las defiende como una imposición de los acreedores. Sin una apropiación por parte de las autoridades de este programa para mejorar las condiciones de oferta de la economía es difícil ver cómo se puede alcanzar una senda de crecimiento sostenible en el país. Otro tema pendiente es el de la reestructuración de la deuda: aunque el acuerdo de principios de julio sólo prevé un alivio de las condiciones sin quita nominal, y a partir de noviembre, el FMI está presionando para que la reestructuración sea más generosa, tal y como también ha pedido el gobierno griego. Una reestructuración radical no parece que sea clave para hacer la deuda sostenible, ya que actualmente la mayoría de la deuda está en manos oficiales, con plazos muy largos y tipos muy cortos, lo que hace que la factura de intereses sea más reducida que en otros países periféricos,

y lo vaya a ser por muchos años. Pero está claro que sin la participación del FMI en el tercer rescate, su aprobación por los países miembros será más difícil.

Un resultado colateral de las negociaciones con Grecia es el debate que se ha abierto sobre el futuro del euro. La defensa abierta por parte de Alemania de un *Grexit* en un momento dado de la negociación, aunque sea temporal, parece haber roto el tabú de la irreversibilidad del euro, lo que puede tener costes indeseados ante futuros episodios de estrés. Esto lleva a una necesidad de avanzar hacia una mayor integración en la eurozona más rápidamente que el ritmo relativamente lento que se había planificado anteriormente, tal y como se refleja en los anuncios de propuestas en este sentido por parte del gobierno francés. En este contexto, el documento de los Cinco Presidentes, a discutir durante la segunda mitad del año de cara al Consejo de diciembre, va a ser un buen marco de debate que debería dar lugar a propuestas más ambiciosas a medio plazo.

2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

Los datos de crecimiento de las principales economías confirmaron la **desaceleración del PIB mundial en el primer trimestre de 2015 al registrar, según nuestras estimaciones, la menor tasa de avance anual desde principios de 2014** (2,1% frente a un promedio del 2,8% de los dos trimestres precedentes). Los indicadores de actividad disponibles anticipan un **mayor dinamismo de la economía mundial en el segundo trimestre**, al hilo de la recuperación de EE.UU. (tras la moderación del PIB observada en los primeros meses del año), la fortaleza de la zona euro y el mantenimiento del crecimiento del PIB chino en el 7% anual.

En el horizonte de previsión **continúan las expectativas favorables de crecimiento para las economías desarrolladas, lo que contribuirá a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales**. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la **revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015** (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). **En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8%**.

El contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la **materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses**, cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el **episodio de inestabilidad financiera en China** ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo es **la crisis griega** y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico.

La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la subida de tipos de interés de la Fed, ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en la zona euro y Asia. En este sentido, el **mantenimiento de políticas monetarias laxas**, sobre todo tras la implementación del programa de compra de deuda pública del BCE, está siendo determinante. Ahora bien, el riesgo de que asistamos a un rebrote adicional de la volatilidad financiera con el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés en EE.UU. sigue siendo elevado.

La fortaleza exhibida por el mercado laboral de EE.UU. y el carácter transitorio atribuido a la corrección reciente de la actividad continúan situando el primer aumento de los tipos de interés de referencia (*fed funds*) en septiembre. En la medida en que la Fed sigue reiterando que el endurecimiento monetario será muy gradual y el contexto global se ha deteriorado tras los eventos de China y Grecia, el mercado está descontando un ritmo de subidas y, por tanto, un nivel de llegada para los *fed funds* a finales de 2016 sustancialmente inferior al de los pronósticos del FOMC. La necesidad de que se materialice el proceso de normalización monetaria justifica que sea 2015 el año en el que se produzca el primer aumento de tipos. Ahora bien, la senda de incrementos continuará condicionada por la solidez de la recuperación económica y de las expectativas de inflación. Consideramos que un adicional deterioro del entorno externo de EE.UU. podría retrasar el comienzo del ciclo de subidas, que en todo caso situará el nivel de los *fed*

funds en el 1,50% al final de 2016. Si la Fed opta por un esquema de subidas más agresivo del que sugiere dicha recuperación, los aumentos de volatilidad financiera pueden ser relevantes, dado que el margen de maniobra de los bancos centrales de economías emergentes para efectuar recortes adicionales de tipos de interés - en niveles históricamente reducidos - sería menor por el riesgo de reasignación de flujos de capital hacia países desarrollados.

La **corrección de las previsiones del precio del petróleo**, que sugieren el comportamiento de la oferta y la ralentización de la demanda china, podría lastrar la recuperación incipiente de los precios al consumo e intensificar las caídas de los precios industriales y de importación.

La dirección de las políticas monetarias y la evolución de los focos de riesgo arriba mencionados y del mercado de materias primas seguirán determinando la trayectoria de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. El antagonismo esperado entre la política monetaria de la Fed y la del BCE, así como la incertidumbre sobre la resolución definitiva de la crisis griega, continuará dando soporte a la cotización del dólar frente al euro, en un escenario en el que el diferencial de rentabilidad a largo plazo entre los activos soberanos de ambas áreas se mantendrá favorable al primero.

En lo que se refiere al detalle de las principales áreas, destaca la intensa desaceleración de la economía de **EE.UU.**, tras estancarse prácticamente en el primer trimestre y registrar un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. El balance del primer semestre, peor de lo esperado, justifica la **revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015**, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor, teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

China ha centrado la atención en el último trimestre con motivo de la fuerte corrección de su mercado bursátil y el potencial impacto que ello puede tener tanto sobre el ciclo económico interno como sobre la estabilidad financiera y el crecimiento global. Por el momento, el primer semestre del año se ha saldado con un incremento interanual del PIB del 7%, pero es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza financiera en manos de los hogares. Pero, sobre todo, **es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial**, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la **revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016 hasta el 6,7% y 6,2%, respectivamente** (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril).

Finalmente, **las economías emergentes se desacelerarán por quinto año consecutivo**, periodo que coincide con el ajuste a la baja del crecimiento chino y del precio de las materias primas. Estas economías se enfrentan a un panorama incierto, con sus diferencias, por la menor demanda desde China y la proximidad de la subida de las tasas de interés del dólar, que encarece su financiación. En los próximos meses, se harán más evidentes los dilemas de las políticas económicas en los emergentes, con un objetivo de apoyo al ciclo doméstico que contrasta con el riesgo de aumento de las expectativas de inflación y de falta de financiación externa, más en aquellas economías con mayor integración financiera y con mayores desequilibrios (Ver [Situación Global 3T15](#)).

3 Eurozona: factores domésticos favorables al crecimiento, algo menos los externos

Desde la publicación de nuestras últimas previsiones **hace tres meses no ha habido cambios sustanciales en el panorama de la economía europea, que ha estado dominada por la crisis griega. Se mantiene, en general, el tono de una recuperación moderada. Aun así, hay algunas diferencias en los factores exógenos** que determinan el nivel de actividad y que se han reflejado ya en los datos de la primera mitad del año, sobre todo por el lado exterior, lo **que nos hace revisar marginalmente a la baja nuestras previsiones para este año y el que viene.**

El crecimiento en el primer trimestre de 2015 fue una décima peor de lo esperado, si bien la recuperación discurre a un ritmo moderado y estable basada en la fortaleza de la demanda doméstica. La nota negativa fue la moderación del avance de las exportaciones, que acusaron - algo más de lo previsto - la desaceleración de la demanda global a principios de año. Los datos del segundo trimestre apuntan a que la recuperación debería continuar avanzando a velocidad estable, a tasas anualizadas algo por encima del 1,5%.

En los últimos meses, algunos de los factores que subyacen al crecimiento económico han empeorado, en particular los externos, al materializarse el riesgo de la **desaceleración de las economías emergentes y, en particular, de China.** A esto se une una **menor depreciación del euro de la que preveíamos** por entonces, si bien el debilitamiento que viene registrando desde mediados del año pasado continuará favoreciendo las ventas al exterior. En Europa, **el resurgimiento de la crisis griega aumentó las tensiones financieras, aunque el contagio a otros países periféricos ha sido limitado** gracias a la mejora en los años precedentes de la gobernanza europea y las medidas puestas en marcha por el BCE. La situación, de momento, se ha reconducido con un tercer rescate a Grecia en camino, pero se avecinan unos trimestres de incertidumbre asociada tanto a las negociaciones como a la implementación de las reformas, y más en general al futuro del proyecto de integración europeo, lo que podría afectar más de lo previsto a la confianza y a la inversión.

