

Situación Europa

Primer trimestre de 2015

Unidad de Europa

- La eurozona se recuperará en 2015, apoyada por un menor precio del petróleo y un euro más depreciado
- Las crisis entre Rusia y Ucrania, las negociaciones con Grecia y el retraso en las reformas son los principales riesgos a la baja
- La inflación será negativa en el primer semestre del año, pero los riesgos de deflación siguen siendo limitados
- La política de compra de bonos del BCE servirá de soporte a la actividad y a las expectativas de inflación

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas	5
3 Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja	7
4 Perspectivas: crecimiento sólido a partir de la segunda mitad de 2015, aunque los retos continúan	13
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	18
5 Tablas	20

Fecha de cierre: 13 de febrero de 2015

1 Editorial

Hay varios elementos positivos que van a apoyar el afianzamiento de la recuperación en la eurozona en 2015. Por un lado, **los datos recientes están mejorando**, no sólo por el lado exterior, como estamos acostumbrados en la eurozona, sino también por la parte del consumo, que parece recuperarse de manera incipiente.

Por otra parte, **hay dos factores nuevos** que nos permiten pensar que efectivamente este año dejaremos atrás el período de estancamiento. El primero y más importante es evidentemente **la caída de los precios del petróleo**, que se debe principalmente a factores positivos de oferta y que suponen un precio medio un 40% menor en 2015 que en 2014, según nuestras estimaciones. Una menor factura energética en Europa **supondrá una mayor renta real y apoyará la recuperación del consumo y la inversión**. El segundo es **la depreciación adicional del euro** respecto a los valores de finales de 2014 y respecto a lo que esperábamos para este año. Nuestra previsión del euro-dólar para este año es en media de un 1.1, alrededor de un 7% menor que lo esperábamos hace tres meses. Estos dos factores, conjuntamente, pueden aportar varias décimas de crecimiento adicional a las previsiones de 2015.

Por el lado negativo hay **varios riesgos** que **persisten** y que han empeorado, **y que tienen que ver más con temas políticos o geopolíticos** que con elementos puramente económicos. **El conflicto entre Rusia y Ucrania** continúa sin resolverse, y las sanciones a Rusia y la disminución del precio del petróleo han hecho recortar drásticamente las previsiones de crecimiento para ese país en 2015, en 3 puntos porcentuales. Esto **tiene un efecto directo sobre las exportaciones europeas** (con impacto diferenciado entre países), **y un efecto indirecto, y más difícil de determinar, sobre la confianza y la inversión**, sobre todo en los países con más lazos comerciales y financieros con la zona. En segundo lugar, el **resurgimiento de la crisis en Grecia** tras las elecciones de finales de enero y el rechazo del nuevo gobierno a extender el actual programa con la troika ha reabierto la posibilidad de salida del país del euro. El resultado final de las negociaciones entre Grecia y sus socios europeos es difícil de predecir, y probablemente llevará varios meses, **pero creemos que hay margen para un acuerdo** que contemple más margen fiscal para Grecia (en términos de un superávit primario menor) y el mantenimiento del plan de reformas estructurales, que en cualquier caso son necesarias para que Grecia afiance el crecimiento que apenas está repuntando, y que puede verse seriamente afectado por las incertidumbres actuales. En cualquier caso, **el impacto de un eventual Grexit, sobre el resto de la zona euro sería mucho menor de lo que podría haber sido en 2012**, ya que ahora los fundamentales económicos de los demás países periféricos son mejores, la unión bancaria ha propiciado una mayor solidez y transparencia del sistema bancario europeo, se han producido algunos avances en términos de la unión fiscal y la política monetaria del BCE ayuda a que las tensiones financieras en el resto de países estén contenidas.

Las políticas económicas continúan en su conjunto apoyando a la actividad. La gran novedad en este sentido es la **política de expansión cuantitativa (QE) anunciada por el BCE** en su reunión de enero. Esta decisión ya la intuíamos hace tres meses pero se ha revelado **más cuantiosa de lo previsto, a pesar de que la mayor parte de las compras de bonos soberanos las harán los bancos nacionales sin ser mutualizadas**, lo que lanza una señal negativa sobre la fragmentación de los mercados. El QE ya empezó a jugar un papel antes de su anuncio a través de la depreciación del euro (al anticipar su impacto sobre el tipo de cambio), pero puede tener efectos adicionales a través de un aplanamiento de las curvas de tipos y de un efecto de señalización de que los tipos de interés no van a subir al menos hasta septiembre de 2016 (fecha prevista en principio para terminar las compras, aunque queda abierta la posibilidad de modificarla). En nuestro escenario, la primera subida de tipos se produciría en 2017.

En cuanto a la política fiscal, se mantendrá probablemente neutra en 2015, tras la decisión del Ecofin en noviembre de no presionar a los países -sobre todo Francia e Italia - para modificar los presupuestos presentados y darles más margen para presentar medidas de ajuste y reformas. **Un posible elemento de estímulo puede ser el Plan Juncker**, que intenta movilizar inversión privada a través de un sistema de garantías respaldado por una provisión pequeña de fondos (21 mil millones de euros). El plan, si está bien implementado y consigue movilizar inversión nueva (no la ya planeada), puede resultar en un impulso adicional para el crecimiento, pero probablemente más en 2016 y 2017 que en 2015.

Con todo ello, **hemos mantenido nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de la eurozona en un 1,3% para este año**. Aunque esta cifra tiene un sesgo al alza si se materializan por completo todos los efectos positivos mencionados más arriba, la atonía mostrada por la eurozona en los últimos años y las dificultades para que la inversión arranque -algo que no hemos visto todavía - nos hacen ser prudentes con los pronósticos. **Para 2016 prevemos una aceleración hasta el 2,2%**, cerrando en parte la brecha de producción. Estas previsiones se pueden ver afectadas negativamente si las perspectivas en Rusia y Ucrania empeoran, si no se alcanza un acuerdo satisfactorio sobre la crisis en Grecia, o si de nuevo todos los elementos para la recuperación no se traducen en un crecimiento de la inversión.

Respecto a la inflación, prevemos cifras negativas en los próximos trimestres por el fuerte impacto de los precios energéticos, **pero no constatamos una desinflación de los indicadores subyacentes y tendenciales**. El riesgo de deflación sigue presente pero no es inminente, especialmente si la recuperación de la demanda se produce tal y como prevemos, continuando con la senda de mejora que exhibe el consumo privado desde hace algunos trimestres.

2 Crecimiento global moderado con divergencias crecientes entre áreas económicas

La economía mundial habría terminado 2014 con un ritmo de crecimiento similar al del 3T14, cercano al 0,8% trimestral según nuestras estimaciones, ligeramente superior al observado durante la primera mitad del ejercicio. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y la zona euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. **Para el conjunto de 2014**, estimamos que **el PIB mundial habría crecido un 3,3%**, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio del petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de Estados Unidos, la zona euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Sin embargo, caídas adicionales de precio o niveles como los vigentes, en torno a 50 USD/barril de Brent, sostenidos en el tiempo podrían generar tensiones geopolíticas y/o financieras que comprometan la estabilidad global.

De hecho, **el repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras, es otro de los elementos destacados del trimestre**, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores. En primer lugar, la combinación de la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania con la corrección del precio de las materias primas, lo que eleva las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes. En segundo término, la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la Fed, especialmente cuando el BCE emprende nuevas medidas de expansión cuantitativa y crece el debate político sobre el balance más apropiado de políticas para fortalecer la recuperación de la eurozona.

La corrección del precio del petróleo también acentúa los riesgos de asistir a un escenario global de inflación demasiado baja, al menos, hasta la segunda mitad de 2015. A la disminución reciente de la inflación general, común a las principales geografías (el promedio de los registros de Estados Unidos, la eurozona, Japón y China se sitúa en el 1% en diciembre de 2014), se suma la intensa caída de los precios de producción industrial y de importación. Aunque, hasta el momento, el traslado del descenso de los precios energéticos a las tasas de inflación subyacente y los salarios parece acotado, el fuerte ajuste experimentado por las expectativas a medio plazo de precios y los niveles mínimos de cotización alcanzados por los tipos de interés a largo plazo revelan el grado de incertidumbre que existe acerca del ritmo de recuperación del ciclo mundial y la capacidad de los bancos centrales para devolver las tasas de inflación a niveles compatibles con sus objetivos.

