

# Situación Europa

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE EUROPA



01 La economía de la zona euro ha resistido bien en los últimos meses de incertidumbres y crece de manera estable

02 La demanda exterior genera dudas, aunque se ve compensada por la demanda interna

03 El pre-anuncio del BCE asegura una política monetaria algo más laxa con una política fiscal neutra

04 Los riesgos negativos siguen centrados en algunos factores internos, más allá de la Fed y la debilidad de los países emergentes

## Índice

1 Editorial	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 Eurozona: deterioro de los factores externos y reacción del BCE	7
4 Perspectivas: el ritmo de crecimiento se estabiliza	12
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	18
5 Tablas	20

**Fecha de cierre: 13 de noviembre de 2015**

# 1 Editorial

---

**La economía de la eurozona ha resistido bien en los últimos meses de incertidumbres** de la economía global y crece de manera estable alrededor del 1,5% anualizado. La ralentización del comercio mundial de la primera mitad del año, las dudas sobre la economía china de este verano, y su efecto en otros países emergentes, que también se han visto afectados por factores idiosincráticos, no han afectado de manera significativa al crecimiento europeo, gracias al mantenimiento de la demanda interna. Aun así, las dudas sobre el asentamiento de la recuperación no están despejadas, ya que los riesgos son mayoritariamente a la baja.

**Por el lado externo, la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar – y frente a otras monedas – desde el verano de 2014 ha permitido una cierta resistencia a la ralentización de los flujos comerciales en la primera mitad del año.** Las exportaciones se están viendo afectadas en la segunda mitad del año por la desaceleración y el cambio de patrón en China hacia el sector servicios, lo que parece afectar sobre todo a Alemania, pero los subcomponentes de los indicadores adelantados de confianza del sector exterior no son muy negativos y el comercio internacional parece dar señales de recuperación.

**Por la parte doméstica, la demanda interna se ha vuelto a ver favorecida por la nueva caída de los precios del petróleo** en los meses centrales del año, sobre todo el consumo privado, **pero mucho menos la inversión**, que aún no da señales de recuperación decisiva necesarias para hacer sostenible el crecimiento. Los indicadores de crédito responden también a este patrón, con una recuperación del crédito a los hogares y cierta debilidad reciente del crédito a empresas. El tono de la política fiscal, neutro para el conjunto de la eurozona pero moderadamente expansivo en algunos países también ha podido apoyar el mantenimiento de la demanda interna.

Para los próximos trimestres **los factores de apoyo a la recuperación van a mantenerse por el lado doméstico**, ya que los **menores precios de las materias primas** continuarán apoyando la demanda de consumo **y el tono de la política fiscal** continuará siendo neutral o moderadamente expansivo. **Sin embargo, los fundamentales externos serán algo más débiles de lo previsto**, con una revisión a la baja del crecimiento mundial en tres décimas hasta el 3,5% en 2016 que reducirá la previsión de demanda neta externa europea, y que no se compensará totalmente por una depreciación adicional del tipo de cambio del euro dado que el tono de las políticas monetarias relativas entre Estados Unidos y Europa comenzará pronto a divergir. Mientras que seguimos previendo una primera subida de tipos de la Reserva Federal en diciembre, **el BCE ha sorprendido con el pre-anuncio en octubre de medidas adicionales para la próxima reunión en diciembre.** No está claro aún cuáles serán dichas medidas (probablemente incluirán una extensión de las compras de bonos más allá de septiembre de 2016 y una disminución adicional del tipo de depósito), ni si van a tener un impacto adicional significativo en las expectativas de inflación o en el crecimiento en Europa, pero está claro que el sesgo de la política monetaria en cualquier caso será algo más laxo de lo previsto en los próximos dos años. Con todos estos factores, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en la eurozona en el 1,5% este año, y la reducimos marginalmente para 2016 hasta el 1,8% (desde el 1,9%).

En cuanto a la inflación, se mantendrá débil y la revisamos a la baja este año (hasta el 0,1% en media) debido a la reciente caída de los precios de la energía, pero la inflación subyacente no ha sufrido efectos de segunda ronda y ha repuntado marginalmente en los últimos meses (hasta el 0,9% en octubre), sin sorpresas respecto a nuestras previsiones. Para 2016 esperamos una inflación media del 1,1%, aún lejos del 2%.

Más allá del proceso de salida de la Fed o la debilidad de la demanda de los países emergentes, que siguen poniendo un sesgo a la baja en las previsiones globales, **los riesgos negativos siguen estando centrados en algunos factores internos**. Grecia se encuentra en un proceso de aprobación de reformas del que depende el desembolso paulatino de los fondos del tercer programa de ayudas. Aunque ha superado los *stress tests* del sistema bancario con menores necesidades de capital de las previstas, la falta de apropiación del programa de reformas por parte del gobierno griego sigue siendo un problema. En Portugal existe también un nuevo riesgo de paralización del proceso de reformas tras las elecciones que puede afectar a su crecimiento futuro. Y un elemento nuevo de incertidumbre está ligado a la crisis de refugiados en el centro y el este de Europa. Aunque indudablemente el flujo de inmigrantes puede ser positivo en Europa, dadas las carencias demográficas en la mayoría de los países, la magnitud incierta del flujo de llegada y una gestión inadecuada pueden dar lugar a tensiones políticas en los países más afectados y entre gobiernos europeos, lo que podría afectar tanto a la confianza de los agentes económicos como a la continuación de proceso integración en la eurozona, tan necesario para apuntalar el crecimiento.

## 2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Los registros de actividad económica a escala global han vuelto a comportarse peor de lo esperado en los últimos meses debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China provocaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas. Según nuestras estimaciones<sup>1</sup>, el PIB mundial en el tercer trimestre habría crecido a un ritmo menor al previsto y similar al observado a principios de año (+0,6% trimestral, +2,4% anual), encadenando cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014.

La intensidad de la desaceleración del bloque emergente es, a diferencia de otros episodios recientes, el factor determinante de la pérdida de dinamismo del crecimiento mundial. Por el momento, la recuperación de la demanda doméstica y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas están limitando el impacto del ajuste del bloque emergente sobre las principales economías desarrolladas, en particular, sobre la eurozona. Sin embargo, la moderación de los indicadores de sentimiento empresarial en los últimos meses, así como la estabilización del crecimiento de EE.UU. en niveles algo más bajos de lo esperado, pone de manifiesto que la diferenciación entre bloques económicos empieza a estrecharse y que el riesgo de contagio puede incrementarse si los países emergentes mantienen la dinámica de deterioro reciente.

El índice BBVA de tensiones financieras para el conjunto de países emergentes lleva desde finales de 2014 por encima del promedio de la última década, alcanzando en octubre los niveles máximos de 2011 y los más elevados tras la crisis financiera de 2008-09. El ajuste, desencadenado por China, se ha terminado extendiendo a los principales países y, con mayor intensidad, a Latinoamérica, siendo ambas geografías las que explican el grueso de las salidas netas de capitales del bloque que, hasta finales de octubre, sumaban un importe similar al observado en los primeros meses de 2013, coincidiendo con el *taper tantrum* de la Reserva Federal. Los repuntes más significativos los han sufrido aquellos países más expuestos al ciclo de materias primas y con mayores vulnerabilidades externas, tanto en términos de déficit por cuenta corriente como de financiación privada denominada en moneda extranjera. Factores idiosincráticos como la incertidumbre política o la existencia de riesgos geopolíticos en Brasil o Turquía han reforzado el clima de desconfianza y acentuado el incremento de la volatilidad financiera. Como en otros episodios similares de reasignación de flujos de capital y aversión al riesgo, los activos financieros de economías desarrolladas han ejercido de refugio, presionando a la baja las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo.

