

# Situación Europa

Cuarto trimestre de 2014

Unidad de Europa

- La recuperación de la zona euro se retrasa lastrada por la crisis ruso-ucraniana y la debilidad interna en Francia e Italia
- Las medidas aprobadas por el BCE contribuyen a expandir su balance y depreciar el euro, pero pueden no ser suficientes para anclar las expectativas de precios
- Tras completarse satisfactoriamente el examen al sector bancario, continuando el avance hacia la unión bancaria, no debería haber obstáculos para atender la demanda de crédito
- La política fiscal está en el centro del debate a la espera del plan Juncker, pero no son probables estímulos adicionales a nivel nacional

## Índice

1 Editorial	3
2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja	5
3 Eurozona: La recuperación se retrasa, aunque los fundamentales siguen siendo positivos	7
4 Perspectivas: crecimiento moderado en 2014 y 2015	14
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	19
5 Tablas	21

**Fecha de cierre: 30 de octubre de 2014**

## 1 Editorial

---

**La debilidad manifiesta de los datos económicos de la zona euro en los últimos meses revela una economía estancada y una recuperación que no termina de arrancar.** Las sorpresas negativas han afectado principalmente a los países grandes de la zona (Alemania, Francia e Italia), más al sector industrial que al de servicios, y más a la inversión. La inflación continúa muy baja y, además de los riesgos de deflación, dificulta la reducción de los desequilibrios en la periferia. Los factores que subyacen a este retraso en la salida de la crisis no son fáciles de discernir, pero incluyen probablemente tanto elementos externos como internos.

Por un lado, **el entorno internacional es complejo.** Las **tensiones geoestratégicas** han arremetido en todo el mundo y afectan más directamente a Europa a través de la crisis entre Ucrania y Rusia, **responsable de la falta de inversión desde el segundo trimestre y de los peores datos de exportaciones** a partir del tercero en Alemania, por la fuerte desaceleración de la economía rusa y, en menor medida, por las sanciones mutuas entre Rusia y la Unión Europea. El crecimiento en otros países avanzados se afianza, sobre todo en Estados Unidos y en el Reino Unido (fuerte demandante de productos europeos en la actual coyuntura), pero en algunos países emergentes surgen más dudas sobre la aceleración prevista de la actividad.

Por otra parte, **desde el punto de vista doméstico, las debilidades estructurales están pesando en la confianza y en la recuperación,** sobre todo en Francia e Italia, donde se están llevando a cabo reformas estructurales para mejorar la competitividad y el potencial de crecimiento, pero a un ritmo más lento de lo que sería deseable. El clima político más tensionado en algunos países de la zona, el largo período de transición hacia la nueva Comisión Europea y los desacuerdos aparentes en los últimos meses entre los gobiernos de distintos países sobre la estrategia a seguir no están ayudando tampoco a mejorar el clima de confianza.

A pesar de estas debilidades, **siguen existiendo factores de apoyo a la recuperación.** La publicación de los **resultados de los test de estrés** bancarios crea un panorama más transparente del sector y permite el comienzo de la supervisión única en el sector, lo que, junto a las políticas de **provisión de liquidez del BCE,** permitirá asegurar que las restricciones de oferta no sean un impedimento para la provisión de crédito, que cada vez parece más claramente ligado a las condiciones de demanda. Por otro lado, la **depreciación del euro** frente al dólar de los últimos meses, ligada a ciclos económicos distintos y a fases diferentes de las políticas monetarias en Estados Unidos y la eurozona, probablemente va a continuar en el futuro y llevará a unas mayores exportaciones en 2015 y 2016, lo que impulsará el crecimiento en varias décimas de PIB. **La política fiscal,** con los presupuestos presentados hasta ahora, **dejará prácticamente de tener un tono contractivo en 2015,** por lo que no debería drenar crecimiento. Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global, siempre y cuando sea resultado de un choque positivo de oferta.

**El dilema ahora mismo en la eurozona se centra en la naturaleza de las debilidades actuales** -hasta qué punto el estancamiento actual va a ser o no permanente- **y en las políticas económicas a seguir.** Nuestra percepción es que los retrasos actuales son temporales y que la economía de la eurozona se recuperará en 2015, con un crecimiento del 1.3% tras el 0.8% esperado para 2014 (previsiones en ambos casos revisadas a la baja), pero que los riesgos bajistas han aumentado, ya que la incertidumbre exterior puede continuar en los próximos meses y existen dudas de si la inversión y la demanda interna en general se recuperarán pronto. De ahí las llamadas por parte de Mario Draghi y del Fondo Monetario Internacional a incidir en las reformas estructurales y la acomodación monetaria, pero también en una política fiscal más expansiva donde haya margen para ello -en Alemania-, que es el punto más controvertido.

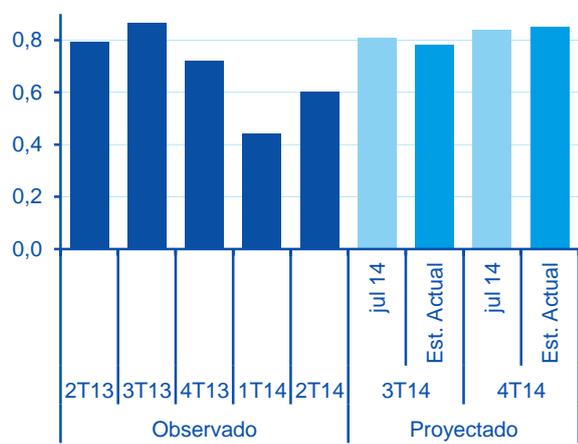
El BCE ha puesto en marcha nuevas medidas encaminadas a expandir su balance y apoyar implícitamente la depreciación del euro, y si las previstas actualmente (TLTRO, compras de bonos ABS y cédulas hipotecarias) no lo consiguen, es probable que se embarque en la compra de deuda pública (QE). Y, por el lado fiscal, más allá de las discusiones entre la Comisión Europea y Francia e Italia sobre sus presupuestos (con impacto de pocas décimas) no esperamos medidas fiscales significativas por parte de Alemania. El debate fiscal, que tendrá lugar a finales de año, girará en torno al Plan Juncker de inversión, al que le faltan todos los detalles, pero que puede suponer un apoyo adicional si la situación de estancamiento se prolonga. Aunque en ambos casos –política monetaria y fiscal- las discrepancias entre los distintos países son sustanciales, lo cual no ayuda a la recuperación de la confianza y supone un riesgo para la zona.

## 2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja

**El crecimiento mundial se ha acelerado de forma moderada durante los últimos tres meses.** De acuerdo a nuestros cálculos, el PIB mundial habría crecido el 0,6% trimestral en el 2T14 y la previsión basada en nuestro indicador BBVA Research GAIN<sup>1</sup> es de un 0,8% en el 3T14 (véase el Gráfico 2.1). Esta previsión tendría en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera (véase el Gráfico 2.2) sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia.

Gráfico 2.1

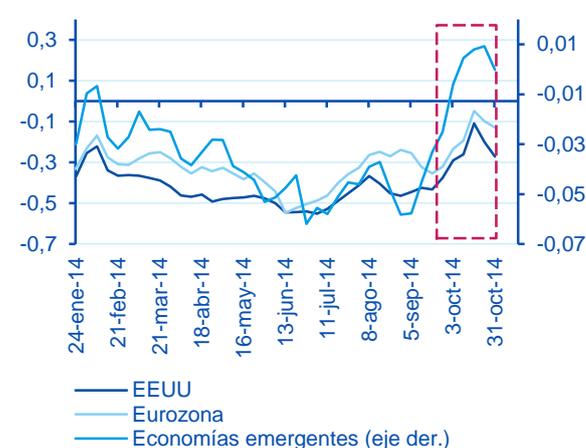
**PIB mundial, crecimiento trimestral, % t/t**  
**Previsiones basadas en BBVA Gain**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2

**Índice de Tensiones Financieras BBVA Research**



Fuente: BBVA Research

En este entorno, **la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo** en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. En China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento en caso de ser necesario. En el caso de las economías más desarrolladas, el tono más neutral de la política fiscal es el resultado tanto de decisiones discrecionales de las autoridades, como en Europa, preocupadas por los efectos de corto plazo sobre el crecimiento de consolidaciones fiscales rápidas e intensas, como del margen que dan las más favorables condiciones de financiación de los soberanos. Esto último, consecuencia directa del apoyo de los bancos centrales con sus políticas de anclaje de las expectativas de tasas de interés y de provisión de liquidez al sistema.

Finalmente, hay que destacar **el descenso de los precios del petróleo como un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global**, siempre y cuando sea resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el **aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo**<sup>2</sup>. La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a los primeros para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance positivo para el

1: Detalle metodológico de BBVA Research GAIN en: <http://bit.ly/1n15Rln>

2: El reciente descenso de precios del petróleo es resultado no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en desarrollados como emergentes.

escenario económico. El aumento en la capacidad productiva de un recurso limitado y de demanda creciente como el petróleo, aun considerando un uso más eficiente, contribuye a frenar unos precios que, en términos reales, están en niveles similares a los de la crisis de finales de los 70.

