

# Situación Europa

1<sup>er</sup> TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE EUROPA



01  
Ante un entorno global débil e incierto, la eurozona continúa creciendo gracias a la demanda interna

02  
El shock de precios de materias primas es positivo para Europa y permitirá reforzar el consumo, pero la inversión continuará siendo moderada

03  
La inflación se debilita de nuevo por el petróleo, y el BCE responde con nuevas medidas de estímulo

04  
Los riesgos son a la baja, con preponderancia de los de naturaleza política y geopolítica

## Índice

1 Editorial	3
2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable	5
3 Eurozona: la recuperación se mantiene gracias a factores temporales, en medio de la intensificación de los riesgos	7
4 Perspectivas: mayor crecimiento y baja inflación en 2016-17, pero con aumento de las incertidumbres	13
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	18
5 Tablas	20

**Fecha de cierre: 5 de febrero de 2016**

## 1 Editorial

---

El episodio de aversión al riesgo que ha afectado a los mercados desde principios de año desencadenado por **las dudas sobre la situación en China y el crecimiento mundial, por un lado, y la nueva caída de los precios del petróleo, por otro, son las dos novedades que desde nuestra última publicación han afectado a la economía global y, por ende, a la economía europea**, que por lo demás ha continuado creciendo al ritmo esperado de alrededor de un 1,5% en términos anualizados.

Las caídas de los precios de los activos a nivel global han generado dudas sobre la recuperación mundial y la capacidad de las economías emergentes de hacer frente a los retos que supone para la política económica. En Estados Unidos la Reserva Federal ha empezado a subir los tipos de interés, como se esperaba, pero los indicadores más recientes de actividad generan también ciertas dudas sobre la progresión en los últimos meses. Todo ello supone un entorno externo que sigue sin ser favorable para las exportaciones europeas.

Por otro lado, la reducción de los precios del petróleo y de otras materias primas supone una inyección de renta para las economías de la zona euro, fuertes importadores de materias primas y energía, lo que supondrá un estímulo adicional para el consumo privado este año, tras haber sido el componente de la demanda más resistente en 2015 gracias al *shock* petrolero anterior a finales de 2014.

**No es fácil evaluar el impacto sobre la actividad de estos dos impulsos de signo contrario.** Si las señales de debilidades de la economía China son temporales, como esperamos, **es posible que el impulso positivo al consumo privado, pueda más que compensar el inducido por una menor demanda externa.** Sin embargo, **el entorno de incertidumbre ligado a la situación de los mercados y a un escenario político complejo parece estar teniendo un efecto sobre los planes de inversión privada en la región. Por todo ello, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB en la zona euro en un 1,8% para 2016**, tras el 1,5% con el que ha cerrado 2015. **En 2017, si las tensiones desaparecen, la región podría seguir cerrando su brecha de producción y crecer en torno al 2%.**

A pesar de tener un efecto neto positivo para Europa, **el nuevo *shock* del petróleo renueva las tensiones desinflacionistas en un entorno de inflación ya muy baja, y complica con ello la gestión de la política monetaria del BCE.** Las caídas recientes del precio del petróleo y los nuevos equilibrios del mercado nos han llevado a revisar a la baja nuestras previsiones del precio del Brent a 30 \$/barril de media en 2016 y 46 \$/barril en 2017, un 50% y un 30% más bajos, respectivamente, que en nuestras anteriores previsiones. Esto, unido a las caídas ya producidas, que han impedido que la tasa de inflación se recupere como esperábamos y se mantenga en torno al 0,2% (dato de enero) **nos hacen revisar las previsiones de inflación para 2016 del 1,1% al 0,2%, y para 2017 del 1,7% al 1,4%. No prevemos fuertes efectos de segunda ronda de estas caídas** (igual que no se produjeron en el anterior choque petrolero de principios de 2015), **en un contexto de consumo interno relativamente robusto**, y por tanto la revisión de la inflación subyacente es mucho menor (unas dos décimas en el horizonte de previsión hasta el 1% en 2016 y el 1,6% en 2017).

A pesar de que no prevemos un escenario de presiones deflacionistas, sí que parece que **el BCE va a tomar medidas adicionales de estímulo para contrarrestar unas expectativas de inflación que han reaccionado a la baja y así asegurarse un poco más la consecución del objetivo de inflación a medio plazo.** Así, el presidente Draghi preanunció algún tipo de medida para marzo (cuando se publicarán las nuevas previsiones del BCE), y es probable que se aumente el ritmo de compras de activos y posiblemente se reduzca el tipo de depósito (actualmente en el -0,3%) de manera adicional. Esto en un contexto global en

el que otros bancos centrales de países desarrollados han adoptado un tono aún más relajado recientemente, respondiendo a las dudas globales.

Si la situación de los mercados se normaliza y se confirma que la desaceleración de China es suave, como esperamos, nuestras previsiones podrían verse superadas por unos datos de crecimiento mayores, ya que el potencial efecto de unos precios de la energía tan bajos es grande. Sin embargo, **los riesgos a la baja también se han extendido. Además de la posibilidad de un menor crecimiento global y de que una volatilidad prolongada en los mercados termine afectando a la actividad, Europa se enfrenta a una variedad de problemas domésticos.** Uno de ellos se refiere a las dudas sobre la rentabilidad del sistema bancario, que se ha reflejado en las caídas recientes de sus valoraciones bursátiles o en problemas del sector en Italia. Otros tienen una raíz más política – o geopolítica - que económica.

Así, por ejemplo, los problemas en Grecia no están resueltos, y las negociaciones con la troika continúan prorrogándose más de lo previsto. Aunque su influencia sobre el resto de la zona ha disminuido mucho, es un tema que sigue preocupando. Algunos gobiernos europeos, como el italiano o el nuevo gobierno portugués, debaten con la Comisión Europea los ritmos de reducción de déficit y existe el riesgo de que se frenen o se reviertan las reformas. En España, aún no hay un gobierno formado y la política económica de la legislatura es aún incierta. No sólo persisten las tensiones entre los gobiernos periféricos y los países del norte de Europa, sino que existe el riesgo de que se abra una brecha hacia el oeste -con una probabilidad no desdeñable de salida del Reino Unido de la UE- y otra hacia el este, con discrepancias fuertes entre los países orientales de Europa y Alemania sobre cómo afrontar la crisis migratoria. Y es éste, probablemente, el riesgo interno más difuso pero mayor en la eurozona: a pesar de las medidas tomadas en la buena dirección (acogida de refugiados, planes para aprovechar su potencial económico en un continente con bajo potencial de crecimiento, acuerdo con Turquía para limitar los flujos de inmigrantes), las llegadas de exiliados continuarán siendo muy elevadas en 2016 y están generando problemas políticos en la zona, lo que puede tener un efecto en el clima de inversión. Todos estos factores hacen que la incertidumbre haya aumentado, lo que junto con las futuras elecciones generales en 2017 en los dos grandes países de la zona, está frenando también el proceso de cambios hacia una zona euro más integrada, que ha sido hasta hace poco una de las estrategias clave para salir de la crisis.

## 2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable

**La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año.** La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas de tamaño relevante, como Rusia o Brasil, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

Aun cuando los registros de actividad correspondientes al segundo semestre de 2015 sean consistentes con un avance del PIB mundial superior a los observados durante la primera mitad del ejercicio, **los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace tres meses.** De confirmarse esta tendencia, **el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016, repitiendo el avance de 2015 y postergando la recuperación a 2017**, cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5%. **Este crecimiento reducido, que sigue siendo el menor desde 2009, responde al deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes** y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. **La recuperación del bloque de economías desarrolladas continúa siendo frágil** y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera, **y no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para los países emergentes** (para más detalles, véase [Situación Global 1T16](#)).

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. **Incluso con independencia de la magnitud de la desaceleración que pueda estar experimentando China**, el hecho de que **las principales economías emergentes se estén viendo afectadas de forma conjunta por la corrección persistente del precio de las materias primas** ha contribuido a elevar la aversión al riesgo a escala global. Además, se ha añadido como foco de incertidumbre la evolución del yuan chino, moneda de reserva con cotización más sujeta al mercado desde el verano de 2015 y sobre la que las autoridades no están logrando anclar las perspectivas. En esta situación, **las salidas de capital que está sufriendo el bloque emergente desde principios de 2015 alcanzan en tamaño las observadas en 2013**, cuando los mercados descontaron una subida de tipos de la Fed que finalmente no se produjo. La persistencia de la retirada de flujos y la escasa discriminación entre economías revela que la naturaleza del episodio actual puede tener consecuencias más severas sobre el acceso a la financiación y el ritmo de crecimiento de las economías más dependientes del ahorro externo. China y los países latinoamericanos son, en agregado, los que están concentrando las mayores salidas de capital y, consecuentemente, en los que más se están deteriorando las condiciones financieras.

La pérdida de valor de las divisas emergentes que, en algunos casos, sitúa su cotización en niveles similares o superiores a los observados durante la crisis de 2008, es una de las señales más representativas del castigo a los mercados financieros emergentes. A las dudas sobre los efectos del ajuste de la economía china sobre los canales de comercio y financiación global, se unen la ampliación de los desequilibrios externos, el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y las **restricciones a las que se enfrentan las autoridades para gestionar la desaceleración del ciclo económico sin comprometer la estabilidad financiera.** En aquellos casos donde las depreciaciones acumuladas por las monedas son más intensas y duraderas, las tasas de inflación están empezando a repuntar y a alejarse de los niveles fijados

por sus bancos centrales como objetivos de política monetaria. El cambio de régimen en la cotización del yuan constituye, sin duda, un factor de depreciación adicional para la mayoría de divisas emergentes, en un entorno de menor demanda externa en el que un deterioro significativo de los términos de intercambio puede exacerbar la corrección de la demanda doméstica.