El **resto de factores** que determinan el crecimiento **continúan siendo positivos.** La **política fiscal y monetaria seguirán facilitando la recuperación de la actividad**, abriéndose nuevamente el debate sobre la flexibilidad del ajuste fiscal (con nuevas propuestas de expansión fiscal en Italia), mientras que el programa de expansión cuantitativa ya está resultando en un aumento moderado de las expectativas de inflación y está propiciando la reducción de los tipos de interés reales y (ligado a la provisión de liquidez a través de las TLTROs) el restablecimiento del crédito.

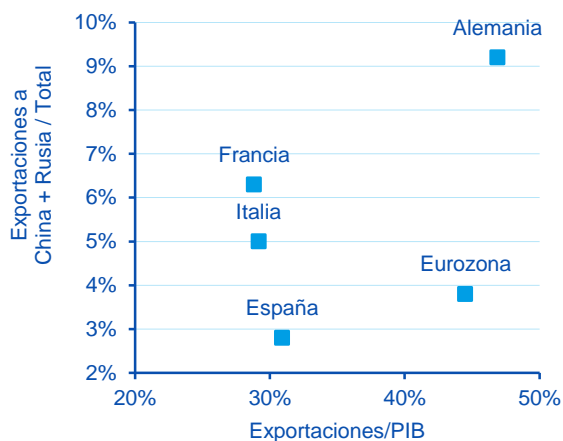
También siguen soplando algunos vientos de cola con algo más de fuerza, como el **aumento más moderado de lo previsto de los precios del petróleo**, lo que parece responder en buena parte a un shock de oferta (finalización de las sanciones a Irán y ganancias de productividad en la producción de *shale oil* en Estados Unidos), aunque también a cierta moderación de la demanda, lo que debería apuntalar un poco más el crecimiento, sobre todo a través de un nuevo empuje a la renta disponible de los hogares y unos menores costes energéticos para las empresas. Además, la recuperación está reflejándose en una mejora de las condiciones del mercado laboral algo antes y algo mayor de lo que se esperaba, lo que unido a lo anterior hace que se mantenga la confianza de los agentes económicos. Todo esto implica una recuperación algo más gradual de lo que preveíamos hace tres meses en Europa (Sección 4), aunque continuamos esperando un crecimiento de cerca del 2% para el año que viene, que permitiría que el PIB alcance los niveles de antes de la crisis.

Algunos de los factores negativos comentados más arriba podrían convertirse en riesgos si la situación se deteriora, sobre todo la crisis griega, mientras que continúa sin resolverse la crisis ruso-ucraniana. Aunque es probable que el contagio de una eventual salida del euro de Grecia sea limitado y pueda reducirse aún más a través de medidas preventivas, puede suponer un mayor estrés que afecte a la actividad. Otro riesgo proviene de la demanda exterior, sobre todo de países emergentes, que podría ser menor de la prevista.

El entorno externo se ha vuelto algo más negativo, a lo que se une la mayor resistencia del euro a la depreciación...

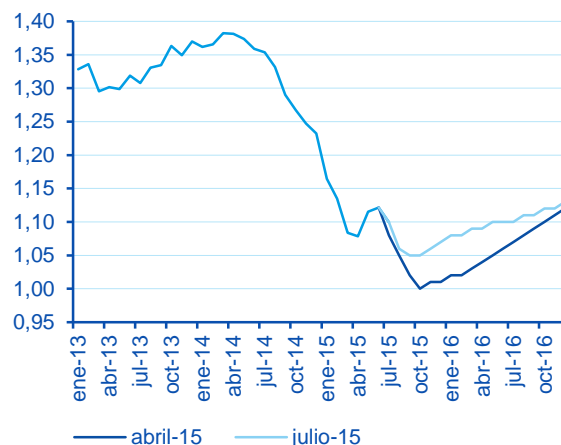
Tal y como se refleja en la sección 2, el **escenario global ha empeorado ligeramente en los últimos tres meses debido fundamentalmente a la desaceleración de las economías emergentes, a pesar de la mejora gradual en las desarrolladas**. Entre los factores detrás de la desaceleración de las primeras cabe destacar la caída de los precios de las materias primas - que afectará entre otros a Latinoamérica -, el endurecimiento de las condiciones financieras ligado a la esperada normalización de la Fed y al aumento de algunos riesgos, y la continua moderación del crecimiento en China. A esto último se une, además, el previsible impacto negativo de la reciente caída de la bolsa local en la economía real, lo que supone una **revisión a la baja del crecimiento en China de 0,3pp y 0,4pp en 2015 y 2016**, respectivamente. Aunque el impacto directo de esta revisión sobre la eurozona es moderado (alrededor de 0,2pp en 2016) y con claras diferencias entre los estados miembros (Gráfico 3.1), el balance de riesgos queda sesgado a la baja por el lado externo, sobre todo si la economía china termina arrastrando a otras economías de Asia o América Latina.

Gráfico 3.1
Exportaciones a China y Rusia



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 3.2
Tipo de cambio EURUSD



Fuente: BCE y BBVA Research

A esta moderación de la demanda global también **se une la resistencia que está mostrando el euro** recientemente, que contrasta con nuestra previsión de hace tres meses de una mayor depreciación (Gráfico 3.2) y que podría deberse a un menor impacto del QE sobre el tipo de cambio de lo esperado inicialmente, pero también al aumento de las dudas sobre un posible retraso del inicio de la normalización de la política monetaria de la Fed o como resultado de la relajación de otros bancos centrales. Por lo tanto, a pesar de que el euro continuará apoyando la recuperación, tras haberse depreciado alrededor de un 14% desde el anuncio del QE y un 23% durante los últimos doce meses, lo hará algo menos de lo anticipado en nuestra anterior previsión. **Desde abril el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable alrededor de 1,10 frente al dólar y ahora esperamos un menor recorrido a la baja en lo queda de año, y una**

apreciación tímida en 2016, lo que supone un euro alrededor de un 5% más apreciado en lo que resta de año y el que viene respecto a nuestro anterior escenario, y podría restar alrededor de 0,2pp al crecimiento del PIB en 2016.

El impacto de estos dos factores explica prácticamente toda la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para la zona euro en 2016 (Sección 4), con un impacto diferenciado por países que resultará en tasas de crecimiento más homogéneas que en los últimos años, alrededor del 2% anualizado, con la excepción de Italia. Los países con mayor peso del sector industrial y/o más abiertos al exterior – Alemania o Países Bajos – serán los más afectados, como ya se viene reflejando en la caída de las exportaciones a China y Rusia, lo que resultó ya en una moderación significativa de la actividad a principios de este año.

... en un contexto de tensionamiento de las condiciones financieras y mayor volatilidad

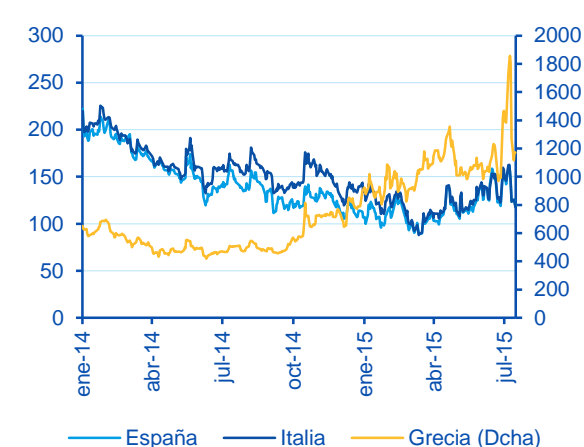
Las condiciones financieras se han endurecido en la zona euro en los últimos meses **como resultado de la combinación del aumento de la rentabilidad de los tipos de interés a largo plazo y de la apreciación del euro** (en términos efectivos) (Gráfico 3.3). El alza de los tipos de interés a largo plazo fue particularmente abrupta a comienzos del trimestre, con el tipo de interés del bono alemán repuntando por encima de los 80 puntos básicos desde niveles cercanos a cero en el primer trimestre del año. Este repunte se explica, en buena parte, como una corrección desde niveles anormalmente bajos, una vez que el escenario de deflación perdía claramente fuerza. También hay factores técnicos y de liquidez que explicarían lo brusco del movimiento: las subidas de tipos en la zona euro han permitido reducir el temor a tipos de interés negativos (que en el trimestre anterior se habían extendido a tramos más largos de la curva y a un mayor número de países dentro del área), al tiempo que han generado un efecto arrastre en los tipos de interés de otras geografías. El tensionamiento de las condiciones financieras es un elemento a vigilar por parte del BCE, de forma que no constituye un freno o un obstáculo para la recuperación económica.