La ralentización de la demanda parece la principal justificación frente al aumento de la oferta para explicar la caída del precio del petróleo desde los 65 dólares por barril en los que cotizaba a mediados de año a los menos de 50 dólares en los que se situaba en octubre. La dinámica del petróleo es similar a la de otras materias primas como el cobre o el aluminio, lo que resulta consistente con la existencia de un factor común a todas ellas vinculado al freno de la demanda. Este es uno de los elementos que justifica el deterioro de las perspectivas de crecimiento de áreas geográficas como Latinoamérica o del sector energético e industrial de EE.UU. y que, sin duda, está contribuyendo a mantener elevada la percepción de riesgo financiero en el conjunto del bloque emergente. A la transición del patrón de crecimiento que exige el agotamiento de un ciclo alcista de materias primas, se une la inestabilidad financiera ocasionada por la

1: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1nI5RIn>

salida de flujos de capital y el potencial impacto que sobre las expectativas de precios suponen depreciaciones cambiarias tan abultadas como las observadas en los últimos meses.

El balance del primer semestre y el sesgo negativo que arrojan los indicadores de actividad disponibles para el tercer trimestre en geografías como EE.UU., Latinoamérica o México han traído aparejada una **revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento de las principales áreas emergentes para el conjunto del año**. Como resultado, el PIB mundial podría cerrar 2015 con un avance anual del 3,2% (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009. La recuperación gradual del bloque desarrollado no lograría compensar la moderación del emergente que, de confirmarse nuestras previsiones, avanzaría apenas un 4% anual tras un crecimiento medio en los cinco años precedentes superior al 5,5%.

**Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables** (el crecimiento mundial podría repuntar hasta el 3,5%, situándose tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes (para más detalle ver [Situación Global](#)). Sin embargo, **la intensificación reciente de algunos de los focos de riesgo con mayor impacto global**, como es el caso de la desaceleración del sector manufacturero chino y sus repercusiones sobre el ciclo de materias primas y el comercio mundial, **eleva la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja** para la recuperación de los países con mayor dependencia de la demanda y el ahorro externos. **El potencial deterioro en las perspectivas de crecimiento a medio plazo de economías desarrolladas como EE.UU. también es un factor a considerar en las perspectivas de crecimiento global.**

**El contexto de menor crecimiento mundial y moderación del precio de las materias primas ha vuelto a presionar a la baja los registros de precios y las expectativas de inflación a medio plazo del bloque desarrollado.** Ello, unido a los potenciales riesgos que traería aparejado un ajuste más pronunciado de la actividad en China, **ha modulado la estrategia de política monetaria** esperada para los principales bancos centrales desarrollados. En concreto, la Fed no subió los tipos de interés de referencia como se preveía en septiembre debido a la inestabilidad financiera observada el pasado verano y las dudas sobre la fortaleza cíclica de las economías emergentes y su potencial impacto sobre la recuperación de EE.UU. Dada la estrategia “*data dependent*” de la Fed, la probabilidad de un incremento de tipos antes de que finalice el año depende de la nueva información y del análisis que de la misma hace el banco central. La reunión del pasado 27 de octubre ha vuelto a reforzar las perspectivas de una subida en diciembre, que se mantiene como el evento más probable aunque altamente incierto. El retraso del inicio de la normalización monetaria en EE.UU. ha impactado en las condiciones monetarias de la eurozona a través del tipo de cambio, lo que unido a la preocupación por la convergencia lenta de la inflación hacia el 2%, ha provocado el anuncio del BCE de un posible refuerzo de las medidas de estímulo (Sección 3). Y es que tanto la caída de la inflación como la apreciación reciente del euro están limitando la mejora de las condiciones financieras ocasionada por el programa de expansión cuantitativa.

### 3 Eurozona: deterioro de los factores externos y reacción del BCE

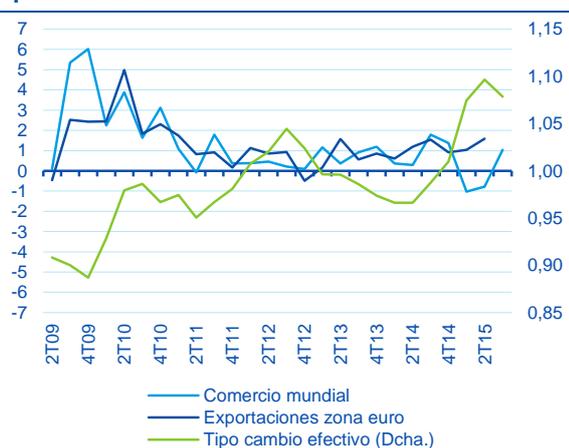
A pesar de que no ha habido un empeoramiento de los fundamentales domésticos de la economía europea desde que publicamos nuestras últimas previsiones hace tres meses, el mayor deterioro de las economías emergentes y las turbulencias financieras del verano han acentuado los riesgos a la baja y han desencadenado las reacciones de los principales bancos centrales.

Estas dificultades se compensan en parte por algunos factores positivos, como los menores precios del petróleo, aunque ya parecen haberse estabilizado en cotas reducidas y su efecto se irá desvaneciendo en los próximos trimestres. Por otro lado, en octubre el BCE anticipó que habrá más medidas a finales de año, lo que de momento ha contenido la apreciación del euro y aumentado las expectativas de inflación, mientras que la política fiscal en 2016 podría ser neutral o ligeramente expansiva.

#### Menor demanda externa para la zona euro en 2015-16, aunque con señales de recuperación del comercio mundial

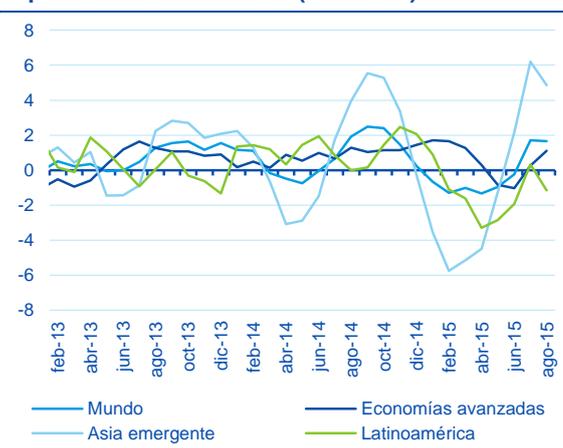
Las exportaciones de la zona euro en el segundo trimestre resistieron a la desaceleración del crecimiento global y la caída del comercio mundial en la primera mitad del año gracias a la depreciación acumulada del euro de un 20% desde el segundo trimestre de 2014, pero aun así persiste el riesgo de que el entorno externo pueda frenar la recuperación de la zona euro (Gráfico 3.1). Y estas dudas volvieron aumentar durante el verano con las noticias desde China y el posible contagio a las economías emergentes.

Gráfico 3.1  
Comercio mundial, exportaciones EMU (% t/t) y tipo de cambio efectivo



Fuente: CPB, Eurostat y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Importaciones mundiales (% 3m/3m)



Fuente: CPB y BBVA Research

No obstante, hay algunos argumentos para pensar que el impacto externo podría ser limitado. En primer lugar, las economías desarrolladas continúan recuperándose gradualmente y las ventas de la zona euro a estos países suponen más del 60% del total de sus exportaciones. Y en segundo lugar, los datos más recientes apuntan a una cierta recuperación del comercio mundial en julio y agosto, al igual que de las importaciones de los países desarrollados (Gráfico 3.2). De acuerdo a los datos de balanza comercial, el valor de las exportaciones en agosto cayó por segundo mes consecutivo, pero esto podría

responder en parte a una caída de precios – como la que se registró en junio y julio –, de manera que en términos reales las ventas al exterior podrían haber aumentado ligeramente en lo que va de tercer trimestre, ya que las destinadas a los países de la UE y EE.UU. compensaron la caída de las ventas a emergentes. Por otro lado, **las encuestas de confianza de octubre**, tanto los PMIs como los de la Comisión Europea, continúan apuntando a que la desaceleración de China y otros países emergentes están teniendo un impacto limitado en la recuperación de la zona euro. Las expectativas sobre los pedidos del exterior se mantienen prácticamente estables en lo que va de año según la encuesta de la CE, mientras que los PMIs mostraron un **incremento de los pedidos para exportaciones** (Gráfico 3.3) que, además, fue **generalizado entre los países del área**.