Estas transferencias de renta a países consumidores tienen su reverso en los países productores de petróleo y, en general, de materias primas, cuyos precios también están cayendo con la moderación de la demanda procedente de Asia. En estos países se están registrando desaceleraciones de la actividad y ajustes a la baja de las perspectivas de crecimiento también para 2015, lo que afecta sin duda a algunas economías sudamericanas donde se ve un rezago en las inversiones productivas previstas.

Con todo, **este ciclo sigue siendo compatible con perspectivas de mejora del crecimiento global en los próximos trimestres, si bien a ritmos algo más bajos de lo estimado hace tres meses.** Según nuestros cálculos, el PIB mundial crecerá el 3,2% en 2014, igual que en 2013, y el 3,7% en 2015, con grandes diferencias por áreas (véase Situación Global Cuarto Trimestre 2014).

**El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, y prevemos que alcance el 2,5% en 2015.** Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014. Incluso tomando en cuenta la primera estimación del PIB del 3T14, la previsión tendría un sesgo al alza de aproximadamente 0,2pp. Sin embargo, el papel de la Fed, que enfatiza la cautela antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias. El margen de maniobra de la Fed se ve favorecido por la falta de tensiones inflacionistas en un entorno de mayor fortaleza del dólar y caída de precios del petróleo, a lo que se une el moderado aumento salarial.

**En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo, y aun suponiendo la posibilidad de apoyo de la política económica.** En el 3T14 el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%, aunque no se descarta que el registro final pueda ser alguna décima superior. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015, precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

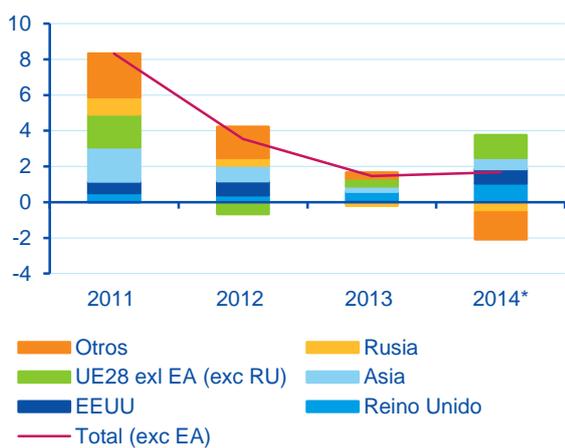
China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades seguirán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo conveniente, por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en el ratio de reservas o inyección de liquidez), una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

Finalmente, y más allá de la debilidad en la zona euro que se comenta en las siguientes secciones, **en el resto de áreas se mantienen en general las perspectivas de mejora del crecimiento en 2015 respecto a las estimaciones para 2014.** En Japón se sigue esperando una leve aceleración del PIB desde el 1,1% en 2014 al 1,3% en 2015, aunque los riesgos se acumulan a la baja dado el elevado impacto de la subida impositiva sobre el consumo. En Sudamérica se incorporan en las previsiones los efectos bajistas de un entorno exterior menos favorable que está impactando ya también en el gasto doméstico, especialmente en el de inversión.

### 3 Eurozona: La recuperación se retrasa, aunque los fundamentales siguen siendo positivos

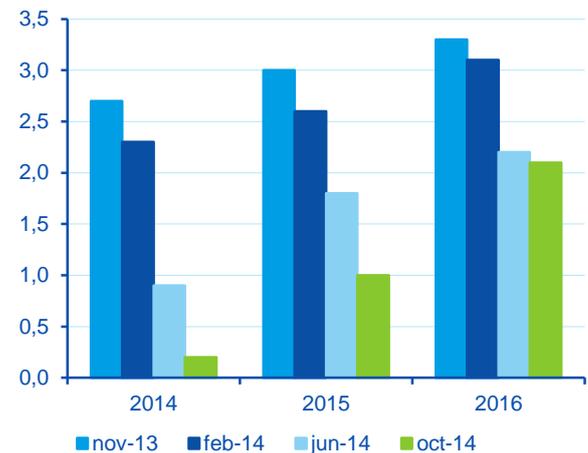
Todos los datos sobre la situación económica de la zona euro publicados durante el verano fueron **decepcionantes**: el crecimiento en el segundo trimestre prácticamente se mantuvo estancado y por debajo de lo esperado, los indicadores de confianza se deterioraron rápidamente en julio y agosto y los de actividad apuntan a una debilidad importante, sobre todo en el sector industrial. **Los factores de este retraso en la recuperación**, que ya se sabe que va a ser lenta por los altos niveles de deuda acumulados por los agentes, **son la crisis de Ucrania y Rusia**, que está pesando sobre la confianza, la inversión y las exportaciones, **y una falta de tono en la demanda interna** que no resulta fácil de explicar. El hecho de que además de Alemania (más afectada por la crisis rusa) sean Francia e Italia los países que más han decepcionado lleva a pensar que es la falta de confianza de los agentes económicos en esos países, ligada al retraso en las reformas, lo que está frenando la recuperación. **Los fundamentales para el crecimiento** - avance global moderado pero positivo, política fiscal que ha dejado de drenar crecimiento, abundancia de liquidez, y más recientemente una depreciación del tipo de cambio y el cumplimiento de los pasos hacia la unión bancaria en línea con lo previsto - **siguen en pie y deberían sostener un crecimiento paulatino a lo largo de 2015, aunque es evidente que el retraso de la recuperación genera dudas sobre si la zona euro no está inmersa en un período largo de semi-estancamiento** debido a los altos niveles de deuda de agentes públicos y privados en varios países de la zona, o a la incertidumbre sobre la política económica, tanto por falta de reformas estructurales como por un tono de las políticas macroeconómicas que no sería lo suficientemente expansivo. Esta segunda hipótesis queda más como un escenario de riesgo que como el escenario central.

Gráfico 3.1  
UEM: exportaciones por destino (% a/a)



\* hasta agosto  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.2  
Rusia: previsiones crecimiento anual PIB (%)



Fuente: Focus Economics

## ¿De dónde proviene la debilidad reciente en la eurozona?

El crecimiento peor de lo previsto en el segundo trimestre y los datos publicados hasta ahora del tercero y cuarto (ver detalles en la sección siguiente) han afectado sobre todo a las grandes economías de la zona - Alemania, Francia e Italia. **En Alemania, el componente responsable de la sorpresa** en el dato de contabilidad nacional del segundo trimestre **fue la inversión**, parte de ella explicada por el crecimiento más alto de lo esperado de la construcción en el primer trimestre por factores climáticos (que se deshizo más allá de lo previsto en el segundo trimestre), pero también - y esto es más relevante - **porque la crisis entre Ucrania y Rusia produjo un efecto sobre la confianza**, y por tanto sobre la inversión, ya antes de que se aprobasen las sanciones desde finales de julio. Durante el verano esta caída de la confianza ha sido mucho más evidente, con todos los índices cayendo desde niveles que estaban a principios de año por encima de lo que luego corroboraban los datos de actividad real. **En los meses del verano ha habido también una debilidad muy clara en los indicadores industriales y de exportaciones**, que ya sí que se ven afectados por las exportaciones a Rusia, afectadas por las sanciones mutuas y sobre todo por la rápida desaceleración del crecimiento en ese país (y la fuerte depreciación del rublo, alrededor de un 20% frente al dólar).

**En el caso de Italia y Francia** también hubo una sorpresa negativa en el segundo trimestre (sobre todo en Italia, de cuatro décimas hasta el -0.2% t/t) y el deterioro de los indicadores de confianza ha sido paralelo al de Alemania, aunque mucho menor, ya que el punto de partida era mucho más bajo. La evidencia parece apuntar a que **la sorpresa negativa ha estado sobre todo basada en la demanda interna**, especialmente en la inversión.

**España e Irlanda han mantenido ritmos de crecimiento elevados**, sin sorpresas en España, que está creciendo a una tasa anualizada de alrededor de un 2%, aunque con algo menos de fuerza en los últimos meses, mientras que Irlanda progresa a niveles superiores al 3%. Los datos son menos positivos en **Portugal, que crece en línea con lo esperado, pero por debajo del 1%**, y en Grecia, que a pesar de que probablemente muestre por primera vez desde 2008 tasas de crecimiento positivas presenta perspectivas más débiles para la parte final del año. En cuanto a los **Países Bajos** (la quinta economía de la eurozona) **y Finlandia, han salido de la recesión en el segundo trimestre, mientras que Bélgica y Austria están en tasas positivas** (pero muy moderadas). El punto brillante en la Unión Europea lo marca el Reino Unido, que progresa a tasas cercanas al 3%.

## El ritmo de las reformas en Francia e Italia es lento, pero se están produciendo avances importantes

Uno de los factores más citados sobre el retraso de la recuperación en Francia e Italia es la falta de reformas estructurales, que puede estar generando una falta de confianza en las perspectivas de crecimiento, y por tanto de inversión privada en estos dos países, y que contrasta con las medidas tomadas en los últimos tres años por el resto de los países de la periferia europea, más presionados por los mercados y sujetos a programas de ajuste por las ayudas de la troika.