Gráfico 3.3
UEM: tipo de interés (%) y tipo de cambio efectivo nominal



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.4
Spreads 10 años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El riesgo de un Grexit ha pesado transitoriamente tanto en las primas de riesgo como en las bolsas. Las primas de riesgo periféricas aumentaron (Gráfico 3.4), quedando los mínimos atrás, pero sin grandes

repuntes a pesar del elevado riesgo de salida del euro. También el riesgo bancario repuntó en línea con el riesgo soberano. Las caídas de las bolsas fueron significativas (coincidiendo también con el ajuste de la bolsa china), pero rebotaron tras el acuerdo alcanzado con Grecia. En última instancia, se puede decir que en los meses recientes los activos financieros han registrado una elevada volatilidad en la zona euro – pero sin asentarse en valores extremos que indiquen o bien el mencionado tensionamiento financiero o bien la creación de burbujas especulativas.

Las **condiciones de liquidez para el sistema bancario siguen siendo muy favorables**, tanto por las facilidades de financiación a través de BCE como por las emisiones en los mercados mayoristas, cuya actividad **se está recuperando tras el frenazo en las semanas de mayor tensión con Grecia**.

El lanzamiento del tercer rescate mantiene a Grecia en el euro, pero la incertidumbre continuará en los próximos meses

La crisis griega experimentó una aceleración en junio y principios de julio tras casi seis meses de negociaciones infructuosas: tras prácticamente llegar a un acuerdo a finales de junio sobre las reformas a implementar para concluir el segundo programa de rescate y obtener la última trancha de ayuda para evitar el *default* con el FMI a finales de junio, **el gobierno griego convocó un referéndum en el que ganó su opción defendida** (de NO a las condiciones propuestas por los acreedores), **pero no pudo evitar el impago al FMI ni la imposición de controles de capitales** por la congelación de la provisión de liquidez a los bancos a través del ELA. Tras esa victoria, y **para evitar una salida del euro, Grecia aceptó a principios de julio las nuevas condiciones** (incluso más duras que las rechazadas en el referéndum) **a cambio de lanzar un tercer rescate**, a tres años, por unos 85 mil millones de euros (incluyendo la recapitalización del sistema bancario, a determinar por el regulador europeo en una análisis tras el verano), **que actualmente se está negociando**. Los controles de capitales se mantienen.

La nueva situación tiene algunos aspectos positivos: **se ha evitado la salida de Grecia de la eurozona**, al menos de momento, a pesar de las presiones por parte de Alemania durante algunos momentos de las negociaciones. Además, **el nuevo acuerdo se centra más en reformas estructurales** (mercado de trabajo, reforma del sistema judicial, mercados de bienes y servicios) que en un mayor ajuste fiscal (aunque este no desaparece). Esto es importante, porque los problemas de fondo de Grecia son fundamentalmente de oferta, y se reconoce así que **necesita seguir mejorando su estructura productiva**.

Aun así, **quedan muchas dudas abiertas**, por lo que **la salida eventual del euro de Grecia no se puede descartar**:

- **El gobierno griego sigue sin defender las reformas**, que considera una imposición que ha tenido que aceptar para evitar la salida. Sin verdadera apropiación del programa reformista, es difícil que la implementación de los cambios sea la adecuada.
- El debate sobre la **reestructuración de la deuda sigue abierto**, y se negociará tras la primera revisión del tercer programa, lo que nos lleva a finales de año. El gobierno griego y el FMI quieren una quita de deuda, pero ésta se ha descartado en el acuerdo. La reducción de la carga se llevará a cabo, de nuevo, a través de reducción de tipos adicional, extensión de plazos y períodos de gracia. Esto no debería ser un obstáculo para la recuperación, ya que la sostenibilidad de la deuda no está comprometida en el corto o medio plazo, con casi toda ella en manos oficiales y una carga de intereses en relación al PIB menor que en otros países periféricos (gracias a los bajos tipos y muy largos períodos de amortización aplicados). Pero **el tema es claramente político, y podría complicar la participación del FMI en un tercer rescate**.

- **Las negociaciones** sobre los detalles del tercer rescate **no van a ser fáciles**, por el primer punto mencionado más arriba, por el clima político en Grecia (donde puede haber ruptura del partido de gobierno y son muy probables las elecciones en septiembre u octubre) y porque la economía ha vuelto a caer en recesión durante la primera mitad de 2015, dada la paralización de la actividad de un gobierno centrado en las negociaciones, y a la falta de confianza ante la posibilidad de salida del euro. **La fecha prevista para el acuerdo del 20 de agosto no será fácil de cumplir, y es posible que sea necesario un préstamo puente adicional.**

Por lo tanto, aunque de momento se ha evitado el *Grexit*, la probabilidad de que todavía ocurra no ha desaparecido. Este evento tendría un cierto efecto contagio a corto plazo sobre el resto de países de la zona euro, lo que supone un riesgo sobre el crecimiento europeo, aunque debería ser contenido, puesto que la situación macroeconómica del resto de países está más saneada que en 2012 (crecimiento positivo, desequilibrios públicos y externos menores), el proceso de unión bancaria se ha consolidado y los instrumentos de contención del BCE siguen en pie.

Los menores precios del petróleo refuerzan los factores domésticos

La fuerte caída de los precios del petróleo desde mediados del año pasado parece haberse interrumpido en el segundo trimestre de este año, en línea con nuestras previsiones anteriores, si bien **ahora esperamos un aumento más gradual de los precios del Brent**. Esto se debe a que prevemos una **menor demanda global, pero principalmente a factores de oferta**. La finalización de las sanciones a Irán se traducirá en un aumento de la oferta en el corto plazo, mientras que a más largo plazo, responderá a las ganancias de productividad en la industria del *shale oil* en Estados Unidos.

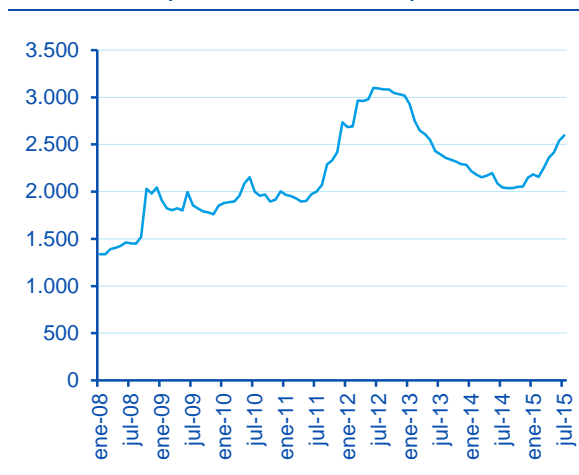
Como resultado, hemos revisado ligeramente a la baja la trayectoria de los precios del petróleo en 2015 a 60,9 USD por barril de Brent (-1,3% respecto a nuestra previsión de hace tres meses) y hasta los 69 USD en 2016 (revisión del -7,4%). Si a esto le añadimos que ahora esperamos un euro algo más fuerte, esto redundará en unos precios del petróleo en euros alrededor de un 4% y un 10% más bajos en 2015 y 2016, respectivamente, que hace tres meses, y estimamos que **podrían aportar entre 0,1/0,2pp al crecimiento en 2015-16**, a través de una mayor renta disponible de los hogares, ya que también **restarían alrededor de 0,2pp a la inflación en 2016**. El menor coste energético para las empresas también debería tener su repercusión en un aumento de los beneficios (dada la fortaleza de la demanda doméstica) y contribuir a incentivar las decisiones de inversión, claves para la segunda fase de la recuperación en 2016.

El BCE, firme en implementar el QE y preparado para contingencias

Tras casi cinco meses desde el inicio de las compras de bonos (APP, por sus siglas en inglés), **el BCE ha adquirido un total de unos 300mM euros, en línea con el objetivo mensual previamente establecido** (60mM euros mensuales) (Gráfico 3.5). En los meses de mayo y junio se superó ligeramente el objetivo (en 3mM euros cada mes), hecho que se puede interpretar como cierto adelanto de cara a la menor liquidez en los meses de verano. Las compras, tal y como cabía esperar, están altamente concentradas en bonos públicos (80%), mientras que las compras de activos privados (ABS y CB) están siendo prácticamente simbólicas. Con respecto a la distribución geográfica, las compras replican prácticamente la participación de los países en el capital del BCE (como ya se anunció). El vencimiento promedio de las compras, sin embargo, está siendo desigual entre países, con duraciones más largas en las compras de bonos periféricos (9,7 años), frente al promedio de 7,5 años en los países *core*. En cualquier caso se trata de duraciones largas (8 años en media) (Gráfico 3.6). En definitiva, se ha constatado que **las compras de bonos públicos eran la vía realmente efectiva para lograr una expansión significativa del balance del BCE**, pues la cuarta subasta de las TLTROs se saldó con una demanda moderada (73,8mM euros, apenas un 21% de la demanda potencial estimada).