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, **las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados**. El nuevo escenario de precios del petróleo otorga margen de maniobra a la Fed y al Banco de Inglaterra para retrasar o restar intensidad a la senda de subidas de los tipos de interés de referencia. En el caso del BCE, el registro de tasas de inflación negativas ha sido el detonante para que, el pasado mes de enero, decidiese anunciar una ampliación de su programa de compra de activos, incluyendo, esta vez, la adquisición de deuda pública. El Banco Central de China podría adoptar nuevos recortes de las tasas de descuento para amortiguar la desaceleración de la actividad mientras refuerza las medidas de control del endeudamiento privado y de las administraciones públicas

locales. En el bloque emergente, aquellos países que se están beneficiando del abaratamiento de las materias primas, por suponer entre otras cosas una mejora de sus saldos exteriores (como ejemplos, cabe citar a India o Turquía), están optando también por una mayor laxitud monetaria pese a la previsible subida de tipos de interés de la Fed en 2015.

La convergencia del crecimiento de Estados Unidos hacia cotas del 3% a lo largo de 2015, junto con la normalización progresiva de la política monetaria de la Fed, debería traducirse en un repunte paulatino del rendimiento del bono estadounidense a largo plazo. La subida de rentabilidades de la deuda pública alemana se antoja más lenta, debido tanto al escenario de menor crecimiento nominal esperado para la zona euro como al impacto de las compras de activos soberanos del BCE arriba comentadas. **Las diferencias de crecimiento esperado entre Estados Unidos y la eurozona y, sobre todo, el cambio en las expectativas de política monetaria de ambas áreas se han reflejado en la evolución del tipo de cambio USD/EUR**, con una apreciación significativa del dólar en los últimos meses que ha devuelto al cruce con el euro a la zona de 1,15, pudiendo oscilar entorno a este nivel, en media, durante todo el ejercicio.

La mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas (véase tablas de previsiones y [Situación Global Primer Trimestre 2015](#)). Pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, **los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas**. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de la política económica en general (fuerte discusión sobre la mejor combinación de medidas de oferta y fiscales en Europa) y de la monetaria, en particular, para incrementar las expectativas de inflación y el posible impacto, en el caso particular de la Fed, de una estrategia de retirada de estímulos que podría deteriorar las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

3 Eurozona: el petróleo y el BCE compensan los riesgos a la baja

Los retos son la recuperación y evitar la deflación

Las señales que está dando la economía de la eurozona confirman lo adelantado hace tres meses: una mejora de los indicadores a finales de 2014 tras los muy malos datos de los meses centrales del año que hacían temer una tercera recesión. Recientemente la mejora se ha dejado sentir en el consumo privado, pero también con signos de que las exportaciones se han recuperado en el último trimestre de 2014 reflejando probablemente el efecto de la depreciación del euro, aunque con las dudas de que la demanda internacional vaya a seguir recuperándose.

El nuevo factor fundamental que va a apoyar el crecimiento en 2015 es el precio del petróleo, que se une a un tipo de cambio más depreciado de lo esperado (hemos cambiado nuestra senda esperada del euro frente al dólar), y a unos fundamentales económicos que han mejorado tanto en el centro como en la periferia de la zona, tras años de ajuste fiscal y reformas en varios países, lo que debería dar más margen para el crecimiento. El Plan Juncker y las políticas acomodaticias del BCE, con el importante cambio que supone embarcarse en una política de expansión cuantitativa, deberían también apoyar la recuperación. Por el contrario, siguen pesando algunos factores negativos sobre la actividad: a la prolongación del conflicto entre Ucrania y Rusia se une ahora la crisis griega y las dificultades para renovar un acuerdo de ayuda, con el peligro de salida del euro como telón de fondo.

La incertidumbre ligada a tensiones políticas y geopolíticas va a continuar

La incertidumbre sobre la recuperación de la eurozona está influenciada por el impacto de factores políticos y geopolíticos.

Por el lado externo, **el conflicto entre Ucrania y Rusia parece que va a seguir pesando sobre la confianza y las exportaciones en parte de la economía europea**. Desde que se inició la crisis entre Rusia y Ucrania, las previsiones de crecimiento de Rusia para 2015 se han revisado a la baja alrededor de 3pp, lo que podría tener un impacto sobre la economía de la zona euro no sólo a través del canal comercial (la cuota de exportaciones a Rusia es de un 4,5% en bienes y alrededor del 3% en servicios) sino también, y sobre todo, a través del impacto negativo en confianza, que terminaría retrasando las decisiones de inversión en 2015. Un efecto similar lo hemos vivido ya a mediados de 2014 con el surgimiento de las tensiones entre ambos países. En particular, nuestras estimaciones sugieren un impacto negativo en PIB de alrededor de 0,5pp en el horizonte de previsión¹.

Por el lado interno, **el rechazo del nuevo gobierno griego surgido tras las elecciones de finales de enero a la prolongación del programa de rescate** negociado con la troika ha hecho resurgir el riesgo de la permanencia del país en la zona euro, aunque el escenario más probable es que se llegue a un acuerdo entre Grecia y el Eurogrupo.

A ninguna de las dos partes le interesa una salida disruptiva de la crisis. Grecia ya ha hecho la mayoría de los ajustes fiscales y buena parte de las reformas, con una incipiente vuelta al crecimiento. Revertir parte de los ajustes no daría lugar a un crecimiento duradero, dada la necesidad de mantener el equilibrio de las cuentas públicas y externas de la economía. Por el lado de los acreedores oficiales europeos (que, junto con el FMI, tienen más del 80% de la deuda pública griega), es necesario seguir apoyando el ajuste en

1: A partir de un Panel VAR para los países de la zona euro y simular una caída del PIB de Rusia de 3pp. El INSEE, a partir de un modelo de comercio, analiza el impacto de un shock negativo del PIB en los países del este y centro de Europa, estimando un impacto de alrededor de -0,4pp http://www.insee.fr/en/indicateurs/analys_conj/archives/dec-2014-D1E.pdf

Grecia, no sólo como acreedor, sino para evitar el fracaso de la salida de la moneda única de uno de sus miembros, que además podría tener consecuencias a largo plazo si los mercados perciben que un país con fuertes desequilibrios puede salirse del euro. **Un acuerdo final entre ambas partes debería poder compaginar condiciones más suaves en plazos e intereses de la deuda griega, dejando cierto margen fiscal adicional, junto al mantenimiento de la mayoría de las reformas e incluso la adopción de otras defendidas por el nuevo gobierno griego** (por ejemplo, las relativas al cumplimiento impositivo).

Un tercer factor que puede causar incertidumbre en la eurozona son las reformas estructurales en países que, como Francia e Italia, han retardado la recuperación, en parte por falta de confianza. En Francia se presentaron en diciembre y se están discutiendo medidas de liberalización en algunos sectores de servicios (algunos servicios profesionales y modificación parcial de horarios comerciales). En Italia las propuestas son de mayor calado, y van desde el cambio profundo del sistema electoral y supresión de poderes del senado (para propiciar la formación de gobiernos más estables) hasta la reforma del mercado de trabajo a través de una ley marco. En ambos países, sin embargo, las medidas están aún por aprobar y no está claro hasta qué punto influirán en la confianza y la inversión en 2015.

El petróleo y el euro van a ser fuerzas positivas durante 2015 y 2016...

La reciente y persistente **caída del precio del petróleo** parece venir **determinada** principalmente **por un shock positivo de oferta** en la producción, y en menor medida por una reducción de la demanda esperada. Por lo tanto, a pesar del efecto bajista que está teniendo en los precios (véase estimación impacto en la siguiente sección), esta reducción de los precios energéticos **ayudará a la recuperación de la demanda doméstica a través del consumo privado y de la inversión por la reducción de los costes de producción y la recuperación de rentas**.