**Aun así, la moderación del crecimiento de la demanda externa** nos lleva a revisar a la baja las previsiones de las exportaciones del conjunto de la zona euro (Sección 4) que, a pesar del menor dinamismo también proyectado para las importaciones, **podría tener un impacto negativo sobre el PIB en el conjunto del área del euro de alrededor de dos décimas el año que viene**.

Pero aunque los datos más recientes reducen algo los temores, **es prematuro despejar las dudas sobre el alcance de la desaceleración del sector manufacturero en China y sus repercusiones sobre el ciclo de las materias primas y el comercio mundial**, por lo que continúa siendo elevada la incertidumbre en torno a las exportaciones, sobre todo para los países con mayor dependencia de la demanda externa.

## Mayor aversión al riesgo, menores expectativas de inflación y euro menos depreciado durante la segunda mitad de 2015...

**Las dudas del pasado verano sobre el ajuste de la economía China y su respuesta de política económica desencadenaron un episodio de fuertes turbulencias** en los mercados financieros que, **en gran medida, han revertido a finales del tercer trimestre**. Las tensiones financieras afectaron particularmente a los mercados emergentes (con depreciación fuerte de sus divisas, aumento de las primas de riesgo y caídas de las bolsas), pero también han tenido cierta repercusión en las economías desarrolladas, incluida la zona euro.

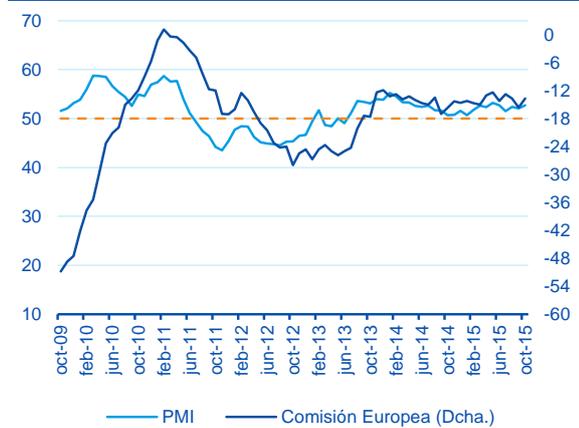
El entorno de aversión al riesgo dio lugar a una caída de las bolsas en Europa, como en el resto de geografías, pero también a un cierto efecto refugio que favoreció la caída de los tipos de interés – no sólo en los países del núcleo europeo sino también en los periféricos, que estrecharon las primas de riesgo – y una apreciación notable del euro en términos efectivos. Es más, **la fuerte caída de los precios de las materias primas y las dudas sobre la recuperación global arrastraron de nuevo a la baja las expectativas de inflación a medio y largo plazo** en la zona euro. Algo similar ocurrió en Estados Unidos, lo que a su vez ha tenido un **impacto en la estrategia de la Reserva Federal (Fed)** y, de forma indirecta, en el tipo de cambio. La Fed retrasó la esperada subida de tipos de interés prevista para septiembre – probablemente hasta diciembre – y ha comunicado un mayor gradualismo de las subidas de tipos en los próximos meses. Este sesgo más bajista en Estados Unidos ha mantenido relativamente anclados los diferenciales de tipos entre Estados Unidos y Europa – frente a una esperada ampliación del diferencial – lo que, a su vez, **ha frenado la depreciación del euro frente al dólar** previsible en un contexto de divergencia de políticas monetarias a uno y otro lado.

## ... que llevan al BCE a reevaluar su política en diciembre y probablemente a reforzar las medidas de estímulo

**El BCE**, en respuesta a este nuevo entorno externo que supone un riesgo para el cumplimiento de su objetivo, ha señalado que **reevaluará las medidas de política monetaria en diciembre**. La comunicación del BCE ha sido muy clara en lo referente a la adopción de nuevas medidas, aunque **el menú de posibles opciones está muy abierto**.

Por un lado, el BCE ha enfatizado que el actual programa de compras de activos es lo suficientemente flexible como para hacer las modificaciones que sean necesarias para lograr la consecución de su objetivo. Así pues, el BCE podría extender el programa en el tiempo, elevar el objetivo de compras mensual (desde los 60 mil millones de euros actuales) (Gráfico 3.4) y/o ampliar el universo de activos que compra. Además, el presidente del banco central, Mario Draghi, también ha abierto la puerta a recortes adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito (actualmente en tasas de -0,20%), algo que hasta ahora parecía haber descartado. Así, cualquiera de estas medidas o una combinación de las mismas podrían ser adoptadas en la reunión de diciembre. Por otro lado, no esperamos más inyecciones de liquidez de las previstas vía subastas, pues en el entorno de abundante liquidez actual, la quinta subasta TLTRO (*Targeted Longer-term Refinancing Operations*) celebrada el pasado 24 de septiembre se saldó con una demanda muy marginal, de 15 mil millones de euros, muy por debajo de las expectativas y de las subastas previas.

Gráfico 3.3  
UEM: pedidos del exterior (nivel)



Fuente: Markit Economics y Comisión Europea

Gráfico 3.4  
Programa compra de activos del BCE (miles de millones euros)



Fuente: BCE y BBVA Research

La señal está dada, pero los instrumentos están por decidir. Asumiendo que la Fed sube tipos en diciembre – lo que quitaría presión a la apreciación del euro – y considerando que en los últimos meses del año no se produzca un deterioro significativo del escenario macroeconómico europeo, incluyendo los indicadores de inflación<sup>2</sup> (Gráfico 3.5), **esperamos que el BCE anuncie una extensión del programa de compra de bonos por seis meses (es decir hasta marzo de 2017)**. No obstante, dadas las declaraciones recientes de algunos miembros del consejo de gobierno del BCE, el sesgo es que la autoridad monetaria adopte o apunte a medidas adicionales en los próximos meses.

De momento, este anuncio ha aumentado las expectativas de inflación y ha contenido el alza del euro y, bajo el supuesto de extensión del programa de compras, ahora esperamos un mayor debilitamiento del euro en los próximos meses, lo que resultaría en un tipo de cambio alrededor de un 4% más depreciado en 2016 respecto a nuestro supuesto de hace tres meses. Esta **mayor depreciación del euro** debería compensar en parte el impacto negativo de la menor demanda externa comentado más arriba, ya que estimamos **un impacto positivo en el PIB de algo menos de una décima en 2016**.

2: Ver Observatorio BCE  
[https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Monitor\\_Inflacion.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Monitor_Inflacion.pdf)

Gráfico 3.5

Indicadores sintéticos para monitorizar la inflación. Desviaciones estándar respecto a la media



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Los menores precios del petróleo presionarán a la baja la inflación y continuarán apoyando la recuperación de la demanda interna, aunque este impacto se irá desvaneciendo en 2016

La ralentización de la demanda parece el principal determinante de la caída del precio del petróleo durante el verano, aunque sigue siendo el aumento de la oferta de petróleo el responsable de sus bajos precios actuales y del gradual crecimiento de los mismos proyectado en el horizonte de previsión. **Nuestro escenario incluye ahora unos precios del petróleo** en torno a 50 dólares el barril a finales de 2015, 60 en 2016 y 66 en 2017, algo más de **un 12% más bajos en 2015-17 que hace tres meses**, aunque se compensa en parte por un euro más depreciado (caída en euros de alrededor de un 8% en 2016-17). En parte, la mayor caída de los precios del petróleo ya se reflejó en la sorpresa negativa de nuestra previsión de inflación general en el tercer trimestre (Sección 4) y hace que **revisemos a la baja la proyección de la tasa media anual de inflación para 2015 y 2016** en dos décimas. Esta menor inflación se reflejará en un **aumento de la renta disponible de los hogares**, mientras que los menores precios de los productos energéticos **mejorarán el margen de beneficios de las empresas** vía reducción de los precios de los productos intermedios, **lo que estimamos que podría aportar alrededor de una décima al crecimiento este año y el que viene** por el estímulo tanto del consumo privado como de la inversión, pero cuyo efecto se irá desvaneciendo en el horizonte de previsión.

