

# Situación Europa

Tercer trimestre de 2014

Unidad de Europa

- Tras un primer semestre por debajo de lo previsto en la eurozona, la **orientación más positiva de las políticas económicas**, sobre todo las nuevas medidas del BCE, deberían favorecer un mayor crecimiento en 2015.
- El **crecimiento se extiende a todos los estados miembros** y las diferencias deberían estrecharse a medida que las reformas estructurales en la periferia vayan dando sus frutos.
- Los **test de stress continúan siendo el factor clave** en la segunda mitad del año.
- Pero los **riesgos continúan estando sesgados a la baja**, a los que ahora se unen las posibles consecuencias para la eurozona del conflicto en Ucrania.

## Índice

1. Editorial	3
2. Una recuperación global más lenta en un entorno complejo	4
3. Eurozona: política económica más favorable, mientras avanza la unión bancaria y mejoran las condiciones financieras	6
Recuadro 1. El mecanismo de las Operaciones de Financiación a Largo Plazo (TLTROs)	9
4. Perspectivas: crecimiento moderado en 2014, que cobrará impulso en 2015	12
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	17
5. Tablas	19

**Fecha de cierre: 4 de agosto de 2014**

## 1 Editorial

---

La economía de la zona euro lleva ya cinco trimestres creciendo después de su segunda recesión, pero lo sigue haciendo muy lentamente y algo por debajo de nuestras expectativas, que eran de por sí ya reducidas. En el primer trimestre lo hizo a un ritmo de 0,2% en tasa trimestral, y no parece que se haya acelerado en el segundo trimestre del año.

Los motivos de estos pobres resultados son conocidos, y son consecuencia del elevado apalancamiento financiero de gobiernos y agentes económicos en muchos países de la zona, y del funcionamiento deficiente de los canales de financiación como consecuencia de la crisis. A esto se han añadido en los últimos trimestres las dudas sobre el crecimiento en el mundo emergente, que parecen superadas, y más recientemente los riesgos ligados a conflictos geoestratégicos en Oriente Medio y (con más impacto en Europa) en Ucrania, que han podido afectar al comercio exterior y a la recuperación de la confianza durante la primera mitad del año. Los países avanzados han estado tirando más de las exportaciones de la eurozona últimamente, y la demanda interna apunta síntomas de recuperación, pero no con la suficiente fuerza como para propiciar una recuperación más decidida.

Por el lado de la política económica sí que hay buenas noticias. A la relajación de los objetivos de déficit decidido el año pasado, que supone un tono muy poco restrictivo de política fiscal para el conjunto de la zona este año, se han añadido las medidas de política monetaria que ha tomado el BCE en junio: reducción adicional del tipo de refinanciación (al 0,15%), tipo de depósito negativo (-0,1%), y sobre todo medidas adicionales de liquidez. Entre éstas, la inyección de liquidez a largo plazo ligada a la provisión de crédito (TLTRO) a partir de septiembre y durante dos años podría tener un impacto significativo en el crédito y el PIB. Esto no nos hace cambiar nuestras previsiones de crecimiento, que mantenemos en el 1,1% este año y el 1,9% el que viene, pero sí que nos permite eliminar el sesgo negativo que tenían nuestras previsiones anteriores para 2015 por las dudas sobre el valor apreciado del euro y el crecimiento exterior. Esta orientación más positiva de las políticas económicas, ligada a los avances en la unión bancaria, puede dar lugar a un entorno bastante más optimista en 2015, sobre todo si, como esperamos, no va a haber sorpresas mayores tras los resultados de las pruebas de esfuerzo y del examen de calidad de activos bancarios, que se publicarán después del verano y que permitirán dibujar un mapa bancario mucho más despejado a finales de año.

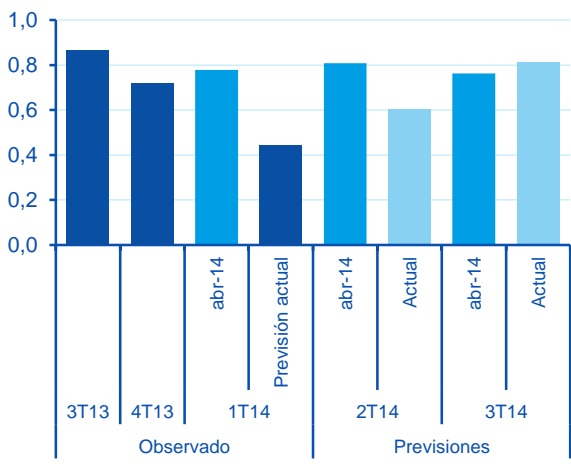
La recuperación por países continúa mostrando un estrechamiento entre el crecimiento de los países del núcleo de Europa y la periferia. Alemania sigue teniendo mejores perspectivas de crecimiento, aunque un empeoramiento de las relaciones económicas con Rusia le puede afectar más que al resto de la zona. Mientras, en la periferia España está creciendo más rápido que el resto de países y su PIB crecerá un 2,3% en 2015. Francia e Italia continúan con cifras muy débiles en muchas variables, pero con un panorama más prometedor en cuanto a las reformas estructurales que están planteando, y que podrían tener un impacto significativo en el medio plazo. De momento dichas reformas están ligadas a un debate con la nueva Comisión Europea sobre política fiscal europea, pero no creemos que frene su implementación (ni tampoco que produzca un cambio sustancial en el tono real de la política fiscal a nivel europeo).

Los riesgos en este escenario de recuperación continúan estando sesgados a la baja, y están ligados, por la parte externa, al conflicto potencial con Rusia y a un menor crecimiento externo, y también en cierta medida a la salida de la política expansionista de la Fed. Desde el punto de vista doméstico los riesgos siguen asociados a las pruebas de resistencia y, ahora, a la eficacia de las nuevas medidas del BCE. Un shock adicional negativo por cualquiera de estos motivos podría traducirse en una recaída en la recesión y posiblemente en deflación en Europa, aunque en ese caso existen aún medidas adicionales que se pueden tomar, sobre todo por parte del BCE en forma de expansión cuantitativa. En principio, este escenario tiene una probabilidad relativamente baja.

## 2 Una recuperación global más lenta en un entorno complejo

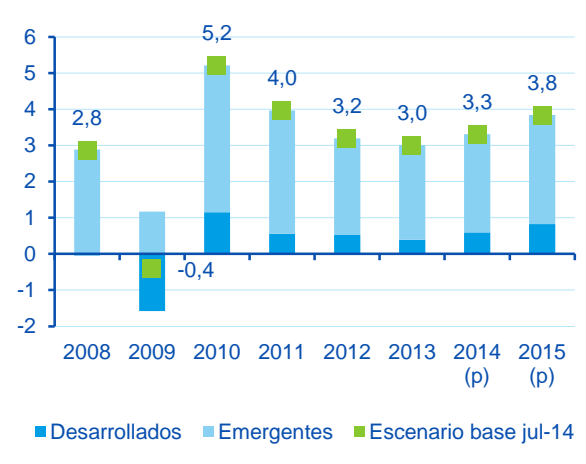
La ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habría finalizado ya. Los indicadores de confianza y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina (Gráfico 2.1), que permitirá alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013. El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiación global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8% (Gráfico 2.2), con un aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años. La incertidumbre de este escenario sigue sesgada a la baja. Por una lado, por el resurgimiento de riesgos geopolíticos, que aun sin llegar a ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. La valoración del impacto económico de eventos geopolíticos es difícil no solo por la intrínseca dificultad de predecir su evolución, intensidad y ámbito de influencia, sino también por los diversos canales de actuación (desde las expectativas futuras de gasto o ahorro a interrupciones efectivas de los flujos de bienes y servicios, pasando por el contagio financiero a activos y geografías en principio menos relacionadas directamente con el foco de tensión). Por otro lado, por las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de los activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en Estados Unidos (véase Situación Global Tercer Trimestre 2014).

Gráfico 2.1  
**PIB global, % trimestral, estimación y previsiones de BBVA Research**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Crecimiento del PIB mundial (%)**



Fuente: BBVA Research

En lo que se refiere a las principales áreas económicas, China se aleja del riesgo de brusca desaceleración gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional son las que deben permitir que el

proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras. Con todo, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013, con un rebalanceo económico y moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

En Estados Unidos, la caída del PIB en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2%. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks. Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la Fed y sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La Fed dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. Nosotros esperamos que sea en el 3T15 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación, la explicación de la visión del banco central de Estados Unidos sobre la situación de la economía, ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros globales.

