

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Eurozona: ligera revisión del PIB a la baja, pero la recuperación continúa

Unidad de Europa

Más allá de los factores transitorios, el crecimiento de la zona euro continúa moderado a principios de 2016 y, a pesar de la resistencia mostrada ante las turbulencias de principios de año, algo más débil de lo que anticipábamos hace tres meses. Esto se debe a que la demanda global aún débil, junto con un euro algo más apreciado y un apoyo cada vez menor de los precios de las materias primas, están frenando la aceleración esperada del crecimiento, que no se ven compensados por la nueva relajación de la política monetaria (con rendimientos claramente decrecientes) o una política fiscal sólo marginalmente expansiva. Por todo ello, hemos revisado ligeramente a la baja la previsión de crecimiento para 2016-17, hasta el 1,6% y 1,9%. El crecimiento continuará basado sobre todo en la fortaleza del consumo privado, y paulatinamente cada vez más de la inversión. Los riesgos continúan sesgados a la baja, siendo los de carácter político y geopolítico los más importantes.

### La recuperación avanza a un ritmo moderado y estable a pesar de las mayores tensiones financieras a principios de año

El crecimiento en el conjunto de la zona euro se aceleró en el primer trimestre del año hasta el 0,6% t/t, alrededor de 0,1pp más de lo esperado y mostrándose, por tanto, resistente al fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año. No obstante, esta aceleración **en parte respondió a factores temporales** (como una semana santa temprana este año, o el rebote del consumo en Francia tras los atentados de noviembre) **que impulsaron la demanda doméstica**, especialmente el consumo privado (1,2% t/t en Francia), **y que compensaron el mayor lastre de las exportaciones netas**. A pesar de la reducción de las ventas al exterior, la inversión dio señales de paulatina recuperación, mientras que el consumo público continuó apoyando el crecimiento.

No obstante, los indicadores de actividad que se van conociendo para marzo no son tan optimistas (caída de ventas minoristas y debilidad de las ventas al exterior), y **las encuestas de confianza para abril anticipan que este ritmo de avance de principios de año será difícil de mantener en los próximos meses, al apuntar hacia una moderación del crecimiento**. En concreto, nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento del PIB de alrededor del 0,3%-0,4% t/t para el segundo trimestre.

### El entorno global aún débil y vientos de cola menos favorables se verán en parte compensados por las políticas económicas

Aunque el fuerte aumento de la incertidumbre a principio de año se ha ido moderando, **el empeoramiento de algunos factores globales nos ha llevado a revisar ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento en 2016-17 (en -0,2pp hasta el 1,6% y en -0,1pp hasta el 1,9%, respectivamente)**, a pesar de que en parte serán compensados por una nueva relajación de las políticas económicas, especialmente la monetaria, que persigue impulsar la inflación y evitar que descarrile la recuperación, mientras que la política

fiscal continuará siendo ligeramente expansiva (ya sea por un mayor gasto ligado a la inmigración – Alemania e Italia-, mayor gasto público – Francia -, o reducciones de impuestos – Italia).

**A la moderación de las economías emergentes se une también la de los países desarrollados** (resto de UE y EE.UU.) que redundará en una menor demanda externa, lo que unido a la reciente apreciación del euro supondrá un mayor lastre de las exportaciones netas sobre la recuperación de lo previsto. Adicionalmente, **el efecto positivo que los bajos precios del petróleo han tenido sobre la economía de la eurozona en los últimos trimestres se ha revertido en un pequeña parte y en cualquier caso se irá desvaneciendo** a lo largo del año. **No obstante, las nuevas medidas anunciadas por el BCE<sup>1</sup>, aunque deberían tener un impacto marginal muy limitado en la actividad, deberían contribuir a mantener un euro todavía débil, así como reducir la incertidumbre y animar la confianza**, conteniendo además los spreads de los bonos soberanos. **A su vez, el repunte previsto de la inflación a partir de finales de año así como el anclaje de las expectativas debería traducirse en una reducción de los tipos de interés reales en un contexto de mayor facilidad de crédito**, lo que debería animar la inversión en 2017, favoreciendo por tanto una recuperación más sostenible y algo menos dependiente del consumo.