Nuestro escenario de petróleo ahora contempla que los precios del Brent se situarán en media alrededor de 65 y 75 dólares por barril en 2015 y 2016, respecto a nuestro escenario base de hace tres meses de 105 y 104 dólares, respectivamente, lo que supone un menor precio del petróleo de casi el 40% en 2015 y del 30% en 2016 respecto a entonces. Asumiendo que un 70% del shock actual es de mayor oferta y un 30% es de menor demanda², **los menores precios del petróleo contemplados en nuestro nuevo escenario podrían impulsar el PIB en alrededor de 0,2/0,4pp en 2015 y 2016³**.

Respecto a la **evolución del tipo de cambio**, parte de la depreciación del euro ya la contemplábamos hace tres meses, puesto que descontábamos un programa de compra de deuda por parte del BCE, y respondía por tanto a las diferencias en política monetaria con respecto a la Fed, así como al desacoplamiento cíclico de la actividad con respecto a Estados Unidos. Sin embargo, la caída de la inflación a finales de año y el mayor riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación llevaron al BCE anunciar antes de lo que preveíamos estas medidas y son además de mayor alcance de lo inicialmente previsto (ver más abajo). Por otro lado, la reacción de otros bancos centrales ante esta nueva estrategia del BCE (Suiza y Dinamarca) también ha contribuido a la reciente depreciación del euro. **Ahora contemplamos un euro que podría ser alrededor de un 7% más débil respecto al dólar en 2015 y algo menos del 5% en 2016** y que podría empujar las exportaciones en alrededor de 0,4pp este año y 0,2pp el que viene, **con un impacto en PIB de alrededor de 0,2pp y 0,1pp, respectivamente**.

2: Para más detalles sobre los determinantes de la evolución del precio del petróleo véase: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/12/2014.12-Macro-impact-of-lower-oil-prices-v05_i-1.pdf

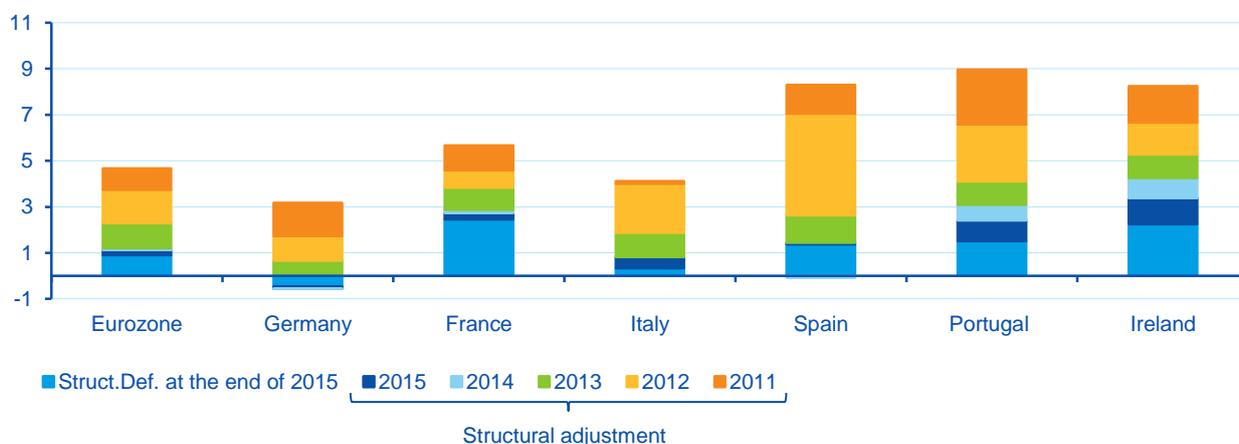
3: Para analizar el impacto del shock de petróleo hemos estimado un modelo VAR estructural identificado con restricción de signos para diferenciar la naturaleza del shock (oferta o demanda). Para más detalles véase el recuadro 2 en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Europeeconomicoutlook_tcm348-258116.pdf

...apoyadas por una política fiscal más acomodaticia, incluyendo el Plan Juncker...

La política fiscal en la eurozona ha dejado de ser en los últimos meses el tema de debate que fue en años precedentes tras la relajación de la Comisión Europea en su evaluación de los planes fiscales de los países más controvertidos, especialmente Francia e Italia. La decisión sobre los presupuestos de 2015 y la calificación de déficit excesivos ha sido aplazada a marzo de este año, pero claramente siguiendo un tono menos estricto que sigue la política ya iniciada a mediados de 2013. **Para 2015 esperamos** una variación del déficit estructural primario prácticamente nula en el conjunto de la eurozona, lo que supone **una política fiscal neutra**, que no refuerza la recuperación, pero tampoco la frena, como lo hizo, y de manera significativa, en los años anteriores a 2013 (véase Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1

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



Fuente: FMI y BBVA Research

A nivel europeo **la novedad principal en política fiscal es la aprobación del Plan Juncker**, que a pesar de no suponer un estímulo discrecional en sentido estricto, sí puede llevar a un aumento de la demanda interna apoyada en recursos públicos, si se lleva a cabo correctamente. En concreto, el plan consiste en movilizar 21 mil millones de euros del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y de un nuevo fondo (EFSI en sus siglas en inglés) para, apalancados en un ratio estimado de tres veces, atraer inversión privada por un monto estimado en 310 mil millones de euros en tres años (a partir de mediados de 2015). El plan estaría gestionado a medias por la Comisión Europea y el BEI, con selección de proyectos de infraestructuras y para PYMEs que sigan criterios de eficiencia (y no nacionales). Los fondos pueden ser completados por contribuciones adicionales de los países (aunque éstos no pueden ser dirigidos a inversiones en países concretos). **El objetivo de inversión supone un 0.8% del PIB al año, pero dado que se producirá un inevitable efecto de peso muerto** (sustituir la financiación de una inversión que se habría producido en cualquier caso), **su impacto real es muy difícil de determinar**. En cualquier caso, es importante que los proyectos se gestionen con los mencionados criterios de eficiencia, y con un perfil de riesgo no excesivamente conservador, para intentar que el efecto de peso muerto sea el menor posible.

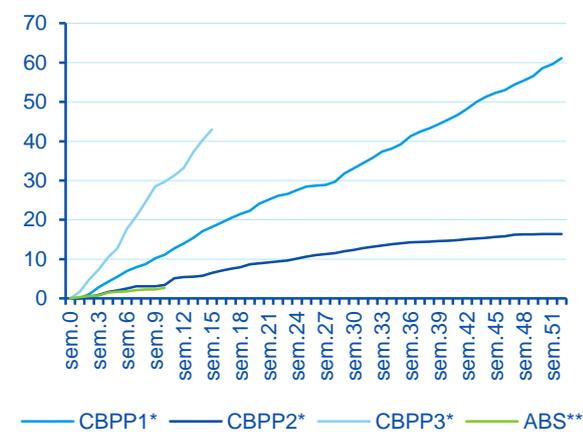
... y sobre todo una política monetaria con un QE creíble en cantidades pero limitado en riesgo

En su primera reunión del año (22 de enero), el BCE anunció una extensión del programa de compra de activos para incluir los bonos emitidos por gobiernos, agencias estatales e instituciones europeas. Lo que se ha venido a denominar **QE** (expansión cuantitativa por sus siglas en inglés).

El BCE ha adoptado esta medida de forma consistente con las contingencias que previamente había establecido, una vez que se confirmó un deterioro adicional de las expectativas de inflación a medio plazo (la previsión de inflación por parte del *staff* se revisó significativamente a la baja en diciembre y las expectativas descontadas por el mercado seguían a la baja en los distintos plazos) y que se cuestionó la suficiencia de las medidas previamente adoptadas (particularmente la toma de liquidez en la segunda TLTRO de diciembre⁴).