En el resto de áreas, se espera un mantenimiento del crecimiento del PIB en Japón ligeramente por encima del 1% en 2014 y 2015. En Latinoamérica se prevé una aceleración de la actividad hasta el 2,5% en 2015 (1,6% en 2014) gracias a las mejoras en México y en las economías andinas fundamentalmente, apoyadas en un entorno externo globalmente favorable.

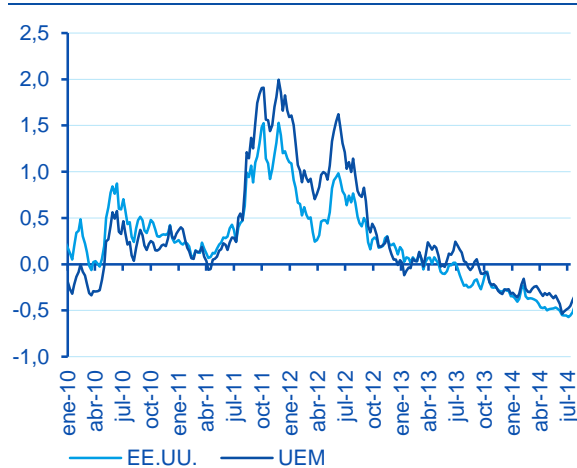
### 3 Eurozona: política económica más favorable, mientras avanza la unión bancaria y mejoran las condiciones financieras

Durante la primera mitad del año la economía de la eurozona ha evolucionado ligeramente peor de lo previsto, con una recuperación lenta y sin aceleración de un 0,2% trimestral en media. Parte de esta decepción viene por un factor que parece coyuntural, como es el bache del comercio internacional en el primer trimestre, que parece en parte ligado a conflictos geopolíticos en Oriente Medio y Ucrania. Más allá de la elecciones europeas y los subsiguientes debates sobre la composición de la nueva Comisión, que han acaparado las noticias de política europea en los meses centrales del año, la principal novedad de política económica durante el último trimestre en la eurozona fue la aprobación por parte del BCE de un conjunto de medidas de política monetaria que pueden suponer un empuje definitivo para la recuperación del crédito a partir del último trimestre de este año y asegurar una recuperación más acelerada. A esto se unen los avances en unión bancaria, en línea con el calendario, y de cara a los próximos meses el factor clave es la publicación de la evaluación de balances bancarios y las pruebas de resistencia, para los que no esperamos sorpresas mayores. Por último, la política fiscal ha mostrado pocas novedades, aunque habrá que ver cómo se articulan los planes de inversión en infraestructuras demandados por Francia e Italia, y retomados en su discurso por el presidente de la Comisión Jean-Claude Juncker.

#### Los mercados financieros han reflejado sólo moderadamente los episodios de tensiones de los últimos meses, y se han visto apoyados por las medidas del BCE

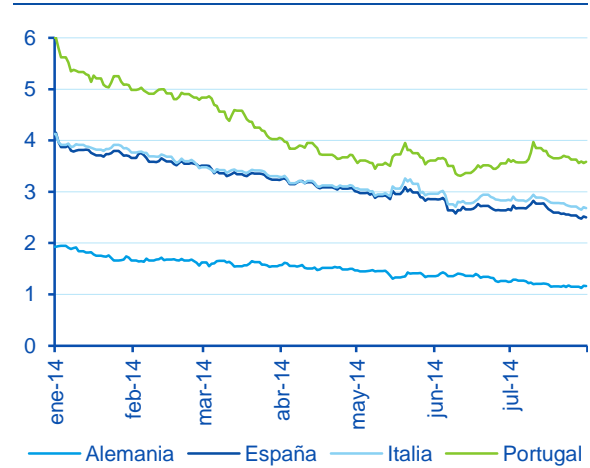
En el segundo trimestre del año, una de las notas dominantes en los mercados financieros ha sido el bajo nivel de volatilidad y el escaso grado de aversión al riesgo (Gráfico 3.1), incluso en las últimas semanas cuando se está produciendo un aumento del riesgo geopolítico de forma simultánea en varios focos. En un entorno en el que la liquidez global que aportan los bancos centrales es elevada y donde los riesgos de cola a nivel global se han reducido, las tensiones financieras han disminuido y en el caso particular de las economías desarrolladas como la zona euro han vuelto a niveles de 2008.

Gráfico 3.1  
Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.2  
Tipo interés bono 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Adicionalmente, en Europa el paquete de medidas adoptadas por el BCE, ha supuesto un factor de soporte a los mercados, pues las medidas sorprendieron positivamente y han contribuido a reforzar el *forward guidance* del BCE. Este redujo marginalmente los tipos de interés de referencia (en 10pb hasta el 0,15%, introdujo un tipo de depósito negativo en el -0,1%), suspendió la esterilización de las operaciones de compras de bonos (SMP) y, sobre todo, reforzó su política de liquidez. La extensión de la política de *full allotment* (provisión ilimitada de liquidez) hasta diciembre de 2016 fue más allá de lo previsto y las operaciones de liquidez a cuatro años asociadas al crédito al sector privado (TLTRO) pueden suponer una fuente (barata) de financiación importante para los países de la eurozona, sobre todo para los periféricos, con un impacto positivo en la actividad (Recuadro 1).

Como resultado de la combinación de estos factores, los rendimientos de la deuda soberana (tanto americana como alemana) han experimentado una notable caída a lo largo del trimestre. La rentabilidad del bono alemán se ha situado por debajo del 1,2% (cuando a principios de año estuvo cerca del 2% y en marzo en niveles de 1,6%). La caída de tipos de la deuda americana ha sido más moderada, con lo que el diferencial de tipos entre Estados Unidos y Europa se ha ampliado notablemente a favor de los activos americanos. En definitiva, en junio los tipos de interés de largo plazo de los activos libres de riesgo se han situado entre 30 y 40 puntos básicos por debajo de lo inicialmente previsto. Para la segunda parte del año esperamos que la mejora cíclica y la comunicación de la estrategia de salida por parte de la Fed den lugar a un aumento gradual de los tipos de interés de largo plazo. No obstante, el efecto refugio puede seguir pesando mientras la incertidumbre geopolítica se prolongue.

La rentabilidad también se ha reducido prácticamente para todos los países periféricos (excluyendo Portugal que se ha visto arrastrada por los temores sobre el Banco Espírito Santo) (Gráfico 3.2). Así, por ejemplo, en España el bono a 10 años se sitúa en el entorno del 2,6% (frente a un 4% a principios de año y 3,5% a finales del primer trimestre). Con ello, la prima de riesgo llegó a tocar niveles por debajo de los 120 puntos básicos aunque recientemente ha repuntado al rango 130-150pbs contagiada parcialmente por la situación en Portugal. En ausencia de sorpresas negativas asociadas a las pruebas de resistencia o de eventos de riesgo político, esperamos que la prima de riesgo siga moderándose de forma gradual de aquí a finales de año.

## El sector exterior será favorable, a pesar de la caída temporal del comercio mundial en el primer trimestre que parece pasajera

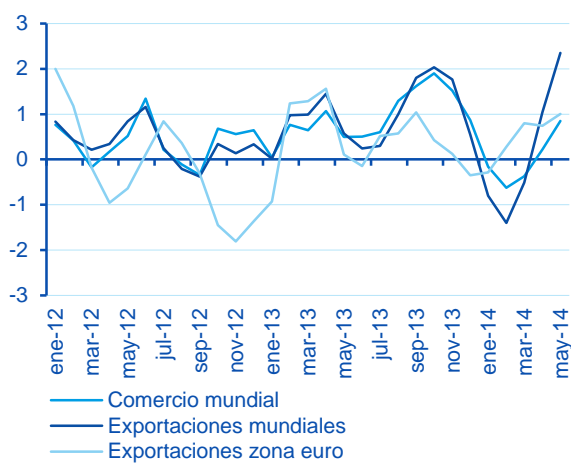
El comercio mundial tuvo un bache alrededor del mes de febrero (Gráfico 3.3) centrado en los países emergentes y el menor crecimiento en Estados Unidos por motivos coyunturales, que no pareció afectar directamente a la zona euro, ya que precisamente en el primer trimestre del año las exportaciones europeas se recuperaron tras un bache en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 3.4).

Para los próximos trimestres seguimos esperando un crecimiento sostenido en el resto del mundo, lo que debería continuar apoyando el sector exterior de la zona euro. Estados Unidos se ha recuperado en el segundo trimestre del año, mientras que la economía China parece mantener sus expectativas de crecimiento, sin que se materialicen los riesgos bajistas. Las perspectivas de crecimiento en Europa, fuera de la eurozona, siguen siendo fuertes en el Reino Unido y el resto de los países de la Unión Europea, aunque los riesgos se centran en el posible impacto del conflicto en Ucrania sobre el conjunto de la zona, que de momento parecen limitados, pero que podrían crecer si se produce una escalada en las sanciones económicas entre la Unión Europea y Rusia.