El dilema al que se enfrentan los bancos centrales emergentes se ve reforzado por los riesgos que entraña la acumulación de deuda por parte del sector empresarial durante la última década y, con mayor intensidad, a partir de 2007. La abundancia de liquidez en los mercados de capitales y la reducción de los costes financieros fueron revulsivos para que el sector privado de un buen número de países emergentes optase por el recurso al endeudamiento como vía de financiación, en muchos casos denominado en divisa extranjera. **Un aumento de los costes financieros** (los diferenciales de crédito corporativo se han tensionado de forma significativa en los últimos meses), **en un contexto de menores ingresos y caída de la rentabilidad empresarial, puede comprometer el pago del servicio de la deuda y propiciar una reducción acusada de la inversión.** En este sentido, la orientación de política monetaria que adopten los bancos centrales de las economías desarrolladas seguirá siendo determinante. Ahora bien, en la medida en que esta contención de precios se produce en un contexto de crecimiento de la demanda reducido, endeudamiento todavía elevado y tipos de interés de referencia anclados en niveles mínimos, cercanos al 0% en Europa y Japón, **el margen de la política monetaria para reactivar el crecimiento y disipar las dudas sobre los efectos del ajuste en emergentes es bajo.** Sobre todo, cuando la corrección de la actividad en estos últimos no responde únicamente a factores cíclicos sino también a un deterioro duradero de fuentes de ingresos claves como los procedentes de las exportaciones de materias primas.

Con todo, **la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido, 3,2%, similar al de 2015, y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente.** La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto descrito constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

### 3 Eurozona: la recuperación se mantiene gracias a factores temporales, en medio de la intensificación de los riesgos

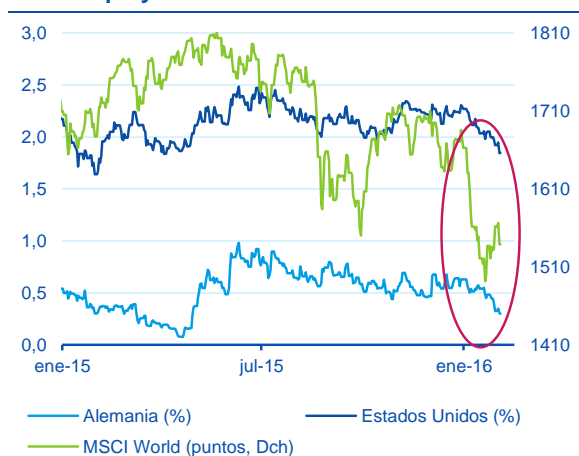
Durante los últimos tres meses, a pesar de que el crecimiento en la zona euro ganó algo de impulso y la confianza se ha mostrado relativamente resistente, se han producido algunos eventos que, a pesar de estar en algunos casos descontados, como la desaceleración gradual de la economía china y subida de tipos de la Fed, están pesando o pesarán sobre el desarrollo de la economía global y condicionarán la economía europea en los próximos trimestres, como el aumento significativo de la incertidumbre y caída de los precios de las materias primas.

En general, **el efecto neto del cambio de los factores globales (mayor desaceleración de la demanda global y caída de los precios del petróleo) podría ser positivo para la eurozona**, lo que pondría un sesgo al alza a nuestro escenario. **Sin embargo, el efecto a través de los canales financieros y de la confianza de los agentes de la mayor incertidumbre, más imprecisos de medir, podrían más que compensar ese sesgo, por lo que mantenemos sin cambios nuestras previsiones de crecimiento en 2016 y 2017** (de 1,8% y 2%, respectivamente, tras el 1,5% de 2015). A pesar de mantener las previsiones, éstas ahora reflejan una composición del crecimiento algo diferente a las de hace tres meses, **más sesgado hacia el consumo** privado, especialmente, y público, **que soportaran el ritmo de avance de una recuperación más basada en factores temporales en el horizonte de previsión, con un retraso paralelo del rebote esperado de la inversión, que es necesario para acceder a un crecimiento más duradero.**

#### Mayor aversión al riesgo y freno a la depreciación del euro...

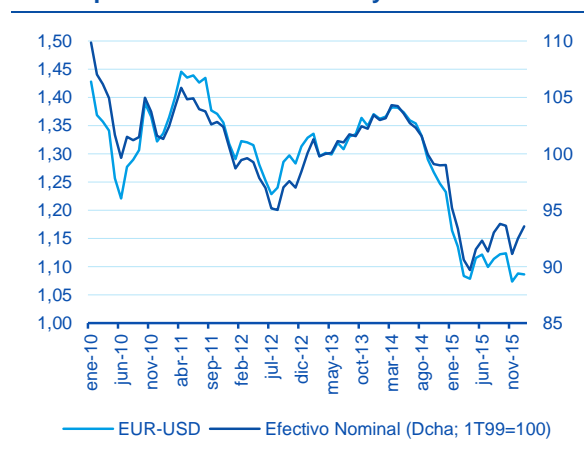
La evolución de los mercados financieros no ha estado exenta de sobresaltos en el último trimestre de 2015 y principios de 2016. El inicio de normalización de los tipos de interés de EE.UU el pasado diciembre no parece ser el causante del incremento significativo de las tensiones financieras, ya que fue un movimiento ampliamente descontado. **El principal foco de preocupación para los mercados, como ya ocurrió en verano, sigue siendo China;** en particular, la incertidumbre sobre el grado de desaceleración cíclica y su política cambiaria. En cierta medida relacionado con lo anterior, **las continuas caídas el precio del crudo,** que se sitúa en mínimos de más de una década (32,5 dólares por barril), **han contribuido a intensificar las tensiones financieras en los mercados emergentes** y a elevar significativamente el riesgo de crédito de las empresas más vinculadas al ciclo de materias primas. **El riesgo geopolítico** es otro factor que contribuye a este entorno de aversión al riesgo, donde se han **intensificado las salidas de flujos de países emergentes** y las bolsas mundiales han registrado profundas caídas. Mientras, los bonos de más alta calidad crediticia han actuado como refugio, propiciando reducciones en los tipos de interés en Estados Unidos, Reino Unido y la eurozona (Gráfico 3.1). En este episodio, **el euro, a diferencia del yen y el dólar, no ha actuado de moneda refugio, pero tampoco ha consolidado la senda de depreciación frente al dólar** a pesar de la divergencia de políticas monetarias (la Fed subiendo tipos y el BCE aprobando más medidas de estímulo). De este modo, y teniendo en cuenta la depreciación del resto de divisas con respecto al dólar, **el tipo de cambio efectivo nominal de la zona euro se ha apreciado algo más de un 1% en enero y un 3% desde el pasado verano** (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 Años y MSCI World equity index



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.2  
UEM: tipo de cambio EUR-USD y efectivo nominal



Fuente: BCE

### ... ante una menor demanda externa para la zona euro en 2016-17

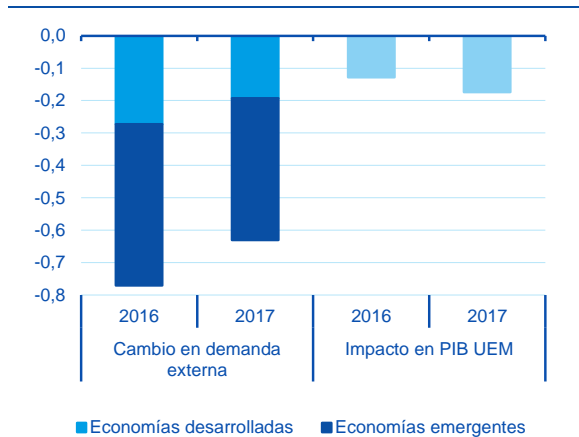
**Al aterrizaje suave de la economía china** (cuyo cambio de patrón de crecimiento puede pesar sobre sus importaciones de productos del resto del mundo) **se une ahora el peor desempeño de otras economías emergentes** tras el aumento de las turbulencias en los mercados financieros, el desplome en los precios de las materias primas y las fuertes depreciaciones de sus divisas, que terminarán pesando sobre su crecimiento (y también sobre sus importaciones, vía tipo de cambio) y, por ende, sobre la demanda externa de la zona euro.

Y aunque lo anterior se refleja en una **nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial** (Sección 2), **continúan los argumentos para pensar que el impacto externo debería ser limitado**. En primer lugar, las economías desarrolladas continúan recuperándose gradualmente y las exportaciones de la zona euro a estos países suponen más del 60% del total. En segundo lugar, los datos disponibles hasta finales del año pasado siguen sin mostrar un ajuste brusco del comercio mundial que, más allá de la volatilidad, volvió a avanzar a un ritmo promedio de algo más del 1% t/t en la segunda mitad de 2015 tras las caídas observadas en el primer semestre. Y, además, el comportamiento de las economías emergentes será diferenciado, viéndose afectadas especialmente aquellas más dependientes de las materias primas, en especial del petróleo, sobre todo de América Latina y Rusia, y las ventas de la zona euro a estos países, junto con las destinadas a la OPEC, representan menos del 15% del total de sus exportaciones.