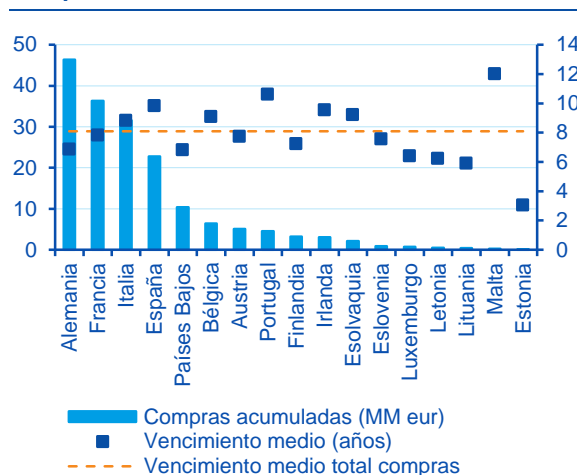
El BCE sigue firme en su mensaje de implementación total de las medidas aprobadas, que además se refuerza con el mensaje de que está preparado para tomar medidas adicionales (o utilizar la flexibilidad que le brinda el programa de compras). Así, a pesar de la recuperación de las expectativas de inflación y de los datos de inflación en estos meses recientes, el BCE no ha dado ninguna señal de acometer una salida temprana del programa de QE. En nuestra opinión, esta cautela está más que justificada, dados los sesgos a la baja sobre el crecimiento, los bajos niveles de inflación en la zona euro y la incertidumbre respecto al impacto que la subida de tipos de interés de la Fed puede generar en los mercados. De hecho, en relación a la inflación, una vez más, habrá que estar atentos a la evolución de los precios energéticos y su impacto en las perspectivas de inflación a medio y largo plazo. Así, **seguimos considerando que el programa de compra de bonos se mantendrá hasta septiembre de 2016.**

Gráfico 3.5
Balance BCE (miles millones euros)



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 3.6
Compra de bonos del BCE



Fuente: BCE y BBVA Research

La política fiscal se mantiene neutral, mientras que el debate sobre la flexibilidad del ajuste a cambio de reformas continúa

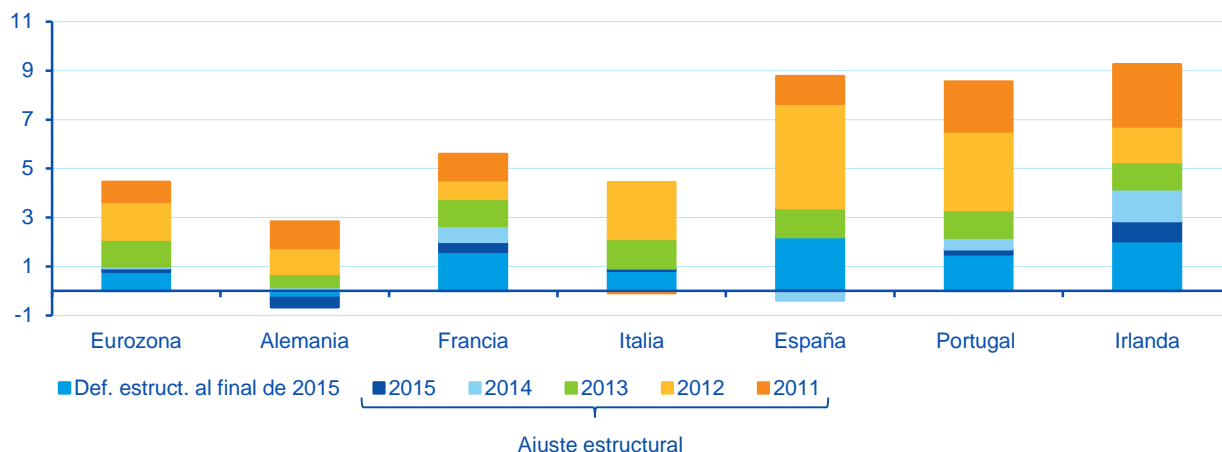
La política fiscal no será un freno para el crecimiento en 2015, puesto que el ajuste fiscal será marginal y muy similar al observado el año pasado, que ya fue muy inferior a los llevados a cabo en los tres años precedentes. El gráfico 3.7 muestra los ajustes del balance estructural previstos para varios países de la zona, que muestran esta tendencia. **La visión de relajar el esfuerzo fiscal - sobre todo si respondía a factores cíclicos - a cambio de llevar a cabo reformas estructurales ganó fuerza el pasado trimestre**, con la aprobación el pasado mes de marzo de los planes de consolidación de Francia e Italia, que retrasaban el cumplimiento del objetivo en el caso de la primera y sin necesidad de aplicar mayores ajustes en el caso de Italia.

En Italia, durante los últimos tres meses se han producido noticias relacionadas con la política fiscal. Por un lado, se ha declarado inconstitucional la congelación de los salarios públicos, lo que podría añadir alrededor de 0,4pp al déficit en 2015 para mantenerse en el 3% del PIB. A pesar de que esto reduce el margen fiscal incluido en las reglas (0,5% del PIB) y a pesar del alto nivel de endeudamiento público, **el presidente del gobierno ha propuesto reducir los impuestos** en EUR50bn hasta 2018 (de los que EUR18bn ya se habrían realizado en 2014-15). **De momento la Comisión Europea no se ha mostrado muy reticente con la propuesta, al amparo de las nuevas reglas de flexibilización.** A corto plazo, con el programa de QE en marcha y los bajos tipos de interés de la deuda – y si se acaba adoptando algún tipo de alivio en el

caso de Grecia -, podría aprovecharse esta ventana de oportunidad – ralentización del ajuste - para incentivar las reformas que aseguren un mayor crecimiento en el medio y largo plazo que facilite la sostenibilidad de la deuda pública, sobre todo, cuando empiecen a retirarse algunos de los estímulos presentes.

Gráfico 3.7

Ajuste del déficit público estructural 2010-15 y saldo estructural en 2015 (% del PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

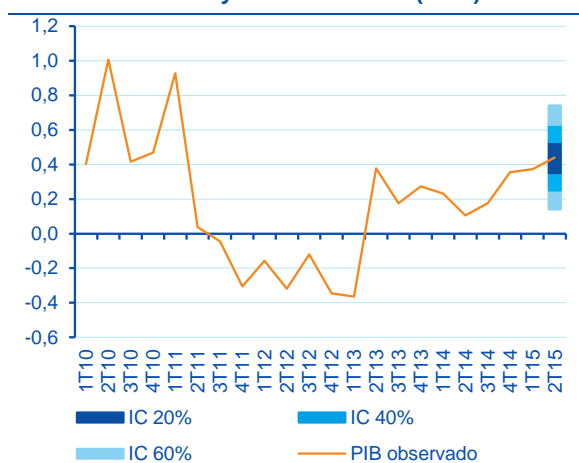
4 Perspectivas: se consolida el ritmo de recuperación

Los factores domésticos continúan apoyando el crecimiento en 2T15

Tras la sólida mejora de la demanda doméstica a principios de 2015, tanto del consumo privado como de la inversión, la información más reciente sugiere que los componentes internos habrían seguido apoyando la recuperación en el segundo trimestre, si bien con algo menos de empuje que en 1T15. El sector exterior, sin embargo, habría vuelto a contribuir positivamente al crecimiento, tras el decepcionante desempeño de las exportaciones a comienzo de año.

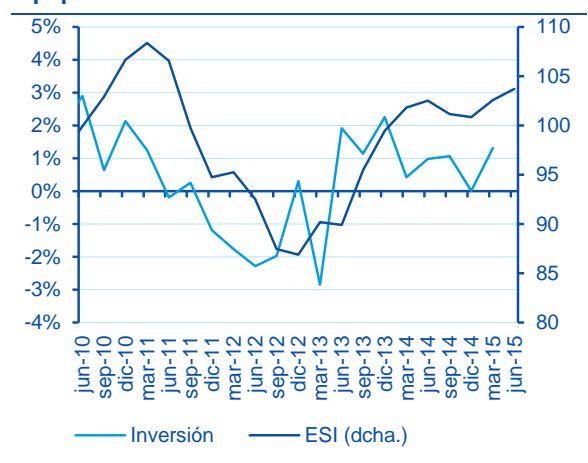
Con todos los datos de confianza y dos terceras partes de los datos reales, **nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB del 0,4% t/t en 2T15 en la zona euro** (Gráfico 4.1), manteniéndose estable con respecto al observado en el trimestre anterior (0,4% en 1T15). Por países, España seguiría liderando la recuperación, con un crecimiento del 1% t/t, seguido de Alemania, que crecería un 0,5% t/t, mientras que Italia habría crecido en torno al 0,4% t/t y Francia moderaría su ritmo de expansión hasta el 0,3% t/t.