En cuanto al tipo de cambio, el euro ha mantenido la senda de depreciación frente al dólar que se iniciara en mayo, cuando el BCE prácticamente preanunció una política monetaria más acomodaticia y que finalmente aprobó, incluso sorprendiendo al mercado. Esta senda, que parcialmente revirtió en junio, se ha retomado recientemente conforme se descuenta que el diferencial de políticas monetarias a uno y otro lado

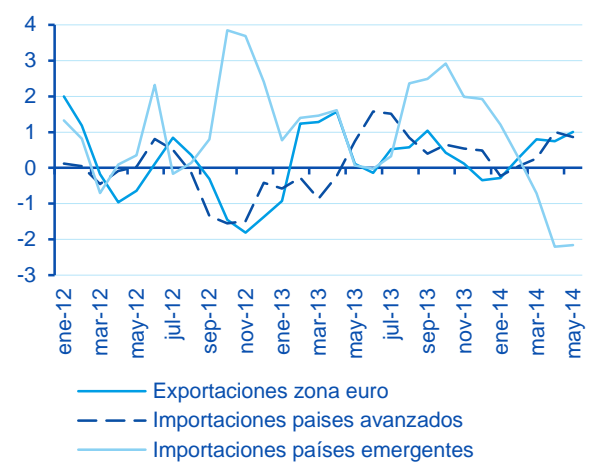
del Atlántico se va a mantener: la Fed pondrá fin a su tercera fase de expansión cuantitativa previsiblemente en octubre y empezará pronto a hablar de la estrategia de salida, mientras el BCE pondrá en marcha las primeras dos subastas de liquidez para los bancos en septiembre y diciembre. Por el lado de flujos de capitales, las entradas de flujos de portafolio que han sido crecientemente favorables para la zona euro, frente a Estados Unidos, se han empezado a moderar y las posiciones no comerciales se han dado la vuelta (ahora cortas en euros). En la segunda parte del año esperamos que se mantenga e incluso se acentúe la senda de depreciación. Para finales de este año podría estar en valores de alrededor de 1,31, más acordes con sus fundamentales, lo que supondría un soporte adicional a las exportaciones europeas.

Gráfico 3.3  
**Crecimiento mundial y exportaciones (% 3m/3m)**



Fuente: CPB Netherlands y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**UEM: exportaciones y demanda externa (% 3m/3m)**



Fuente: CPB Netherlands y BBVA Research



## Recuadro 1. El mecanismo de las Operaciones de Financiación a Largo Plazo (TLTROs)

El 5 de junio de 2014, el BCE anunció que llevaría a cabo una serie de TLTROs, con un tipo de interés de 10 puntos básicos sobre el tipo principal de financiación que prevalezca cuando la TLTRO tenga lugar (en la actualidad sería 0,25%) y con un vencimiento máximo de 4 años (vencimiento en septiembre 2018). Las TLTROs tienen el objetivo de mejorar el funcionamiento de la transmisión de la política monetaria mediante el respaldo a los préstamos a los hogares (excluyendo los destinados a la compra de vivienda) y empresas. Las TLTROs tienen dos partes principales:

1. La primera, en la que se permitirá a los bancos solicitar hasta un importe del 7% de su cartera de préstamos al sector privado, excluyendo las hipotecas, a abril de 2014; éstas se llevarán a cabo en dos operaciones el 18 de septiembre y el 11 de diciembre 2014.
2. La segunda, en la que los bancos pueden solicitar cantidades adicionales en seis operaciones trimestrales a partir de marzo 2015 y que finaliza en junio de 2016. Estas cantidades adicionales están restringidas a los bancos que ofrecen financiación neta respecto a un valor de referencia específico para cada banco y es limitado a tres veces la diferencia entre la financiación neta y el valor de referencia.

Los valores de referencia se calculan teniendo en cuenta la evolución de los saldos vivos de los préstamos durante los últimos 12 meses hasta el 30 de abril de 2014. Para los bancos que hayan mantenido o incrementado su saldo vivo de préstamos, la referencia es cero y pueden pedir prestado cualquier aumento de los mismos multiplicado por tres.

Para los bancos en proceso de desapalancamiento, hay dos valores de referencia: (1) uno para la subasta de marzo 2015, que corresponde al promedio de financiación neta mensual de abril 2013 a abril 2014, multiplicado por nueve (que corresponde a los nueve meses transcurridos desde abril 2014 a enero 2015 - que es la fecha de los datos más recientes disponibles para contraer préstamos en marzo) y (2) el promedio de financiación neta mensual de abril 2013 a abril 2014 multiplica por doce. Este segundo valor de referencia será constante para cada banco para las cinco subastas a partir de junio de 2015.

Serán obligatorios los repagos anticipados en septiembre 2016 si los bancos solicitan fondos y su concesión de crédito desde abril 2014 hasta abril 2016 está por debajo del valor de referencia. Los bancos pueden ser obligados a devolver los fondos tomados en las dos TLTROs iniciales, así como los fondos prestados en TLTROs posteriores. Estos repagos anticipados no tienen ninguna sanción fijada, lo que implica que la probabilidad de un gran uso de estos fondos es alta.

Hemos estimado el impacto potencial en la actividad de esas nuevas medidas, mediante un modelo VAR estructural que incluye el crédito y el PIB. Suponiendo que la nueva liquidez se utiliza totalmente para dar nuevos créditos, el impacto sobre el PIB sería de entre 0,1pp y 0,5pp en 2015, dependiendo del uso que hagan los bancos de estos fondos (Gráfico 3.5). No hemos incorporado totalmente este efecto a nuestras proyecciones, puesto que es incierto; pero las nuevas medidas del BCE introducen un claro sesgo al alza sobre el mismo, que sería visible especialmente en 2015.

## La publicación de los resultados de los test bancarios marcará el final de año

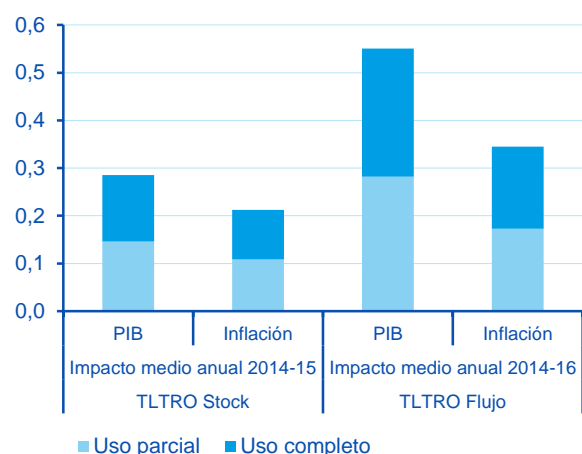
Los pasos hacia la unión bancaria han proseguido en línea con el calendario, y desde al punto de vista institucional suponen el paso más importante para contribuir a la salida de la crisis en la eurozona. Tras la aprobación del mecanismo único de resolución (SRM) en marzo de este año, los pasos dados más recientemente han sido la constitución del Comité Único de Resolución, y la decisión política por parte del Eurogrupo de permitir la recapitalización directa por parte del ESM de los bancos europeos. Esta decisión no tendrá probablemente consecuencias prácticas para el refuerzo de capital de aquellas entidades que lo requieran tras las pruebas de resistencia (dado el colchón de fondos privados, primero, y de fondos públicos nacionales, segundo), pero supone un escalón en la separación del riesgo bancario nacional del riesgo soberano.

A principios de septiembre se publicarán los resultados de la evaluación de balances bancarios, donde esperamos unas necesidades adicionales de capital relativamente moderadas para el conjunto del sistema bancario europeo, que podrán ser cubiertas por el mercado o, en su caso, por fondos nacionales. Más adelante, la supervisión común para una gran parte del sistema financiero europeo comenzará a partir de octubre, lo que debería ayudar a reforzar la recuperación de los flujos financieros y el crédito en la eurozona a partir en 2015.