## Política fiscal neutral, aunque la gestión de la crisis de los refugiados y la flexibilidad negociada con Bruselas podría convertirse en expansiva en el corto plazo

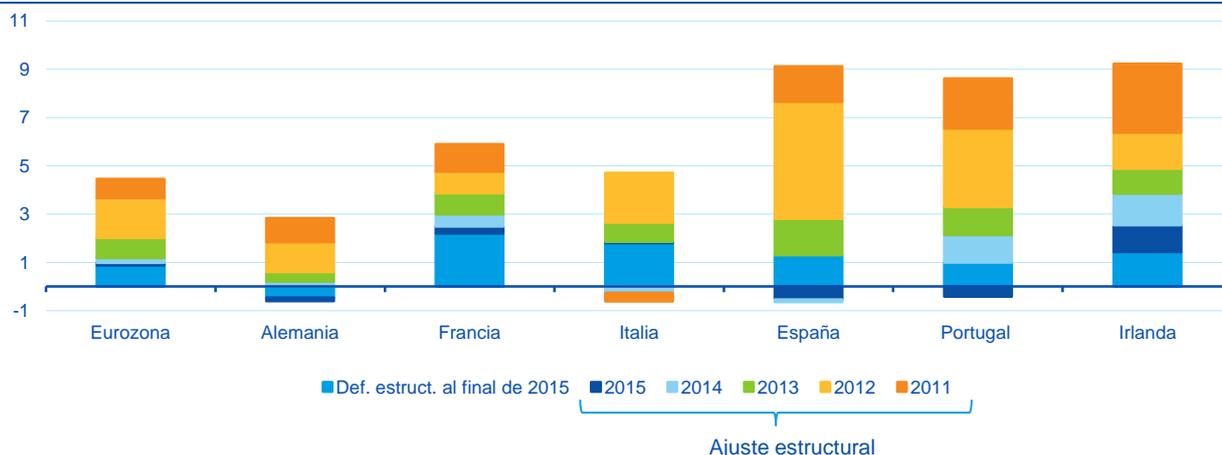
Los datos de ejecución presupuestaria disponibles de este año, junto con los presupuestos presentados por los estados miembros a mediados de octubre, de acuerdo con el calendario del semestre europeo, están en línea con nuestra previsión de que el **déficit fiscal en el conjunto de la zona euro seguirá reduciéndose en 2015 y 2016 hasta alcanzar el 2,2% y el 1,8% del PIB, respectivamente**, tras el 2,6% de 2014. En lo que concierne a los números oficiales presentados por los países para 2015, se mantienen las previsiones de déficit fiscal en Francia e Italia, en el 3,8% y 2,6%, respectivamente, mientras que se revisa al alza el superávit previsto para Alemania hasta el 1% del PIB (desde el 0,3%) por la evolución favorable de los ingresos fiscales en el primer semestre, provenientes tanto de la mejora cíclica como de las subastas de frecuencias de telefonía móvil (0,25% del PIB), que más que compensan los gastos ligados a la crisis de

refugiados. Para 2016, los mayores cambios en los planes presupuestarios se observan en Italia, que incurriría en un déficit del 2,2% del PIB (2,4% si se incluyen los gastos relacionados con la crisis de refugiados), desde el 1,8% presentado en el programa de estabilidad de abril.

Con todo, **la política fiscal no será un freno para el crecimiento este año, e incluso podría ser marginalmente expansiva en algunos países el año que viene.** En Alemania, la reducción del superávit estructural recogido en el presupuesto supondría un estímulo de alrededor del 0,7% del PIB en 2016, que se canalizaría en el aumento de infraestructuras públicas y en la recepción y acogida de refugiados (alrededor de tres o cuatro décimas de PIB). En Italia, continuará una política fiscal algo expansiva y contracíclica, ya que parte de la mejora proveniente del ciclo (0,8% del PIB) no se consolidará en la reducción del déficit (que caerá sólo 0,4pp hasta el 2,2% del PIB) sino que se utilizará para continuar estimulando la recuperación (en alrededor de 0,4% del PIB), que podría ser incluso algo mayor si se tiene en cuenta el gasto asociado a la inmigración, no contabilizado en el criterio de Maastricht (otros 0,2pp, lo que resultaría en un déficit real del 2,4% del PIB). Por el contrario, el retraso del ajuste fiscal en Francia en los años anteriores hace que la política fiscal planeada para 2016 vaya a ser de nuevo ligeramente contractiva y procíclica (con un ajuste de 0,5% del PIB tras el 0,4% de 2015), lo que puede estar, en parte, detrás del menor crecimiento de la economía respecto a otros países.

Para finales de 2015, nuestras estimaciones apuntan a que el déficit estructural en la mayoría de los países se habrá reducido considerablemente tras varios años de ajuste (hasta alrededor del 2% en Francia e Italia y el 1% en España y Portugal) y, aunque todavía no está en equilibrio (Gráfico 3.6), continuará animando el **debate sobre la flexibilidad de la política fiscal a cambio de la implementación de reformas estructurales.** Esto permitiría consolidar de forma firme la recuperación económica en el corto plazo, dado que el balance de riesgos sigue sesgado a la baja, mientras que las reformas den sus frutos en un mayor crecimiento potencial en el medio y largo plazo.

Gráfico 3.6

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

Fuente: FMI y BBVA Research

## 4 Perspectivas: el ritmo de crecimiento se estabiliza

### El crecimiento se estabiliza en lo que va de año, basado en los factores domésticos y mostrando cierta resistencia al empeoramiento externo

Los datos revisados de Contabilidad Nacional del segundo trimestre mostraron un mayor crecimiento de la economía de la zona euro desde mediados de 2014, ganando algo de tracción hasta el primer trimestre de 2015, en línea con nuestra previsión de lenta aceleración de la economía europea. Sin embargo, **la recuperación de la eurozona mostró síntomas de cierta estabilización** en el segundo trimestre del año (0,4% t/t tras 0,5% en 1T15, tras las últimas revisiones de los datos) **apoyada en el consumo y en las exportaciones**. La mejora del mercado de trabajo y la baja inflación mantienen la confianza de los consumidores por encima de su media histórica y se ha reflejado en un crecimiento del consumo privado relativamente robusto y estable, en línea con lo esperado, mientras que se moderó el crecimiento del consumo público. La inversión, por su parte, fue algo decepcionante, al contraerse en el conjunto del área del euro (-0,5% t/t tras 1,4% t/t en 1T15) de forma generalizada entre los países más grandes (Alemania -0,4% t/t; Francia -0,4% t/t; Italia -0,2% t/t), lastrada fundamentalmente por el sector de la construcción y la moderación del crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo tras el rebote de principios de año. A pesar de ello, este componente de la inversión aumenta a tasas relativamente robustas, de alrededor de un 1% t/t en media desde 2013, si bien la incertidumbre sobre la demanda futura, ahora sobre todo la externa, continúa retrasando una recuperación más vigorosa. Con todo ello, **la demanda doméstica redujo su contribución hasta 0,1pp**, tras aportar 0,6pp en el trimestre anterior. **La demanda externa, por su parte, contribuyó al crecimiento con los restantes 0,3pp**, con unas exportaciones que aumentaron considerablemente, favorecidas por la depreciación del euro durante el último año, en paralelo a una moderación de las importaciones debida a la menor inversión y a la reducción de los inventarios (que restaron 0,1pp al crecimiento trimestral del PIB).