Por tanto, ahora esperamos una **moderación de la demanda externa de alrededor de 0,7pp en 2016 y en 2017** (Gráfico 3.3), lo que nos lleva a revisar las proyecciones para el sector exterior de la zona euro (Sección 4), **con un impacto negativo sobre el PIB de alrededor de una o dos décimas en cada uno de los años del horizonte de previsión**.

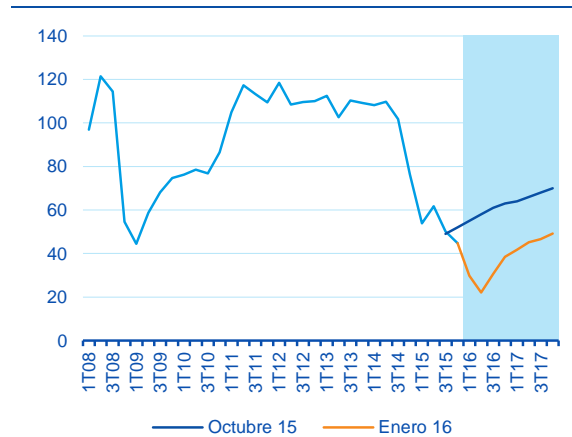


Gráfico 3.3  
UEM: cambio en previsiones demanda externa e impacto en PIB (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.4  
Precio petróleo Brent (USD ppr barril)



Fuente: BBVA Research

## La caída de los precios del petróleo contribuirá al crecimiento del consumo, pero llevará la inflación de nuevo a tasas muy bajas

Desde el verano pasado **el precio del petróleo ha venido registrando caídas que se han intensificado a finales del pasado año**, mayores de las esperadas y acumulando un desplome de algo más del 50%. Esto, unido a una corrección limitada de la oferta junto con unas menores expectativas de demanda, nos lleva a revisar significativamente nuestras previsiones de petróleo en el horizonte de previsión. Ahora esperamos caídas adicionales de los precios a lo largo del primer semestre de este año (hasta alrededor de los 22 dólares en el segundo trimestre) y un aumento mucho más gradual a partir de entonces, que resultará en precios medios de unos 30 y 45 dólares en 2016 y 2017, respectivamente (Gráfico 3.4).

**Una caída de los precios del petróleo de algo más de un 40% durante el segundo semestre de 2015 y otro 40% adicional este año** –y que son un 50% más bajos en 2016 y un 30% en 2017 con respecto a nuestras anteriores previsiones- **supone un estímulo importante para el crecimiento de la zona euro**, a través del aumento de la renta disponible y la reducción de los costes de las empresas. Parte de dicho estímulo ya se habría notado en la segunda mitad de 2015 en un mayor crecimiento del consumo privado. Con todo ello, estimamos un impacto positivo del nuevo escenario de petróleo sobre el crecimiento **de entre tres y cinco décimas en 2016-17** (Gráfico 3.5).

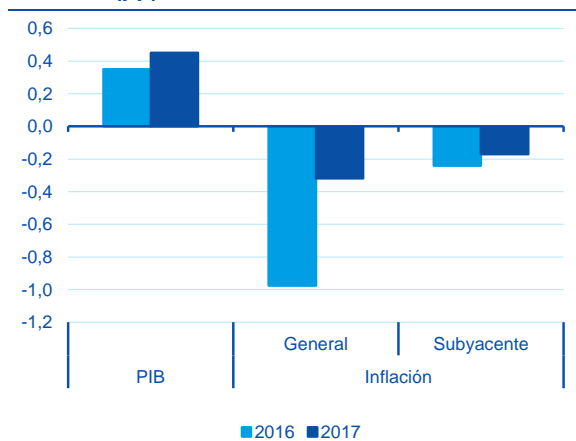
**Pero la otra cara de la moneda es que esta nueva senda del petróleo reducirá la inflación**, ya baja de por sí, en alrededor de 1pp este año y 0,3pp en 2017, que nos lleva a revisar significativamente las previsiones, **para permanecer en tasas próximos a cero por segundo año consecutivo, muy lejos del objetivo del BCE desde 2013, a la vez que se retrasará la consecución del mismo hasta 2018** (Sección 4). La fortaleza de la demanda doméstica y la gradual mejora el mercado de trabajo, con diferencias entre los estados miembros, deberían limitar los efectos de segunda ronda, que estimamos en entre dos y tres décimas en 2016-17.

## El aumento de la incertidumbre en Europa podría limitar el empuje de la demanda interna

La incertidumbre política tras las elecciones a finales de año en varios estados miembros (generales en España y Portugal, regionales en Francia) y algunos problemas todavía en vías de resolución (como los del sector bancario italiano, el referéndum británico y sobre todo la crisis de refugiados) van a tener un impacto difícil de evaluar en la confianza de los agentes y limitarán el beneficio de los vientos de cola y los estímulos de la política monetaria.

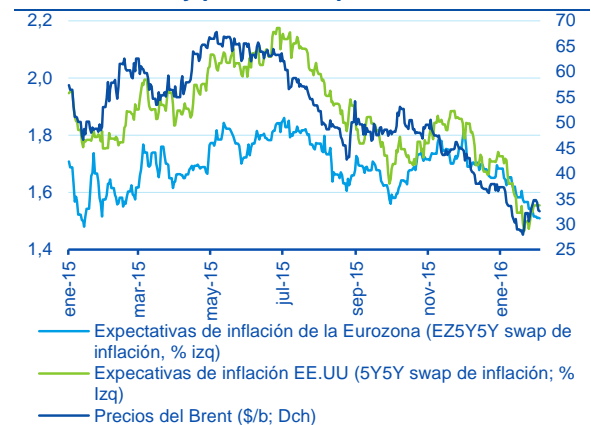
En particular, **el impacto positivo de la caída de los precios del petróleo podría ser algo más limitado que el de anteriores shocks, sobre todo a través de la inversión** (Sección 4) por el aumento de la incertidumbre en un entorno de tipos extraordinariamente bajos y reducidos márgenes empresariales. El efecto sobre el consumo privado debería de ser mayor, a pesar del efecto riqueza negativo inducido por la fuerte caída de las bolsas.

Gráfico 3.5  
UEM: impacto caída precio petróleo en PIB e inflación (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.6  
Expectativas de inflación a largo plazo implícitas en el mercado y precios del petróleo



Fuente: Bloomberg

## Ante este panorama, el BCE está revaluando su política y podría tomar más medidas de estímulo en marzo

Las renovadas turbulencias en los mercados financieros y la caída de las expectativas de inflación (asociadas en gran parte a la caída del precio del petróleo - Gráfico 3.6) plantean nuevos desafíos para los bancos centrales, incluido el BCE. **En diciembre, la autoridad monetaria europea ya adoptó medidas de relajación monetaria** recortando el tipo de la facilidad de depósito - 10pb hasta el -0,3% y extendiendo el programa de compra de activos seis meses más – hasta al menos marzo de 2017 -, entre otras medidas<sup>1</sup>. Adicionalmente, en enero, el banco central reconoció que **los riesgos a la baja han aumentado tanto para a la inflación como para el crecimiento, abriendo claramente la puerta nuevas medidas**.

Efectivamente, de acuerdo a nuestras previsiones y a la nueva senda precios del petróleo, las previsiones de inflación se revisarán significativamente a la baja en marzo, sobre todo las de 2016, retrasándose una vez más el horizonte en el que la inflación converge al objetivo. Así, esperamos que el BCE recalibre la política monetaria **en su próxima reunión de marzo**. El BCE **podría volver a extender el programa de compra de activos en el tiempo, elevar el objetivo de compras mensual** (desde el actual de 60 mil

1: Para más detalle ver [Observatorio BCE](#) de diciembre de 2016.

millones de euros) **y/o ampliar el universo de activos comprados por el BCE**. Además, el banco central también ha abierto la puerta **a recortes adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito**, algo que se hizo explícito en el comunicado de la reunión de enero (“los tipos del BCE seguirán en sus niveles actuales o inferiores durante bastante tiempo”). Así, cualquiera de estas medidas o una combinación de las mismas podrán ser adoptadas en la reunión de marzo.

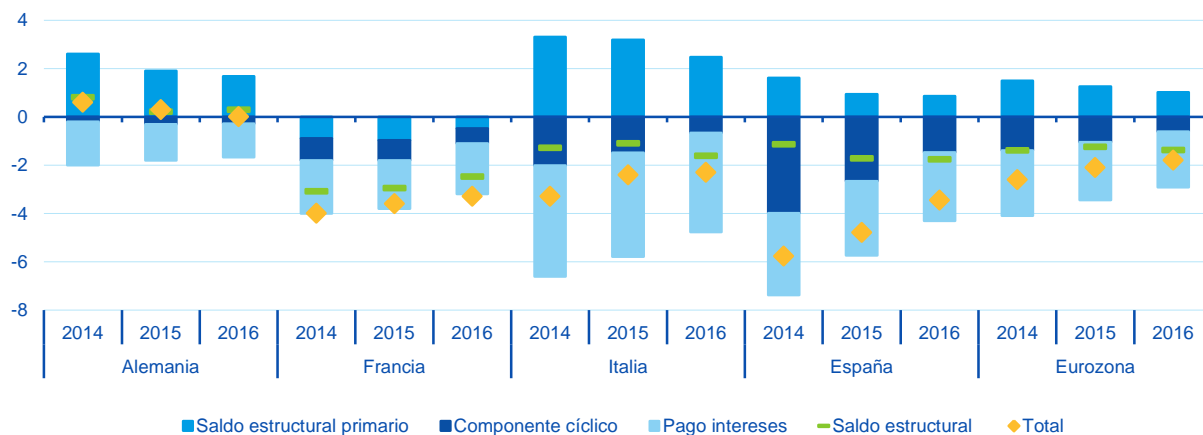
Por otro lado, **no esperamos más inyecciones de liquidez vía subastas más allá de las previstas**, pues en el entorno de abundante liquidez actual, la sexta subasta TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) celebrada el pasado 11 de diciembre, al igual que la quinta, se saldó con una escasa demanda, 18,3 mil millones de euros, por debajo de las expectativas.