Gráfico 4.1
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2
UEM: confianza e inversión en maquinaria y equipo



Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

Se afianza la recuperación del consumo privado como principal motor de la demanda interna

Desde mediados del pasado año, el crecimiento del consumo privado en la eurozona se ha mantenido relativamente estable en torno al 0,5% t/t. Los principales indicadores de gasto sugieren que el consumo de los hogares se habría moderado ligeramente en 2T15: pese a la firme recuperación de la confianza de los consumidores, apoyada en la paulatina mejora del mercado de trabajo, las ventas minoristas crecen con menos fuerza que en 1T15, al mismo tiempo que las matriculaciones de turismo se estancan, lo que sugiere que el consumo privado debería registrar tasas de crecimiento cercanas al 0,4% t/t en el segundo trimestre del año, tras el 0,5% t/t en 1T15.

En el horizonte de previsión, **las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo favorables**, gracias a las expectativas de mejora gradual del mercado laboral y una inflación moderada que

se reflejarán en una mayor renta disponible. Como resultado, **el consumo debería acelerarse en 2015 (1,7%, tras 1% en 2014) y mantener aproximadamente esas tasas de crecimiento en 2016.**

La vuelta a la confianza es clave para consolidar la inversión

Tras una primera mitad de 2014 muy volátil, en parte relacionada con eventos geopolíticos, el aumento gradual de la inversión a lo largo de la segunda parte del año y del primer trimestre de 2015, incluso algo más de lo esperado, apunta a una recuperación sostenible en el horizonte de previsión (Gráfico 4.2). A pesar del resurgimiento de la crisis griega y de las dudas que genera la moderación de la demanda externa, la confianza continúa en niveles altos, mientras que los factores que subyacen a las decisiones de la inversión continúan reforzándose. La relativa fortaleza de la demanda interna unida a la reducción de los costes asociados a las materias primas apuntan a que los beneficios debería aumentar en los próximos trimestres. A esto se une que la capacidad utilizada de las empresas ya está en sus niveles históricos en un contexto de buenas condiciones de financiación. Todo esto, nos lleva a **revisar al alza nuestras previsiones de crecimiento de la inversión para el conjunto de 2015 en 0,4pp hasta el 1,9%. Para 2016, continuamos viendo un repunte considerable hasta el 3,9%**, si bien alrededor de cuatro décimas menos de lo que anticipábamos hace tres meses, tanto por un efecto base como por el impacto que las dudas asociadas a la moderación de la demanda externa y a la incertidumbre en la gestión de la crisis griega podrían acabar teniendo sobre las decisiones de inversión.

Un ajuste fiscal marginal a nivel agregado debería facilitar que el consumo público apoye el crecimiento en 2015-16

Los últimos datos de ejecución presupuestaria evolucionan favorablemente y estarían en línea con el cumplimiento de los nuevos objetivos oficiales. Sin embargo, el margen de maniobra para alcanzar estos objetivos se ha reducido si la comparamos con nuestras previsiones de hace tres meses, principalmente para Italia, país en donde podría impactar fuertemente el pronunciamiento de inconstitucionalidad de una de las principales medidas vigentes en el presupuesto de 2015 (congelamiento del salario público, en vigor desde 2010), así como la evolución económica algo menos favorable de la eurozona en la segunda mitad de 2015. Con todo, el ajuste fiscal será marginal. Según nuestras estimaciones, **el déficit fiscal en 2015 y 2016 seguiría reduciéndose en el conjunto de la eurozona hasta alcanzar, respectivamente, el 2,2% y 1,8% del PIB** (una y dos décimas más, respectivamente, respecto a nuestra previsión anterior), tras el 2,4% de 2014. Teniendo en cuenta la práctica neutralidad de la política fiscal, **el consumo público podría crecer en torno al 0,8% tanto en 2015 como en 2016** (tras el 0,7% de 2014).

La moderación de la demanda global y el aumento de las importaciones limitan la contribución de la demanda externa neta al crecimiento

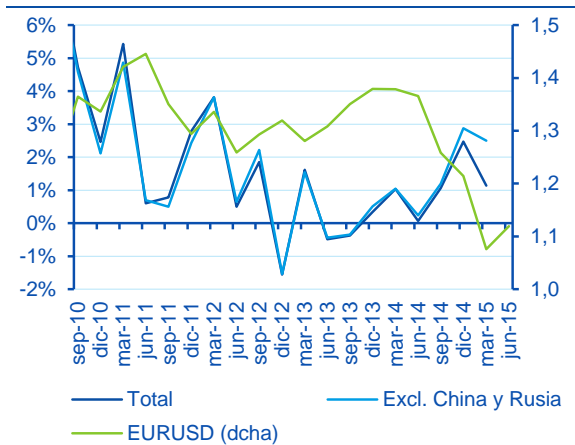
El año pasado, las exportaciones mantuvieron un crecimiento sólido (3,7%) impulsadas por la depreciación del euro y la moderación de los precios domésticos. En el primer trimestre de 2015, la moderación de las exportaciones fue un tanto decepcionante, sobre todo al no reflejar el aumento de los pedidos manufactureros del exterior y acusar, por tanto, más de lo esperado la moderación de las economías emergentes (Gráfico 4.3). Aunque esperamos **cierta recuperación de las exportaciones, un panorama algo menos optimista a nivel global y el tipo de cambio del euro algo más resistente de lo que preveíamos** (Sección 3), **nos lleva a revisar a la baja** el crecimiento de las exportaciones en 0,8pp en 2015 y 2016 hasta el 4,4% y 5,1%, respectivamente.

Las importaciones crecieron en 2014 ligeramente más de lo esperado (4%), en línea con el buen comportamiento de la demanda interna. Para el horizonte de previsión, **el mayor dinamismo del consumo**

privado, sumado a la mejora gradual de las compras asociadas a la inversión, hará que en 2015 y 2016 las importaciones sigan acelerándose, creciendo un 4,8% y 5,6% respectivamente.

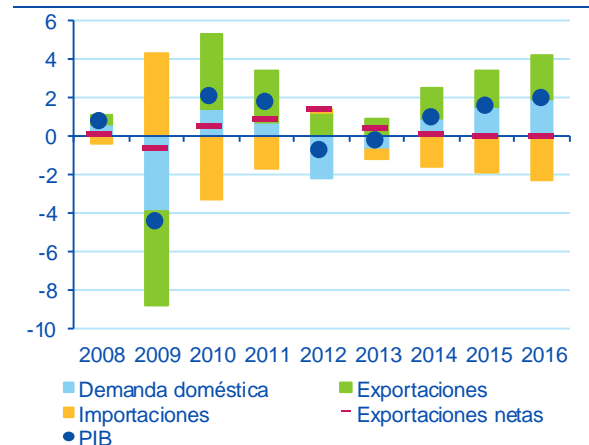
Con todo, la demanda externa debería suponer una contribución prácticamente nula al crecimiento del PIB tanto en 2015 como en 2016.

Gráfico 4.3
UEM: exportaciones (% t/t) y tipo de cambio



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4
UEM: contribución al crecimiento del PIB anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Recuperación generalizada a lo largo de la zona euro

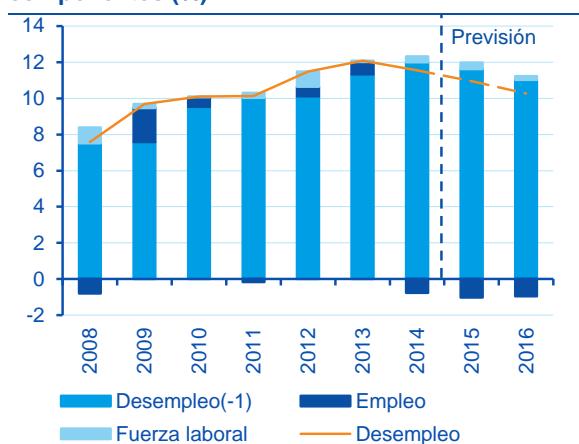
Teniendo en cuenta todos los factores comentados en la sección anterior, **revisamos ligeramente a la baja (-0,1pp) nuestro escenario central hasta el 1,5% en 2015, básicamente por el tono algo peor de lo previsto en la primera mitad del año, y constatando que el momento de la economía global y de la eurozona no va a llevar a una compensación en la segunda mitad.** La revisión se descompone principalmente por una mayor contribución de la demanda doméstica (+0.2pp hasta los 1,5pp) derivada de los menores precios del petróleo, que resultarán en costes más reducidos para las empresas y una baja inflación, y de la mejora de las condiciones financieras, que deberían impulsar las decisiones de consumo e inversión de los agentes. Sin embargo, esta mejora no compensaría la evolución del sector exterior que, debido a la moderación de las exportaciones, dejaría de contribuir al crecimiento (tres décimas menos que en la previsión anterior). Esperamos que esto se prolongue en el horizonte de previsión, dado el panorama algo menos optimista de la demanda global (Sección 2), y **también revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2016 en 0,3pp hasta el 1,9%**, que continuaría apoyado básicamente en la contribución de la demanda doméstica (+1,9pp) (Gráfico 4.4).