**La falta de reformas en los últimos años en términos comparativos es cierta, pero la situación ha empezado a cambiar en los últimos meses, con iniciativas importantes en ambos países**, sobre todo en las siguientes áreas:

- En Francia, se han implementado rebajas impositivas para el factor trabajo y para las empresas, existe un plan de reducción de gasto público para el período 2015-2017 de 50 mil millones de euros (aún por detallar en buena parte) y una rebaja prevista de impuestos de 40 mil millones. Más recientemente, el gobierno ha anunciado un plan de reformas estructurales en el sector servicios (liberalización parcial de horarios comerciales y de servicios profesionales), a especificar el diciembre.

- En Italia, la reforma política que permitirá gobiernos más estables al poner en marcha una ley electoral de carácter mayoritario y recortar los poderes efectivos del Senado para bloquear la acción legislativa está muy avanzada (aunque dado su carácter semi-constitucional, no será aprobada definitivamente hasta el primer trimestre de 2015). Además, el parlamento ha aprobado los principios de una reforma del mercado de trabajo que prevé la supresión de artículos clave de la legislación laboral que fomentan la dualidad de dicho mercado, aunque los detalles serán legislados por decreto por el gobierno a lo largo de 2015; a esto se añade la supresión de las cuotas sociales para nuevos contratos de trabajo durante tres años, que han tenido un efecto positivo en la contratación. Otras iniciativas, como la *Spending Review* (o análisis de las áreas potenciales de reducción de gasto público) o la reforma judicial para acelerar los tiempos de los procesos civiles aún están por especificar.

Estas iniciativas, de aplicación lenta, **aún no han tenido un efecto en la confianza y en la actividad, pero deberían jugar un papel importante, a medida que se materialicen durante 2015.**

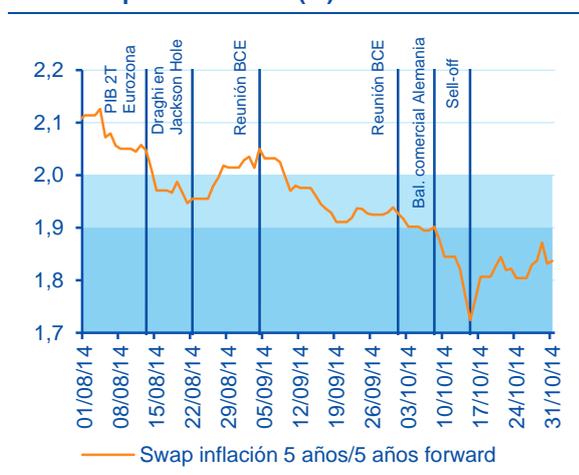
## Impacto negativo de la crisis ruso-ucraniana en un contexto de mejora del crecimiento global en los próximos trimestres

Dos factores externos son importantes en las previsiones de cara a los dos próximos años: la demanda global, en principio con pocos cambios; y la crisis con Rusia, con un impacto negativo difícil de determinar.

**El crecimiento exterior a la zona euro se mantiene sin cambios sustanciales** respecto a la previsión de hace tres meses, **aunque los riesgos están sesgados a la baja**, por las mayores dudas que genera en crecimiento en algunos países emergentes y sobre todo por las tensiones relacionadas con la crisis entre Ucrania y Rusia. En los últimos meses el crecimiento de las exportaciones se ha centrado sobre todo en los países avanzados (véase el Gráfico 3.1), y en concreto en los países europeos de fuera la eurozona - y ahí el fuerte crecimiento del Reino Unido ha jugado un papel importante.

El **efecto negativo de la crisis con Rusia** sobre el crecimiento europeo se manifiesta a través de tres canales: uno, en principio pequeño, es el **derivado de las sanciones mutuas entre Rusia y la eurozona**, que se traduce en reducciones del comercio en sectores determinados de magnitud acotada. Un segundo canal se deriva de **la reducción del crecimiento en Rusia** (que para 2014 se ha revisado a la baja en 2.5 puntos porcentuales entre noviembre de 2013 y octubre de 2014 hasta prácticamente un estancamiento, véase el Gráfico 3.2) y que supone un impacto directo en las exportaciones de la eurozona de alrededor de 0,2pp. El tercer canal, más difícil de cuantificar, es **el incremento de la incertidumbre asociado a la crisis, que ha tenido el efecto ya señalado sobre la inversión** en el segundo y tercer trimestres en Alemania, y que podría seguir frenando la recuperación.

Gráfico 3.3  
UEM: swaps de inflación (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.4  
Balance Bancos Centrales (% del PIB)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

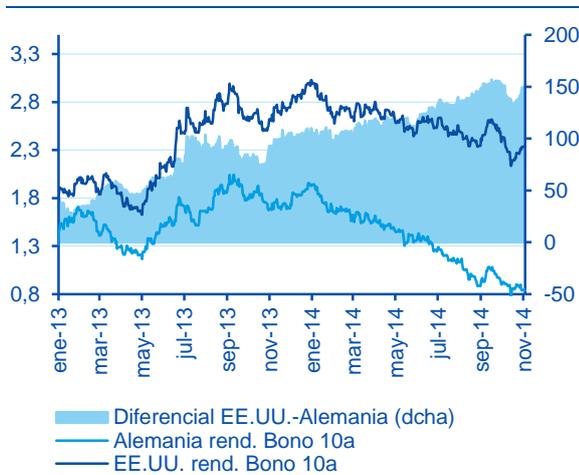
## En respuesta a este deterioro cíclico, el BCE ha seguido anunciando medidas de relajación monetaria...

En el tercer trimestre del año, se ha materializado de forma clara la divergencia entre la zona euro y Estados Unidos, no sólo en términos cíclicos sino sobre todo en materia de política monetaria. Mientras el crecimiento en Estados Unidos sorprendió al alza en los dos últimos trimestres, en la zona euro acumularon sorpresas negativas, con un casi estancamiento de la actividad y deterioro adicional de las expectativas de inflación a largo plazo (véase el Gráfico 3.3).

Así, la Reserva Federal en Estados Unidos finalizó el programa de compra de activos (QE) en su reunión de octubre como un primer paso del proceso de normalización de la política monetaria (que sigue siendo dependiente de los datos). Sin embargo, el BCE se vio obligado a tomar medidas adicionales apenas tres meses después de anunciar el último paquete de medidas en respuesta al deterioro cíclico. **En septiembre el BCE sorprendió con un recorte (marginal) adicional de los tipos de intervención** (para llevarlos al 0.05%), ahora sí alcanzando los mínimos (*Zero Lower Bound*, ZLB) y tratando de incentivar en el límite la toma de liquidez en la subasta TLTRO de septiembre, **y anunciando un programa de compra de activos privados por una duración de al menos dos años** (*Asset Backed Securities* y un tercer programa de compra de *covered bonds*). El BCE no hace explícito un objetivo numérico de compra de activos, pero sí comunica que **con estas medidas se persigue hacer una expansión significativa del balance** (véase el Gráfico 3.4), como instrumento para aumentar las expectativas de inflación. Pero este objetivo se ve crecientemente como más difícil de alcanzar, ya que la primera subasta de liquidez (TLTRO) de septiembre estuvo por debajo de lo esperado y el deterioro en las perspectivas de crecimiento también contribuye a rebajar las expectativas de las siguientes subastas. Además, incluso con los programas de compras de activos persisten las dudas sobre la capacidad del BCE de lograr el objetivo deseado<sup>3</sup>: el tamaño de ambos mercados es limitado y el atractivo para vender algunos de estos activos al BCE parece reducido (en particular, para las entidades financieras, mientras se vea como un puro instrumento de financiación). Así, en nuestra opinión, en un entorno en el que persisten los riesgos a la baja, la probabilidad de que el BCE termine haciendo un programa de compra de bonos públicos (QE) aumenta significativamente.

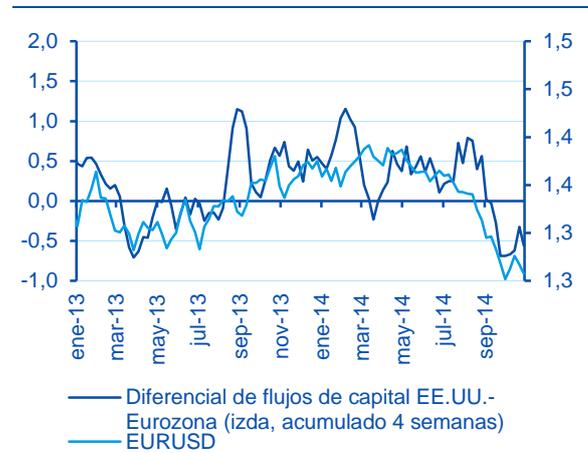
3: Si bien el ritmo de compras de *Covered Bonds* en las dos primeras semanas ha sido importante, acumulando compras por un importe de 4,7 miles de millones de euros, parece difícil que este ritmo se mantenga. El programa de compra de *ABS* no se iniciará hasta principios de noviembre

Gráfico 3.5  
Tipo de interés bono 10 años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.6  
Diferencial de flujos de capital EE.UU.-UEM



Fuente: Bloomberg, EPFR y BBVA Research

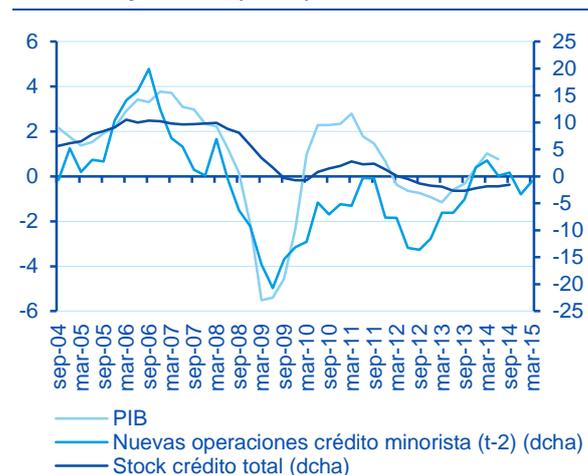
**En el mercado de deuda, las rentabilidades han caído a niveles muy bajos**, particularmente en Europa pero también en Estados Unidos (véase el Gráfico 3.5). Ello ha sido el resultado de la combinación de una rebaja en las expectativas de crecimiento de la zona euro, del aumento de la probabilidad de que el BCE anuncie un programa de compra de bonos y del efecto refugio de los capitales hacia los activos considerados de menor riesgo, en un entorno donde ha empezado a repuntar la volatilidad y los riesgos geopolíticos siguen presentes. En nuestra opinión, los tipos de interés de la deuda alemana seguirán anclados por un tiempo en niveles cercanos a los actuales (en el entorno o por debajo del 1%) mientras persistan los riesgos a la baja en Europa y la probabilidad de un QE siga presente o aumente.