## La política fiscal terminó siendo ya algo expansiva en 2015 y continuará así en 2016

**Los principales motivos** que han llevado a un tono ligeramente expansivo de la política fiscal en 2015 **han sido el aumento del gasto público ligado a la gestión de la crisis de refugiados**, especialmente durante el segundo semestre, **y las desviaciones respecto a los objetivos**, a pesar de la mejora del componente cíclico y de los menores pagos por intereses.

En Alemania, según el dato provisional, 2015 se cerró con un superávit del 0,5% del PIB en las cuentas públicas, cinco décimas por debajo de lo presentado en el presupuesto y que supone que, en vez de llevarse a cabo un ajuste fiscal de alrededor de tres décimas del PIB, se terminará aplicando un estímulo fiscal de alrededor de dos décimas del PIB. En España, con los datos disponibles hasta noviembre, nuestras estimaciones apuntan a que el déficit público se habría reducido en casi 1pp hasta el 4,8% del PIB, pero con un nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad del 4,2% del PIB. En el caso de Francia e Italia sí que parece que se vayan a cumplir con los objetivos, al registrar un déficit del 3,8% y del 2,6% del PIB, respectivamente, aunque tras la relajación de los objetivos en marzo del año pasado Francia lo habría conseguido sin necesidad de aumentar el esfuerzo fiscal, mientras que en Italia pudo llevar a cabo una política fiscal neutra o ligeramente expansiva. Como resultado, **estimamos un estímulo fiscal de alrededor de una décima del PIB en el conjunto de la zona euro**.

Los presupuestos presentados **para 2016** muestran que **la política fiscal continuará apoyando ligeramente la recuperación**. En Alemania, a pesar del menor superávit registrado el año pasado, la mejora cíclica de las cuentas públicas y la reducción del pago por intereses debería permitir llevar a cabo un estímulo fiscal de tres o cuatro décimas del PIB y mantener sus cuentas públicas en equilibrio, si bien inicialmente estaba previsto que fuera de siete décimas para el impulso de las infraestructuras públicas y el previsible gasto de la crisis de refugiados. En Italia, el estímulo fiscal contemplado en el presupuesto es de alrededor de cuatro décimas del PIB, a lo que se podría unir un par de décimas según su estimación del aumento del gasto para gestionar la crisis de refugiados. Y en España, el impulso del mejor entorno económico se aprovechará para continuar con las políticas fiscales expansivas iniciadas en 2015. La excepción será Francia, que tras posponer el ajuste fiscal debería aplicar otro de alrededor de tres décimas este año para alcanzar el objetivo de déficit del 3,4% del PIB (Gráfico 3.7). Como resultado, **en el conjunto de la zona euro, estimamos para este año un nuevo impulso fiscal de alrededor de dos décimas del PIB**. Para 2017 no se han presentado ninguna medidas para valorar si los países alcanzarán o no sus objetivos, pero de hacerlo resultaría de nuevo en una política fiscal algo contractiva.

Gráfico 3.7  
Saldo público y componentes (% PIB)

Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

## Se intensifican los riesgos a la baja, tanto internos como externos

El riesgo global más inminente proviene de un desempeño peor de lo esperado de las economías emergentes, sobre todo en China, tanto por una situación de base peor de la esperada como por una respuesta de política económica y de gestión de crisis inadecuada para limitar el impacto del aumento reciente de la aversión al riesgo. En este sentido, un posible ajuste brusco de la economía china en su transición hacia una economía más equilibrada, el endurecimiento rápido de la política monetaria de la Fed o un mayor desplome del precio de las materias primas, que arrastraran al resto de las economías emergentes, tendrían efectos en la actividad global con un impacto en la economía europea. Más allá de estos shocks externos, una prolongación excesiva de la situación de incertidumbre en los mercados y de caídas en los valores de los activos podría tener un efecto riqueza sobre el consumo, generando una espiral negativa entre factores financieros y sector real. Y, dentro de Europa, las dudas recientes sobre la rentabilidad del sector bancario en general, el más castigado en las recientes caídas de las bolsas, o sobre problemas más puntuales (léase el caso reciente de la banca italiana<sup>2</sup>), pueden añadir incertidumbre en la misma dirección.

También se han intensificado los riesgos geopolíticos más cercanos a Europa. El conflicto entre Ucrania y Rusia continúa latente, mientras que el recrudecimiento de la guerra en Siria podría continuar aumentando el número de refugiados cuando la política de acogida en Europa aún no está bien definida. Todo ello en un contexto de mayor incertidumbre política en varios países tras las elecciones de finales del año pasado, con elecciones generales en 2017 en otros, y el añadido de la incertidumbre asociada al referéndum de salida de la UE del Reino Unido. Por último, en un contexto de mayor incertidumbre financiera y de política económica, existe el riesgo de reversión del proceso de reformas estructurales y de ajuste de desequilibrios, aún no terminado y de paralización del proceso de integración en la eurozona.

2: Ver artículo "La bola de nieve de los bancos italianos"

## 4 Perspectivas: mayor crecimiento y baja inflación en 2016-17, pero con aumento de las incertidumbres

La economía de la zona euro creció en torno a un 1,5% en 2015...

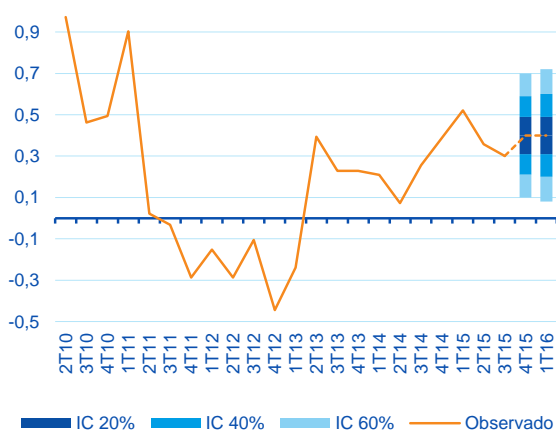
Los últimos datos disponibles apuntan a que **la recuperación podría haber ganado algo de tracción durante el cuarto trimestre de 2015 y, a pesar de resentirse del fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año, el crecimiento continúa mostrando cierta resistencia en el primer trimestre de 2016**, apoyado en los factores domésticos y también con señales algo más optimistas para las exportaciones.

Dicho aumento de la incertidumbre se ha dejado notar en una reducción de los indicadores de confianza en enero que, en cualquier caso, tras la mejora observada durante el último trimestre de 2015, continúan en niveles altos y similares a los del primer semestre del pasado año, cuando el PIB creció un 0,5% t/t en promedio. Estos niveles son consistentes con una expansión relativamente robusta de la actividad, sobre todo en el sector servicios – beneficiado por el buen momento de la demanda doméstica – y algo menos en el sector industrial, aunque parecen disiparse algo los temores de un desplome de los pedidos del exterior de la zona euro.

No obstante, los datos reales de actividad hasta noviembre no reflejan el relativo optimismo de las encuestas de confianza y continúan siendo algo más débiles. Por un lado, la producción industrial avanzó en el último trimestre de 2015 a un ritmo estable pero débil (0,2% t/t), mientras que las ventas al por menor apuntan a cierta moderación del consumo privado. La noticia algo más positiva es la mejora en la evolución de las ventas al exterior hasta noviembre (en términos nominales y algo más en términos reales), lo que, unido a un menor dinamismo de las importaciones, debería redundar en que las exportaciones netas no drenarán crecimiento en el conjunto de la zona euro (tras la contribución negativa de 0,3pp al crecimiento en 3T15).

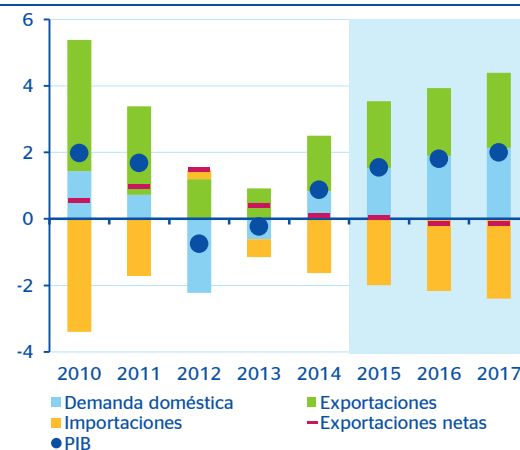
Con toda esta información, **nuestro modelo MICA-BBVA estima un avance del PIB de alrededor del 0,4% t/t en 4T15** (Gráfico 4.1), consistente con la previsión de un crecimiento del 1,5% en el conjunto de 2015. **Aunque los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 se limitan básicamente a las encuestas de confianza para enero, estimamos que el ritmo de expansión se estaría manteniendo o incluso podría acelerarse algo a principios de año (alrededor de 0,5% t/t)**, con un crecimiento más robusto en España y Alemania, que sigue contrastando con la todavía débil recuperación de Francia e Italia.