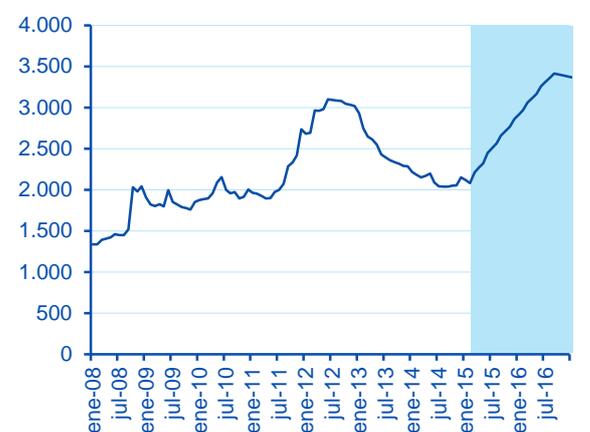
El programa de compra de bonos⁵ tiene las siguientes características: i) **compra mensual de activos por un importe de 60 mil millones de euros** (incluyendo privados más públicos⁶) (véase Gráfico 3.2); ii) es un programa **abierto** (se espera que las compras se mantengan al menos hasta septiembre de 2016 y, en cualquier caso, hasta que se vea una tendencia sostenida de la inflación convergiendo al objetivo) (véase Gráfico 3.3); iii) las compras de bonos soberanos **se harán con arreglo a la clave de capital de cada país con grado de inversión** (o bajo programa) **en el BCE** (básicamente en base al peso de cada país en el PIB de la zona euro y no en base al peso de cada país en el stock de deuda) (véase Tabla 3.1); iv) **el BCE renuncia a su estatus preferente**, asumiendo así el mismo estatus que los acreedores privados; v) las compras de bonos alcanzarán **vencimientos de hasta 30 años** (plazos más largos de lo que inicialmente se podría pensar); y vi) **pero** no menos importante, **se limita significativamente el riesgo asumido por el Eurosistema** con la compra de bonos soberanos (20%⁷). Por último, el BCE ha establecido un límite máximo a las compras de bonos⁸ con el objetivo de permitir una formación de precios apropiada. Los detalles no se han dado a conocer, pero podrían suponer un límite en la compra de bonos para algunos países.

Gráfico 3.2
Compra de activos privado por parte del BCE (ABS, Covered Bonds) (mM euros acumulado)



*: CBPP: por sus siglas en inglés del programa de compra de bonos garantizados
 **: ABS: por sus siglas en inglés de los bonos de titularización
 Fuente: BCE, Bloomberg y Tesoros Nacionales

Gráfico 3.3
Balance del BCE, proyección tras el anuncio del QE (mM euros)



Fuente: BCE, Bloomberg y Tesoros Nacionales

4: La toma de liquidez por parte de las entidades financieras en las dos subastas de liquidez de largo plazo, condicionadas a crédito (TLTRO) ascendió a 212,6 mM euros (frente a un máximo potencial de 400 mM euros).

5: Véase, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

6: Asumiendo que: i) la compra de activos privados se mantiene en torno a los 10 mM euros mensuales, ii) se compra el máximo del 12% de bonos emitidos por instituciones europeas, esto es, 6 mM euros, la compra de bonos soberanos ascendería a un monto mensual de 44 mM euros.

7: El eurosistema asume el riesgo de la compra de bonos de instituciones europeas, que representará el 12% de las compras; pero sólo el 8% de las compras de bonos soberanos.

8: Límite de exposición al emisor, 33% y además el BCE no comprará más del 25% de cada emisión.

Desde un punto de vista de instrumento de política monetaria, **el anuncio del programa es claramente positivo**. La cuantía es sustancial y mayor de la esperada (el balance del BCE se expandirá en al menos 1,1 mil millones de euros), lo que es una condición imprescindible para el asegurar la eficacia de un QE. El QE, en última instancia, pretende frenar la caída de las expectativas de inflación, favorecer la reducción de los tipos de interés reales y, por ende, reactivar la economía. Este impacto debería producirse a través distintos canales, entre los que cabe destacar particularmente tres:

- Primero, el canal de señalización: el compromiso de mantener un programa de compra de bonos por un periodo de tiempo largo, que puede interpretarse también como un instrumento de *forward guidance* (mantenimiento de tipos por un periodo de tiempo prolongado, como mínimo mientras dure el programa). Con ello, no sólo se ajustan a la baja las expectativas de política monetaria, sino que se traslada a toda la curva de tipos (presionando a la baja la prima de plazo incluso en los tramos más largos).
- Segundo, el canal de liquidez y de crédito. La inyección de liquidez en el sistema reduce, de forma general, la prima de riesgo y empuja a los agentes a buscar rentabilidad en otros activos (ya sean domésticos o extranjeros). Igualmente, mejorando las perspectivas económicas y anclando las expectativas de tipos, el QE contribuye a reforzar el canal bancario.
- Tercero, el puro canal de demanda de activos (*targeting channel*): al generar una demanda de bonos soberanos, el BCE contribuye a elevar su valor y, por ende, el acceso a crédito tanto de emisores como de tenedores de bonos (colateral). En la medida que dicha demanda se mantenga en el tiempo se generará una presión a la baja en las rentabilidades de los bonos. Por último, y de forma indirecta, el canal del tipo de cambio también se refuerza. Los bajos y persistentes tipos de interés en la zona euro vs Estados Unidos, donde la Fed está cada vez más próxima a iniciar la subida de tipos, ha favorecido y seguirá haciendo por un tiempo, la depreciación del euro frente al dólar. A través de este canal de tipo de cambio, se añade un factor de soporte a la recuperación de la actividad y la inflación en la zona euro.

Dicho esto, **desde un punto vista más amplio de integración financiera y unión bancaria, la no mutualización total del riesgo constituye un elemento de preocupación**. Así, habría sido deseable un diseño del QE en el que el riesgo asumido por las operaciones de compras de bonos públicos se compartiera íntegramente por el Eurosistema. Con el diseño actual se corre el riesgo de que el avance que se ha producido en los últimos años en términos de integración financiera, se ralentice, se frene o incluso peor, se revierta. Este es un elemento clave a monitorizar.

Por lo que se refiere al **impacto del QE** en las perspectivas de tipos de interés y tipos de cambio, el anuncio **contribuye a reforzar el escenario de bajos tipos de interés**, tanto en los países del núcleo como de la periferia, **a mantener las primas de riesgo periférico contenidas** (o con cierto recorrido a la baja, en ausencia de otro tipo de riesgos) **y a la depreciación sostenida del euro** (alrededor de 1,15 en el horizonte de previsión). De hecho, en la medida en que el anuncio del QE era ampliamente esperado por el mercado, buena parte del recorrido de estas variables ya se ha producido.

Tabla 3.1

Distribución estimada del programa de compra de bonos públicos del BCE, mM euros

	Clave de capital ajustada en el BCE	Estimación de compra total de bonos por parte en BCE*	Total de bonos 2-30 años en circulación (mM€)	Compras totales de bonos por parte del BCE respecto al total de bonos a 2-30 años en circulación (%).	Compra mensual de bonos por parte del BCE*	Emisiones netas de bonos (€ mM)	Clave de capital ajustada en el BCE
CB/MBSP			190			10,0	
EFSF/ESM/EIB/EFSM			114	424	26,9%	6,0	%
Alemania	(AAA/Aaa/AAA/AAA)	25,6%	214	799	26,8%	11,3	-8,0
Luxemburgo	(AAA/Aaa/AAA/AAA)	0,3%	3	11	22,8%	0,1	0,2
Holanda	(AA+/Aaa/AAA/AAA)	5,7%	48	254	18,8%	2,5	8,1
Austria	(AA+/Aaa/AAA/AAA)	2,8%	23	164	14,3%	1,2	6,0
Finlandia	(AA+/Aaa/AAA/AAA)	1,8%	15	67	22,5%	0,8	5,0
Francia	(AA/Aa1/AA/AAA)	20,1%	168	1008	16,7%	8,8	71,0
Bélgica	(AA/Aa3/AA/AAH)	3,5%	29	262	11,2%	1,5	11,5
Irlanda	(A/Baa1/A-/AL)	1,6%	13	93	14,4%	0,7	11,8
Italia	(BBB-/Baa2/BBB+(AL)	17,5%	146	1251	11,7%	7,7	62,8
España	(BBB/Baa2/BBB+/AL)	12,6%	105	533	19,8%	5,5	50,0
Portugal	(BB/Ba1/BB+/BBBL)	2,5%	21	80	26,1%	1,1	0,1
Grecia	(B/Caa1/B/B)	2,9%	24	64	37,9%	1,3	0,2
Otros		3,1%	26	38	68,2%	1,4	4,2
Total soberanos de eurozona		100,0%	836	4624	18,1%	44,0	223
Total programa extendido (QE)			1140	5048	22,6%	60,0	223