Gráfico 3.7  
Tipo de cambio dólar/euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.8  
UEM: PIB y crédito (% a/a)



Nota: crédito minorista es la suma de préstamos a hogares y empresas de hasta un millón de euros  
Fuente: BCE, Eurostat y BBVA Research

## ... que ha depreciado el euro y debería suponer un estímulo al crecimiento en la zona euro

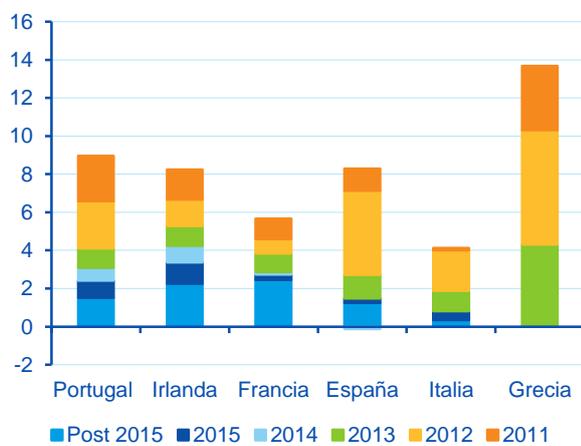
En el mercado de divisas, **la depreciación del euro se ha alineado con los fundamentales y con los riesgos asociados a cada geografía**, y refleja un mayor diferencial previsto de crecimiento entre Estados Unidos y la eurozona y el hecho de que la política monetaria en ambas zonas ha entrado en fases diferentes, con la Reserva Federal en “modo de salida” y un BCE que está intentando expandir su balance con nuevas medidas. En esta misma línea, **los movimientos de flujos de capitales también confirman la mayor preferencia de los inversores por activos americanos** frente a activos europeos. De hecho en los meses recientes, se ha producido una reversión de las entradas de capitales que se venían observando en Europa desde mediados de 2012 (véase el Gráfico 3.6). Desde el pasado mes de agosto hasta la fecha, los flujos de cartera muestran fuertes salidas de Europa frente a entradas en Estados Unidos. Para los próximos meses esperamos que los mejores fundamentales de la economía americana sigan favoreciendo al dólar frente al euro. Es más, **considerando la fragilidad de la recuperación en Europa, ahora prevemos una mayor depreciación del euro que puede ser duradera** (véase el Gráfico 3.7). El efecto de la nueva senda esperada del tipo de cambio sobre el crecimiento podría ser de alrededor de 0,3pp de PIB en 2015 y 0,4/0,5pp en 2016, y sobre la inflación de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente. Estos efectos están sujetos a un alto grado de incertidumbre, naturalmente, dada la dificultad de estimación tanto de la senda del euro como de su impacto.

## Con la revisión de balances se ha completado uno de las principales fases de la Unión Bancaria

El otro evento importante en los últimos meses ha sido la publicación de los resultados de la revisión de la calidad de los activos (AQR) y de los test de estrés del sector bancario europeo al completarse uno de los principales pasos para una Unión Bancaria en pleno funcionamiento. **La valoración global de los mismos es positiva**, ya que este ejercicio: (i) proporciona un fuerte aumento de la transparencia que permite a los inversores, analistas y mercado en general tener una imagen más fiel de la salud del sector bancario europeo; (ii) demuestra que el sector bancario europeo es resistente a un escenario económico adverso; y (iii) señala necesidades de capital muy asumibles (9,5 miles de millones de euros), demostrando que el ejercicio ha sido un éxito al desencadenar ampliaciones de capital y saneamientos antes de la publicación de los resultados.

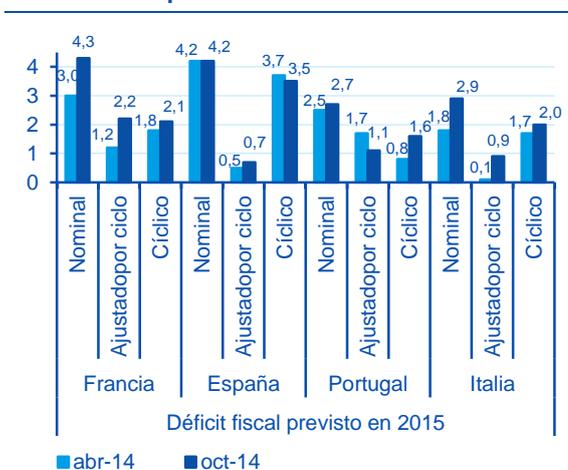
Además, **estos resultados deberían contribuir a aumentar la eficacia de las medidas adoptadas por el BCE y, en particular, ayudar al restablecimiento de los canales de transmisión de la política monetaria** y apoyar el objetivo de las TLTRO de aumentar el crédito al sector privado. Sin embargo, posiblemente el impacto de estas inyecciones de liquidez puede ser algo menor de lo que esperábamos hace tres meses (tanto en las nuevas operaciones de crédito como en impacto en PIB), debido en parte a que cada vez hay más señales que apuntan hacia la debilidad de la demanda de crédito (más allá de que todavía existan restricciones de oferta). Aun así, los datos más recientes apuntan ya hacia un mayor dinamismo de la evolución de los flujos de crédito – a pesar del contexto de desapalancamiento del sector privado -, sobre todo aquellos destinados para el consumo de los hogares (+8,4% a/a en 3T14) y los de menos de un millón de euros concedidos a empresas no financieras (+0,9% a/a en 3T14), que deberían apoyar la recuperación de la demanda interna en el horizonte de previsión. No obstante, estos datos también sugieren que la debilidad de la recuperación, sobre en inversión, se prolongará en el último trimestre del año (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.9  
Ajuste del déficit público estructural 2010-15 (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.10  
UEM: Descomposición del déficit



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

## ¿Estancamiento permanente o simple retraso en la salida de la crisis?

La debilidad reciente en la zona euro ha generado un debate sobre la naturaleza de la recuperación y sobre la reacción necesaria de política económica. Por un lado, existen dudas sobre si la lentitud en la salida de la crisis reflejan una situación de estancamiento económico persistente (*secular stagnation*), asociado a una falta de medidas de estímulo suficientes, o si se trata simplemente de un retraso en la salida de la situación de crisis generado por conflictos geoestratégicos en el exterior (y políticos en el interior) que impiden la recuperación de la confianza. **Este debate está asociado a uno paralelo sobre las medidas de política económica**, bien enmarcado por el presidente del BCE Mario Draghi cuando desde este verano ha propuesto continuar tomando medidas en tres frentes: política monetaria, reformas estructurales y política fiscal. A pesar de las controversias sobre los detalles, parece existir consenso sobre la necesidad de incidir en los dos primeros frentes, y las **controversias persisten sobre la política fiscal**, que debe encontrar un equilibrio entre el apoyo a la recuperación de la demanda y el mantenimiento de los niveles de deuda pública en niveles razonables.

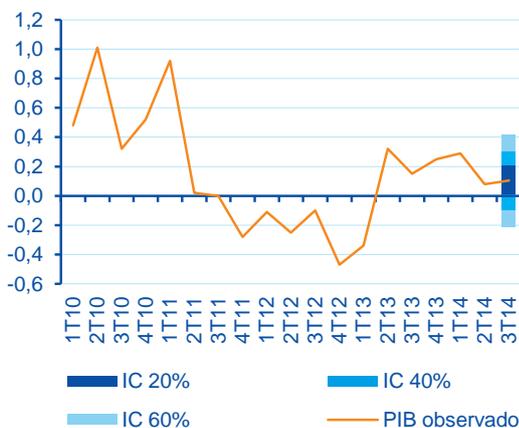
El tono (*stance*) de la política fiscal en 2015 va a ser prácticamente neutro o ligeramente contractivo, pero en todo caso mucho menos contractivo que en años precedentes (véase el Gráfico 3.9). Francia e Italia están negociado un ajuste fiscal menor con la Comisión Europea, aunque las discrepancias son de décimas (véase el Gráfico 3.10). Las llamadas desde varios frentes (incluido el Fondo Monetario Internacional) a la utilización del margen fiscal en los países que se puedan permitir (es decir, Alemania) no parece que vaya a resultar en una expansión fiscal efectiva. Queda por determinar el alcance del Plan Juncker para reavivar la inversión en Europa, cifrado en 300 mil millones de euros para los próximos tres años, pero que está aún por definir, sobre todo para saber en qué medida supone un estímulo adicional de inversión, pública y privada, o más bien una reordenación de recursos existentes. Al menos, el Plan Juncker debería fijar una recapitalización del Banco Europeo de Inversiones, que podría tener cierto efecto a medio plazo, difícil de cuantificar. Los últimos meses del año se conocerán las nuevas medidas que se tomarán en este sentido, y también puede aclararse el panorama sobre la persistencia de la situación de estancamiento actual en la eurozona.