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2  
UEM: Contribución al crecimiento del PIB anual (pp)



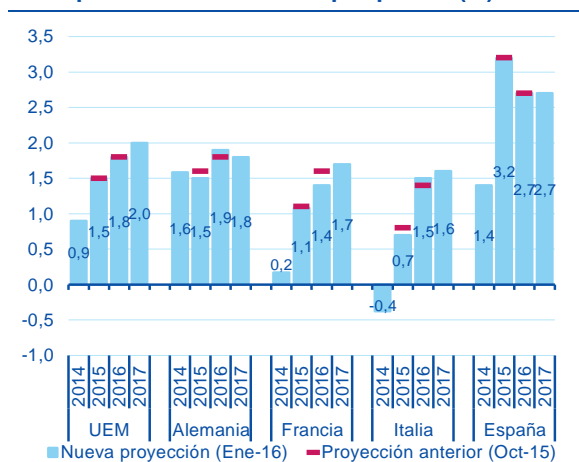
Fuente: Eurostat y BBVA Research

### ... y debería ganar algo de impulso en 2016 y 2017

Teniendo en cuenta todos los factores comentados en la sección 3, nuestro escenario sigue contemplando que **la demanda doméstica continuará siendo la principal fuente de crecimiento en 2016**, ganando peso respecto al año pasado y a las anteriores previsiones debido a un mayor crecimiento del consumo público y privado, apoyado en una nueva relajación de las políticas económicas y los bajos precios del petróleo, y algo menos de inversión, mermada por el aumento de la incertidumbre en un contexto de todavía elevado apalancamiento de las empresas. Por el contrario, la desaceleración de la demanda global, especialmente de las economías emergentes y el desvanecimiento del efecto de la fuerte depreciación del euro durante el pasado año se traducirán en unas exportaciones netas que volverán a lastrar el ritmo de la recuperación. Por todo ello, **mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 1,8% para la zona euro** (Gráfico 4.2). Por primera vez presentamos **nuestras previsiones para 2017**, que **recogen que la economía ganará tracción hasta crecer un 2%** y que continuará impulsada principalmente por factores domésticos.

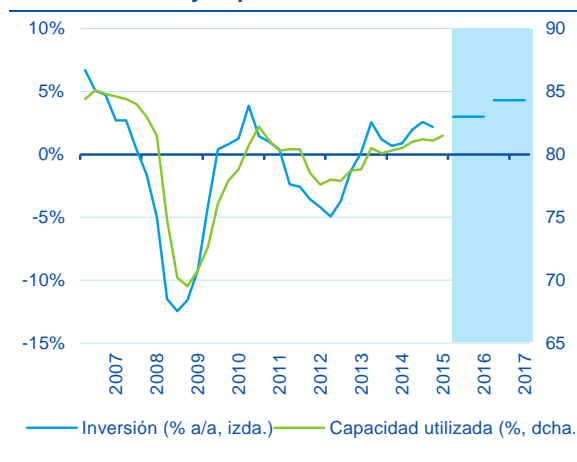
Por grandes países, también mantenemos prácticamente los pronósticos. El crecimiento debería de ganar algo de tracción en Alemania impulsado por una política fiscal expansiva – desde la segunda mitad de 2015, que se extenderá por lo menos este año – lo que debería compensar la moderación de las exportaciones, mientras que la recuperación en Francia sigue generando dudas por la falta de reformas estructurales e Italia, aunque sigue sorprendiendo ligeramente al alza, avanza a un ritmo muy lento como para volver a alcanzar el nivel de PIB de antes de la crisis en el horizonte de previsión. España continúa creciendo por encima del resto de los países grandes, aunque a un ritmo algo más moderado este año y que mantendrá relativamente estable en 2017 (Gráfico 4.3 y Estados miembros de la zona euro: análisis detallado).

Gráfico 4.3  
UEM: previsión crecimiento por países (%)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4  
UEM: Inversión y capacidad utilizada



Fuente: Haver y BBVA Research

### La recuperación del consumo privado continuará siendo el principal motor de la demanda doméstica en 2016...

El consumo privado ha mantenido un crecimiento relativamente estable desde mediados de 2013 (crecimiento promedio de 0,3% t/t) y estimamos que habría seguido avanzando a una tasa similar a finales de 2015. Tanto las menores ventas al por menor, disponibles hasta noviembre, como la matriculación de turismos señalarían que el consumo privado habría cerrado el 2015 con un crecimiento cercano al 0,3 % t/t,



algo menos que en 3T15 (0,4% t/t), en línea con la moderación de la confianza de los consumidores observada a finales de 2015.

Para el horizonte de previsión, **esperamos que los soportes del consumo privado continúen reforzándose**. El menor ajuste fiscal en varios países (como Italia y España) acarreará también una **reducción de impuestos** que, **junto a una inflación muy baja y la mejora gradual del mercado de trabajo, deberían redundar en un aumento de la renta disponible**. **Todo ello impulsará el consumo de los hogares** algo más de lo que esperábamos hace tres meses, siempre y cuando no se produzca un deterioro fuerte de la confianza de los hogares tras el aumento de la incertidumbre tanto global como a nivel europeo que llevase a un aumento del ahorro por motivos precautorios. Así, **el consumo privado debería cerrar el 2015 con un crecimiento en torno del 1,6%, para acelerarse en 2016 y 2017**, hasta alrededor del 1,9% y 2%, respectivamente, un ritmo de crecimiento similar al registrado antes de la crisis (un promedio de 1,9% en el periodo 1995-2008).

### ... mientras que la inversión se verá lastrada por la incertidumbre este año, pero sigue siendo la clave para un mayor crecimiento en 2017

A pesar de la recuperación sostenida del consumo y de los altos niveles de confianza empresarial, **la inversión continúa sin despegar**. Más allá de la volatilidad de esta variable, la inversión volvió a estancarse en el segundo y tercer trimestre de 2015 tras haber estado creciendo, aunque de manera desigual, alrededor de un 0,5% t/t en promedio desde mediados de 2013 (si bien todavía lejos del 0,9% t/t en promedio de antes de la crisis). Detrás del parón de esa tendencia de moderada recuperación podría haber estado el aumento de la incertidumbre sobre la demanda global, sobre todo China y posible contagio a emergentes, así como sobre la situación política en Europa y los problemas sin resolver, en un contexto de todavía elevado apalancamiento de las empresas y de reducción de los márgenes empresariales, que podría haber limitado el efecto positivo de unas condiciones financieras muy favorables. Por otro lado, a pesar de que la capacidad utilizada de la industria se sitúa prácticamente en su media histórica desde principios de 2015 (Gráfico 4.4), parece que las empresas han sido más proclives a aumentar el empleo que la inversión, como refleja el buen desempeño, algo mejor de lo previsto, del mercado de trabajo en los últimos trimestres.

Para 2016 y 2017, **esperamos ahora un crecimiento de la inversión más moderado** (-0,5pp en ambos años) que en nuestras previsiones de hace tres meses, puesto que los numerosos factores de incertidumbre continuarán pesando sobre la confianza y harán que las empresas sigan aplazando en parte sus planes de inversión, a pesar de la fortaleza de los fundamentales y el apoyo de algunos vientos de cola, como la reducción de los costes tras la caída de los precios de las materias primas y la fortaleza de la demanda doméstica. Con todo, estimamos que la inversión continuará **recuperándose en 2016 (3%) tras crecer en torno a un 2,2% el año pasado, y esta mejora se mantendría en 2017 con un crecimiento de alrededor del 4,3%**, aunque sin alcanzar las altas tasas observadas en 2006 y 2007 (alrededor de 5,2%).

### Una política fiscal algo expansiva en 2016 propiciará el aumento del consumo público

Tras varios años de ajuste fiscal y una significativa reducción del déficit estructural, **las autoridades europeas se han mostrado más tolerantes con desviaciones temporales de las sendas de déficit establecidas** para cada país en los Objetivos de Medio Plazo **a cambio de implementar reformas estructurales** (Italia y Francia) **o a gastos asociados a la inversión pública o la crisis de refugiados** (Alemania), dejándose notar ya en un **mayor gasto público en 2015, que continuará en 2016** y que contribuirá a apuntalar la recuperación de la demanda doméstica.

Así, ahora esperamos que el consumo público haya aumentado en el conjunto de la zona euro un 1,4% en 2015 (0,3pp más de lo previsto hace tres meses) y su crecimiento se mantenga prácticamente estable en 2016 (+0,4pp), para reducirse paulatinamente en 2017 hasta el 1%. Como resultado, el consumo público contribuirá con alrededor de una décima más de lo que recogían nuestras anteriores previsiones al crecimiento del PIB tanto en 2015 como en 2016 (0,3pp de contribución en ambos años). Y este comportamiento se observará en varios países, especialmente en Alemania (con dos y tres décimas más de contribución en 2015 y 2016 hasta los 0,5pp en ambos años), pero también en Italia y Francia (con una décima más de contribución en 2016 hasta los 0,1pp y los 0,3pp, respectivamente), y a pesar de que el gobierno francés tiene que llevar ahora el ajuste pospuesto en los años anteriores.