*: Aplicando la clave de capital en el caso de los países (€ mM)

Fuente: BCE, Bloomberg y Tesoros Nacionales

4 Perspectivas: crecimiento sólido a partir de la segunda mitad de 2015, aunque los retos continúan

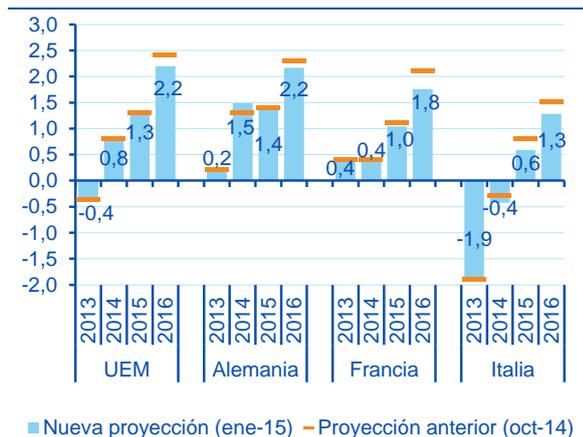
La economía de la zona euro creció a un ritmo de algo más del 1% en el último trimestre de 2014...

El dato avanzado del PIB en 4T14 para el conjunto de la zona euro (0,3% t/t tras el 0,2% t/t de 3T14) confirma la recuperación de la economía en los últimos meses. Los datos de confianzas y los indicadores reales sugieren que este mayor crecimiento responde al aumento de las exportaciones, impulsadas por la depreciación del euro, y por la solidez del gasto privado (apuntando ya cierta mejora de la inversión), animado por la caída de los precios de la energía. Este avance a final de año supone un crecimiento medio anual en la zona euro del 0,9% en el conjunto de 2014.

Por países, el PIB de Alemania aumentó significativamente un 0,7% t/t en 4T14 para crecer un 1,6% en el conjunto del año, mientras que la economía francesa moderó su crecimiento (hasta el 0,1% t/t) y, por lo tanto, creció, por tercer año consecutivo, un 0,4% en 2014. En la periferia, el ritmo de crecimiento es dispar: por una parte, en España los datos muestran una intensificación del crecimiento (0,7% t/t tras el 0,5% t/t en 3T14) y un avance de un 1,4% para el conjunto de 2014 (tras el -1,2% de 2013); mientras que en Italia, la economía sigue estancada y se contrajo un -0,4% en el conjunto del año, si bien moderándose tras el -1,9% y -2,3% observados en 2013 y 2012, respectivamente (véase Gráfico 4.1).

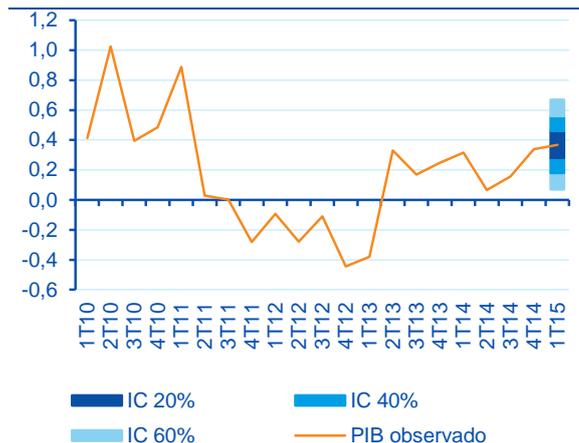
Aunque los datos disponibles para el primer trimestre de 2015 se limitan básicamente a las encuestas de confianza para enero, nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA (véase Gráfico 4.2) estima que el ritmo de expansión se mantiene a principios de año (alrededor de 0,3%/0,4% t/t), con un crecimiento robusto en Alemania y España que sigue contrastando con la todavía débil recuperación de Francia e Italia.

Gráfico 4.1
UEM: previsión crecimiento por países (%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

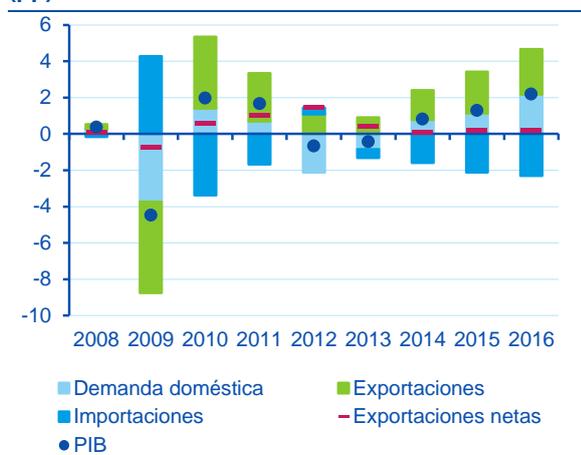
... y ganará impulso en 2015 y 2016

Teniendo en cuenta todos los factores comentados en la sección anterior, nuestro escenario sigue contemplando que la demanda doméstica continuará siendo la principal fuente de crecimiento **en 2015**, si bien ahora debido a un mayor crecimiento del consumo privado y algo menos de inversión, por lo que **mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 1,3% para la zona euro** (véase Gráfico 4.3). Por

primera vez presentamos **nuestras previsiones para 2016**, que **recogen que la economía ganará tracción hasta crecer un 2,2%**, impulsada principalmente por un significativo aumento de la inversión. Estas previsiones suponen que a finales de este año el nivel del PIB habría alcanzado los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008).

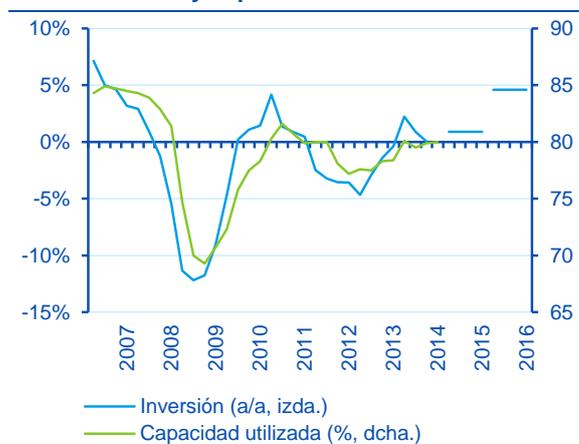
Las economías periféricas saldrán de la recesión, con España tomando el relevo de Alemania como la economía que más crecerá en el periodo 2015-2016. Italia, por otra parte, debería empezar a crecer en 2015 mientras que la economía francesa debería acelerar su crecimiento a partir de este año (véase Estados miembros de la zona euro: análisis detallado).

Gráfico 4.3
UEM: Contribución al crecimiento del PIB anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4
UEM: Inversión y capacidad utilizada



Fuente: Haver y BBVA Research

La recuperación del consumo privado será el principal motor de la demanda doméstica en 2015...

El consumo privado ha mantenido un crecimiento estable desde mediados de 2013 (crecimiento promedio de 0,2% t/t), sorprendiendo con un aumento ligeramente superior a nuestras previsiones en 3T14 y, que estimamos, se habría mantenido relativamente estable a finales de 2014. Esto último está en línea con la recuperación de la confianza de los consumidores observada a finales de año y apoyada por la paulatina mejora del mercado de trabajo iniciada a finales de 2013. Tanto las ventas al por menor, disponibles hasta noviembre, como el repunte de la matriculación de turismos señalarían que el consumo privado habría cerrado el 2014 con un crecimiento cercano al 0,5 % t/t.