## La política fiscal continúa con un tono menos restrictivo, mientras sigue el debate sobre un plan de inversiones

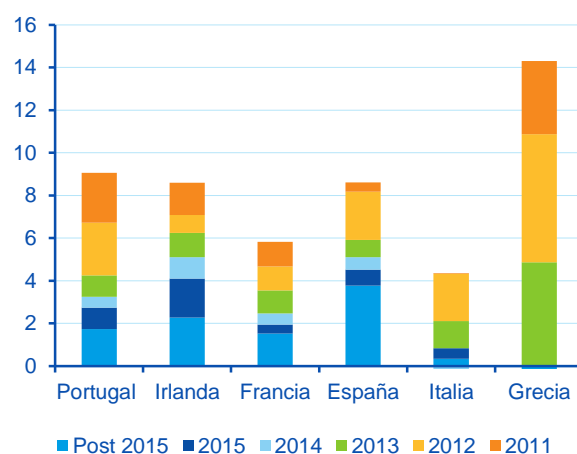
El tono de la política fiscal a nivel nacional se mantiene sin cambios, tras la relajación de los objetivos de déficit que tuvo lugar a mediados de 2013, y que supuso en la práctica que la reducción de los déficit estructurales en 2014 sea mucho menor que en años precedentes (Gráfico 3.6). Diversos gobiernos han anunciado medidas de reducción de impuestos para 2014 o 2015 (España, Francia, Italia), compensados en general por unos mejores resultados presupuestarios o por medidas compensatorias (especialmente en el caso de Francia). En principio, no prevemos desviaciones significativas de los objetivos fiscales en 2014.

Gráfico 3.5  
**UEM: impacto de un aumento de crédito por TLTROs (pp)**



Uso parcial: el crédito aumenta alrededor del 2% del PIB.  
Uso completo: el stock de crédito aumenta sobre el 4% del PIB.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.6  
**Ajuste del déficit público estructural 2010-15 (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

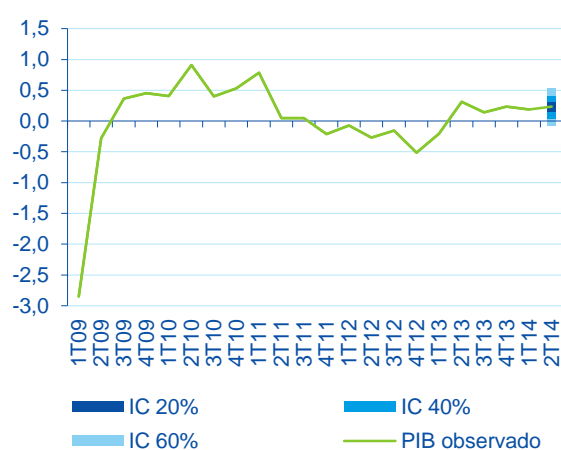
El debate de política fiscal se ha visto reforzado por las presiones de los gobiernos italiano y francés, principalmente, para llevar a cabo una política fiscal más expansiva en el conjunto de la eurozona. Por un lado, se debate la relajación adicional de las reglas de déficit (quizás excluyendo determinados gastos, como la inversión o los gastos de I+D), aunque no se ha concretado en propuestas específicas. Por otro lado, en los debates previos a las elecciones europeas y en el discurso programático del nuevo presidente de la Comisión J.C. Juncker se ha propuesto reforzar las inversiones en infraestructuras a nivel europeo, especialmente en transporte y energía. No está claro, sin embargo, qué parte del programa de 300.000 millones de euros propuesto por Juncker para los próximos 5 años (3,1% del PIB anual de la eurozona) se haría con financiación pública, ni qué parte sería una reasignación de recursos de otras partidas presupuestarias. Las decisiones adicionales sobre ambos temas no tendrán lugar, probablemente, hasta que entre en funciones la nueva Comisión, en noviembre de este año, y no es probable que tengan un impacto significativo en la actividad en 2015.

## 4 Perspectivas: crecimiento moderado en 2014, que cobrará impulso en 2015

La recuperación económica en el conjunto de la zona euro continuó en la primera mitad del año, a un ritmo débil pero estable, apoyada en unas políticas económicas acomodaticias (orientación expansiva de la política monetaria y tono más neutral de la política fiscal), la mejora de las condiciones financieras y de la confianza en un contexto de estabilización del mercado de trabajo y baja inflación, tal y como se describe en la sección anterior. Todo esto redundó en un mayor papel de la demanda interna, que contribuyó positivamente al crecimiento, si bien el apoyo de la demanda externa se desvaneció en el primer trimestre del año como consecuencia de la desaceleración de algunas economías emergentes y la apreciación acumulada del tipo de cambio.

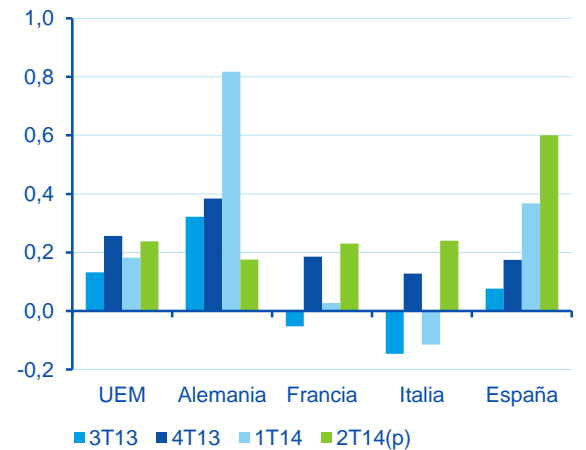
Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de 0,2% t/t en el segundo trimestre del año en la zona euro (Gráfico 4.1), similar al observado en el primero. Los datos disponibles para el tercer trimestre se limitan a los de confianza de julio, y apuntan a que el crecimiento económico estaría ganando algo de tracción, hasta alrededor del 0,4% en el segundo semestre del año. Por países (Gráfico 4.2), la recuperación se consolida en la periferia, ganando impulso en España (0,6% t/t tras el 0,4% t/t en 1T14) y en Italia (0,2% t/t tras -0,1% t/t). El crecimiento en la economía alemana se habría moderado fuertemente (0,2% t/t tras 0,8% t/t), una vez que desaparecieron los factores temporales del primer trimestre, aunque la robustez de los fundamentales sugieren un crecimiento sólido en la segunda mitad del año. Las dudas continúan sobre la economía francesa (0,2% t/t tras 0% t/t) que podría acusar el aumento de la incertidumbre sobre la política económica en el horizonte de previsión, si bien es cierto que las decisiones más recientes de política económica del gobierno francés deberían apoyar el crecimiento a medio plazo.

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2  
UEM: crecimiento PIB por países (% q/q)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

El moderado crecimiento y baja inflación en la primera parte del año llevaron al BCE a tomar una serie de medidas adicionales en su reunión de junio encaminadas, principalmente, a fomentar la disponibilidad de crédito para las empresas y los hogares (Recuadro 1), mientras que rebajó nuevamente los tipos de interés. Este es el principal cambio respecto a los fundamentales de crecimiento durante los tres últimos meses

(Sección 3), junto con la posibilidad de utilizar la flexibilidad contemplada en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado para no tener que llevar a cabo políticas fiscales más restrictivas. A pesar de un crecimiento económico algo menor de lo esperado durante la primera mitad del año (con un efecto arrastre de alrededor de -0.2pp para el crecimiento de este año) nuestros modelos estiman que se compensará con el posible efecto positivo de estas medidas (entre 0,1pp y 0,5pp en 2014-2015). Por lo tanto, mantenemos un escenario de crecimiento del PIB del 1,1% en 2014, con una recuperación que ganará tracción durante 2H14 y en el que la demanda doméstica irá tomando el relevo de las exportaciones.

Para 2015, también mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 1,9% impulsado por el aumento de la inversión y la consolidación de la recuperación del consumo privado. A pesar de ello, estas previsiones suponen que a finales de 2015 el nivel del PIB tan sólo habría alcanzado los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008) y la brecha de producción continuaría siendo negativa.

### Recuperación paulatina del consumo privado...

Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento lento que el consumo privado viene registrando desde mediados del pasado año habría continuado en el segundo trimestre. La confianza de los consumidores mejoró significativamente en el conjunto del trimestre, apoyada por la paulatina mejora del mercado de trabajo desde finales de 2013 y por las mejores expectativas para los próximos trimestres, tanto sobre la evolución del empleo como sobre las condiciones financieras durante el próximo año. Esto ya se está reflejando en un nuevo avance de las ventas al por menor hasta mayo, así como en un repunte de la matriculación de turismos, y apunta a que el consumo privado habría vuelto a aumentar alrededor de un 0,3% t/t en 2T14.

Para el horizonte de previsión, los soportes del consumo privado continúan reforzándose, dado que las mejores expectativas para el mercado de trabajo, con el empleo aumentando ligeramente ya este año, se reflejarán en un aumento de la compensación por empleado en un contexto de baja inflación y una mejora al acceso del crédito para el consumo. Esto debería redundar en un aumento de la renta disponible de los hogares en 2014 y 2015 (1,1% y 1,4% respectivamente). Con todo esto, el consumo privado podría aumentar en torno a un 0,7% en 2014 y un 1,4% en 2015.