## 4 Perspectivas: crecimiento moderado en 2014 y 2015

El crecimiento perdió fuelle en los dos últimos trimestres, en contra de lo esperado...

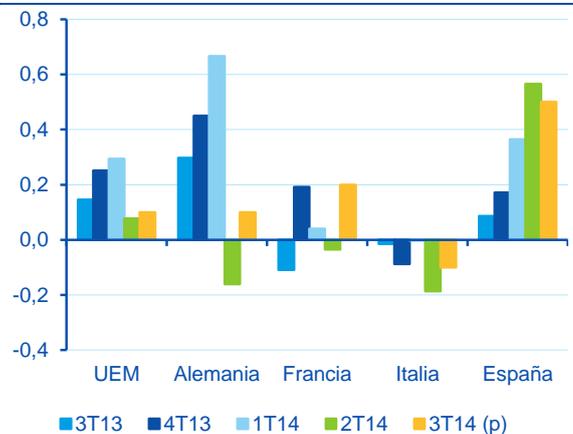
La recuperación económica de la eurozona mostró más síntomas de debilidad en el segundo trimestre del año de lo que habíamos anticipado hace tres meses (0,1% t/t tras 0,3% en 1T14; BBVA Research: 0,2% t/t para 2T14), debido fundamentalmente a la materialización de algunos de los riesgos a la baja, tanto externos (geopolíticos) como internos (lentitud de las reformas estructurales en Francia e Italia y a dificultades políticas en varios países de la zona) que pesaron fuertemente en la confianza de los agentes económicos. En particular, la crisis de Ucrania se reflejó en el **empeoramiento de la confianza empresarial** y redundó en **una caída de la inversión** (-0,9% t/t tras 0,3% t/t en 1T14; BBVA Research: 0,5% para 2T14), principalmente en Alemania (-2,3% t/t en 2T14) pero también en Francia (-1,1% t/t) e Italia (-0,9% t/t). A pesar del deterioro de la confianza de los consumidores, las condiciones financieras se mantuvieron relativamente estables en un contexto de ligera mejora del mercado de trabajo y baja inflación que propició un avance del consumo privado a tasas relativamente estables y en línea con lo esperado, mientras que el consumo público también contribuyó al crecimiento. Con todo, **la demanda doméstica redujo su contribución hasta cero** tras aportar 0,4pp en el trimestre anterior. **La demanda externa, por su parte, contribuyó ligeramente al crecimiento** (0,1pp), con unas exportaciones que se mostraron algo más resistentes de lo previsto, a pesar de las tensiones geopolíticas, apoyadas en la demanda procedente de las economías desarrolladas y por la depreciación del euro iniciada a principios del segundo trimestre.

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA apunta a que la debilidad de la recuperación continuará en el segundo semestre, al estimar un crecimiento trimestral del PIB de 0,1% t/t en 3T14, similar al de 2T14 (véase el Gráfico 4.1). Los datos disponibles para el cuarto trimestre se limitan a los de confianza de octubre y apuntan a que el crecimiento mejoraría ligeramente hasta situarse en tasas similares a las observadas a principios de año (0,2% t/t). **Por países, el empeoramiento del panorama económico en 2S14 es generalizado, pero con claras diferencias entre ellos.** Así, salvo España, donde la recuperación se habría consolidado en 3T14, prácticamente manteniendo el ritmo de crecimiento (0,5% t/t tras el 0,6% en 2T14), el ritmo de avance habría sido moderado en Alemania (0,1% t/t) y Francia (0,2% t/t), mientras que en Italia la actividad podría haber vuelto a contraerse (-0,1% t/t) (véase el Gráfico 4.2). Los problemas políticos

y la lentitud en el avance de las reformas estructurales tanto en Francia como en Italia están lastrando la economía más de lo que anticipábamos hace tres meses y podría limitar el ritmo de salida de la crisis.

## ... y nos lleva a revisar a la baja nuestras previsiones tanto en 2014 como en 2015

Aunque muchos de los factores que subyacen en la situación de la economía europea no han cambiado (orientación expansiva de la política monetaria y tono más neutral de la política fiscal), el menor crecimiento observado en 2T14 y proyectado ahora para la segunda mitad del año, ligado a la continuidad de los factores explicados más arriba (geopolíticos, entorno exterior, idiosincráticos), nos ha llevado a revisar significativamente a la baja nuestras previsiones de crecimiento tanto este año como el que viene. **Para 2014, ahora esperamos un crecimiento medio anual del PIB del 0,8%** (-0,3pp respecto a nuestro anterior informe), **debido principalmente a un crecimiento de la inversión mucho más moderado de lo previsto**, aunque gracias a la resistencia del consumo privado y a un menor ajuste fiscal, la demanda interna sigue siendo el principal motor de crecimiento este año. **Para el 2015, también revisamos nuestra previsión de crecimiento hasta el 1,3%** (anteriormente en el 1,9%), aunque buena parte de esta revisión se debe al **efecto base del menor crecimiento en la segunda parte de este año** (-0,4pp). **Seguimos esperando tasas de crecimiento relativamente robustas durante 2015**, apoyadas por la depreciación del euro tras las medidas adoptadas por el BCE y por medidas adicionales en los próximos trimestres ligados a la expansión de su balance que deberían reflejarse en el restablecimiento de los canales de transmisión de política monetaria, con un mayor aumento del crédito que permita la recuperación de la inversión.

## Continúa la paulatina recuperación del consumo privado...

Como adelantábamos hace tres meses, el crecimiento del consumo privado se mantuvo estable en el segundo trimestre del año y esperamos que esta tendencia se haya repetido en el tercero. A pesar de que la confianza de los consumidores ha revertido a la baja en los últimos meses, **el consumo se mantiene por encima de su media histórica, apoyado por la paulatina mejora del mercado de trabajo** desde finales de 2013. Tanto las ventas al por menor, disponibles hasta agosto, como el repunte de la matriculación de turismos, apuntarían que el consumo privado se habría mantenido en tasas de crecimiento del 0,3% t/t en 3T14. Sin embargo, para el final del 2014, tanto las expectativas de evolución del empleo como las condiciones financieras futuras, no sugieren una aceleración del crecimiento en el último trimestre del año hasta los ritmos de avance de antes de la crisis (alrededor de 0,5% t/t).

Para el horizonte de previsión, los soportes del consumo privado continuarán reforzándose, con el empleo creciendo ligeramente este año, los salarios reales en aumento en un contexto de baja inflación, y con una mejora del acceso al crédito al consumo. Esto debería redundar en un aumento de la renta disponible de los hogares en el 2014 y 2015 (0,8% y 1,1% respectivamente), con lo que el consumo privado podría aumentar en torno a un 1,3% en 2015 tras el 0,7% esperado en 2014, prácticamente en línea con nuestras previsiones anteriores.

## ... gracias a la lenta mejora del mercado de trabajo...

La lenta, pero gradual, mejora del mercado de trabajo desde el último trimestre de 2013 se debe, principalmente, al aumento del empleo por tercer trimestre consecutivo (0,2% t/t en 2T14, tras el 0,1% observado en 1T14 y 4T13) lo que, sumado a la relativa estabilidad de la población activa, resultó en una reducción anual de la tasa de desempleo de alrededor de 0,5pp hasta el 11,5% en agosto. El ritmo de crecimiento económico contemplado en nuestro escenario supone que **continuará la moderada creación de empleo en los próximos trimestres** (al mismo ritmo de alrededor del 0,1%/0,2% t/t), por lo que en el conjunto del 2014 podría aumentar alrededor de un 0,5% (-0,8% en 2013), asumiendo un avance moderado de la productividad (0,3%), y se reflejaría en una reducción de la tasa de desempleo medio anual en

alrededor de 0,3pp hasta el 11,6%. Para 2015, la ligera aceleración de la actividad (hasta el 0,4% t/t por trimestre) estará respaldada principalmente por una recuperación de la inversión, lo que implicará un nuevo repunte de la productividad que limitaría la creación de empleo (0,6%) y se reflejaría en una caída más lenta de la tasa de desempleo (11,4%).