Para el horizonte de previsión, **esperamos que los soportes del consumo privado continúen reforzándose. A las expectativas de mejora gradual del mercado laboral se une la caída del precio del petróleo, que debería contribuir a impulsar el consumo privado** a través de una mayor renta disponible y una reducción de la tasa de ahorro por motivos precautorios. Con todo esto, tras dos años de caídas, el consumo privado debería cerrar el 2014 con un crecimiento en torno del 0,9%, para acelerarse en 2015 y 2016, hasta alrededor del 1,4% y 1,7%, respectivamente. No obstante, este ritmo de crecimiento es inferior al registrado antes de la crisis (un promedio de 1,9% en el periodo 1995-2008), reflejando que todavía pesará sobre las decisiones de los consumidores el proceso de ajuste del endeudamiento de los hogares.

... mientras que la inversión se verá lastrada por la incertidumbre, tanto externa como interna

A pesar de la recuperación sostenida del consumo, todavía sigue siendo fundamental el retorno de la confianza empresarial para tirar de la inversión. La sorpresa negativa de la inversión observada en el segundo y tercer trimestre de 2014 estuvo en parte relacionada con eventos geopolíticos, que se intensificaron y parecen haber vuelto a pesar en los datos de 4T14. Además, también se une el aumento de la incertidumbre sobre el proceso de las reformas en varios estados miembros, por lo que **ahora esperamos un crecimiento de la inversión mucho más moderado en 2015**. En la medida en que el crecimiento vaya ganando impulso este año y se despejen las dudas sobre su sostenibilidad, **las mejores condiciones financieras, asociadas a la política monetaria más expansiva y duradera, junto con el estímulo del plan Juncker, deberían reflejarse en una recuperación sostenida y robusta de la inversión a lo largo de 2016**.

Con todo, estimamos que la inversión se habría recuperado ligeramente en 2014 tras dos años de fuertes caídas (0,7% tras -2,4% en 2013 y -3,2% en 2012) y esta suave recuperación se mantendría este año (0,9%) para ganar tracción en el 2016 (4,6%), aunque sin alcanzar las altas tasas observadas en 2006 y 2007 (alrededor de 5,2%) (véase Gráfico 4.4).

Tras cuatro años de consolidación, la política fiscal será neutral en el horizonte de previsión

Tras varios años de fuerte ajuste fiscal, sobre todo en la periferia, y después de que la Comisión Europea se mostrase algo más tolerante con el ritmo de ajuste previsto (sobre todo con Italia y Francia, a cambio de implementar reformas estructurales), la política fiscal será neutral en el horizonte de previsión. **El déficit fiscal en 2015 y 2016 seguiría reduciéndose hasta alcanzar el 2,5% y 2% del PIB**, respectivamente, tras un 2,7% en 2014; aproximadamente unos 4 puntos porcentuales menos que el déficit observado en 2010 (6,1%). Gran parte de este ajuste ha sido a través de medidas de carácter permanente, permitiendo que el déficit estructural pase de aproximadamente el 4,4% en 2010 hasta el 1,1% en 2014, un ajuste promedio 1pp de PIB por año. No obstante, **la mejora de la cuentas públicas este año y el que viene estará determinada por la mejora cíclica de la economía, mientras que el déficit estructural se mantendrá alrededor del 1% del PIB en ambos años**. En conjunto, estas cifras son compatibles con un consumo público que habría aumentado alrededor de un 0,9% en 2014, tras el 0,2% en 2013, para expandirse un 0,5% en 2015 y un 0,9% en 2016.

Las exportaciones continuarán siendo robustas y determinantes para el crecimiento, aunque su aportación se reducirá por la recuperación de las importaciones

El año pasado, hasta 3T14, **las exportaciones**, según la contabilidad nacional, **mantuvieron un nivel de crecimiento fuerte** (3,6% anualizado), mientras que los datos de las encuestas de finales de año muestran que se habrían acelerado ligeramente a finales de año, **impulsadas por la depreciación del euro y la baja inflación**. Incorporando estos datos, estimamos que las exportaciones habrían vuelto a crecer en media un 3,7% en 2014 **y podrían seguir ganando tracción en 2015 y 2016**, aumentando cerca del 5%.

Las importaciones durante 2014 han estado creciendo más de lo esperado (3,5% de media entre T1 y T3), y esperamos un aumento del 3,7% para el conjunto del año. Para el horizonte de previsión, el mayor dinamismo del consumo privado, sumado a la mejora gradual de las compras asociadas a la inversión, hará que en 2015 y 2016 las importaciones sigan acelerándose, creciendo un 4,8% y 5% respectivamente.

Con todo, la demanda externa habría contribuido positivamente al crecimiento del PIB en 2014 (0,2pp) y en 2015 se mantendrán estas tasas para luego disminuir ligeramente en 2016 (hasta el 0,1 pp).

La lenta pero gradual mejora del mercado de trabajo se prolongará en 2015, con un mayor crecimiento del empleo en 2016

La mejora del mercado de trabajo durante el último año, casi medio punto menos de desempleo comparado con el 2013, ha ido mostrando señales más optimistas con el paso de los trimestres. Así, el empleo se ha recuperado tímidamente desde principios de 2014 (a una media anualizada de 0,4% hasta 3T14) acelerándose hacia finales de 2014 y promediando un crecimiento anual del 0,5%. Por otra parte, el último dato disponible de fuerza laboral apuntaría a que ésta empieza a crecer (0,1% en 3T14) tras un año de tasas negativas. Con todo, nuestro escenario recoge que **esta tendencia continuará a lo largo de este año, con un crecimiento de un 0.8% del empleo y un 0,4% de la población activa**, lo cual se reflejará en **una nueva caída de la tasa de desempleo media del 11.2% en el conjunto del año, tras el 11,6% de 2014**. Para 2016, la aceleración del crecimiento y la demanda interna, junto con la significativa reducción de la incertidumbre, podrían resultar en un crecimiento del empleo del 1,1% y una reducción de la tasa de paro hasta el 10,6%. (véase Gráfico 4.5).

La caída del precio del petróleo resultará en una inflación negativa en los próximos trimestres y se mantendrá por debajo del 2% en 2015-16

La inflación se desaceleró significativamente, y más de lo esperado, **en el último trimestre de 2014** hasta el -0,2% a/a, desde el 0,3% a/a observado en 3T14. **Detrás de esta desaceleración estuvo la caída de los precios de los productos energéticos** (que explican alrededor de 0,5pp de la desaceleración), pero también una ligera moderación en el crecimiento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados (que explican 0,1pp) hasta situar la inflación subyacente en el 0,7% a/a en 4T14.

Nuestro escenario del petróleo ahora contempla que el precio del Brent se situará en media alrededor de 65 y 75 dólares por barril en 2015 y 2016, respecto al escenario de hace tres meses de 105 y 104 dólares, respectivamente, lo que supone un menor precio del petróleo de casi el 40% en 2015 y del 30% en 2016 respecto al antiguo escenario. **Estimamos que el impacto de un 10% de menores precios del petróleo sobre la inflación es de entre dos y tres décimas, y sobre la subyacente de menos de una** (ver nuestro observatorio de inflación⁹). Con todo ello, ahora esperamos que la caída de la inflación general se intensificará en los próximos meses hasta alrededor de -0,6%/-0,7% a/a en febrero y marzo, mientras que se registrarán tasas negativas algo más moderadas durante el segundo trimestre y empezará a repuntar gradualmente durante la segunda parte del año (hasta alrededor del 0,8% a/a en diciembre).

Por lo tanto, **el nuevo escenario del petróleo nos lleva a revisar a la baja la inflación general media para 2015 en 0,9pp hasta el 0,1% en 2015. En 2016, la inflación general se situará en el 1%, lejos todavía del objetivo del BCE**. Respecto a la inflación subyacente, nuestro escenario contempla que promedie una tasa anual del 0,8% en 2015 y repunte ligeramente hasta el 1,1% en 2016.