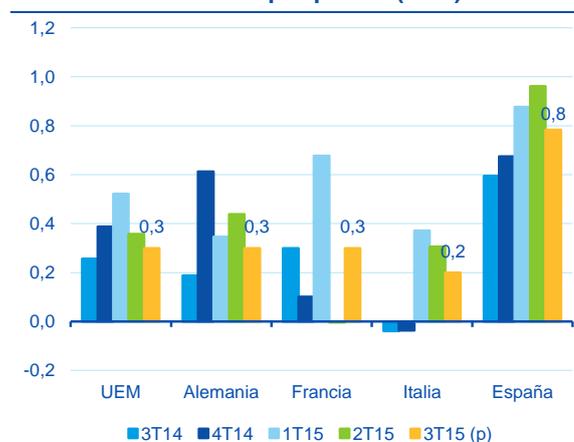
**De acuerdo a la estimación preliminar de Contabilidad Nacional, el crecimiento del PIB se moderó una décima hasta el 0,3% t/t en 3T15. Por países, se ha observado una cierta convergencia en el ritmo de crecimiento.** España seguiría liderando la recuperación (0,8% t/t tras el 1% en 2T15), mientras que Alemania, Francia crecieron un 0,3% t/t e Italia un 0,2% t/t. Los datos disponibles para 4T15 se limitan a los de confianza de octubre y apuntan a que podría mantenerse o aumentar ligeramente el crecimiento. **Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA apuntan en la misma dirección, al estimar una mejora del PIB del 0,4% t/t para 4T15.**

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

## El consumo privado será el principal motor de la recuperación...

El crecimiento del consumo privado se mantiene estable desde mediados del año pasado, aumentando a un ritmo de alrededor de 0,5% t/t en promedio, por encima de su media histórica, apoyado en la paulatina mejora del mercado de trabajo. A pesar de que la confianza de los hogares ha disminuido en los últimos meses, continúa en niveles altos. Tanto las ventas al por menor, disponibles hasta agosto (+0,6%), como el rebote de las matriculaciones de turismos (+4,9%), apuntarían que el consumo privado se habría mantenido en tasas de crecimiento del 0,4/0,5% t/t en 3T15, un ritmo de avance similar a los registrados antes de la crisis.

Para el horizonte de previsión, esperamos que el empleo continúe acelerándose ligeramente este año en un entorno de baja inflación, lo que debería redundar en un aumento de la renta disponible de los hogares en 2015 y 2016, mientras que continúa la mejora al acceso y del coste del crédito. Con todo ello, **el consumo privado podría aumentar en torno a un 1,8% tanto en 2015 como en 2016**, lo que supone una ligera revisión de +0,1pp cada año respecto a nuestras previsiones anteriores, principalmente debido a la revisión al alza de datos previos. Por lo tanto, no hay cambios significativos en los factores que subyacen al gasto de los hogares con respecto a hace tres meses, y se confirma la fuerte dinámica del consumo este año, tras crecer un 0,9% en 2014. Es el componente de demanda que explica casi toda la aceleración de la actividad que esperamos para este año.

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

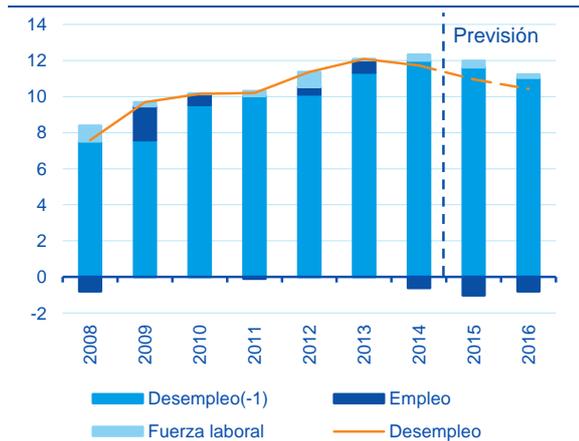
La lenta y constante mejora del mercado de trabajo desde el último trimestre de 2013 se debe, principalmente, al aumento del empleo (0,3% t/t en 2T15, tras el 0,2% t/t observado en 1T15 y 0,1% t/t en 4T14) lo que, sumado a la relativa estabilidad de la población activa (+0,1% t/t), resultó en una reducción anual de la tasa de desempleo de alrededor de 0,7pp hasta el 10,8% en septiembre. Por países, esta aceleración en la creación de empleo se ha centrado sobre todo en Alemania (+0,4% en los últimos 12 meses), y España (+2,9%). El ritmo de crecimiento económico contemplado en nuestro escenario supone que continuará la **moderada creación de empleo en los próximos trimestres**, por lo que en el conjunto del 2015 podría aumentar alrededor de un 1% (0,6% en 2014), y se reflejaría en una reducción de la tasa de desempleo medio anual en alrededor de 0,6pp hasta el 11% (Gráfico 4.3). Para 2016, prevemos que la tendencia continúe y que se registre en promedio una tasa de desempleo del 10,4%.

### ... y una inflación débil, claramente por debajo del objetivo del BCE en el horizonte de previsión

La inflación general se moderó en los últimos tres meses hasta el 0,1% a/a en el conjunto del tercer trimestre (tras 0,2% en 2T15 y -0,3% en 1T15), lo que contrasta con nuestras expectativas de un ligero aumento. La sorpresa respondió básicamente a una mayor caída del precio del petróleo de lo que asumíamos hace tres meses y, por ende, de los precios de los productos energéticos. Por su parte, la inflación subyacente (excluyendo energía y alimentos frescos) se mantuvo prácticamente estable en el 0,9% a/a desde mediados de año, en línea con nuestras proyecciones.

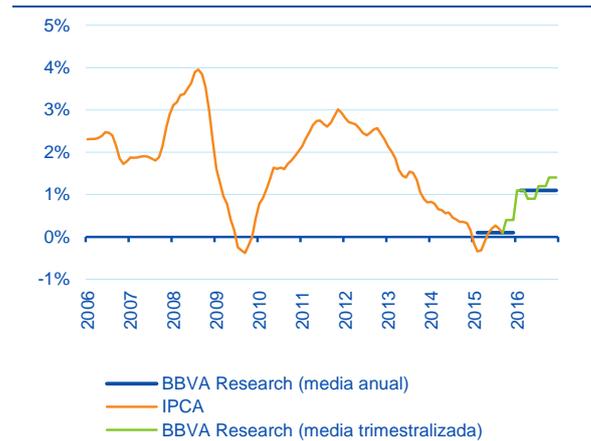
Nuestro escenario incluye unos precios del petróleo en torno a 50 dólares el barril a finales de 2015, 60 en 2016 y 66 en 2017 (algo más de un 12% más bajos que hace tres meses), por lo que ahora prevemos un menor repunte de la inflación por efecto base de los precios energéticos a finales de año (hasta alrededor del 0,8% a/a en diciembre, tras la fuerte caída que registraron en 4T14). Como resultado, **revisamos a la baja en alrededor de 0,2pp nuestras previsiones de inflación tanto para 2015 como para 2016 hasta el 0,1% y el 1,1%, respectivamente** (Gráfico 4.4). En cuanto a la inflación subyacente, nuestras previsiones sugieren que se mantendrá relativamente constante alrededor del 0,9% a/a en lo que resta de año, para repuntar a lo largo del año que viene hasta tasas alrededor del 1,3% a/a. No obstante, la reciente evolución de los precios de las materias primas, en especial el petróleo, así como del tipo de cambio (ligada a decisiones de los bancos centrales) pone **un sesgo a la baja** en la evolución de la inflación **en el corto plazo. En el medio plazo, la desaceleración de la demanda global** puede además frenar el aumento de los precios del petróleo incorporados en nuestro escenario, como apuntan los precios de los futuros del petróleo, mientras que un posible **retraso en el inicio de las subidas del tipo de interés de la Fed** también podría resultar en un euro más apreciado. Esto contribuiría a un menor aumento de los precios de los productos energéticos y unos menores precios importados que **podrían retrasar la vuelta de la inflación al objetivo del BCE más allá del 2017.**

Gráfico 4.3  
**UEM: desempleo y descomposición por componentes (%)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4  
**UEM: inflación observada y prevista**



Fuente: Haver analytics y BBVA Research

## La incertidumbre continuará condicionando una recuperación moderada de la inversión

A pesar de la volatilidad de la inversión en los últimos trimestres, sobre la que pudo haber pesado en parte la incertidumbre relacionada con eventos de carácter geopolítico (Rusia, Grecia, clima político en general), el **crecimiento de la inversión, sobre todo en maquinaria y equipo, debería continuar a un ritmo relativamente robusto**. Pese a los vientos de cara ya mencionados y a los que han surgido en los últimos meses (desaceleración de China y otros emergentes), no parece que la confianza de las empresas se haya visto afectada significativamente; la mezcla de precios bajos del petróleo, condiciones de financiación favorables y la disminución de la capacidad ociosa de las empresas se deberían reflejar en una aceleración en el ritmo de expansión de la inversión, para promediar un crecimiento de alrededor **del 2,3% en 2015** (0,4 décimas más que en nuestra última previsión, que responde principalmente a la revisión al alza de los datos de trimestres anteriores), **para aumentar en 2016 hasta el 3,5%**, 0,4pp menos que lo estimado hace tres meses, por el impacto negativo de la menor demanda externa. Por otro lado, la evolución de las nuevas operaciones de crédito y las últimas encuestas del BCE continúan sin mostrar problemas de oferta en el sistema bancario, por lo que no debería haber problemas para satisfacer un posible aumento de la demanda de crédito ligado la inversión a lo largo del año que viene.