### ... y con una inflación que sigue siendo demasiado baja

La inflación general continuó moderándose en los últimos tres meses hasta el 0,4% a/a en el conjunto del tercer trimestre (tras 0,6% a/a en 2T14 y 0,7% en 1T14), si bien a un ritmo más moderado que el observado a lo largo del año pasado (desde el 1,9% a/a en 1T13 al 0,8% a/a en 4T13), y permanece en niveles muy bajos. Esta moderación en los últimos meses respondió a la caída de los precios de los componentes más volátiles (principalmente energía y alimentos no elaborados), mientras que la inflación subyacente (excluyendo energía y alimentos frescos) se mantuvo prácticamente estable en el 0,9% a/a en el conjunto del tercer trimestre, tal y como esperábamos.

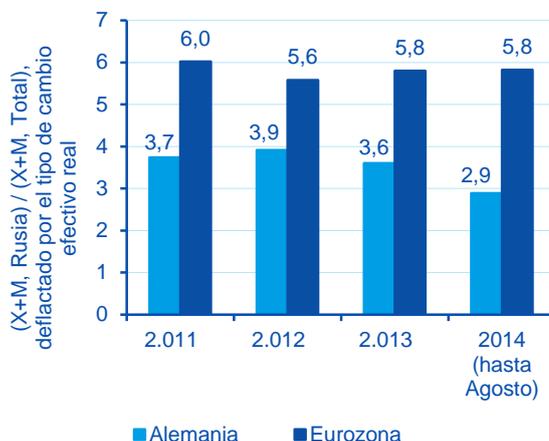
En el horizonte de previsión, **la inflación se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE, con un aumento muy lento y gradual**, ya que a pesar de que se espera que la recuperación vaya ganando algo de tracción en los próximos trimestres, la dinámica de precios continuará **limitada por una brecha de producción negativa, una elevada tasa de desempleo cíclico y la ausencia de presiones salariales**. Con todo, los datos están en línea con un escenario de inflación media anual del 0,5% en 2014 y del 1% en 2015, una décima menos para cada año con respecto a nuestra previsión anterior. En cuanto a la inflación subyacente, nuestras previsiones sugieren que se mantendrá relativamente constante alrededor del 0,8% a/a en lo que resta de año para repuntar ligeramente a lo largo del año que viene hasta tasas alrededor del 1,1% a/a a finales de 2015.

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4  
Comercio con Rusia (% del total de X+M)



Fuente: Haver analytics y BBVA Research

A pesar de esta revisión a la baja, nuestro escenario sigue asignando una probabilidad muy baja a un episodio de deflación (algo más del 10%, véase el Gráfico 4.3). Sin embargo, **seguimos viendo riesgos a la baja en el corto plazo**, motivados sobre todo si se mantienen los bajos precios del petróleo actuales, pero también si la recuperación de la demanda doméstica no alcanza a despegar en línea con lo esperado. No obstante, una mayor depreciación del euro, que podría resultar de las diferencias en el ritmo de avance de la economía y política monetaria en la zona euro y Estados Unidos, compensaría en parte la caída de los precios de las materias primas y generar presiones al alza sobre los precios de los productos importados.

## La vuelta de la confianza y el crédito siguen siendo claves para la recuperación de la inversión y para alcanzar un crecimiento sólido...

En la sorpresa negativa de la inversión durante la primera mitad de este año pesó significativamente la incertidumbre asociada a los eventos geopolíticos y a la sostenibilidad en el ritmo de recuperación de la demanda, tanto global como europea, unido todo ello a que los márgenes de beneficios continúan sin mejorar. No obstante, **algunos de los factores que podrían haber estado detrás de la caída de la inversión**, como las tensiones geopolíticas en Europa o la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación global, **deberían desaparecer progresivamente a lo largo del año que viene**. La normalización de la capacidad utilizada por la empresas, unida a la mayor facilidad de acceso a la financiación y la reducción del coste deberían reflejarse en una aceleración del ritmo de expansión de la inversión, si bien a un ritmo más moderado que el anticipado hace tres meses.

Las sorpresas negativas de la inversión durante el año nos llevan a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015, principalmente por un fuerte efecto base. Ahora estimamos que la inversión crecerá en torno al 0,6% en 2014, para luego acelerarse hasta cerca del 2% en 2015.

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

**El rebote de las exportaciones en el segundo trimestre del año ha sorprendido positivamente y esperamos que, en lo que resta del año, siga manteniendo estas tasas positivas de crecimiento** (alrededor del 1,2% t/t tras el 1,3% de 2T14) apoyadas por un tipo de cambio más favorable y porque EE.UU y Reino Unido, principales socios comerciales, siguen manteniendo unas buenas perspectivas de crecimiento. En lo que llevamos de año, las exportaciones a estos dos países han contribuido significativamente al buen comportamiento de las exportaciones, contrarrestando ampliamente el marginal impacto negativo que está teniendo la crisis de Ucrania en el comercio exterior (véase el Gráfico 3.1). En Alemania, sin embargo, el comercio bilateral con Rusia se está viendo ligeramente más afectado que la media de la eurozona, cayendo unas siete décimas mientras que en el conjunto de la eurozona el comercio se ha mantenido en los niveles de 2013 (véase el Gráfico 4.4).

Incorporando estas mejores perspectivas, y la depreciación adicional prevista para el euro, **revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento de las exportaciones**, hasta el 3.7% para 2014 y 5.1% en 2015, frente a las previsiones anteriores del 3% y 4,6%, respectivamente. Igual de buenas fueron las importaciones, que también sorprendieron positivamente en el segundo trimestre del año, y para lo que resta del 2014, esperamos que las compras asociadas a la inversión y bienes intermedios, así como el mayor dinamismo del consumo privado, aceleren las tasas de crecimiento de las importaciones (alrededor de 1,6% t/t tras el 1,3% en 2T14, 4,1% en 2014 y 5.2% en 2015). De esta forma, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro irá perdiendo importancia relativa (0pp en 2014 y 0,2pp en 2015) (véase el Gráfico 4.5).

## Esperamos un crecimiento más moderado en las tres grandes economías, mientras que los países periféricos crecerían por encima del conjunto de la zona euro

La divergencia entre economías de la eurozona se ha mantenido en la primera mitad del año. Sin embargo, esta divergencia se ha invertido, puesto que ahora algunos países periféricos (España, Irlanda y, en mucha menor medida Portugal) están creciendo a tasas sostenidas y las grandes economías han mostrado este año claros signos de debilidad (Alemania, Francia e Italia). Por ello, hemos revisado a la baja el crecimiento de estos tres últimos países (véase el Gráfico 4.6) hasta un 1,3%, 0,4% y -0,6% en 2014 y en torno al 1,4%, 1.1% y 0,8% en 2015, respectivamente (en promedio, unas cinco décimas menos que nuestras previsiones anteriores, en ambos años). Los periféricos crecerán en 2014 y 2015 algo por encima de la media de la

eurozona. Para Portugal estimamos un 0,9% en 2014 y 1,5% en 2015; España, un 1,3% y 2%, respectivamente.

Respecto a la composición del crecimiento, en España y Portugal la demanda interna ha dejado de lastrar la actividad y pasará a ser la principal fuente de crecimiento en 2014 y 2015, como en Alemania y Francia, mientras que la demanda externa irá contribuyendo menos al crecimiento. Por el contrario, en Italia el consumo interno seguirá drenando crecimiento aunque a una tasa más moderada. (véase el análisis detallado de estados miembros a continuación).

Gráfico 4.5

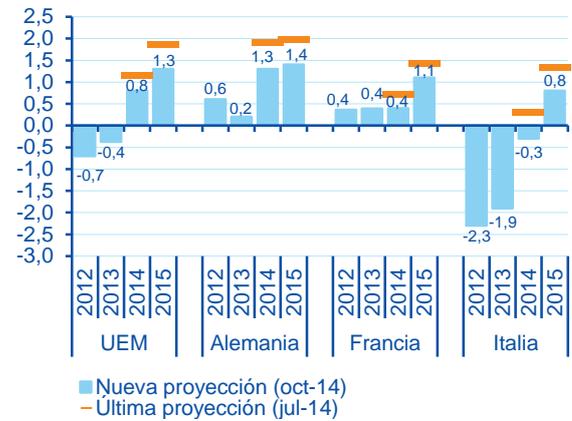
**UEM: Contribución al crecimiento del PIB anual (pp)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: la crisis geopolítica pesa sobre la actividad, pero la fortaleza de los fundamentales domésticos continúa apoyando un crecimiento sólido en 2015

(PIB: +1,3% en 2014, +1,4% en 2015)

**Datos recientes:** tras un primer semestre del año condicionado por el impacto de factores temporales en la producción en construcción que ha afectado mucho la volatilidad de la inversión en este sector, la economía alemana volverá a crecer en el tercer trimestre, si bien a un ritmo bajo (0,1% t/t tras -0,2% t/t en 2T14). La recuperación de la inversión ahora se pronostica más débil, puesto que la moderación de la actividad en los principales socios comerciales y el conflicto en Ucrania están afectando negativamente la producción y la confianza de las empresas, especialmente las exportadoras, que registran una disminución de los pedidos externos. Pese a que el desempleo se sitúa en mínimos históricos, la confianza de los consumidores ha caído a lo largo de 3T14 y las ventas minoristas aumentan tímidamente, por lo que el consumo privado también debería seguir aumentando sólo a tasas modestas. Por otro lado, exportaciones e importaciones podrían estar creciendo a un ritmo similar, resultando en una contribución nula del sector exterior, tras dos trimestres drenando crecimiento (-0,2pp en 1T y 2T).