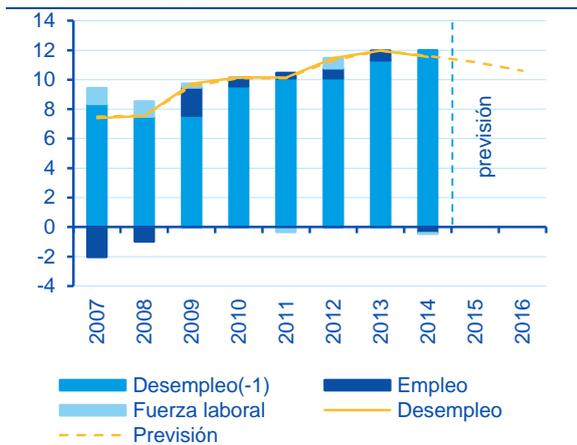
No obstante, en lo que llevamos de año la evolución de los precios del petróleo ha continuado sorprendiendo, con caídas adicionales tras la resolución de la OPEP de mantener la producción, y podría resultar en precios cercanos a los niveles actuales (por debajo de 50 dólares por un periodo prolongado). Por ello, **no se puede descartar que la evolución del precio del petróleo lleve a la inflación general a tasas todavía más negativas y/o durante más trimestres, o a producir efectos indirectos y de segunda ronda algo mayores a los estimados previamente**. En particular, un precio del petróleo que se mantuviera en 50 ó 40 dólares por barril en el horizonte de previsión podría llevar a la inflación a tasas

9: Para más detalles <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/inflacion-en-europa-factores-explicativos-y-perspectivas/>

negativas de entre -0,3% y -0,6% en 2015. Por otro lado, también existen riesgos al alza derivados de una mayor depreciación del euro.

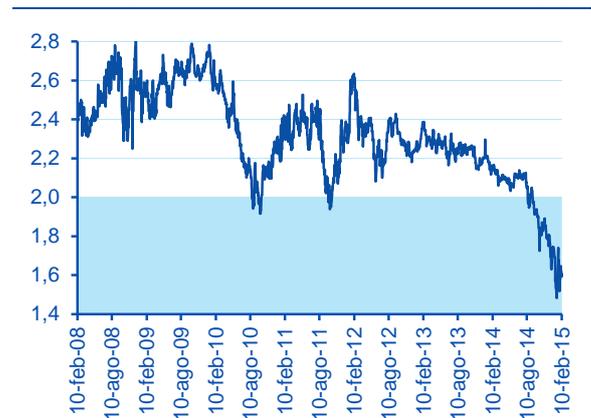
Este escenario de tasas de inflación muy bajas durante un periodo prolongado aumenta el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación en el medio plazo y llevó al BCE a actuar en enero. **Las expectativas de inflación de mercado (swaps 5yr-5yr) se encuentran ahora en el 1,6%**, muy por debajo de sus valores históricos, disminuyendo de nuevo tras el anuncio del BCE, cuando repuntaron hasta alrededor de 1,7% (véase Gráfico 4.6).

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6
UEM: Swap inflación 5 años / 5 años forward (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: a los fundamentales domésticos se une la depreciación del euro y la caída del precio del petróleo para apoyar la recuperación, pero la incertidumbre en Europa puede pesar sobre la inversión

(PIB: +1,5% en 2014, +1,4% en 2015, +2,2% en 2016)

Datos recientes: la economía alemana ha seguido recuperándose en el cuarto trimestre de 2014, con un claro repunte de la actividad (0,7% t/t tras 0,1% t/t en 3T14). La inversión ha vuelto a aumentar, tras haber caído en los dos trimestres anteriores, sostenida por el aumento de la producción industrial (especialmente en el sector de la construcción) y de las exportaciones. Además, la ligera mejora de la confianza empresarial y el aumento de los pedidos externos que se ha observado a finales de año apuntan a que esta tendencia podría continuar en los próximos trimestres, aunque a un ritmo más moderado. Por otro lado, la favorable evolución del mercado de trabajo, con una tasa de paro en mínimos históricos, se ha reflejado en una mejora de la confianza de los consumidores y en un aumento del comercio minorista, lo que explica el buen desempeño del consumo privado en el último trimestre. Las importaciones han mejorado en paralelo a los componentes de la demanda doméstica, por lo que la aportación final de las exportaciones netas al crecimiento debería ser prácticamente nula, tras la contribución de +0,2pp en 3T14.

Perspectivas para 2015 y 2016: para el conjunto de 2015, al igual que para 2016, el crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna. La evolución positiva del mercado laboral unido a tasas de inflación muy bajas (tras el shock del petróleo) favorecerá un gradual aumento del consumo privado. Sin embargo, la incertidumbre por los conflictos geopolíticos así como el desarrollo de la situación en Grecia podría pesar en 2015 sobre la confianza y llevar las empresas a continuar aplazando sus planes de inversión a 2016. 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, que se beneficiará de la depreciación del euro.

Política fiscal: tras el ligero superávit fiscal en 2014, prevemos que las cuentas federales se mantengan en equilibrio en 2015 y 2016. Por lo tanto, la deuda pública debería continuar la senda de reducción para situarse alrededor del 72,2% del PIB en 2015 y en el 69,4% en 2016.

Francia: una recuperación gradual y más equilibrada a lo largo de 2015

(PIB: +0,4% en 2014, +1,0% en 2015, +1,8% en 2016)

Datos recientes: el consumo privado ha crecido nuevamente en 4T14, pero a un ritmo más moderado, tal y como sugería el ligero aumento tanto de las ventas al por menor como del gasto de los hogares. El sector industrial ha seguido mostrando cierta debilidad y adelantaba otra lectura decepcionante del dato de inversión trimestral (-0,5% tras -0,6% t/t), mientras que el gasto público se ha moderado a final de año tras el fuerte crecimiento de los trimestres anteriores. Los indicadores de confianza no han sido buenos, pero los de pedidos desde el extranjero han mejorado. En este sentido, se ha observado una contribución positiva de la demanda externa neta tras tres trimestres consecutivos drenando crecimiento, puesto que en 4T14 se ha registrado un fuerte aumento de las exportaciones de bienes y uno menor de las importaciones. Como resultado de todo lo anterior, el crecimiento del PIB registrado en 4T14 ha sido del 0,1% t/t, desacelerándose desde el 0,3% t/t del trimestre anterior.

Perspectivas para 2015 y 2016: Nuestro escenario para 2015 y 2016 contempla una recuperación basada en la contribución de factores domésticos. En el horizonte de previsión, la aportación del consumo público se moderará y dejará paso a un aumento del gasto privado: por un lado, la estabilización del mercado laboral y la baja inflación deberían favorecer el aumento gradual del consumo privado (1,3% y 1,4% respectivamente). Por otro lado, la inversión dejaría de caer en 2015 para después recuperarse el año que viene a la vez que la aumente la confianza de los agentes económicos y se recupere el sector de la construcción; la prolongación del crédito fiscal a favor de las empresas es una de las medidas tomadas con ese objetivo. Desde el lado de la demanda externa, el incremento de las exportaciones (3,5% en 2015 y 5,3% en 2016) será compensado por el aumento de unas importaciones (3% en 2015 y 5% en 2016) alentadas por la mejora de la demanda doméstica, por lo que no esperamos contribución al crecimiento por parte del sector exterior.

Política fiscal: en 2014 se volverá a registrar un desvío respecto al objetivo de déficit, en línea con nuestras previsiones de hace tres meses (-4,4% del PIB). Para 2015 la reducción del déficit será mínima, tras la suavización de la política fiscal, llevándose a cabo un mayor ajuste en 2016 y quedará por debajo del 3% del PIB en 2017, a la espera de que el gobierno apruebe medidas estructurales adicionales y sean aceptadas por la Comisión en marzo. Por otra parte, la deuda pública debería seguir incrementándose y alcanzar el 98,3% y 99,2% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente.