## La moderación de la demanda global limitará la contribución de la demanda externa neta al crecimiento

**El rebote de las exportaciones en el segundo trimestre ha sorprendido positivamente, pero esperamos que, en lo que resta del año, estas tasas de crecimiento se moderen** (alrededor del 0,6/0,7% t/t tras el 1,6% de 2T15) debido a la desaceleración global y al tipo de cambio algo menos favorable de lo anticipado hace tres meses. Sin embargo, las ventas a países desarrollados (especialmente EEUU y Reino Unido) han contribuido significativamente al buen comportamiento de las exportaciones, contrarrestando en parte el impacto negativo que está teniendo la moderación de la demanda global (Gráfico 4.5), y esperamos que este comportamiento se prolongue en el horizonte de previsión, en línea con nuestro escenario (véase sección 2).

De este modo, la moderación del ritmo de avance de China, unida al menor crecimiento esperado ahora para las economías emergentes y a una recuperación algo más gradual en EE.UU. se debería reflejar en una reducción de la demanda externa del conjunto de la zona euro. De acuerdo a las previsiones de importaciones del FMI de octubre, estimamos que el crecimiento de la demanda externa podría moderarse hasta el 2,4% en 2015, desde el 3,5% de 2014, para acelerarse en 2016 hasta algo por debajo del 4%, apoyado en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías emergentes como desarrolladas. Esta nueva estimación supone, por tanto, una revisión a la baja de casi 1pp del crecimiento de la demanda externa, lo que nos lleva a **revisar a la baja las previsiones de las exportaciones del conjunto de la zona euro en algo más de 0,5pp en 2016**, mientras que prácticamente mantenemos las de este año, ya que el impacto negativo se debería compensar con la revisión alza de los datos de trimestres anteriores y la sorpresa positiva de 2T15. Este menor dinamismo de las ventas al exterior junto con un aumento de la inversión algo más moderado para el año que viene también nos ha llevado a revisar a la baja el crecimiento de las importaciones en 2016. De esta forma, **la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro será nula este año y ligeramente negativa (-0,1pp) en 2016**.

## En general, la recuperación continuará siendo moderada a lo ancho de la zona euro

Aunque muchos de los factores que subyacen en la situación de la economía europea no han cambiado (fortaleza relativa de factores domésticos, orientación expansiva de la política monetaria y tono más neutral de la política fiscal) y se reflejan en la resistencia de la confianza de los agentes económicos a pesar de los eventos externos (China y emergentes) y la incertidumbre sobre algunos internos (Grecia, crisis refugiados, implementación reformas estructurales; véase sección 3), el menor crecimiento global proyectado nos lleva a revisar ligeramente a la baja nuestras previsiones de crecimiento para los próximos trimestres. Ahora esperamos una consolidación del ritmo de la recuperación, frente a una cierta aceleración que preveíamos hace tres meses. No obstante, dada la revisión al alza del crecimiento de los trimestres anteriores, **mantenemos la previsión de que el PIB de la zona euro aumente un 1,5% en 2015. Para 2016, esperamos un crecimiento medio anual del PIB del 1,8% (-0,1pp respecto a nuestro anterior informe), debido principalmente a un crecimiento de las exportaciones más moderado de lo previsto.** Gracias a la resistencia del consumo privado, a la ausencia de ajuste fiscal y una recuperación moderada de la inversión, la demanda interna seguirá siendo el principal motor de crecimiento (Gráfico 4.6).

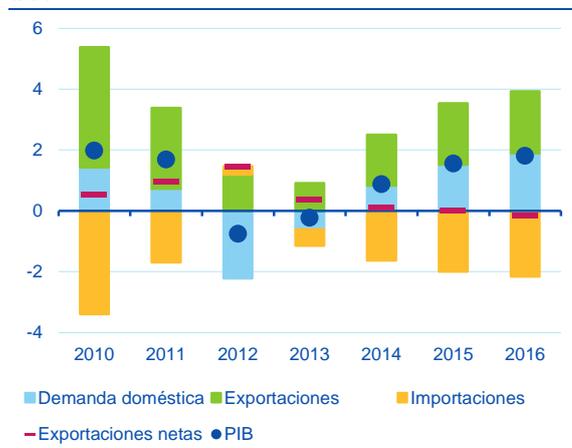
Entre los estados miembros, España tomará el relevo de Alemania como país que más crecerá en el horizonte de previsión, mientras que la recuperación será algo menos robusta en Francia, e Italia volverá a crecer tras tres años de recesión. Para un análisis más detallado, ver a continuación el cuadro con detalle por países.

Gráfico 4.5  
**UEM: exportaciones (% a/a) y tipo de cambio**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6  
**UEM: contribución al crecimiento del PIB anual (pp)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Los riesgos en torno a estas predicciones de crecimiento siguen siendo claramente bajistas

Por un lado, algunos **riesgos externos** mencionados en anteriores ocasiones siguen estando presentes, como los ligados a **factores geopolíticos y la crisis ruso-ucraniana**, que podría dar un lugar a una caída brusca de la economía rusa, aunque la profunda recesión de este año (ligada a los bajos precios del petróleo y a las sanciones) no ha tenido efectos sobre la eurozona más allá de la caída de las exportaciones de los países con más lazos comerciales con ella (entre ellos Alemania). La **normalización de tipos de la Fed** puede tener efectos sobre la volatilidad financiera mayores de los previstos a nivel global, aunque el efecto ya está largamente anticipado.

**Es en los factores de riesgo interno donde sigue habiendo novedades.** En el caso de **Grecia**, la firma del tercer acuerdo de rescate en agosto por tres años y 86 mil millones de euros calmó las tensiones y alejó el riesgo de *Grexít*. El gobierno griego ha aprobado un presupuesto para 2016 en línea con las exigencias del acuerdo, y numerosas reformas estructurales requeridas por el eurogrupo. Al mismo tiempo, el sistema bancario griego ha pasado su examen de calidad de activos y de estrés test en el que se han identificado necesidades de capital (14 mil millones de euros) por debajo de las previstas (25 mil millones), que serán cubiertas con inyecciones privadas de capital y con parte del rescate. Sin embargo, **no todas las condiciones del programa requeridas para el pago de la primera trancha de ayuda han sido aprobadas hasta este momento, y sobre todo no hay una apropiación del programa de reformas estructurales** por parte del gobierno, que se refiere a menudo a las reformas estructurales como condiciones impuestas por Europa, más que como reformas necesarias para aumentar el potencial de crecimiento. Hacia adelante, además de concluir la recapitalización del sistema bancario, será necesario pasar la primera revisión del programa, comenzar las negociaciones para una suavización adicional de las condiciones de repago de la deuda (una vez descartada una quita nominal adicional a la de 2012) y establecer la eventual participación del FMI en el tercer programa.

También en **Portugal** han surgido dudas sobre la continuación de las reformas, tras **las elecciones de octubre**, que **no han dado lugar – a la fecha de cierre de esta publicación – a un gobierno estable** comprometido con las medidas aprobadas hasta ahora, e incluso existen riesgos de reversión de algunas de ellas y de ruptura con los compromisos de reducción de déficit – en un país con una deuda elevada.

En **España**, la **incertidumbre** que se vive **respecto al entorno político** podría comenzar a tener un mayor impacto sobre las decisiones de empresas y familias. Hasta el momento, el deterioro que se observa en las variables financieras ha sido moderado y sólo relativo.