Tras el buen desempeño generalizado de las economías de la eurozona a comienzos de año, prevemos que el sólido crecimiento en la periferia y más modesto en Francia e Italia continúe en los próximos trimestres, si bien nuestro escenario contempla ritmos de avance más homogéneos entre los países a lo largo de 2016 - excepto Italia -, hacia tasas anualizadas de alrededor del 2%. España tomará en nuestra previsión el relevo de Alemania como la economía que más crecerá en el periodo 2015-2016. Italia, por otra parte, volverá a crecer moderadamente en 2015 tras tres años en tasas negativas, mientras que la economía francesa debería acelerar su crecimiento a partir de este año (para un análisis más detallado, ver cuadro países más adelante).

Continúa la mejora del mercado de trabajo

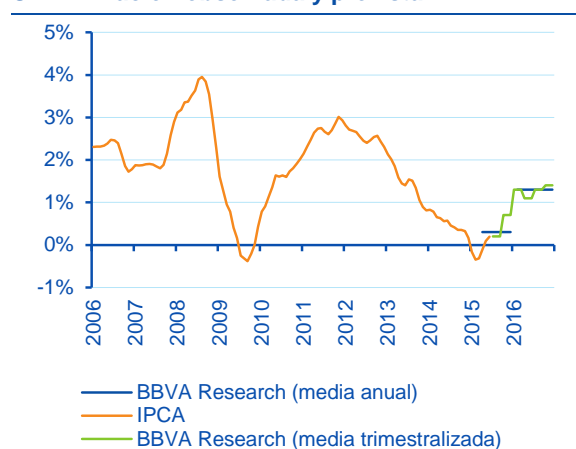
Durante la primera mitad del año continuó la tónica general que ya se vino observando a lo largo de 2014, con una reducción de la tasa de paro de tres décimas hasta el 11,1%. El empleo continuó aumentando a un ritmo relativamente constante - de alrededor del 0,2% t/t desde principios de 2014 -, mientras que la población activa se mantuvo prácticamente estable. En el horizonte de previsión, **esperamos que esta mejora continúe, con un crecimiento de aproximadamente un 1% del empleo al año**, lo cual se reflejará en una nueva caída de la tasa de desempleo hasta el 10,4% en la media del año en 2016, tras el 11,6% de 2014 (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
UEM: desempleo y descomposición por componentes (%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6
UEM: inflación observada y prevista



Fuente: Eurostat y BBVA Research

La inflación repuntará a finales de 2015, pero se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE en 2016

Tras el mínimo registrado en enero (-0,6% a/a), la inflación general se ha recuperado gradualmente hasta alcanzar el 0,2% a/a en junio, algo más de lo que preveíamos hace tres meses. Detrás de esta ligera sorpresa al alza está principalmente la moderación en la caída de los precios de la energía, pero también el repunte de los alimentos, mientras que la inflación subyacente, por su parte, se ha mantenido relativamente estable en torno al 0,7/0,8% a/a en el segundo trimestre, en línea con nuestro escenario.

Para lo que resta de año, es probable que la inflación permanezca sin cambios o aumente ligeramente durante el tercer trimestre, y no será hasta el último cuando se aprecie un mayor repunte hasta alrededor del 1%, debido a la desaparición de los efectos base de los precios de la energía (tras la intensa caída de finales de 2014). Por su parte, la inflación subyacente se debería mantener también en sus valores actuales en los próximos meses. Todo esto, nos lleva a **revisar dos décimas al alza la previsión de inflación media de 2015 hasta el 0,3% a/a y dejar sin cambios el repunte en 2016, hasta el 1,3%**, muy por debajo del objetivo del BCE (a finales del próximo años en tasas todavía por debajo del 1,5%), aunque el mínimo ya habría pasado y el riesgo de deflación se ha reducido (Gráfico 4.6). No obstante, la reciente evolución de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, ponen un sesgo a la baja en la evolución de la inflación en el corto plazo.

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: a pesar de acusar la desaceleración de la demanda global, la fortaleza de los fundamentales domésticos podría apoyar un crecimiento relativamente estable de alrededor del 2% anualizado

(PIB: +1,5% en 2015, +1,9% en 2016)

Datos recientes: tras un comienzo de año peor que lo inicialmente previsto, los datos más recientes sugieren que la economía ganará algo de tracción en 2T15 (+0,5% t/t, tras +0,3% t/t). La producción industrial y las exportaciones deberían continuar favoreciendo la inversión en el segundo trimestre. La baja inflación y la confianza de los hogares en niveles altos, fruto de la evolución favorable del mercado de trabajo, redundaría en un aumento del consumo privado, tal y como apuntan los datos de ventas al por menor. No obstante, este aumento de la demanda doméstica conducirá al aumento de las importaciones, por lo que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento debería seguir siendo marginal, pese a cierta recuperación de las exportaciones en 2T15.

Perspectivas para 2015 y 2016: los fundamentales domésticos serán los determinantes del crecimiento de la economía alemana. La moderada tasa de inflación, junto con la buena salud del mercado de trabajo, debería resultar en un aumento significativo del consumo en 2015 y un crecimiento relativamente estable en 2016. La incertidumbre motivada por el resurgimiento de la crisis en Grecia y por los conflictos geopolíticos sin resolver (Rusia-Ucrania) podría aplazar los planes de inversión, propiciando un aumento más moderado en 2015. Por otro lado, la desaceleración de la demanda global, principalmente de países emergentes, unida a un euro algo más resistente de lo que preveíamos hace tres meses, se reflejará en un crecimiento más moderado de las ventas al exterior. Como resultado, las exportaciones netas podrían terminar lastrando la actividad en 2015 y no contribuir al crecimiento en 2016, lo que se reflejaría, junto a los datos decepcionantes de principios de año, en una revisión a la baja de cuatro décimas en la previsión de crecimiento este año, hasta el 1,5%, y en tres para 2016, hasta el 1,9%.

Política fiscal: la ligera revisión a la baja del crecimiento de la economía alemana implicaría ligeros cambios en la previsión de las variables fiscales, con un superávit fiscal del 0,3% del PIB en 2015 (dos décimas menos que lo previsto hace tres meses) y un pequeño déficit fiscal del 0,1% en 2016. En línea con este escenario, la deuda pública continuará reduciéndose hasta alrededor del 71% del PIB en 2015 y del 70% en 2016.

Francia: crecimiento más equilibrado en 2016, con la inversión tomando el relevo del fuerte apoyo del consumo

(PIB: 1,3% en 2015, 1,7% en 2016)

Datos recientes: tras el buen comienzo de año, los principales indicadores de confianza y actividad sugieren un crecimiento más moderado en el segundo trimestre (0,3% t/t, tras 0,6% t/t en 1T15). Las encuestas de confianza económica, tanto nacionales como de la Comisión, apuntan a un mal trimestre de la producción industrial, y no anticipan signos de recuperación en la inversión. Los PMIs, que confirman la debilidad en la recuperación de las manufacturas, señalan por el contrario el avance del sector servicios y, por tanto, cierta fortaleza del gasto interno que también se estaría viendo reflejado en la buena evolución de las ventas minoristas. La baja inflación y la resistencia de la confianza de los hogares debería continuar apoyando el consumo privado, con el gasto de las familias prácticamente estable en los últimos meses. Aunque la ligera corrección del déficit comercial confirma una mejora de las exportaciones, cabe esperar que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento continúe siendo negativa.

Perspectivas para 2015 y 2016: nuestro escenario contempla una recuperación algo más moderada que en el conjunto de la zona euro, donde el crecimiento continuará impulsado este año principalmente por el consumo, tanto privado como público. La estabilización del mercado laboral, junto con la baja inflación, debería impulsar el consumo de los hogares, mientras que la ralentización del ajuste fiscal permitiría que el consumo público continúe avanzando a tasas relativamente estables de alrededor de un 2% anualizado, si bien este apoyo tenderá a reducirse en 2016. La inversión sigue sin mostrar signos claros de recuperación tras estabilizarse, pero la mejora de la confianza desde principios de año, la fortaleza del gasto interno, las tímidas reformas en marcha y la consolidación de la recuperación en la zona euro, junto con una mejora de las condiciones financieras, deberían permitir una notable aumento de la inversión en 2016 que tome el relevo de la moderación del consumo. Por otro lado, la desaceleración de las economías emergentes debería impactar menos sobre la economía francesa, al ser menos abierta - que Alemania o los países del norte de Europa - y destinar prácticamente la mitad de sus exportaciones a otros estados miembros. Sin embargo, la buena evolución de las exportaciones no será suficiente para que el sector exterior contribuya positivamente al crecimiento, pues la mejora de la demanda doméstica - en especial, la inversión - alentará el aumento de las importaciones y más que compensará la recuperación de las exportaciones. Con todo, revisamos dos décimas al alza el crecimiento para 2015 hasta el 1,3%, sobre todo por el efecto base del rebote de la actividad en 1T15, mientras que sólo reducimos en una décima la previsión para 2016, hasta el 1,7%.