## Las exportaciones netas tendrán una contribución negativa en el horizonte de previsión por la moderación de la demanda global

Desde mediados de 2014, las exportaciones mantuvieron un nivel de crecimiento robusto (1,4% t/t en promedio), impulsadas por la depreciación del euro y la baja inflación, pero en 3T15 registraron una fuerte desaceleración por el menor crecimiento de la demanda global (Gráfico 4.5) junto con el desvanecimiento del apoyo del tipo de cambio. En los últimos meses de 2015 se ha observado una ligera mejora de las ventas al exterior, por lo que estimamos que crecerán alrededor del 0,7% t/t en 4T15. Incorporando estos datos, **las exportaciones habrían crecido en media un 4,8% en 2015, pero la notable corrección de la demanda de los mercados emergentes nos lleva a revisar a la baja en aproximadamente 1pp la previsión de crecimiento de las exportaciones tanto para 2016 como para 2017 hasta el 3,5% y 3,8%, respectivamente.**

Las importaciones durante 2015 habrían estado creciendo un 5% y 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 **las importaciones mantengan un ritmo de crecimiento sólido, del 4,3% y 4,7% en 2016 y 2017, respectivamente.**

Con todo ello, **la demanda externa habría contribuido positivamente al crecimiento del PIB en 2015 (0,1pp), mientras que registraría una contribución ligeramente negativa en 2016 y 2017 (-0,2pp en ambos años).**

## Continúa la mejora del mercado de trabajo

El mercado de trabajo ha mantenido la senda de mejora durante el último año y ha ido mostrando señales más optimistas, al mejorar las expectativas, con el paso de los trimestres. Así, el empleo se ha recuperado desde finales de 2014 (a una media anualizada de 0,9% hasta 3T15), acelerándose hacia finales de 2015, lo que, sumado a un aumento muy moderado de la población activa, resultó en una reducción anual de la tasa de desempleo de alrededor de 1pp hasta el 10,4% en diciembre. Con todo, nuestro escenario recoge que **esta tendencia continuará a lo largo de este año, si bien a un ritmo algo menor, con un crecimiento del empleo de alrededor del 1% y una nueva caída de la tasa de desempleo hasta el 10,2% en el promedio del año, frente al 10,9% de 2015.** Para 2017, prevemos que la tendencia continúe y que se registre en promedio una tasa de desempleo del 9,5%.



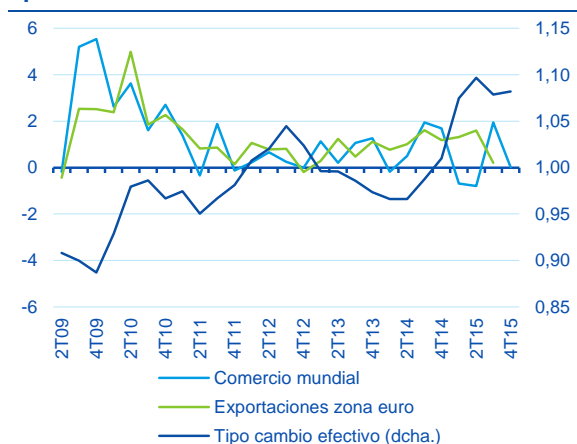
## Inflación muy baja en 2016-17 por la caída de los precios del petróleo, pero efectos de segunda ronda acotados

La inflación no registró el repunte esperado en el último trimestre de 2015 y sólo se aceleró una décima hasta el 0,2% a/a respecto a 3T15. Detrás de este fallido rebote estuvo la caída de los precios del petróleo, que limitó el efecto base previsto en la inflación del componente energético, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,9% a/a.

La **evolución de los precios del petróleo continuará siendo el principal determinante en los próximos meses**. Nuestras previsiones ahora incluyen un precio del petróleo alrededor de un 50% más bajo en 2016 (con una reducción adicional respecto a los niveles actuales durante la primera mitad del año) y de un 30% en 2017 (Sección 3), que **nos lleva a revisar a la baja la inflación general en 0,9pp hasta el 0,2% en 2016 y en 0,3pp hasta el 1,4% en 2017**, muy lejos del objetivo del BCE durante un periodo prolongado de tiempo (desde el segundo trimestre de 2013). Respecto a la dinámica, ahora esperamos que tras el repunte en enero hasta el 0,4% a/a la inflación general empiece a moderarse en febrero y a registrar tasas ligeramente negativas a partir de marzo (alrededor del -0,2% a/a), lo que podría prolongarse durante el segundo trimestre (cuando prevemos que los precios del petróleo alcancen el mínimo) y sólo repuntar suavemente durante el segundo semestre del año, hasta alrededor del 0,8% a/a en el último trimestre (Gráfico 4.6). Este aumento gradual de la tasa anual de inflación general se debería extender a lo largo de 2017, si bien no esperamos que alcance el objetivo del BCE hasta el 2018.

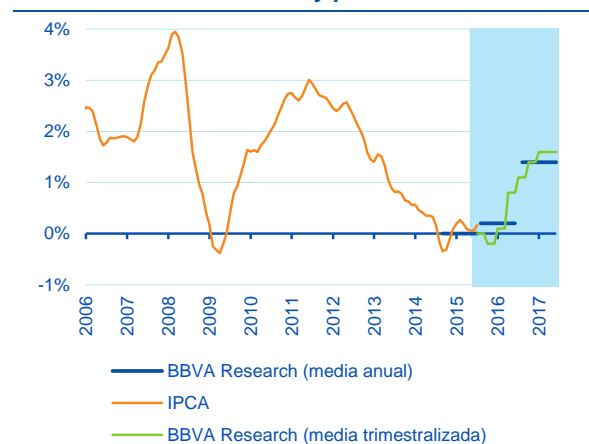
**Respecto a la inflación subyacente, también revisamos a la baja nuestras previsiones para 2016-17 en 0,3pp y 0,1pp hasta el 1% y el 1,6%**, respectivamente, como resultado principalmente de los efectos de segunda ronda derivados la caída del precio del petróleo, aunque esperamos que sean limitados dada la fortaleza de la demanda doméstica, que podrían aprovechar las empresas para aumentar los márgenes empresariales, aunque con diferencias por países.

Gráfico 4.5  
**Comercio mundial, exportaciones UEM (% t/t) y tipo de cambio efectivo**



Fuente: CPB, Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6  
**UEM: Inflación observada y prevista**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: el petróleo y la política fiscal deberían compensar el impacto de la menor demanda global y apuntalar el ritmo de crecimiento

(PIB: +1,5% en 2015, +1,9% en 2016, +1,8% en 2017)

**Datos recientes:** tras un tercer trimestre algo decepcionante –por la vulnerabilidad a la desaceleración global –, los datos más recientes sugieren que el crecimiento ha ganado algo de impulso en 4T15 (+0,4% t/t, tras +0,3% t/t) apoyado en el aumento del consumo público y un menor lastre de las exportaciones netas. Esto debería haber respondido a un menor dinamismo de las importaciones ligadas a una cierta moderación del consumo privado (tras el rebote de 3T15) y el estancamiento de la inversión por tercer trimestre consecutivo, constreñida por la reducción de las ventas al exterior durante 2S15, sobre todo a emergentes. Con todo ello, el PIB habría crecido un 1,5% en 2015, relativamente estable respecto al año anterior (1,6%), si bien el significativo aumento del consumo, tanto privado como público, habría tomado las riendas de la fortaleza de la demanda doméstica, tras la moderación de la inversión, y habría compensado la menor aportación de las exportaciones netas.

**Perspectivas para 2016 y 2017:** en los próximos trimestres se mantendrá la fortaleza de los factores domésticos (mercado de trabajo) así como unas políticas económicas más favorables (estímulo fiscal y más medidas de política monetaria) y el impacto positivo de la caída de los precios del petróleo (a través de la renta disponible y menores costes de las empresas). Estos factores más que compensarán el impacto negativo de la desaceleración de la demanda global sobre las exportaciones (junto con cierto agotamiento de la depreciación del euro) y la inversión. Así, el consumo privado y público debería acelerarse ligeramente en 2016, mientras que el mayor crecimiento de la inversión vendría apoyado por unas mejores condiciones de financiación así como el aumento de la inversión en infraestructuras. La contribución de la demanda doméstica podría aumentar en casi 1pp hasta los 2,1pp, compensando la aportación negativa de las exportaciones (-0,3pp). Como alguno de estos estímulos irá desapareciendo en 2017, esperamos que el crecimiento se modere hasta el 1,8%, siendo además clave el relevo de la inversión como motor de crecimiento.

**Política fiscal:** de acuerdo con los datos avanzados de Contabilidad Nacional, el superávit fiscal aumentó en 0,2pp en 2015 hasta el 0,5% del PIB, debido fundamentalmente al menor pago por intereses (alrededor de 0,4pp) que compensó el aumento del gasto por la gestión de la crisis de refugiados y que supondría un impulso fiscal de alrededor de 0,2pp del PIB. Para 2016, el equilibrio de las cuentas públicas presupuestado volverá a permitir otro estímulo fiscal de alrededor de 0,3pp del PIB.