**Perspectivas para 2014 y 2015:** nuestras previsiones continúan contemplando una recuperación moderada de la economía alemana sustentada por la mejora de la demanda doméstica. No obstante, la sorpresa negativa de 2T14, la ralentización de Europa y los efectos de las tensiones geopolíticas nos ha llevado a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 en 0,6pp para ambos años, hasta el 1,3% y el 1,4%, respectivamente. La continua mejora del mercado de trabajo debería seguir sustentando el consumo de los hogares y la inversión podría crecer a ritmos saludables, si bien inferiores a los previstos hace tres meses. En consecuencia, el aumento de las importaciones, alimentado por el dinamismo de la demanda doméstica, debería resultar en una contribución al crecimiento prácticamente nula de las exportaciones netas.

**Política fiscal:** tanto en 2014 como en 2015, seguimos estimando que las cuentas del gobierno general se mantendrán en equilibrio (0% del PIB), tras registrar un ligero superávit en los dos años anteriores. Además, el saldo estructural debería registrar nuevamente valores superavitarios (alrededor del 0,5% del PIB en 2014 y 2015). Por otro lado, la deuda pública se reducirá hasta aproximadamente el 74,4% y el 72% del PIB, respectivamente.

### Francia: la recuperación se hace esperar, pero debería llegar en 2015 gracias a una política fiscal casi neutra pero con una composición más favorable al crecimiento

(PIB: 0,4% en 2014, 1,1% en 2015)

**Datos recientes:** Tras permanecer estancada en 1T14 y 2T14, esperamos que la actividad registre sólo una mejora modesta en el tercer trimestre (0,2% t/t). Con los datos disponibles hasta el momento, los indicadores de confianza y los de actividad vuelven a mostrar señales mixtas: por un lado, las encuestas de sentimiento económico tanto nacionales como de la Comisión y los PMIs, señalan una especial fragilidad del sector manufacturero y la confianza de los consumidores vuelve a caer en 3T14; por otro lado, la producción industrial hasta agosto mejora, apuntando a una recuperación de la inversión, y aumentan las ventas minoristas y el gasto en consumo de los hogares. Respecto al sector exterior, persiste el déficit comercial de la economía francesa y las exportaciones netas no deberían contribuir al crecimiento en el tercer trimestre.

**Perspectivas para 2014 y 2015:** aunque no cambiamos nuestra valoración sobre los fundamentales que subyacen a la lenta recuperación de la economía francesa, la sorpresa negativa en 2T14 hace que revisemos a la baja nuestra previsión de crecimiento en 0,3pp tanto para 2014 (0,7%) como para 2015 (1,1%). La recuperación seguirá basada en la contribución de factores internos, con el apoyo del consumo público, que aumentará más de lo previsto ante la suavización de la política fiscal, y el consumo privado, que se incrementará a tasas mínimas. La inversión en 2014 sigue sufriendo por la debilidad del sector construcción y la incertidumbre sobre la situación de la zona euro, aunque esperamos que se recupere gradualmente en 2015 gracias al mantenimiento del crédito fiscal y a unas condiciones de financiación todavía favorables. Las exportaciones y las importaciones deberían seguir aumentando a ritmos similares, por lo que esperamos una contribución al crecimiento neutra de la demanda externa neta en ambos años.

**Política fiscal:** los presupuestos presentados recientemente han confirmado el desvío respecto al objetivo de déficit acordado con la Comisión (3,8% del PIB), que el gobierno ha situado en el 4,4% (en línea con nuestro escenario), por el empeoramiento del escenario macroeconómico. En lo que se refiere a 2015, el déficit debería reducirse mínimamente hasta el 4,1%, lo que supone un ajuste estructural muy limitado de 0,1pp y 0,4pp del PIB en 2014 y 2015. El presupuesto contiene medidas de reducción de impuestos y gastos, lo que debería favorecer la confianza y apoyar la recuperación. La deuda pública podría alcanzar el 95,3% del PIB en el conjunto de este año y el 96,9% en el siguiente.

## Italia: la recuperación se retrasa a 2015 y será lenta, a la espera de la implementación de las reformas estructurales anunciadas

(PIB: -0,3% en 2014, +0,8% en 2015)

**Datos recientes:** a lo largo del primer semestre del año, se registró un claro aumento de todos los indicadores de confianza que, sin embargo, no se reflejó en una efectiva mejora de la actividad. En 3T14 continúa la fase de debilidad cíclica de la economía italiana, acompañada de una desaceleración en la zona del euro. El deterioro de la producción afecta principalmente a la inversión, que sigue débil, y refleja tanto la evolución moderada del consumo privado como el menor soporte de las ventas al exterior. En los últimos meses, la confianza empresarial ha vuelto a valores de principios de año, con pérdidas más pronunciadas en el sector industrial y el consumo de los hogares está limitado por el creciente pesimismo de las familias, debido principalmente a la alta tasa de desempleo y pese a la reducción de impuestos a las rentas más bajas. Además, la contribución positiva de las exportaciones netas está desapareciendo de forma gradual, por el enfriamiento de la demanda externa. Todos estos datos nos sugieren que el PIB podría volver a contraerse en 3T14 (-0,1% t/t tras -0,2% t/t).

**Perspectivas para 2014 y 2015:** la recuperación de la economía se llevará a cabo más lentamente de lo previsto hace tres meses. Las exportaciones netas volverán a contribuir al crecimiento, si bien con menos peso respecto a nuestras últimas previsiones, por la moderación registrada en las exportaciones. Los planes de reformas que el gobierno ha puesto en marcha tienen el objetivo de estimular una frágil demanda doméstica, mejorando la confianza empresarial: la inversión seguirá contrayéndose en 2014, pero debería recuperarse al año siguiente y el consumo privado podría animarse por el aumento de la renta disponible de las familias y por la mejora del mercado laboral. Por otro lado, el gasto público seguirá sometido a los límites presupuestarios. En resumen, prevemos una contracción de la actividad para el conjunto de 2014 y un crecimiento moderado en 2015 (-0,3% y 0,8%, respectivamente).

**Política fiscal:** la política fiscal sigue condicionada por el empeoramiento cíclico de la economía. Según nuestras previsiones con los datos de ejecución presupuestaria disponibles, el déficit en 2014 representará el 3% del PIB (en línea con las nuevas previsiones oficiales), dos décimas por encima del observado hace un año y tres décimas por encima de nuestra previsión anterior, por una disminución de los ingresos mayor a la reducción observada en los gastos. Para 2015, el gobierno ha planteado una fuerte reducción de impuestos (aproximadamente 18mM€, un 1,1% del PIB) que se financiará en gran medida a través de la revisión del gasto público y la lucha contra el fraude fiscal, dejando el déficit para el conjunto del año en el 2,6%, 0,4pp por encima de la previsión oficial presentada en abril, y tras las negociaciones con Bruselas. El alto volumen de deuda pública sigue siendo la principal preocupación (127,9% del PIB en 2013), puesto que prevemos que siga aumentando hasta el 131,6% en 2014 y el 132,9% en 2015, cuando alcanzará su máximo.

## España: crecimiento amparado en factores internos y externos

(PIB: +1,3% en 2014, +2,0% en 2015)

**Datos recientes:** en 3T14, el ritmo de expansión de la actividad prácticamente se ha estabilizado, con un crecimiento de 0,5% t/t. En lo que respecta a su composición, los indicadores parciales de coyuntura señalan que tanto la demanda doméstica como la externa neta habrían contribuido positivamente al crecimiento trimestral. Los indicadores de consumo sugieren que el crecimiento del gasto de los hogares se habría ralentizado marginalmente, lo mismo que la inversión en maquinaria y equipo. Por otro lado, el consumo público habría cerrado el tercer trimestre del año retomando tasas de crecimiento negativas, tras el repunte registrado en el primer semestre del año. Tanto las exportaciones como las importaciones continúan en su senda de recuperación y resultarían en una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento trimestral.

**Perspectivas para 2014 y 2015:** En 2014 la actividad crecerá el 1,3% y en 2015 se acelerará hasta el 2,0%, 0,3pp por debajo de lo que adelantaba la anterior edición de esta publicación, una revisión a la baja motivada por los cambios en las perspectivas económicas en el área del euro. La recuperación debería continuar apoyada en factores tanto externos como internos. La economía global seguirá expandiéndose, lo cual, junto a la depreciación del euro, propiciará un incremento robusto de las exportaciones españolas. A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios, el descenso en el precio del petróleo y los estímulos de las políticas fiscal y monetaria apoyarán un aumento de la demanda interna.

**Política fiscal:** se espera que la rebaja impositiva que ha planteado el gobierno suponga un impulso al crecimiento y que se produzca sin que se ponga en peligro el cumplimiento de los objetivos de estabilidad, gracias a la mejora cíclica que se prevé en algunos ingresos y gastos. Para 2014 se prevé que la recuperación económica y el menor coste de financiación sigan teniendo efectos positivos sobre la recaudación impositiva, sobre el gasto en prestaciones por desempleo y en los intereses de la deuda. Como resultado, el déficit público se situará en torno al 5,5% del PIB a finales de 2014, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria estimado por el gobierno. Según nuestras previsiones, el tono contractivo de la política fiscal desaparecerá en 2015. La rebaja fiscal producirá una caída de los ingresos estructurales de las administraciones públicas que se verá compensada por el impulso cíclico de los recursos tributarios. De esta forma, se espera que, con las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit de 2015 se sitúe en torno al objetivo de estabilidad (4,2% del PIB).