### ... apoyada en la gradual mejora del mercado de trabajo...

Detrás de la paulatina y lenta mejora del mercado de trabajo desde el último trimestre de 2013 subyace, principalmente, el ligero aumento del empleo por segundo trimestre consecutivo (0,1% t/t en 4T13 y 1T14) así como el estancamiento de la población activa, lo que resultó en una reducción de la tasa de desempleo de alrededor de 0,4pp hasta el 11,5% en junio (tras revisar ligeramente a la baja los datos anteriores). El ritmo de crecimiento económico contemplado en nuestro escenario supone que continuará la moderada creación de empleo en los próximos trimestres (alrededor del 0,1%/0,2% t/t), por lo que en el conjunto del año podría aumentar alrededor de un 0,5% (-0,8% en 2013), asumiendo un avance moderado de la productividad (0,6%), y se reflejaría en una reducción de la tasa de desempleo en alrededor de 0,3pp para situarse algo por encima del 11,5% en 2014. Para 2015, el crecimiento más robusto de la actividad (0,5% t/t) estará respaldado principalmente por un fuerte aumento de la inversión, lo que implicará un nuevo repunte de la productividad (algo más de un 1%) que limitará la creación de empleo (0,8%) y se reflejará en una lenta caída de la tasa de desempleo.

### ... y la baja inflación en el horizonte de previsión

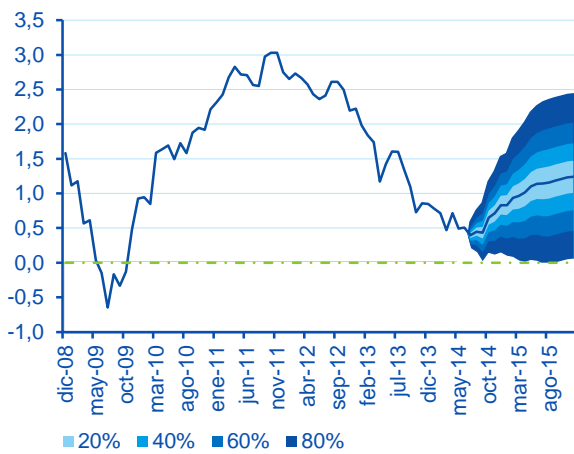
Descontando la volatilidad de los datos de los precios al consumo en los últimos meses, debido al diferente calendario de la Semana Santa este año y el anterior, la inflación se mantuvo relativamente estable en el 0,5% a/a desde finales del primer trimestre, lo que supone una desaceleración desde tasas que se situaban en torno al 0,8% a/a en los meses anteriores y una nueva sorpresa a la baja respecto a nuestras

previsiones de hace tres meses. Esto respondió principalmente a la caída de los precios de los componentes más volátiles (alimentos no elaborados, sobre todo, y energía), mientras que la inflación subyacente (excluyendo energía y alimentos frescos) se mantuvo prácticamente estable en el 0,9% a/a, tal y como esperábamos, ya que el aumento de la inflación de servicios compensó la caída de la de los precios de los bienes industriales no energéticos.

En el horizonte de previsión, la inflación se debería mantener claramente por debajo del objetivo del BCE con un aumento muy lento y gradual a finales de este año y el que viene, puesto que a pesar de que se espera que la recuperación gane tracción ya en el segundo semestre del año, continuará limitada por una brecha de producción negativa, una elevada tasa de desempleo y la ausencia de presiones salariales. En concreto, la inflación se ha moderado nuevamente hasta el 0,4% a/a en julio y debería mantenerse relativamente estable a lo largo del tercer trimestre, para repuntar a finales de año hasta tasas alrededor del 0,8% a/a impulsada por la evolución de los precios de los componentes más volátiles. En cuanto a la inflación subyacente, nuestras previsiones sugieren que se mantendrá relativamente constante alrededor del 0,9% a/a en lo que resta de año. Como resultado, revisamos a la baja las previsiones de inflación general tanto para 2014 como para 2015 en 0,3pp y 0,2pp hasta el 0,6% y el 1,1%, respectivamente, mientras que prácticamente mantenemos las previsiones para la inflación subyacente en el 0,9% y 1,1%.

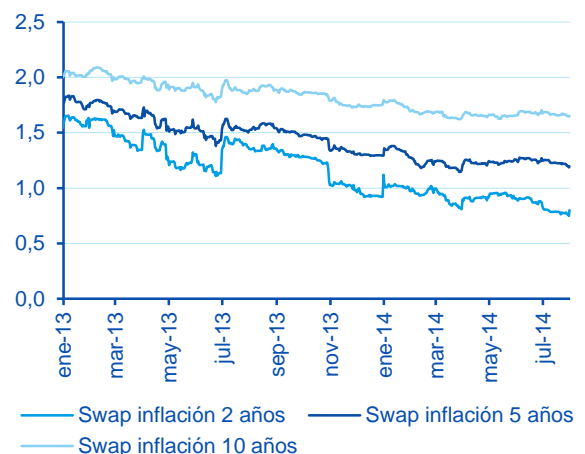
A pesar de esta revisión a la baja, nuestro escenario sigue asignando una probabilidad muy baja a un episodio de deflación (alrededor del 10%) (Gráfico 4.3), máxime tras las últimas medidas adoptadas por el BCE en junio (que podrían suponer un aumento de alrededor de 0,2pp en la tasa de inflación en 2014-15), mientras que continúan avanzando en un programa de expansión cuantitativa en caso de que las expectativas de inflación a medio plazo (Gráfico 4.4) se desanclen de su objetivo de estabilidad de precios.

Gráfico 4.3  
**UEM: inflación IPCA (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4  
**UEM: swaps de inflación (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## El rebote de la inversión es clave para recuperar un crecimiento sólido, sobre todo en 2015...

La gradual mejora de los fundamentales domésticos junto con la fuerza de la demanda externa respaldó la consolidación de la recuperación de la inversión desde el segundo trimestre del año pasado, al registrar tasas de avance de alrededor del 3% anualizado en media durante el segundo semestre. No obstante, los datos del primer trimestre mostraron cierta moderación en el ritmo de aumento de la inversión, algo más de lo esperado, mientras que los datos disponibles para el segundo

trimestre, sobre todo los relacionados con la industria, fueron algo decepcionantes y sugieren que la inversión habría continuado aumentando a un ritmo moderado.

No obstante, algunos de los factores que podrían haber estado detrás de esta moderación parece que se habrían disipado durante el segundo trimestre del año, mientras que continuaron fortaleciéndose los factores domésticos que deberían impulsarla. El aumento sostenido de los márgenes empresariales durante el último año, junto con la normalización de la capacidad utilizada por las empresas y unido a la mayor facilidad de acceso y reducción del coste de financiación deberían reflejarse en una aceleración del ritmo de expansión de la inversión, especialmente el año que viene. Por lo tanto, nuestro escenario contempla un rebote de la inversión a lo largo de 2H14, que se consolidará en 2015 y que resultará en un crecimiento de la inversión del 2,5% en 2014 y del 4,6% en 2015, impulsada principalmente por la inversión en bienes productivos, mientras que el crecimiento de la inversión en construcción será más moderado.

### ... por lo que continúa siendo esencial el papel de las exportaciones

Tras la moderación (anticipada) de las exportaciones en el primer trimestre del año, los datos disponibles para el segundo trimestre son mixtos, adelantando un avance moderado de las ventas al exterior también en este trimestre, pero sugiriendo que esta evolución podría haber sido temporal. Por un lado, las exportaciones nominales de abril y mayo muestran un menor crecimiento con respecto al primer trimestre (0,1% tras el 1,1% t/t), si bien sobre todo por las caídas mensuales registradas en marzo y en abril, mientras que en mayo repuntaron nuevamente (0,6% m/m). Además, hay que destacar que los precios de las ventas al exterior vienen registrando caídas desde principios de 2013, por lo que las exportaciones reales hasta mayo habrían aumentado alrededor de un 0,5% sobre 1T14. Por otro lado, los datos de comercio mundial disponibles hasta mayo son más optimistas, puesto que habría vuelto a crecer a tasas robustas (alrededor de un 3,8% anualizado) tras la fuerte moderación a finales del año pasado y las caídas observadas a principios de este (Gráfico 3.3). La recuperación de la actividad observada en las economías desarrolladas también se ha dejado notar en una mayor demanda de los productos del área del euro (Gráfico 3.4), compensando la caída de aquellas procedentes de las economías emergentes. Finalmente, aunque el aumento de las tensiones geopolíticas ha acrecentado la incertidumbre sobre la evolución de la demanda externa, los pedidos procedentes del exterior continúan anticipando cierta aceleración de las ventas al exterior en los próximos trimestres, máxime cuando las empresas de la zona euro están constatando ganancias de competitividad tanto dentro como fuera de la Unión Europea.