Italia: recuperación lenta en 2015 apoyada principalmente en las exportaciones, mientras que las reformas en marcha y la caída de los precios deberían empezar a animar el gasto de los hogares

(PIB: -0,4% en 2014, +0,6% en 2015, +1,3% en 2016)

Datos recientes: como adelantaban los indicadores de confianza y actividad, el PIB se ha estancado en el último trimestre de 2014 (0,0% t/t, tras -0,1% t/t en 3T14). El empeoramiento del mercado laboral y el consecuente deterioro de la confianza de los hogares habrían supuesto un freno al consumo privado, pese a las medidas de estímulo tomadas por el gobierno. El índice de producción industrial ha vuelto a empeorar, aumentando la incertidumbre de las empresas, lo que seguiría pesando sobre la inversión en 4T14. Con el consumo público limitado por las restricciones presupuestarias, el único componente con contribución positiva al crecimiento ha sido, una vez más, la demanda externa, puesto que se ha observado un fuerte aumento de las exportaciones junto con una caída de las importaciones.

Perspectivas para 2015 y 2016: continuamos esperando una lenta recuperación en 2015, cuando prevemos que el PIB crecerá un 0,6%, para acelerarse en 2016 hasta el 1,3%, algo menos de lo previsto hace tres meses. La recuperación seguirá impulsada por las exportaciones en el horizonte de previsión, mientras que el consumo público continuará limitado por el ajuste fiscal y la inversión se verá todavía afectada por la incertidumbre ligada a las reformas. El consumo privado debería aumentar gradualmente, favorecido también por la reducción de la presión fiscal y la baja inflación que aumentará la renta disponible de las familias.

Política fiscal: los datos más recientes de ejecución presupuestaria muestran un déficit en torno al objetivo del 3% del PIB para 2014. Para 2015, el déficit se reducirá hasta el 2,7%, es decir, 0,5pp por encima de lo previsto en abril del año pasado. La Comisión permitiría esta desviación a cambio del compromiso de implementar "con eficacia" una serie de medidas estructurales. Estas reformas, que están en marcha y serán evaluadas por Bruselas en marzo, incluyen una importante reducción de la presión fiscal sobre el trabajo que se financiará en gran medida a través de la lucha contra el fraude y la reducción del gasto público. En 2016, debería mantenerse el mismo ritmo en la reducción del déficit, que se ubicaría en el 2,4% del PIB. Por otro lado, la mayor preocupación sigue siendo el alto volumen de la deuda pública que prevemos aumente en 2015 hasta el máximo del 134% del PIB, para moderarse ligeramente en 2016 hasta el 133%.

España: la recuperación se acelera y se ampara en factores tanto internos como externos

(PIB: +1,4% en 2014, +2,7% en 2015, +2,7% en 2016)

Datos recientes: la recuperación volvió a tomar impulso a lo largo del cuarto trimestre del año, con un crecimiento del PIB de 0,7% t/t (0,5% en 3T14). En lo que respecta a la composición del crecimiento, la actividad habría encontrado nuevamente su soporte en la demanda doméstica (+0,6pp), principalmente la privada, con el consumo de los hogares aumentando ligeramente menos que en 3T14, pero con la inversión en maquinaria y equipo incrementándose a un ritmo superior. El consumo público real habría cerrado el año prolongando el estancamiento observado en los dos trimestres anteriores y la desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones sugiere una aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento en 4T14.

Perspectivas para 2015 y 2016: tanto en 2015 como en 2016 la actividad crecerá el 2,7%, apoyada en factores tanto internos como externos: a nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios, y el cambio de tono de la política fiscal contribuirán a la recuperación sostenida de la demanda doméstica, mientras que la aceleración de la economía global, junto a la depreciación del euro, la caída en el precio del petróleo y las ganancias de competitividad interna, apoyará un incremento saludable de las exportaciones. El aumento de la demanda final redundará positivamente en las importaciones de bienes y servicios lo que resultaría en una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento.

Política fiscal: la recuperación de la actividad favorece el cumplimiento del objetivo de estabilidad en 2014, con el déficit público que se habría situado al cerrar el año en torno al 5,5% del PIB. Para 2015 prevemos que la rebaja fiscal producirá una caída de los ingresos estructurales de las administraciones públicas que, en el corto plazo, se verá compensada por el impulso cíclico de los recursos tributarios. Igualmente, el ciclo económico seguirá favoreciendo la reducción del gasto público (sobre todo, del vinculado al gasto en intereses y a las prestaciones sociales). De esta forma, con las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit de 2015 debería situarse en torno al objetivo de estabilidad (4,2% del PIB). En cuanto a 2016 se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de tal manera que en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit de dicho año se reduciría hasta el 2,8% del PIB, cumpliendo con el objetivo fijado para dicho año (ver [Situación España Primer Trimestre 2015](#)).

5 Tablas

Tabla 5.1

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2012	2013	2014	2015	2016
PIB a precios constantes	-0,7	-0,4	0,8	1,3	2,2
Consumo privado	-1,3	-0,6	0,9	1,4	1,7
Consumo público	-0,2	0,2	0,9	0,5	0,9
Formación bruta de capital fijo	-3,2	-2,4	0,7	0,9	4,6
Inventarios (*)	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-2,1	-0,9	0,7	1,1	2,0
Exportaciones (bienes y servicios)	2,6	2,1	3,7	4,8	4,9
Importaciones (bienes y servicios)	-1,0	1,2	3,7	4,8	5,0
Demanda externa (*)	1,4	0,4	0,2	0,2	0,1
Precios					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,1	1,0
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,1
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	-0,8	0,5	0,8	1,1
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,2	10,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,7	-2,5	-2,0
Deuda pública (% PIB)	89,0	90,9	94,3	95,2	94,7
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,4	2,5	2,7	2,7

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,5	2,1
Eurozona	2,5	1,4	0,4	0,1	1,0
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,3	1,1
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	0,9
Italia	3,3	1,3	0,2	-0,2	0,6
España	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,4
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	0,4	1,5
América Latina *	7,8	9,3	12,7	13,7	14,0
México	4,2	3,8	4,0	3,4	3,5
Brasil	5,4	6,2	6,3	6,7	5,7
EAGLES **	5,0	5,3	4,6	4,3	4,1
Turquía	8,7	7,5	8,8	6,4	6,6
Asia-Pacífico	3,7	4,0	3,5	3,2	3,3
Japón	-0,1	1,6	3,0	1,3	1,6
China	2,7	2,6	2,1	2,2	2,5
Asia (exc. China)	4,5	5,1	4,5	4,0	4,0
Mundo	4,4	4,2	4,1	4,0	4,2

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

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

	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	5,10	5,10

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

	2012	2013	2014	2015	2016
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,2	2,9
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,2

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

	2012	2013	2014	2015	2016
EUR-USD	0,78	0,75	0,75	0,90	0,85
USD-EUR	1,29	1,33	1,33	1,11	1,18
GBP-USD	1,58	1,56	1,65	1,48	1,60
JPY-USD	79,8	97,6	105,9	125,0	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,17	6,04

Fecha de cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-2,3	2,4	-3,6	-5,2	-1,4	2,2	1,9	1,5
Consumo público	2,6	-1,3	-3,8	-4,3	-1,9	-0,5	-0,8	0,4
Formación bruta de capital fijo	-7,6	-0,9	-12,5	-15,0	-6,3	2,3	3,2	3,5
Inventarios (*)	-1,1	1,0	-0,6	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-3,8	2,1	-6,4	-6,9	-2,4	2,0	1,6	1,7
Exportaciones	-10,2	9,5	7,0	3,1	6,4	2,6	4,6	5,4
Importaciones	-9,9	7,8	-5,8	-6,6	3,6	5,6	4,7	5,1
Exportaciones netas (*)	0,8	-0,2	4,6	3,6	1,0	-1,1	0,0	0,1
PIB	-3,0	1,9	-1,8	-3,3	-1,4	0,9	1,5	1,8
Inflación	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	-0,1	0,6

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

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

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

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

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

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

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@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