### Francia: lenta recuperación por la debilidad de los factores domésticos, que limitan el beneficio de los estímulos de política económica

(PIB: +1,1% en 2015, +1,4% en 2016, +1,7% en 2017)

**Datos recientes:** el crecimiento se moderó en 0,1pp hasta el 0,2% t/t en 4T15 debido fundamentalmente al impacto de los ataques terroristas sobre el consumo privado (-0,3% t/t tras un crecimiento promedio de 0,4% t/t desde 2T14), aunque más allá de este efecto transitorio, lo cierto es que la recuperación avanza a un ritmo lento y algo decepcionante (0,3% t/t en promedio en 2015). Las noticias algo más positivas fueron el aumento de las exportaciones y sobre todo de la inversión, que apuntan a que los factores que subyacen a esta moderada recuperación continúan en pie. En el conjunto de 2015, el crecimiento del PIB se aceleró hasta el 1,1% desde el 0,2% en 2014, apoyado en el aumento del consumo privado y la moderación en la caída de la inversión junto con un menor lastre de las exportaciones netas.

**Perspectivas para 2016 y 2017:** el efecto arrastre del menor crecimiento en 4T15, junto con el aumento de la incertidumbre tanto global como doméstica (panorama político, retraso en la implementación de reformas), hace que revisemos ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2016 en 0,2pp hasta el 1,4%. A pesar de ello, esperamos que la economía gane algo de tracción, sustentada por la aceleración del crecimiento de la inversión (crédito fiscal, algunas reformas en marcha y unas favorables condiciones financieras), aunque todavía limitada por el elevado endeudamiento y la capacidad ociosa de las empresas. El consumo privado debería crecer a un ritmo algo más moderado, ya que el beneficio de la baja inflación se compensará con la moderación de los salarios ante la persistencia de la elevada tasa de paro y la reforma de la negociación salarial. Y la contribución de la demanda doméstica se mantendrá estable tras la desaparición del proceso de reconstrucción de inventarios. El sector exterior ha ido ganando peso desde la crisis (aumentado en 8pp el peso de las exportaciones y las importaciones sobre el PIB hasta algo más del 60%) y se resentirá de la menor demanda global, por lo que ahora prevemos que las exportaciones netas drenen algo más de crecimiento. En 2017, el crecimiento debería acelerarse hasta el 1,7% impulsado por las reformas planeadas durante 1S16 (segunda ley Macron, reforma del mercado de trabajo y de los subsidios de desempleo).

**Política fiscal:** de acuerdo a nuestras previsiones, el déficit en 2015 podría situarse en el 3,8% del PIB, algo mejor que el objetivo del 4% después de que la CE lo relajara en algo más de 1pp en marzo de 2015. La reducción de 0,1pp respecto al déficit de 2014 refleja la mejora del componente cíclico y los menores pagos por intereses, sin haber tenido que aumentar el esfuerzo fiscal. El retraso del ajuste en los años previos apunta a que para reducir nuevamente el déficit este año hasta el 3,4% del PIB se tendrá que aplicar un ajuste fiscal (a diferencia de otros países) de alrededor de 0,3pp. Y un esfuerzo similar será necesario el año que viene para alcanzar el objetivo del 2,8% del PIB.

### Italia: las reformas y el impulso fiscal consolidan una débil recuperación

(PIB: +0,7% en 2015, +1,5% en 2016, +1,6% en 2017)

**Datos recientes:** el crecimiento económico podría haber continuado a un ritmo estable en 4T15 (0,3% t/t), consolidándose así una débil recuperación en 2015 (0,7%), que ha estado apoyada en los estímulos resultantes de la relajación tanto de la política monetaria como fiscal, así como en las reformas, sobre todo la del mercado de trabajo en marzo del pasado año. Esta última, junto con el incentivo fiscal a la contratación, resultó en un aumento del empleo de alrededor del 0,8% hasta 3T15 y una reducción de la tasa de paro de 1pp hasta el 11,4% en 2015. Gracias a la mejora de la confianza y la baja inflación, el aumento del consumo privado sorprendió positivamente y es el principal motor de la recuperación (0,9% en 2015). No obstante, la fragilidad del crecimiento sigue haciendo mella en las decisiones de las empresas, con una inversión prácticamente estancada (0,4%). Todo esto debería resultar una contribución positiva de la demanda doméstica de 0,9pp en el conjunto del año, compensado en parte por el aporte negativo de las exportaciones netas (-0,2pp).

**Perspectivas para 2016 y 2017:** revisamos ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB en 0,1pp hasta el 1,5% en 2016, ya que ahora esperamos una mayor contribución de la demanda doméstica (1,4pp) impulsada por el reforzamiento de algunos estímulos cíclicos (caída precios petróleo, bajos tipos de interés, política fiscal algo expansiva) y la continuidad de algunos incentivos fiscales (a la contratación este año) que debería resultar en nuevo aumento del consumo privado (1,5%) y de la inversión (2,1%). Por otro lado, la exposición de las ventas exteriores a la evolución de las economías emergentes es menor que la de otros estados miembros, por lo que esperamos un menor impacto de la desaceleración de la demanda global. Aun así, ahora esperamos una menor contribución de las exportaciones netas al crecimiento este año (0,1pp). Para 2017, el crecimiento se podría acelerar marginalmente hasta el 1,6%, quedando por detrás de la media de la zona euro y poniendo de manifiesto la necesidad de continuar ahondando en las reformas que permitan aumentar la productividad, reducir los costes laborales y ganar competitividad.

**Política fiscal:** la reducción del déficit esperado en 2015 (en -0,4pp hasta el 2,6% del PIB) y en 2016 (en -0,3pp hasta el 2,3%, frente al 2,2% de objetivo del presupuesto) obedece principalmente a la mejora del componente cíclico y a los menores pagos por intereses (alrededor de 0,8pp en 2015 y 1pp en 2016), que facilitó una política fiscal neutra o ligeramente expansiva el año pasado (una vez descontados los efectos one-off) y debería permitir aumentar el gasto discrecional este año en alrededor de 0,4pp. Tras tres años de menor esfuerzo fiscal, para alcanzar el objetivo de 2017 (1,1% del PIB) se necesita un fuerte ajuste fiscal (sobre 0,5pp del PIB), todavía por definir.

### España: la recuperación continúa, a pesar de la incertidumbre

(PIB: +3,2% en 2015, +2,7% en 2016, +2,7 en 2017)

**Datos recientes:** el ritmo de recuperación se mantuvo estable en 4T15, con un crecimiento del PIB de 0,8% t/t (0,8% en 3T15). En lo que respecta a la composición del crecimiento, la actividad habría encontrado nuevamente su soporte en la demanda doméstica (+0,8pp), principalmente la privada, con el consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipo aumentando ligeramente menos que en 3T15, mientras que el consumo público real habría cerrado el año con un crecimiento algo superior al del trimestre anterior. La desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones sugiere una aportación nula de la demanda externa neta al crecimiento en 4T15.

**Perspectivas para 2016 y 2017:** tanto en 2016 como en 2017 la actividad crecerá el 2,7%, apoyada en factores tanto internos como externos: a nivel doméstico, la continuidad en la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios, y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda doméstica, mientras que la desaceleración de las economías emergentes supone un entorno algo menos favorable para las exportaciones españolas, aunque seguirán siendo robustas. El aumento de la demanda doméstica provocará un repunte notable de las importaciones lo que, probablemente, se saldará con una aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento. Con todo, la incertidumbre sobre la política económica en España ha aumentado, lo que podría tener consecuencias importantes en las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas (para más detalles, véase [Situación España 1T16](#)).

**Política fiscal:** el déficit público se habría situado al cierre de 2015 en el 4,8%, lo que supone un ajuste de casi un punto porcentual del PIB respecto a 2014, favorecido por la recuperación del ciclo económico. Con todo, dicho ajuste no habría sido suficiente y 2015 habría cerrado con un nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad. En un escenario sin cambios en la política económica, el tono de la política fiscal continuará siendo ligeramente expansivo durante el próximo bienio. Para el presente año se espera que el ciclo económico vuelva a reducir el déficit, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor carga de intereses y de las prestaciones sociales y que el déficit de 2016 se reduzca hasta el 3,4%, por encima del objetivo de estabilidad (-2,8%). Hacia adelante, se prevé que el ciclo continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de tal manera que en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit volvería a reducirse en 2017 y se situaría en torno a 2,3% del PIB.