Más allá de los riesgos en países de la periferia, que podrían generar problemas locales y eventualmente episodios de contagio a otros países, **existe un riesgo a nivel europeo de ralentización del proceso de reformas institucionales hacia una mayor integración de los países del euro, o de la salida de la UE por parte del Reino Unido.** En ambos casos el impacto sobre la actividad económica no sería palpable a corto plazo, y se dejaría sentir sobre todo a través de un efecto sobre la confianza, pero harían también a Europa más vulnerable a futuros shocks. Y, en relación con esto, una dinámica que puede llevar a una menor cooperación entre los países europeos es la problemática ligada a la **crisis de refugiados** por las guerras de Siria e Irak, que pueden suponer una oportunidad para aminorar la crisis demográfica de varios países europeos, pero que a corto plazo está generando tensiones políticas dentro de algunos países y entre gobiernos, lo que puede enrarecer el clima de cooperación en la región. Esto, sin duda, podría ralentizar aún más los procesos de integración además de afectar a la confianza de los agentes económicos.

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: los factores domésticos resisten la desaceleración de emergentes, cuyo impacto en parte será compensado por una política fiscal ligeramente expansiva

(PIB: 1,6% en 2015, 1,8% en 2016)

**Datos recientes:** el crecimiento se aceleró algo en 2T15 para avanzar a un ritmo sólido del 1,6% anualizado en 1S15, impulsado por el buen comportamiento de las exportaciones que salvaron el bache de la demanda doméstica. La depreciación del euro ayudó a mitigar el impacto de la moderación de las economías emergentes y la contracción de Rusia, con un fuerte aumento de las ventas a EE.UU. y la UE. A pesar de ello, la menor demanda global ya se estaría dejando notar en unas exportaciones prácticamente estancadas hasta agosto (tras el 3,3% t/t de 2T15) y una caída de los pedidos, aunque contrasta con el aumento de las órdenes de exportación en octubre de los PMIs que atenúan un poco los temores de un fuerte lastre del exterior. Y la demanda doméstica se estaría recobrando, con un aumento significativo de las ventas al por menor en 3T15, un avance moderado de la producción de bienes de inversión y un menor lastre de la construcción. Según la estimación preliminar, el PIB aumentó un 0,3% t/t en 3T15, y las confianzas de octubre apuntan a un crecimiento relativamente estable en 4T15.

**Perspectivas para 2015 y 2016:** mantenemos nuestra previsión para 2015, ya que la robustez de los fundamentales domésticos propiciarán una mayor contribución de la demanda interna en 2S15 que debería compensar la moderación de las exportaciones. La mejora del mercado de trabajo en un entorno de precios bajos continuará sustentando el consumo privado este año y el que viene, mientras que el consumo público apoyará un poco más el crecimiento – de lo esperado hace tres meses – derivado de una política fiscal que se volverá algo expansiva como resultado del gasto generado por la gestión de la inmigración y en mejorar las infraestructuras públicas. A pesar de ello, revisamos a la baja el crecimiento para 2016 en 0,1pp hasta el 1,8%, por el impacto de la menor demanda global: (i) la incertidumbre retrasará algunas de las decisiones de inversión, esperando un aumento más moderado, y (ii) la desaceleración de las exportaciones, mayor que la de las importaciones, resultará en una contribución negativa de las exportaciones netas. Con todo, el impacto de las economías emergentes debería verse mitigado por la ganancia de peso de las desarrolladas en las ventas al exterior, mientras que se ha detenido el desplome de las ventas a Rusia.

**Política fiscal:** La buena evolución de la demanda doméstica y del mercado laboral en Alemania se reflejó en unos ingresos fiscales mejores de lo previsto, incluyendo los ingresos extraordinarios (venta de frecuencias de telefonía móvil, 0,25% del PIB). Todo esto nos lleva a revisar al alza el superávit fiscal previsto para 2015, desde el 0,3% hasta el 0,6% del PIB (Gobierno: 1%); y para 2016, seguimos previendo que la cuentas estarán equilibradas, 0% del PIB (Gobierno: 0%).

### Francia: lenta recuperación, algo decepcionante, que debería impulsar la implementación de la reformas

(PIB: 1,1% en 2015, 1,6% en 2016)

**Datos recientes:** más allá del crecimiento irregular del PIB durante el primer semestre, la recuperación avanzó a un ritmo lento y algo decepcionante (0,2% t/t en promedio desde 2T14) que habría continuado en 3T15 (0,3% t/t). Tras el estancamiento del consumo privado en 2T15, el aumento de la confianza y del gasto en consumo hasta agosto apuntaba a que volvería a tomar las riendas del crecimiento (0,3% t/t). A pesar de la mejora de la confianza de la industria, la producción del sector continúa sin convencer y no anticipa un repunte de la inversión en el corto plazo. Por el contrario, la fuerte contribución de las exportaciones netas no continuó en 3T15, a pesar de que las ventas al exterior sigan beneficiándose de la depreciación del euro, ya que las importaciones ganaron dinamismo tras la moderación de 2T15 y que pudo estar ligada a la evolución de los inventarios.

**Perspectivas para 2015 y 2016:** una recuperación más lenta de lo que preveíamos en lo que llevamos de año hace que revisemos a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2015 en 0,2pp hasta el 1,1%. A pesar de ello, la gradual tendencia de mejora en los últimos meses junto con el mantenimiento de algunos estímulos (bajos precios del petróleo, depreciación del euro, mejora condiciones financieras) sugieren que la recuperación podría ganar paulatinamente impulso a partir del 4T15. Como resultado, el crecimiento podría acelerarse hasta el 1,6% en 2016 (revisado 0,1pp a la baja) sustentado por el consumo privado, aunque algo más moderado, y sobre todo en la recuperación de la inversión, apoyada en el crédito fiscal, algunas de las reformas en marcha y unas favorables condiciones de financiación, junto con el menor lastre de la inversión en construcción. El impacto de la desaceleración de emergentes debería ser menor en Francia por el canal directo, pero las exportaciones se moderarán el año que viene tanto por los efectos indirectos (Alemania y países del centro) como por el desvanecimiento del efecto de la depreciación del euro, mientras que el dinamismo de las importaciones para satisfacer la demanda interna podría resultar en una contribución ligeramente negativa de las exportaciones netas.

**Política fiscal:** Los últimos datos de ejecución presupuestaria apuntan a un déficit público del 3,7% del PIB en 2015, una décima más de lo que preveíamos hace tres meses, y en línea con el objetivo del 3,8% del gobierno. El ajuste estructural de este año (0,4pp) se basa principalmente en fuertes ahorros que más que compensarán la reducción de impuestos y cargas laborales para las empresas establecidas el pasado año en el pacto de responsabilidad. Para 2016, el déficit debería continuar reduciéndose hasta el 3,2% (Gobierno: 3,3%), algo menor de lo estimado previamente por una menor mejora cíclica (0,2pp), mientras que el ajuste fiscal estructural se mantendría en torno a los 0,3pp.

### Italia: los frutos de las reformas deberían consolidar la incipiente recuperación cíclica

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

**Datos recientes:** la recuperación se consolidó durante 1S15 apoyada en los menores precios del petróleo, la depreciación del euro, los bajos tipos de interés, la mejora del mercado de trabajo y la neutralidad de la política fiscal, con un crecimiento relativamente estable en torno al 0,3% t/t. Y según la estimación preliminar se habría moderado ligeramente en 3T15 hasta el 0,2% t/t.. La confianza de los consumidores mejoró significativamente, mientras que las ventas al por menor crecieron a ritmo estable (0,3% t/t) y apuntan a un aumento similar del consumo privado (0,4% t/t). También se mantiene el crecimiento de la producción industrial (0,5% t/t) y junto a la mejora de las expectativas de la economía sugiere que la inversión podría volver a aumentar. No obstante, la contribución de la demanda interna en 1S15 es probable que se reduzca (0,7pp en 1T15 y 0,5pp en 2T15) ya que el fuerte aumento de la inversión en 1T15 y la significativa contribución de los inventarios en 2T15 no son sostenibles. Por ello, las importaciones deberían moderarse, por lo que se podría reducirse algo la contribución negativa de las exportaciones netas.