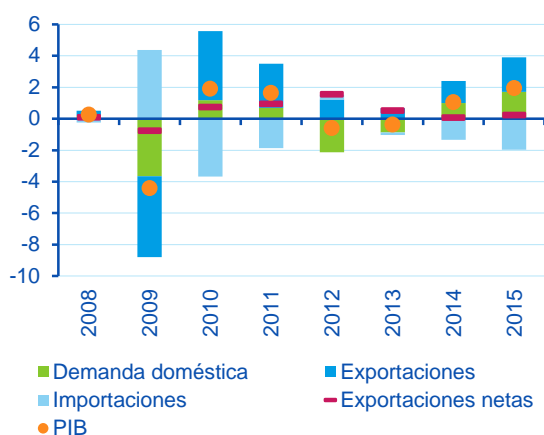
Para los próximos trimestres, nuestro escenario contempla que la desaceleración observada en algunas economías emergentes se compensará con un mayor avance de las economías desarrolladas, por lo que mantenemos nuestras previsiones de un crecimiento global del 3,3% y del 3,8% en 2014 y 2015 respectivamente. Además, las medidas adoptadas por el BCE deberían resultar también en una depreciación del euro (de alrededor del 4,4% en 2015 frente al dólar). En definitiva, prácticamente mantenemos nuestra previsión de que las exportaciones deberían crecer nuevamente a un ritmo relativamente fuerte (nuestra previsión es de 3% en 2014 y 4,6% en 2015, frente al crecimiento medio del 6% entre 1995 y 2008), suficiente para impulsar la inversión a lo largo del horizonte de previsión. No obstante, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro irá perdiendo importancia relativa (0,1pp en 2014 y 0,2pp en 2015 tras 0,9pp de media en 2010-13), ya que las importaciones también aumentarán significativamente por el aumento de las compras asociadas a la inversión y al mayor dinamismo del consumo privado (Gráfico 4.5).

### Recuperación generalizada a lo largo de la zona euro, pero a diferentes velocidades

El avance débil y estable de la recuperación en el conjunto de la zona euro a principios de año escondió un crecimiento divergente por estados miembros, con una actividad estancada o contrayéndose ligeramente en

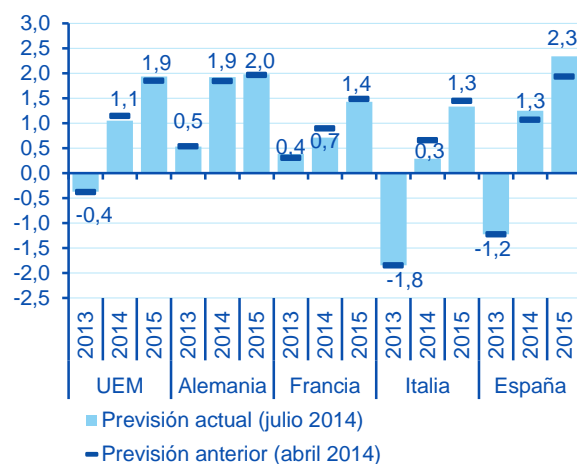
Francia y en Italia (algo peor de lo esperado), mientras que avanzaba a un ritmo robusto en España y Alemania. Los datos disponibles hasta el momento apuntan a que, a pesar de que las tasas de crecimiento trimestral podrían haber convergido en 2T14 hacia el 0,2% t/t (salvo en España que sigue siendo robusto), la divergencia continuará a lo largo del segundo semestre. Con todo, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento tanto de España como Alemania (Gráfico 4.6) que crecerán un 1,9% y un 1,3% en 2014 y algo por encima de la media de la zona euro en 2015 (2% y 2,3%, respectivamente). Por el contrario, ahora esperamos que la economía italiana y francesa crezcan algo menos en 2014 (0,3% y 0,7%) y en 2015 (1,3% y 1,4%) (Análisis detallado de estados miembros).

Gráfico 4.5  
**UEM: Contribución al crecimiento del PIB anual (pp)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6  
**UEM: previsión crecimiento por países (%)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Aunque los sesgos continúan siendo a la baja

A pesar de que los principales cambios en los factores que subyacen en nuestras previsiones han sido positivos, sobre todo por una política económica más favorable al crecimiento económico, el balance de riesgos sobre nuestro escenario económico continúa estando sesgado a la baja. Un riesgo es que las medidas del BCE para fomentar el crédito no den los resultados esperados. Relacionado con esto, unos resultados peores de lo anticipado de las pruebas de resistencia de la banca podrían acabar con una reversión del mercado, de manera que se intensificara el todavía no resuelto problema del riesgo soberano-bancario y la fragmentación financiera. Como resultado, la recuperación podría ser mucho más débil y las bajas tasas de inflación ser más persistentes, aumentando el riesgo de deflación y la carga de la deuda. Hay riesgos más dispersos a nivel nacional (problemas políticos que lleven a falta de reformas en Italia o Francia, empeoramiento de cuentas públicas en los países de la periferia), pero en general su impacto sería limitado.

Riesgos importados de fuera de la zona euro, como el aumento de las tensiones geopolíticas (Ucrania, Irak, Siria), así como un posible menor crecimiento en Estados Unidos y/o China, o bien, si las cosas fueran mejor de lo esperado, de una posible salida desordenada de la política monetaria ultra expansiva de la Fed, también están presentes. Probablemente, el que parece más cercano en estos momentos a la eurozona es el que está ligado a la crisis ucraniana y a las sanciones a Rusia. Todo ello hace que, aunque el panorama esté más despejado en la zona euro y sea mucho más positivo que hace uno o dos años, el riesgo de recaída en una situación de crisis, posiblemente acompañado de deflación, no haya desaparecido.



## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: crecimiento sólido sustentado por la fortaleza de los fundamentales domésticos

PIB: +1,9% en 2014, +2,0% en 2015

**Datos recientes:** tal como adelantábamos en la publicación anterior, el ritmo de crecimiento se moderará en 2T14 (0,2% tras 0,8% t/t en 1T14). Los datos de producción industrial hasta mayo son negativos, y la inversión podría reducirse, tras el fuerte incremento de principio de año debido, especialmente, al dinamismo de un sector de la construcción animado por las buenas condiciones climatológicas. Por otro lado, en el segundo trimestre también se registrará una moderación del consumo privado, reflejado en la contracción del comercio minorista, pese a registrarse una tasa de paro en mínimos históricos, una inflación relativamente baja y una confianza de los consumidores en niveles muy elevados. El sector exterior tomará el relevo de la demanda interna como principal fuente de crecimiento: las exportaciones seguirán incrementándose a un ritmo relativamente constante, pero las importaciones caerán, tras aumentar notablemente en 1T14. En consecuencia, las exportaciones netas tendrán una contribución positiva sobre el crecimiento, después de la sorpresa negativa de 1T14 (-0,9pp).

**Perspectivas para 2014 y 2015:** para el conjunto de 2014, sin embargo, los fundamentales domésticos serán los protagonistas del crecimiento de la economía alemana, al igual que en 2015, con la inversión aumentando a tasas elevadas (5,2% y 4,8% respectivamente). La evolución positiva del mercado laboral favorecerá el aumento del consumo privado y las exportaciones netas desempeñarán un papel marginal en la contribución al crecimiento, puesto que el incremento de las importaciones, alentado por el dinamismo de la demanda doméstica, compensará la solidez del sector exportador.

**Política fiscal:** tras el superávit de 2012 (0,1% del PIB) y las cuentas equilibradas de 2013 (0% del PIB), seguimos previendo que en 2014 y 2015 las cuentas del gobierno general se mantengan en equilibrio y que la deuda pública se reduzca hasta aproximadamente el 72,5% del PIB en 2015, en línea con nuestra previsión anterior. Por otra parte, el saldo estructural de las cuentas fiscales en 2014 y 2015 se mantendrá ligeramente en superávit (alrededor de 0,5% del PIB).

### Francia: la recuperación tarda en afianzarse. Las medidas económicas recientes deberían apoyar el crecimiento

PIB: 0,7% en 2014, 1,4% en 2015

**Datos recientes:** tras el estancamiento observado en 1T14, los principales indicadores de confianza y actividad confirman la debilidad de la recuperación francesa. Las encuestas de sentimiento económico, tanto nacionales como el de la Comisión y los PMI, especialmente en manufacturas, han adelantado la contracción de la producción industrial registrada hasta mayo, que podría estar lastrando la recuperación de la inversión. Por el contrario, el rebote del gasto en consumo de las familias se está viendo reflejado en la mejora de las ventas minoristas, alentadas también por la baja inflación y pese a que la confianza de los hogares ha empeorado en los últimos meses. En cuanto al sector exterior, el constante déficit comercial de la economía francesa es el resultado de la pérdida de competitividad que el gobierno está intentando corregir con la introducción de nuevos incentivos fiscales. Con todo, prevemos un ligero crecimiento en 2T14 (0,2% t/t).