## 5 Tablas

Tabla 5.1

## Previsiones zona euro

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Consumo privado	0,7	-0,1	-1,3	-0,6	0,8	1,6	1,9	2,0
Consumo público	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,8	1,4	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,7	-3,2	-2,5	1,3	2,2	3,0	4,3
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,7	2,8	2,2	4,1	4,8	3,5	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,4	-0,9	1,3	4,5	5,1	4,3	4,7
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Precios</b>								
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,0	1,6
<b>Mercado laboral</b>								
Empleo	-0,5	0,2	-0,5	-0,6	0,7	1,2	1,1	1,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	10,9	10,2	9,5
<b>Sector público</b>								
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
Deuda (% PIB)	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,1	92,7	91,0
<b>Sector exterior</b>								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,2	1,2	1,9	2,4	3,0	3,3	2,8

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EEUU</b>	2,2	1,5	2,4	2,5	2,5	2,4
<b>Eurozona</b>	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,5	1,9	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,4	1,7
Italia	-2,8	-1,8	-0,4	0,7	1,5	1,6
España	-2,1	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
<b>Reino Unido</b>	0,7	2,2	2,9	2,2	2,0	2,0
<b>Latam *</b>	2,9	2,7	0,8	-0,5	-0,9	1,9
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,2	2,6
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,3
<b>Eagles **</b>	5,8	5,6	5,2	4,6	4,7	5,0
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,6	3,9	3,9
<b>Asia Pacífico</b>	5,7	5,8	5,7	5,5	5,2	5,2
Japón	1,7	1,5	0,0	0,6	1,0	0,7
China	7,7	7,7	7,4	6,9	6,2	5,8
Asia (ex. China)	4,1	4,3	4,2	4,3	4,4	4,6
<b>Mundo</b>	3,4	3,3	3,4	3,2	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: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.3

## Previsiones Macroeconómicas: Inflación

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EEUU</b>	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,0
<b>Eurozona</b>	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
Alemania	2,1	1,6	0,8	0,1	0,1	1,3
Francia	2,2	1,0	0,6	0,1	0,2	1,4
Italia	3,3	1,3	0,2	0,1	0,0	1,4
España	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	1,7
<b>Reino Unido</b>	2,8	2,6	1,5	0,0	0,8	1,6
<b>Latam *</b>	7,8	9,2	12,6	15,5	32,6	32,7
México	4,1	3,8	4,0	2,7	2,7	3,2
Brasil	5,4	6,2	6,3	9,0	8,2	5,1
<b>Eagles **</b>	5,2	5,2	4,6	4,4	4,1	4,0
Turquía	8,9	7,6	8,9	7,7	9,5	7,9
<b>Asia Pacífico</b>	3,8	4,0	3,3	2,3	2,6	3,1
Japón	0,0	1,6	2,7	1,0	1,0	1,6
China	2,6	2,6	2,1	1,4	1,7	2,5
Asia (ex. China)	4,8	5,2	4,4	3,0	3,4	3,6
<b>Mundo</b>	4,5	4,2	3,9	3,7	5,0	5,3

\* 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: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.4

## Previsiones Macroeconómicas: Saldo Cuenta Corriente

(Promedio anual, % PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EEUU</b>	-2,8	-2,3	-2,9	-2,7	-3,1	-3,4
<b>Eurozona</b>	1,2	1,9	2,4	3,0	3,3	2,8
Alemania	7,0	6,5	7,4	8,5	8,0	7,1
Francia	-1,2	-0,8	-0,9	0,0	0,3	0,1
Italia	-0,4	1,0	1,9	2,1	2,6	2,1
España	-0,2	1,5	1,0	1,8	2,8	3,2
<b>Reino Unido</b>	-3,3	-4,5	-5,1	-4,2	-3,8	-3,2
<b>Latam *</b>	-1,9	-2,5	-2,9	-3,5	-3,9	-2,4
México	-1,3	-2,4	-1,9	-3,1	-3,2	-3,2
Brasil	-3,1	-3,2	-4,4	-3,4	-2,7	-1,1
<b>Eagles **</b>	0,9	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7
Turquía	-6,1	-7,9	-5,7	-4,5	-4,2	-4,8
<b>Asia Pacífico</b>	1,1	1,3	1,7	2,4	2,2	1,9
Japón	1,0	0,7	0,5	2,5	3,0	3,0
China	2,6	2,0	2,1	2,7	2,7	2,5
Asia (ex. China)	-0,1	0,7	1,4	2,2	1,8	1,4

\* 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: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.5

## Previsiones Macroeconómicas: Saldo Público

(Promedio anual, % PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EEUU</b>	-6,8	-4,1	-2,8	-2,5	-2,4	-2,3
<b>Eurozona</b>	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
Alemania	-0,1	-0,1	0,3	0,5	0,0	0,3
Francia	-4,8	-4,1	-3,9	-3,8	-3,4	-2,7
Italia	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6	-2,3	-1,1
España	-6,7	-6,6	-5,8	-4,8	-3,4	-2,3
<b>Reino Unido</b>	-8,4	-5,7	-5,6	-4,3	-3,4	-2,2
<b>Latam *</b>	-2,3	-2,3	-4,2	-6,0	-5,2	-4,5
México	-2,6	-2,3	-3,2	-3,5	-3,0	-2,5
Brasil	-2,5	-3,1	-6,7	-9,7	-8,6	-7,2
<b>Eagles **</b>	-1,4	-2,0	-2,7	-4,3	-4,5	-3,8
Turquía	-2,1	-1,2	-1,6	-1,2	-1,4	-1,4
<b>Asia Pacífico</b>	-2,6	-2,9	-2,8	-3,0	-3,6	-3,2
Japón	-7,6	-9,2	-7,9	-7,2	-6,5	-6,0
China	-1,1	-1,5	-1,8	-2,3	-4,0	-3,5
Asia (ex. China)	-3,8	-4,1	-3,7	-3,7	-3,3	-2,9

\* 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: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.6

## Variables financieras

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Fin de periodo)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Estados Unidos</b>	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	2,00
<b>Eurozona</b>	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>China</b>	6,00	6,00	5,60	4,35	3,85	3,85

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

<b>EEUU</b>	1,79	2,34	2,53	2,13	2,19	2,62
<b>Alemania</b>	1,57	1,63	1,25	0,54	0,54	0,75

## Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

<b>USD-EUR</b>	0,78	0,75	0,75	0,90	0,93	0,89
<b>EUR-USD</b>	1,29	1,33	1,33	1,11	1,07	1,12
<b>GBP-USD</b>	1,59	1,56	1,65	1,53	1,54	1,65
<b>USD-JPY</b>	79,77	97,45	105,82	121,07	127,89	129,92
<b>USD-CNY</b>	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 5.7

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

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	0,3	1,3	0,9	0,8	1,0	1,9	2,0	1,8
Consumo público	1,3	0,9	1,3	0,8	1,7	2,6	2,7	1,7
Formación bruta de capital fijo	5,1	7,4	0,2	-1,3	3,5	1,5	2,9	3,3
Inventarios (*)	1,4	0,5	-1,6	0,5	-0,3	-0,6	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	14,2	8,4	3,4	1,8	3,9	5,2	3,0	3,5
Importaciones	12,6	7,1	0,1	3,2	3,7	5,5	4,2	4,5
Exportaciones netas (*)	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
PIB	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
Inflación	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,1	1,3

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

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

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	1,8	0,4	-0,2	0,5	0,7	1,4	1,3	1,7
Consumo público	1,2	1,1	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	1,2
Formación bruta de capital fijo	1,9	2,1	0,3	-0,4	-1,2	-0,1	2,4	2,8
Inventarios (*)	0,3	1,1	-0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Exportaciones	8,6	7,1	2,6	1,8	2,4	5,9	3,5	4,1
Importaciones	8,5	6,5	0,8	1,8	3,9	6,1	3,8	4,2
Exportaciones netas (*)	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
PIB	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
Inflación	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,2	1,4

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

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

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	1,2	0,0	-4,0	-2,6	0,4	0,9	1,5	1,5
Consumo público	0,6	-1,8	-1,4	-0,3	-0,7	0,3	0,3	0,7
Formación bruta de capital fijo	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-3,4	0,4	2,1	2,8
Inventarios (*)	1,3	0,2	-1,1	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
Exportaciones	11,3	6,1	2,0	1,0	2,8	3,9	3,0	3,3
Importaciones	12,1	1,2	-8,3	-2,4	2,7	5,3	3,0	3,5
Exportaciones netas (*)	<b>-0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
PIB	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
Inflación	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,1	0,0	1,4

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

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

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	0,3	-2,4	-3,5	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,5
Consumo público	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación bruta de capital fijo	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,5	6,2	4,2	5,6
Equipo y otros productos	5,1	0,8	-8,4	3,9	10,5	9,6	4,9	5,0
Construcción	-10,1	-11,7	-8,3	-7,1	-0,2	5,6	3,8	5,9
Vivienda	-11,6	-13,3	-5,4	-7,2	-1,4	2,9	4,2	8,2
Otras construcciones	-8,5	-10,2	-10,7	-7,1	0,8	7,6	3,5	4,2
Inventarios (*)	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>-0,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
Exportaciones	9,4	7,4	1,2	4,3	5,1	5,9	4,8	5,7
Importaciones	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	6,4	7,7	5,8	6,8
Exportaciones netas (*)	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
PIB	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
Inflación	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	1,7

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

Tabla 5.11

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

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	0,0	0,1	1,8	1,9	2,5	2,7	2,1	1,8
Consumo público	0,2	0,1	1,8	0,5	2,5	1,6	0,7	0,3
Formación bruta de capital fijo	5,0	2,0	1,5	2,6	7,3	4,5	4,1	4,5
Inventarios (*)	1,4	-0,6	0,5	0,9	0,0	-0,4	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	5,8	5,8	0,7	1,2	1,2	5,5	3,4	4,1
Importaciones	8,3	0,6	2,9	2,8	2,4	6,0	3,7	3,8
Exportaciones netas (*)	<b>-0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>
PIB	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Inflación	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,8	1,6

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



**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

**Economista Jefe de Economías Desarrolladas**

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

**Europa**

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

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

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

Josep Amer  
josep.amer@bbva.com  
+34 91 37 47528

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  
alvaro.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)