Política fiscal: los últimos datos de ejecución presupuestaria evolucionan según nuestras previsiones, de modo que mantenemos la previsión de que el déficit de las administraciones públicas en 2015 se ubicará en el 3,6% del PIB, ligeramente por debajo del 3,8% estimado por el gobierno. El ajuste estructural de este año (0,4pp) se basa en las medidas establecidas en el pacto de responsabilidad del pasado año, que están relacionadas principalmente con fuertes ahorros que más que compensarán la reducción de impuestos y de las cargas laborales para las empresas. Para 2016, el déficit debería continuar reduciéndose hasta el 3%, y respondería en partes iguales a la mejora cíclica de la economía (0,3pp) y a un nuevo ajuste fiscal (0,3pp). En línea con este escenario, la deuda pública alcanzaría el 97,3% del PIB en 2015 y el máximo de 97,5% en 2016.

Italia: el petróleo y las reformas en marcha impulsan el papel de la demanda doméstica en la recuperación

(PIB: +0,7% en 2015, +1,3% en 2016)

Datos recientes: la economía italiana podría haber mantenido el ritmo de crecimiento en 2T14 (0,4% t/t, tras +0,3% t/t en 1T15), con los últimos datos disponibles apuntando a la recuperación del consumo privado: pese a la lenta mejora del mercado de trabajo – con una tasa de empleo todavía elevada (12,4%) –, la baja inflación y la menor presión fiscal a las rentas más bajas continúan reflejándose en el repunte de la confianza de los hogares, cuya mayor propensión al consumo está teniendo un impacto positivo en el comercio al por menor. La mejora de la confianza económica sugiere que el incremento de la producción industrial y de los pedidos externos debería incentivar la inversión, mientras que las exportaciones netas volverían a contribuir positivamente al crecimiento, dado el firme ritmo de crecimiento de las exportaciones.

Perspectivas para 2015 y 2016: nuestras previsiones contemplan un crecimiento moderado en el conjunto de 2015, que ganaría impulso al año siguiente (0,7% y 1,3% a/a, respectivamente). El crecimiento de 2015 no sólo se debería fundamentar en la contribución de las exportaciones, sino también en la paulatina recuperación de la inversión y del consumo privado, como resultado de los altos niveles de confianza, de la reducción de impuestos y de la baja inflación. El peso del sector exterior en el crecimiento debería perder en relevancia, en la medida en que la recuperación gradual de la demanda interna resultará en un aumento sostenido de las importaciones. Los primeros síntomas de las reformas estructurales anunciadas orientadas a la mejora del entorno empresarial deberían producirse ya en 2015 y se deberían confirmar al año siguiente con una expansión de la inversión, gracias también a las mejores condiciones de financiación a raíz de las medidas del BCE.

Política fiscal: a pesar de que los últimos datos fiscales siguen siendo favorables, la declaración de inconstitucionalidad de la medida que contemplaba la congelación de los salarios públicos desde 2010 podría tener un efecto negativo en el déficit de este año. Dado que dicho impacto podría rondar en torno a +0,4pp, nuestra nueva previsión fiscal sitúa el déficit en el 3% del PIB en 2015 y en el 2,4% en el año próximo, lo que, en cualquier caso, no impediría al gobierno situarse dentro del límite del 3%. En realidad, la principal preocupación continúa siendo el elevado volumen de deuda pública (132,1% sobre el PIB en 2014), que según nuestras previsiones debería alcanzar su máximo en 2015 (134,8%) para comenzar a descender hasta el 133,4% en 2016. Estas previsiones tienen en cuenta el esquema de privatización de empresas públicas que el gobierno está llevando a cabo desde finales de 2013 – si bien con más retraso de lo esperado –, con el fin de cumplir con la regla de *Fiscal Compact* de reducción de la deuda a partir del año 2018.

España: el crecimiento alcanza su velocidad punta, apoyado en factores internos y externos

(PIB: +3,2% en 2015, +2,7 en 2016)

Datos recientes: la economía española avanzó un 1% t/t en 2T15, 0,1pp más que en 1T15. Respecto a la composición, los indicadores de coyuntura señalan que tanto la demanda doméstica como la demanda externa neta habrían contribuido positivamente al crecimiento (0,9pp y 0,1pp, respectivamente). El sector privado explica la mayor parte de la recuperación de la demanda doméstica: por un lado, el aumento de la renta disponible y de la riqueza financiera neta de las familias, la evolución positiva de la confianza de los consumidores y la expansión del crédito al consumo habrían impulsado el gasto de los hogares. Por otro lado, la mayor tracción de las exportaciones y la expansión de la demanda interna habrían apoyado el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo.

Perspectivas para 2015 y 2016: los datos disponibles elevan la probabilidad de que durante los siguientes trimestres se produzca una desaceleración moderada, habida cuenta del menor impulso de algunos de los vientos de cola que han impulsado el crecimiento durante 1S15. En todo caso, este cambio transitorio de velocidad está siendo más suave de lo que se preveía en mayo. Así, los buenos datos de coyuntura de 1S15, la política económica y el cambio en el entorno exterior aconsejan revisar marginalmente al alza la previsión de crecimiento para 2015 hasta el 3,2% (+0,2pp) y mantener la de 2016 en el 2,7%. Este crecimiento debería ser suficiente para crear un millón de puestos de trabajo a lo largo del periodo, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%. La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. A nivel externo, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía global y la menor depreciación esperada del tipo de cambio del euro, se verán compensadas parcialmente por la mayor contención prevista en los precios del petróleo. A nivel doméstico, las políticas fiscal y monetaria, junto con la mejora estructural de los fundamentos, darán lugar a una expansión sólida de la demanda interna, que provocará un notable repunte de las importaciones y redundará en una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento (Ver [Situación España 3T15](#)).

Política fiscal: las AA.PP. están aprovechando la recuperación y la mejora de los costes de financiación para implementar una ligera política fiscal expansiva en 2015. En un escenario sin cambios de política económica, la política fiscal será prácticamente neutral en 2016. El gasto total de las AA.PP., como porcentaje del PIB, seguirá ajustándose a lo largo de los dos próximos años, por la mejora esperada en el mercado laboral – que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo – y por la reducción de los costes financieros. Por el lado de los ingresos, el ciclo económico continúa contribuyendo positivamente en la recaudación de los impuestos sobre la producción y de las cotizaciones sociales, pero la rebaja fiscal está produciendo una caída estructural de los ingresos. El adelanto a julio de 2015 de la reducción de la tarifa del IRPF - inicialmente para enero de 2016 - apenas tendrá impacto sobre la actividad, de modo que todo el coste de la reducción impositiva (en torno a 1.500 millones de euros) se trasladará a la recaudación. Con todo, el impulso cíclico durante 2015-2016 no será suficiente para compensar el efecto de las políticas expansivas implementadas. Así, se espera que –en ausencia de nuevas medidas de consolidación fiscal– el desequilibrio en las cuentas públicas se reduzca en 1,2pp del PIB en 2015 hasta el 4,5% y 1,5pp en 2016 hasta el 3,0% del PIB (frente a metas de 4,2% y 2,8% respectivamente).