**Perspectivas para 2014 y 2015:** la recuperación seguirá impulsada por la demanda interna. El consumo privado debería aumentar (0,5% y 1,2% respectivamente) apoyado por una inflación todavía moderada y por la estabilización del mercado laboral; se reducirá la contribución al crecimiento por parte del consumo público, afectado por las restricciones presupuestarias, y la inversión volverá a crecer gradualmente, beneficiándose de las recientes medidas de política económica. Finalmente, el aumento de las exportaciones será compensado por el incremento de unas importaciones animadas por la mejora de la demanda doméstica, por lo que no esperamos una aportación significativa del sector exterior.

**Política fiscal:** tras la estimación de la Comisión Europea de un desvío de 0,2pp del PIB (4mM€) en el objetivo de déficit de 2014, el gobierno francés ha presentado una serie de medidas que, según nuestros cálculos, serían suficientes para alcanzar el déficit acordado con la Comisión (3,8% del PIB). Para 2015, mantenemos también nuestra previsión de déficit (-3% del PIB), en línea con las medidas de recortes anunciadas para el periodo 2014-2017 (50mM€) y las bajadas de impuestos y reducciones de cargas laborales (-30mM€). Sin embargo, estas medidas no parecen suficientes para reducir el déficit estructural por debajo del 1% en 2017, porque sólo alcanzarían para reducirlo hasta el 1,6% del PIB (frente al 0,3% de objetivo). La deuda para 2014 y 2015 rondaría el 95,6% en ambos años.

### Italia: lenta recuperación en marcha apoyada en las reformas estructurales

PIB: +0,3% en 2014, +1,3% en 2015

**Datos recientes:** la fuerte contribución al crecimiento de las exportaciones netas desde finales de 2013 está empezando a moderarse, puesto que, frente a un ritmo de crecimiento constante de las exportaciones, las importaciones habrían vuelto a aumentar ligeramente. Por el contrario, podríamos estar viendo señales de una tímida recuperación del consumo privado: el gasto ha crecido ligeramente por primera vez desde 2011, estimulado en parte por la reducción de impuestos a las rentas más bajas, pero las ventas minoristas siguen sin animarse, a pesar de la mejora de la confianza de los consumidores. La evolución del mercado de trabajo, con una tasa de desempleo todavía elevada (12,6%), sigue limitando la capacidad de gasto. Por otro lado, la producción industrial se muestra débil hasta mayo, tras estancarse en el primer trimestre, sobre todo por la moderación en los pedidos para exportación. Estos datos nos ofrecen un escenario de ligero crecimiento en 2T14 (0,2% t/t), tras la sorpresa negativa de 1T14 (-0,1% t/t).

**Perspectivas para 2014 y 2015:** nuestras previsiones contemplan una recuperación todavía débil en el conjunto de 2014, que cogerá impulso al año siguiente (0,3% y 1,3%, respectivamente). Se espera un fuerte crecimiento de las exportaciones, pero la recuperación gradual de la demanda interna resultará en un aumento sostenido de las importaciones, que se traducirá en una menor aportación del sector exterior al crecimiento. La reducción de impuestos y el alto nivel de la confianza deberían sostener el aumento paulatino del consumo privado, mientras que el público sigue sometido a una política fiscal todavía restrictiva. La aprobación de las reformas actualmente en marcha debería mejorar la confianza empresarial y, en consecuencia, favorecer el aumento de la inversión (0,3% y 3,3% en 2014 y 2015, respectivamente).

**Política fiscal:** según los últimos datos de ejecución presupuestaria (gobierno central hasta junio), el déficit acumulado es del 2,6% del PIB (0,1pp menor que el de hace un año), principalmente porque los ingresos fiscales no están acompañando los recortes de gastos. Al incorporar nuestras nuevas previsiones, revisamos ligeramente el déficit para 2014 y 2015, 0,1 y 0,2pp respectivamente hasta el 2,7% y el 2,2% y con sesgos al alza si incluimos la ejecución presupuestaria hasta junio, si bien el déficit no superaría el 3% del PIB. El esfuerzo fiscal necesario para un equilibrio estructural lo seguimos estimando en torno al 1,6% del PIB en 2014. Sin embargo, la principal preocupación continúa siendo el elevado volumen de deuda pública (132,6% del PIB en 2013), que, según las previsiones del gobierno, debería alcanzar su máximo en 2014, alrededor de 134,9% del PIB, para luego descender hasta el 133,3% en 2015, teniendo en cuenta el esquema de privatizaciones anunciado.

### España: se acelera la recuperación, apoyada en factores internos y externos

PIB: +1,3% en 2014, +2,3% en 2015

**Datos recientes:** la economía española creció un 0,6% t/t en 2T14, acelerándose desde el 0,4% t/t de 1T14. Los indicadores parciales de coyuntura señalan que tanto la demanda doméstica, como la externa neta, habrían contribuido positivamente al crecimiento trimestral (en torno a los 0,3pp en ambos casos). El sector privado explica la mayor parte de la recuperación de la demanda doméstica: por un lado, el crecimiento del gasto de los hogares ha sido impulsado por 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 el crecimiento del crédito al consumo. Por otro lado, la recuperación de las exportaciones y la mayor demanda interna habrían sido los soportes del buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo.

**Perspectivas para 2014 y 2015:** en 2014 la actividad crecerá el 1,3% y en 2015 se acelerará hasta el 2,3%, 0,2pp y 0,4pp por encima de las previsiones anteriores debido al carácter más expansivo de las políticas fiscal y monetaria. La demanda interna privada se mantendrá a la cabeza del crecimiento en el corto plazo: el consumo privado se beneficiará de la recuperación del empleo y de la ausencia de presiones inflacionistas, mientras que la expansión de la demanda final continuará estimulando la inversión productiva, a pesar de la moderación de las exportaciones en 2014. Por otra parte, el creciente protagonismo de la demanda doméstica se reflejará en un incremento de las importaciones, limitando la contribución del sector exterior al crecimiento (véase Situación España Tercer Trimestre 2014).

**Política fiscal:** el tono de la política fiscal estará marcado por las medidas asociadas a la reforma de las AA.PP. y, sobre todo, por el anuncio de la reforma fiscal. Para 2014 se prevé que los efectos positivos del crecimiento compensen el incremento estructural del gasto en prestaciones sociales y en intereses de la deuda, lo que reduciría el déficit en torno a 0,9pp del PIB. El impacto de las medidas de ajuste fiscal de años anteriores contendrá el déficit público en algo más de 0,2pp del PIB. El déficit de 2014 se situará en torno al 5,5% del PIB, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria y en torno al 4,5% en 2015, ligeramente por encima del objetivo (4,2%). En resumen, la consolidación fiscal suavizará su contribución negativa al crecimiento en 2014: se espera una menor presión fiscal, mientras que el consumo público moderará su ajuste durante la segunda parte de 2014, para prácticamente estancarse en el conjunto del año (-0,1%). Según nuestras previsiones, el tono contractivo de la política fiscal desaparecerá en 2015.

## 5 Tablas

Tabla 5.1

## Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB a precios constantes</b>	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,6	0,7	1,4
Consumo público	0,6	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,7
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,7	-3,8	-2,8	2,5	4,6
Inventarios (*)	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Demanda interna (*)	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	11,4	6,7	2,7	1,5	3,0	4,6
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,7	-0,8	0,4	3,2	4,6
Demanda externa (*)	0,7	0,9	1,5	0,5	0,1	0,2
<b>Precios</b>						
<b>IPC</b>	1,6	2,7	2,5	1,4	0,6	1,1
<b>IPC subyacente</b>	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	1,1
<b>Mercado laboral</b>						
<b>Empleo</b>	-0,5	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,8
<b>Tasa desempleo (% población activa)</b>	10,0	10,1	11,3	12,0	11,7	11,4
<b>Sector público</b>						
<b>Déficit (% PIB)</b>	-6,2	-4,1	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	85,7	88,2	93,0	95,2	95,9	95,5
<b>Sector exterior</b>						
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	0,0	0,1	1,2	2,3	2,2	2,1