## 5 Tablas

Tabla 5.1

## Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>
Consumo privado	0,8	0,2	-1,3	-0,6	0,7	1,3
Consumo público	0,8	-0,2	-0,2	0,2	0,9	0,4
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,5	-3,2	-2,4	0,6	1,8
Inventarios (*)	0,9	0,3	-0,7	-0,1	0,1	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	10,8	6,7	2,6	2,1	3,7	5,1
Importaciones (bienes y servicios)	9,6	4,4	-1,0	1,2	4,1	5,2
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Precios</b>						
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,5	1,0
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	1,0
<b>Mercado laboral</b>						
Empleo	-0,5	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,6
Tasa desempleo (% población activa)	10,1	10,1	11,3	11,9	11,6	11,4
<b>Sector público</b>						
Déficit (% PIB)	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,8	-2,6
Deuda pública (% PIB)	83,7	85,8	89,0	90,9	94,5	94,4
<b>Sector exterior</b>						
<b>Balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>

(\*) 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>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Eurozona</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>
Alemania	3,7	0,6	0,2	1,3	1,4
Francia	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
Italia	0,6	-2,4	-1,8	-0,3	0,8
España	-0,6	-2,1	-1,2	1,3	2,0
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	3,0	2,7
<b>América Latina *</b>	<b>4,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>
México	4,0	3,7	1,3	2,5	3,5
Brasil	2,7	1,0	2,5	0,2	1,3
<b>EAGLES **</b>	<b>7,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>
Turquía	8,8	2,1	4,1	2,5	3,9
<b>Asia-Pacífico</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>
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	3,5	3,9
<b>Mundo</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 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	0,5	1,0
Alemania	2,5	2,1	1,6	0,9	1,5
Francia	2,3	2,2	1,0	0,7	0,9
Italia	2,9	3,3	1,3	0,3	0,7
España	3,2	2,4	2,4	0,0	1,0
<b>Reino Unido</b>	4,5	2,8	2,6	1,5	1,6
<b>América Latina *</b>	7,0	6,3	7,8	13,1	14,2
México	3,4	4,1	3,8	4,0	3,4
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,3	6,2
<b>EAGLES **</b>	6,6	5,1	5,3	4,8	4,6
Turquía	6,5	8,9	7,5	8,8	7,0
<b>Asia-Pacífico</b>	4,9	3,4	3,5	3,4	3,6
Japón	-0,3	0,0	0,4	2,2	1,5
China	5,4	2,6	2,6	2,2	2,3
Asia (exc. China)	4,6	4,0	4,2	3,9	3,7
<b>Mundo</b>	5,2	4,2	4,0	4,2	4,4

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 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	-2,7	-2,6
<b>Eurozona</b>	0,1	1,4	2,3	2,2	2,1
Alemania	6,1	7,1	6,8	6,7	7,1
Francia	-1,0	-1,5	-1,4	-1,7	-1,6
Italia	-3,1	-0,5	1,0	0,9	0,9
España	-3,7	-1,2	0,8	1,2	2,1
<b>Reino Unido</b>	-1,7	-3,7	-4,2	-4,1	-3,8
<b>América Latina *</b>	-1,0	-1,6	-2,5	-2,4	-2,1
México	-1,1	-1,3	-2,1	-1,6	-1,9
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,7	-3,7
<b>EAGLES **</b>	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,3
Turquía	-9,9	-7,6	-7,0	-6,0	-6,0
<b>Asia-Pacífico</b>	1,5	1,1	1,4	1,7	1,7
Japón	2,0	1,0	0,7	1,2	1,3
China	1,9	2,3	2,0	2,5	2,8
Asia (exc. China)	1,5	0,5	1,3	1,3	1,2

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

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

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 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
<b>Estados Unidos</b>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
<b>Eurozona</b>	1,10	0,75	0,25	0,05	0,05
<b>China</b>	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
<b>EEUU</b>	2,8	1,8	2,4	2,6	3,1
<b>Alemania</b>	2,6	1,5	1,6	1,2	1,0

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

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>EUR-USD</b>	0,72	0,78	0,75	0,75	0,84
<b>USD-EUR</b>	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
<b>GBP-USD</b>	1,60	1,58	1,56	1,65	1,57
<b>JPY-USD</b>	79,8	79,8	97,6	104,7	115,3
<b>CNY-USD</b>	6,46	6,31	6,20	6,14	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 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	0,4	0,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,2	1,3
Consumo público	3,4	3,0	1,3	0,7	1,2	0,7	1,1	0,9
Formación bruta de capital fijo	0,6	-9,9	4,4	7,4	0,1	-0,6	3,2	3,3
Inventarios (*)	-0,1	-1,5	1,3	0,0	-1,4	0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	0,9	-2,9	2,7	2,9	-0,8	0,7	1,5	1,5
Exportaciones	1,3	-14,3	14,2	8,2	3,5	1,7	3,4	4,1
Importaciones	1,8	-9,6	12,6	7,3	0,4	3,2	4,3	4,9
Exportaciones netas (*)	-0,1	-2,7	1,2	0,8	1,4	-0,5	-0,1	0,0
PIB	0,8	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,2	1,3	1,4
Inflación	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,9	1,5

(\*) 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	0,2	1,1
Consumo público	1,1	2,5	1,2	1,0	1,7	2,0	1,7	0,5
Formación bruta de capital fijo	0,7	-9,0	1,9	2,1	0,3	-0,8	-0,6	1,1
Inventarios (*)	-0,3	-1,2	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	0,4	-2,5	2,0	2,1	-0,3	0,3	0,4	0,9
Exportaciones	0,1	-11,0	8,6	7,1	1,2	2,4	2,6	3,2
Importaciones	1,0	-9,2	8,5	6,5	-1,2	1,9	2,5	2,6
Exportaciones netas (*)	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1
PIB	0,1	-2,9	1,9	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
Inflación	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,7	0,9

(\*) 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	-1,1	-1,5	1,2	0,0	-4,1	-2,7	0,0	0,5
Consumo público	1,0	0,4	0,6	-1,8	-1,5	-0,7	0,0	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-3,2	-10,0	-0,6	-1,7	-7,5	-5,4	-2,1	1,5
Inventarios (*)	-0,1	-1,2	1,2	0,2	-0,8	-0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-1,3	-4,1	2,0	-0,5	-5,0	-2,8	-0,4	0,6
Exportaciones	-3,2	-17,9	11,3	6,1	1,6	0,9	2,0	3,8
Importaciones	-4,0	-12,7	12,1	1,2	-8,2	-2,6	1,6	3,4
Exportaciones netas (*)	0,2	-1,4	-0,3	1,2	2,6	0,9	0,2	0,3
PIB	-1,1	-5,5	1,7	0,7	-2,3	-1,9	-0,3	0,8
Inflación	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,3	0,7

(\*) 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	1,4	-2,3	2,4	-3,6	-5,2	-1,4	1,6	1,3
Consumo público	0,4	2,6	-1,3	-3,8	-4,3	-1,9	-0,5	-0,8
Formación bruta de capital fijo	0,4	-7,6	-0,9	-12,5	-15,0	-6,3	1,3	2,8
Inventarios (*)	0,2	-1,1	1,0	-0,6	0,1	0,0	0,3	0,0
Demanda Interna (*)	1,3	-3,8	2,1	-6,4	-6,9	-2,4	1,4	1,1
Exportaciones	-0,3	-10,2	9,5	7,0	3,1	6,4	4,0	5,7
Importaciones	2,5	-9,9	7,8	-5,8	-6,6	3,6	5,5	4,6
Exportaciones netas (*)	-1,1	0,8	-0,2	4,6	3,6	1,0	-0,6	0,4
PIB	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	0,9	1,5
Inflación	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,7

(\*) 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	2,1	1,8
Consumo público	5,9	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	1,0	0,9
Formación bruta de capital fijo	-3,9	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	0,6	4,3
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	2,2	8,0	6,5
Construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	-3,9	2,9
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-8,0	-3,6	4,9
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-10,9	-4,2	1,4
Inventarios (*)	0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>-0,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	-0,8	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	3,7	5,3
Importaciones	-5,6	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	4,8	5,5
Exportaciones netas (*)	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
PIB	<b>1,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>
Inflación	<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>0,0</b>	<b>1,0</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	-0,5	-3,1	0,4	0,1	1,1	1,6	2,2	2,3
Consumo público	2,2	1,0	0,0	0,0	2,3	0,7	1,0	0,1
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-14,4	5,9	2,3	0,7	3,2	8,0	6,3
Inventarios (*)	-0,5	-0,6	1,5	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Demanda Interna (*)	<b>-1,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
Exportaciones	1,6	-8,2	6,2	5,6	0,7	0,5	-1,1	3,5
Importaciones	-1,8	-9,8	8,7	1,0	3,1	0,5	-1,2	3,0
Exportaciones netas (*)	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
PIB	<b>-0,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Inflación	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	1,6

(\*) 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