5 Tablas

Tabla 5.1

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
PIB a precios constantes	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Consumo privado	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,7
Consumo público	-0,1	0,2	0,6	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo	-3,5	-2,3	1,2	1,9	3,9
Inventarios (*)	-0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-2,2	-0,7	0,9	1,5	1,9
Exportaciones (bienes y servicios)	2,9	2,1	3,7	4,4	5,1
Importaciones (bienes y servicios)	-0,6	1,3	4,0	4,8	5,6
Demanda externa (*)	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Precios					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,3	1,3
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,2
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	-0,7	0,8	1,0	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,0	10,4
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Deuda pública (% PIB)	89,1	90,9	91,9	93,2	92,9
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	1,8	2,1	2,6	2,5

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,3	2,2	2,4	2,5	2,8
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,5	1,9
Francia	0,3	0,7	0,2	1,3	1,7
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	3,0	2,5	2,3
América Latina *	2,8	2,5	0,8	0,3	1,2
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,7
Brasil	1,8	2,7	0,2	-1,5	0,5
EAGLES **	5,7	5,6	5,2	4,8	5,2
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,0	3,9
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,7	5,6
Japón	1,8	1,5	-0,1	1,3	1,2
China	7,8	7,7	7,3	6,7	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,9	5,1
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,4	3,8

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,6	0,5	1,8
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,3	1,3
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,5	1,4
Francia	2,2	1,0	0,6	0,3	1,2
Italia	3,3	1,3	0,2	0,2	1,1
España	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,1	1,5
América Latina *	7,8	9,2	12,6	15,7	26,3
México	4,1	3,8	4,0	2,9	3,3
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,7	6,1
EAGLES **	5,2	5,2	4,6	4,9	4,3
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,5	7,5
Asia-Pacífico	3,9	4,1	3,4	2,6	3,0
Japón	0,0	1,6	2,7	1,0	1,6
China	2,6	2,6	2,1	1,6	2,0
Asia (exc. China)	4,8	5,2	4,4	3,5	3,9
Mundo	4,5	4,2	3,9	3,9	5,0

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

(Fin de periodo)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-2,8	-2,4	-2,9	-3,1	-2,7
Eurozona	1,5	2,2	2,1	2,6	2,5
Alemania	6,8	6,5	7,6	7,7	7,2
Francia	-1,5	-1,4	-0,8	-0,9	-0,8
Italia	-0,5	0,9	1,9	2,1	2,4
España	-0,3	1,4	0,8	1,3	1,4
Reino Unido	-3,7	-4,5	-5,9	-5,3	-4,7
América Latina *	-1,6	-2,5	-2,8	-3,1	-2,5
México	-1,3	-2,1	-2,1	-2,2	-2,0
Brasil	-2,4	-3,4	-4,5	-3,9	-3,1
EAGLES **	0,9	0,5	0,7	0,5	0,8
Turquía	-6,1	-7,9	-5,7	-5,0	-5,4
Asia-Pacífico	1,1	1,3	1,8	2,1	1,8
Japón	1,0	0,7	0,5	1,0	0,8
China	2,6	2,0	2,1	2,5	2,8
Asia (exc. China)	-0,1	0,8	1,5	1,7	1,0

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

Promedio anual	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	-6,8	-4,1	-2,8	-2,8	-2,5
Eurozona	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Alemania	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,1
Francia	-4,8	-4,1	-4,0	-3,6	-3,0
Italia	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0	-2,4
España	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
Reino Unido	-8,3	-5,7	-5,7	-4,1	-3,5
América Latina *	-2,4	-2,5	-4,3	-3,8	-3,2
México	-2,6	-2,3	-3,2	0,0	0,0
Brasil	-2,5	-3,1	-6,7	-6,7	-5,8
EAGLES **	-1,3	-2,0	-2,6	-3,4	-2,9
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	0,0	0,0
Asia-Pacífico	-2,7	-3,0	-2,9	-3,1	-2,9
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-7,0	-6,5
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-3,9	-4,1	-3,7	-3,6	-3,2

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

Variables financieras

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Fin de periodo)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60
Tipo de interés de la deuda pública a 10 años (Promedio anual)					
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,3	2,6
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,0
Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)					
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,92	0,91
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,09	1,10
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,65
USD-JPY	79,8	97,5	105,8	123,3	131,7
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,18	6,22

Fecha de cierre de previsiones: 30 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	0,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,2	2,0	1,8
Consumo público	3,0	1,3	0,7	1,2	0,7	1,2	1,4	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,9	4,6	7,5	0,0	-0,4	3,3	1,9	3,8
Inventarios (*)	-1,6	1,4	0,1	-1,4	0,1	-0,3	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-3,0	2,8	2,9	-0,8	0,7	1,3	1,7	1,9
Exportaciones	-14,3	14,2	8,2	3,5	1,7	3,7	4,1	5,2
Importaciones	-9,6	12,6	7,3	0,4	3,2	3,4	5,2	6,0
Exportaciones netas (*)	-2,6	1,1	0,7	1,4	-0,5	0,4	-0,2	0,0
PIB	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,2	1,6	1,5	1,9
Inflación	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,5	1,4

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	0,3	1,8	0,4	-0,2	0,5	0,7	1,9	1,4
Consumo público	2,5	1,2	1,1	1,6	1,7	1,5	1,7	1,0
Formación bruta de capital fijo	-9,0	1,9	2,1	0,3	-0,4	-1,2	-0,3	3,3
Inventarios (*)	-1,1	0,3	1,1	-0,6	0,2	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-2,5	2,0	2,1	-0,3	0,8	0,7	1,5	1,7
Exportaciones	-11,0	8,6	7,1	2,6	1,8	2,4	4,9	5,0
Importaciones	-9,3	8,5	6,5	0,8	1,8	3,9	5,1	4,7
Exportaciones netas (*)	-0,3	-0,1	0,0	0,5	0,0	-0,5	-0,2	0,0
PIB	-2,9	1,9	2,1	0,2	0,7	0,2	1,3	1,7
Inflación	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,3	1,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-1,5	1,2	0,0	-4,0	-2,8	0,3	0,6	0,8
Consumo público	0,4	0,6	-1,8	-1,2	-0,3	-1,0	-0,3	0,0
Formación bruta de capital fijo	-10,0	-0,6	-1,7	-9,4	-5,8	-3,2	0,6	3,0
Inventarios (*)	-1,2	1,3	0,2	-1,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-4,2	2,1	-0,5	-5,6	-2,5	-0,6	0,5	0,9
Exportaciones	-17,9	11,3	6,1	2,0	0,7	2,4	3,5	4,3
Importaciones	-12,7	12,1	1,2	-8,3	-2,2	1,7	2,9	3,4
Exportaciones netas (*)	-1,3	-0,4	1,2	2,8	0,8	0,2	0,3	0,4
PIB	-5,5	1,7	0,7	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
Inflación	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,2	1,1

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-2,3	2,4	-3,6	-5,5	-1,5	2,2	2,2	1,7
Consumo público	2,6	-1,3	-3,8	-3,3	-2,4	-0,3	-0,4	0,4
Formación bruta de capital fijo	-7,6	-0,9	-12,5	-16,6	-6,7	2,5	4,7	3,7
Inventarios (*)	-1,1	1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-3,8	2,1	-6,4	-7,6	-2,5	2,1	2,0	1,8
Exportaciones	-10,2	9,5	7,0	3,4	6,4	3,3	5,2	4,9
Importaciones	-9,9	7,8	-5,8	-6,3	3,9	6,4	5,3	4,3
Exportaciones netas (*)	0,8	-0,2	4,6	3,6	0,9	-1,2	-0,1	0,2
PIB	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,6	0,9	2,0	2,0
Inflación	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,7	1,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	2,4	3,3	2,5
Consumo público	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	1,3	0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,4	5,2	5,8
Equipo y otros productos	-23,5	5,1	0,8	-9,0	5,6	12,2	6,5	6,4
Construcción	-16,5	-10,1	-10,6	-9,3	-9,2	-1,5	4,8	4,8
Vivienda	-20,6	-11,6	-12,8	-9,0	-7,6	-1,8	2,6	7,1
Otras construcciones	-11,8	-8,5	-8,6	-9,6	-10,5	-1,3	6,5	3,1
Inventarios (*)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0
Demanda Interna (*)	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	2,2	3,0	2,7
Exportaciones	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	4,2	4,7	7,1
Importaciones	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	7,6	4,5	7,5
Exportaciones netas (*)	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8	0,1	0,0
PIB	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Inflación	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,3

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-3,1	0,4	0,1	1,1	1,7	2,5	2,9	2,2
Consumo público	1,0	0,0	0,0	2,3	-0,3	1,6	1,2	0,2
Formación bruta de capital fijo	-14,4	5,9	2,3	0,7	3,4	8,6	5,8	5,5
Inventarios (*)	-0,6	1,5	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-5,0	2,8	0,3	1,5	1,7	3,6	3,1	2,5
Exportaciones	-8,2	6,2	5,6	0,7	1,5	0,5	4,3	4,7
Importaciones	-9,8	8,7	1,0	3,1	1,4	2,4	5,5	4,8
Exportaciones netas (*)	0,7	-0,9	1,4	-0,8	0,0	-0,6	-0,5	-0,2
PIB	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,5	2,3
Inflación	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,1	1,5

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

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.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com
+34 91 537 37 76

Agustín García-Serrador
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 374 79 38

Diego Torres
diego.torres.torres@bbva.com
+34 91 374 05 12

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com
+34 91 374 73 42

Miguel Abellán
miguelantonio.abellan@bbva.com
+34 91 374 63 92

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com