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Estados Unidos</b>	1,8	2,8	1,9	2,0	2,5
<b>Eurozona</b>	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,9	2,0
Francia	2,1	0,4	0,4	0,7	1,4
Italia	0,6	-2,4	-1,8	0,3	1,3
España	0,1	-1,6	-1,2	1,3	2,3
<b>Reino Unido</b>	1,1	0,3	1,7	2,9	2,5
<b>América Latina *</b>	4,1	2,6	2,4	1,6	2,5
México	3,9	3,8	1,1	2,5	3,5
Brasil	2,7	1,0	2,5	1,3	1,6
<b>EAGLES **</b>	7,3	5,5	5,3	5,1	5,4
Turquía	8,9	2,4	3,8	2,5	4,2
<b>Asia-Pacífico</b>	6,1	5,2	5,2	4,1	4,1
Japón	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
Asia (exc. China)	3,8	3,5	3,4	1,8	2,0
<b>Mundo</b>	4,0	3,2	3,0	3,3	3,8

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)**

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Estados Unidos</b>	3,1	2,1	1,5	1,9	2,2
<b>Eurozona</b>	2,7	2,5	1,4	0,6	1,1
Alemania	2,5	2,1	1,6	0,9	1,5
Francia	2,3	2,2	1,0	0,7	1,0
Italia	2,9	3,3	1,3	0,4	0,9
España	3,2	2,4	1,4	0,1	0,9
<b>Reino Unido</b>	4,5	2,8	2,6	1,7	1,7
<b>América Latina *</b>	8,0	7,6	8,9	12,2	10,9
México	3,4	4,1	3,8	3,9	3,5
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,4	6,1
<b>EAGLES **</b>	6,5	4,9	5,2	4,8	4,8
Turquía	6,4	8,7	7,6	8,3	5,8
<b>Asia-Pacífico</b>	4,9	3,4	3,5	2,9	3,0
Japón	-0,3	0,0	0,4	2,2	1,5
China	5,4	2,6	2,6	2,6	3,3
Asia (exc. China)	4,6	4,0	4,2	3,1	2,7
<b>Mundo</b>	5,1	4,2	3,8	3,9	4,0

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

**Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)**

(Fin de periodo)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Estados Unidos</b>	-3,0	-2,8	-2,4	-2,3	-2,1
<b>Eurozona</b>	0,1	1,2	2,3	2,2	2,1
Alemania	5,7	7,0	7,5	6,7	7,0
Francia	-2,0	-2,3	-1,6	-1,7	-1,6
Italia	-3,1	-0,7	0,8	1,1	0,9
España	-3,7	-1,2	0,8	0,3	1,1
<b>Reino Unido</b>	-1,6	-4,6	-3,3	-2,8	-2,3
<b>América Latina *</b>	-1,0	-1,6	-2,5	-2,5	-2,3
México	-1,1	-1,3	-2,1	-1,7	-1,9
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,7	-3,5
<b>EAGLES **</b>	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,3
Turquía	-9,9	-7,6	-7,0	-6,0	-6,0
<b>Asia-Pacífico</b>	1,4	1,1	1,5	1,9	1,9
Japón	2,0	1,0	0,7	1,5	2,0
China	1,9	2,3	2,1	2,5	2,8
Asia (exc. China)	1,0	0,3	1,1	1,4	1,2

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

**Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)**

Fin de periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-8,7	-6,8	-4,1	-3,0	-2,7
Eurozona	-4,1	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Francia	-5,3	-4,8	-4,3	-3,8	-3,0
Italia	-3,8	-2,8	-3,0	-2,7	-2,2
España *	-9,1	-6,8	-6,6	-5,5	-4,5
Reino Unido **	-7,8	-6,3	-5,8	-5,8	-4,4
América Latina ***	-2,2	-2,3	-2,7	-3,7	-2,9
México	-2,7	-2,6	-2,3	-4,1	-3,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,7	-3,9	-3,4
EAGLES ****	-2,4	-2,9	-3,0	-3,4	-3,3
Turquía	-1,4	-2,1	-1,2	-2,2	-1,6
Asia-Pacífico	-3,7	-3,8	-3,6	-3,6	-3,4
Japón	-9,8	-8,7	-8,4	-8,5	-8,0
China	-1,3	-2,2	-1,9	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-5,3	-5,0	-4,9	-4,3	-4,0

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

**Variables financieras****Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Fin de periodo)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Eurozona	1,10	0,75	0,25	0,15	0,15
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00

**Tipo de interés de la deuda pública a 10 años (Promedio anual)**

	2011	2012	2013	2014	2015
EEUU	2,8	1,8	2,4	2,8	3,3
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,5	2,1

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)**

	2011	2012	2013	2014	2015
EUR-USD	0,72	0,78	0,75	0,74	0,78
USD-EUR	1,39	1,29	1,33	1,35	1,29
GBP-USD	0,62	0,63	0,64	0,60	0,59
JPY-USD	79,8	79,8	97,6	105,0	116,0
CNY-USD	6,46	6,31	6,20	6,15	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

**Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	0,7	0,3	1,0	2,3	0,7	1,0	1,5	1,7
Consumo público	3,2	3,0	1,3	1,0	1,0	0,4	1,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	0,6	-11,6	5,2	7,1	-1,3	-0,7	5,2	4,8
Inventarios (*)	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	-0,6	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Exportaciones	2,3	-13,0	14,8	8,1	3,8	1,1	3,5	4,0
Importaciones	3,0	-7,8	12,3	7,5	1,8	1,6	4,4	4,5
Exportaciones netas (*)	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>
PIB	<b>0,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
Inflación	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

**Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	0,4	0,3	1,8	0,4	-0,4	0,3	0,5	1,2
Consumo público	0,8	2,4	1,2	1,0	1,6	1,9	1,1	0,5
Formación bruta de capital fijo	1,0	-9,0	1,9	2,1	0,3	-0,8	0,9	3,1
Inventarios (*)	-0,3	-1,6	0,4	1,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>0,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones	-0,1	-11,0	8,6	7,1	1,2	2,4	2,7	3,2
Importaciones	0,7	-9,2	8,5	6,6	-1,2	1,9	2,5	2,6
Exportaciones netas (*)	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
PIB	<b>0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
Inflación	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

**Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-0,8	-1,6	1,5	-0,3	-4,0	-2,6	0,0	0,8
Consumo público	0,6	0,8	-0,4	-1,3	-2,6	-0,8	-0,6	0,5
Formación bruta de capital fijo	-3,8	-11,8	0,5	-1,6	-8,1	-4,6	0,3	3,3
Inventarios (*)	0,0	-1,1	1,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>-1,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>
Exportaciones	-2,8	-17,7	11,2	6,9	2,0	0,0	2,8	3,7
Importaciones	-2,9	-13,6	12,3	1,4	-7,1	-2,9	1,6	3,5
Exportaciones netas (*)	0,0	-1,2	-0,4	1,5	2,6	0,8	0,4	0,2
PIB	-1,2	-5,5	1,7	0,6	-2,4	-1,8	0,3	1,3
Inflación	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

**Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	1,3	-2,3	2,5	-3,3	-5,3	-1,7	0,9	1,3
Consumo público	0,3	4,7	0,1	-5,0	-4,7	-1,8	-0,9	-1,4
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-8,6	-3,1	-10,5	-14,4	-6,3	1,1	3,6
Inventarios (*)	0,0	-1,1	0,9	-0,2	0,1	-0,1	0,6	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-6,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
Exportaciones	-0,1	-10,9	10,2	6,9	3,2	6,1	3,6	6,2
Importaciones	2,3	-10,0	8,0	-5,3	-6,6	3,1	4,6	4,7
Exportaciones netas (*)	-1,0	0,6	-0,1	4,4	3,7	1,1	-0,4	0,6
PIB	-0,1	-2,9	1,9	-1,1	-3,2	-1,4	0,8	1,6
<b>Inflación</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

**España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-0,6	-3,7	0,2	-1,2	-2,8	-2,1	1,9	2,0
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	0,1	0,6
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	1,2	4,9
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	2,2	8,4	7,3
Construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	-4,3	2,8
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-8,0	-3,5	4,9
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-10,9	-4,9	1,1
Inventarios (*)	0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,7	7,6	2,1	4,9	4,7	6,5
Importaciones	-5,2	-17,2	9,3	-0,1	-5,7	0,4	5,1	6,4
Exportaciones netas (*)	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
PIB	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

**Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-1,0	-3,6	1,0	-0,4	1,4	2,2	2,2	2,1
Consumo público	2,2	0,6	0,5	0,0	1,6	0,7	0,5	-0,1
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,8	8,0	6,6
Inventarios (*)	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
Exportaciones	1,1	-8,7	6,7	4,5	1,7	0,5	1,0	3,8
Importaciones	-1,7	-10,7	7,9	0,3	3,4	0,2	0,0	3,2
Exportaciones netas (*)	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
PIB	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

(\*) 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 Torres  
diego.torres.torres@bbva.com  
+34 91 374 05 12

Pablo Budde  
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento  
massimo.trento@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jimenez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López Meza  
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 Calvo  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com