**Perspectivas para 2015 y 2016:** prácticamente mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB en el 0,8% para 2015 y el 1,4% para 2016, una décima más en ambos años que hace tres meses – debido a la ligera revisión al alza de los datos –, impulsada por los estímulos cíclicos que seguirán en el horizonte de previsión y por los efectos de las reformas en marcha. El crecimiento vendrá impulsado por la demanda doméstica, tanto el consumo privado como la inversión, mientras que el escaso margen fiscal será apurado para no lastrar la recuperación. Aunque las ventas a mercados emergentes son reducidas sobre el total de las exportaciones y el impacto directo es limitado, esperamos que se moderen el año que viene también por los efectos indirectos en el comercio (Alemania, EE.UU), aunque en parte podría mitigarse en el corto plazo por la depreciación del euro. No obstante, el mayor problema sigue siendo el bajo crecimiento potencial, por lo que se debe seguir ahondando en las reformas que permitan aumentar la productividad, reducir los costes laborales y ganar competitividad.

**Política fiscal:** En lo que va del año, los datos fiscales siguen siendo favorables y seguimos previendo un déficit del 3% para 2015, unos 0,4pp más de lo previsto oficialmente por el gobierno (2,6%) principalmente por el efecto negativo de la declaración de inconstitucionalidad de algunas medidas. Para 2016, seguimos estimando un déficit del 2,4%, en línea con las nuevas previsiones del gobierno (2,2% o 2,4% si se incluye el mayor gasto debido a la crisis de los refugiados). Sin embargo, la principal preocupación sigue siendo el elevado volumen de deuda pública (132,1% del PIB en 2014), que debería alcanzar su máximo en 2015 (135% del PIB) para luego empezar a descender hasta el 133% en 2016. Estas previsiones tienen en cuenta el esquema de privatización de empresas públicas que el gobierno está llevando a cabo, si bien con más retraso de lo esperado, desde finales de 2013, con el objetivo de cumplir con la regla de reducción de la deuda del *Fiscal Compact* a partir de 2018.

### España: la recuperación continúa, a pesar de la desaceleración en el corto plazo

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

**Datos recientes:** la economía española cerró 3T15 con una ligera moderación del crecimiento trimestral (0,8% t/t) que, probablemente, se está extendiendo durante 4T15 (0,7% t/t). El deterioro de las expectativas de crecimiento global (principalmente en los países emergentes), el agotamiento de algunos impulsos cíclicos, y el aplazamiento de algunas decisiones de gasto parecen estar detrás de la desaceleración. Respecto a la composición, los indicadores de coyuntura señalan que la demanda doméstica habría explicado el crecimiento trimestral del PIB en su totalidad, mientras que la externa habría hecho una contribución nula. Tanto el gasto de los hogares, como la inversión en maquinaria y equipo, habrían vuelto a crecer en 3T15, aunque de manera menos intensa que en 2T15. Igualmente, el consumo público habría cerrado en positivo, aunque el crecimiento habría sido marginal. Si bien la demanda externa neta no habría contribuido al crecimiento trimestral, tanto las exportaciones como las importaciones se habrían expandido, aunque a un menor ritmo.

**Perspectivas para 2015 y 2016:** la actividad avanzará un 3,2% en 2015 y desacelerará hasta el 2,7% en 2016, en línea con lo que adelantaba la anterior edición de esta publicación. La recuperación debería continuar apoyada en factores tanto externos como internos. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía global se verá compensada por una política monetaria algo más expansiva y la mayor contención prevista en los precios del petróleo. A nivel doméstico, el soporte de la política económica, junto con la mejora estructural de los fundamentos, darán lugar a una expansión sólida de la demanda doméstica. El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones lo que, probablemente, se saldará con una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento en ambos años (para más detalle ver [Situación España](#)).

**Política fiscal:** para 2015 se espera que el ciclo económico continúe contribuyendo a la reducción del déficit fiscal, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las pensiones. Junto a ello, el impacto de las políticas expansivas puestas en marcha, situará el déficit de 2015 en torno al 4,5% del PIB, por encima del objetivo del 4,2% acordado para dicho año. En cuanto a 2016 se prevé que la recuperación económica continúe corrigiendo el déficit de las administraciones públicas, de tal manera que, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se reduciría 1,5pp hasta el 3,0% del PIB.

## 5 Tablas

Tabla 5.1

## Previsiones zona euro

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

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)**

(Promedio anual, tasa interanual, %)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Estados Unidos</b>	2,1	1,5	1,6	0,2	1,8
<b>Eurozona</b>	2,5	1,4	0,4	0,1	1,1
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,2	1,3
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	1,0
Italia	3,3	1,3	0,2	0,2	1,0
España	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2
<b>Reino Unido</b>	2,8	2,6	1,5	0,1	1,3
<b>América Latina *</b>	7,8	9,2	12,6	16,4	26,6
México	4,1	3,8	4,0	2,8	3,3
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,9	6,8
<b>EAGLES **</b>	5,2	5,2	4,6	4,5	4,1
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,7	8,5
<b>Asia-Pacífico</b>	3,8	4,0	3,3	2,3	2,8
Japón	0,0	1,6	2,7	0,4	1,2
China	2,6	2,6	2,1	1,6	2,0
Asia (exc. China)	4,8	5,2	4,4	2,9	3,5
<b>Mundo</b>	4,5	4,2	3,9	3,8	4,8

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

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

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Tabla 5.5

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

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre 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
<b>Estados Unidos</b>	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
<b>Eurozona</b>	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
<b>China</b>	6,00	6,00	5,60	4,35	4,35
<b>Tipo de interés de la deuda pública a 10 años (Promedio anual)</b>					
<b>EEUU</b>	1,8	2,3	2,5	2,1	2,4
<b>Alemania</b>	1,6	1,6	1,2	0,5	0,7
<b>Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
<b>USD-EUR</b>	0,78	0,75	0,75	0,90	0,92
<b>EUR-USD</b>	1,29	1,33	1,33	1,11	1,09
<b>GBP-USD</b>	1,59	1,56	1,65	1,53	1,64
<b>USD-JPY</b>	79,8	97,5	105,8	121,44	130,92
<b>USD-CNY</b>	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 10 de noviembre 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	0,3	0,3	1,3	0,9	0,8	1,0	1,8	1,7
Consumo público	3,0	1,3	0,9	1,3	0,8	1,7	1,8	1,2
Formación bruta de capital fijo	-10,0	5,1	7,4	0,2	-1,3	3,5	1,9	3,2
Inventarios (*)	-1,7	1,4	0,5	-1,6	0,5	-0,3	-0,2	0,0
Demanda Interna (*)	-3,0	2,8	2,8	-0,8	0,8	1,2	1,4	1,8
Exportaciones	-14,3	14,2	8,4	3,4	1,8	3,9	4,9	4,0
Importaciones	-9,6	12,6	7,1	0,1	3,2	3,7	5,4	4,8
Exportaciones netas (*)	-2,6	1,1	0,9	1,5	-0,4	0,4	0,1	-0,1
PIB	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,4	1,6	1,6	1,8
Inflación	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,2	1,3

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

**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	-2,4	-3,5	-3,1	1,2	2,9	2,5
Consumo público	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,0	1,8	0,4
Formación bruta de capital fijo	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,5	6,1	5,5
Equipo y otros productos	-23,5	5,1	0,8	-8,4	3,9	10,5	8,9	6,3
Construcción	-16,1	-10,1	-11,7	-8,3	-7,1	-0,2	5,6	5,0
Vivienda	-20,3	-11,6	-13,3	-5,4	-7,2	-1,4	3,4	7,5
Otras construcciones	-11,4	-8,5	-10,2	-10,7	-7,1	0,8	7,3	3,2
Inventarios (*)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,3	0,1	0,0
Demanda Interna (*)	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	1,6	3,3	2,6
Exportaciones	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	5,1	5,2	5,2
Importaciones	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	6,4	6,1	5,2
Exportaciones netas (*)	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,2	-0,1	0,1
PIB	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Inflación	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2

(\*) Contribuciones al crecimiento.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de Europa

**Economista Jefe de Economías Desarrolladas**

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

**Europa**

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

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

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

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

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

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes****Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@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

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvarojorge.martin@bbva.com

**Áreas Globales****Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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