## Seguimos previendo una consolidación del crecimiento a lo largo de 2016 y 2017 apoyada en la demanda interna

Al igual que en 2015, el crecimiento en el horizonte de previsión debería estar apoyado en una mayor contribución de la demanda interna, sustentada en la **fortaleza del consumo privado y una recuperación muy gradual de la inversión**. En particular, los **soportes del gasto de los hogares continuarán reforzándose este año** (aumento de la renta disponible apoyada en la mejora gradual del mercado de trabajo, una inflación muy baja y reducción de impuestos) **y permitirán que se consolide el ritmo de avance del consumo privado en tasas de alrededor del 1,7% en el horizonte de previsión, si bien no esperamos una aceleración adicional el año que viene**, ya que se irán desvaneciendo alguno de dichos soportes (aumento de precios en un entorno de moderación salarial) para unos hogares todavía apalancados, a pesar de los históricos bajos tipos de interés.

Como se viene observando durante los dos últimos años, **la recuperación de la inversión está siendo modesta y muy gradual**, y esperamos que el **aumento de la incertidumbre** interna (política) y externa (crecimiento mundial y geopolítica), **junto con la reducción de beneficios, continúe pesando sobre las decisiones de inversión de las empresas este año** (3,1% en 2016 tras 2,6% en 2015). Y todo ello a pesar de las favorables condiciones de financiación y con la capacidad utilizada por las empresas por encima de la media histórica. Aunque la menor demanda global este año haga que se pospongan algunas decisiones de inversión, **continuamos esperando que el crecimiento de la inversión se acelere en 2017 (hasta cerca del 4%), apoyado en unas mejores expectativas de demanda en un contexto en el que las medidas aprobadas por el BCE deberían continuar facilitando el crédito con unos tipos de interés reales en caída** (por el aumento de la inflación).

**Y la política fiscal seguirá siendo ligeramente expansiva en el horizonte de previsión**, lo que permitirá un aumento del consumo público este año y **contribuirá a la recuperación de la demanda doméstica**.

1: Para más detalles ver [Observatorio BCE](#)

La desaceleración de la demanda global ya se dejó notar en una fuerte ralentización de las exportaciones durante la segunda mitad del pasado año y podría continuar en la primera mitad de este tras la ligera apreciación del euro, por lo que ahora esperamos un **crecimiento más moderado de las exportaciones en el horizonte de previsión** (2,7% en 2016 y 3,6% en 2017), mientras que las importaciones continuarán siendo algo más dinámicas para satisfacer el gasto interno, por lo que ahora esperamos una **mayor contribución negativa de las exportaciones netas de -0,4pp y -0,1pp en 2016 y 2017, respectivamente** (Tabla 1).

En este contexto, prevemos que continúe la **mejora gradual del mercado de trabajo este año y el que viene**, con un empleo que crezca a tasas similares a la observadas el año pasado (1,1% en 2016 y 0,9% en 2017), lo que sumado a un aumento muy moderado de la población activa resultaría en una **progresiva reducción de la tasa de desempleo hasta el 10,1% en el promedio de este año** (frente al 10,9% de 2015) **y hasta el 9,6% en promedio en 2017**.

### La inflación subyacente continuará estando muy por debajo del 2%

El escenario de moderado crecimiento y gradual recuperación **implica que la brecha de producción, aunque cerrándose, continuará siendo negativa en 2016-17** (alrededor del 1%), por lo que la ausencia de presiones inflacionistas hará que la **inflación subyacente se mantenga relativamente estable este año en el 1% y aumente sólo gradualmente hasta el 1,5% en 2017**. En el corto plazo, **la evolución de la inflación general vendrá determinada por la de los precios del petróleo**, lo que la llevaría a continuar **en tasas negativas durante el segundo trimestre, para aumentar paulatinamente a finales de este año** (hasta alrededor de 0,5% en diciembre, y 0,2% en medial anual en 2016) **y promediar una tasa anual del 1,3% en 2017**.

### Los riesgos principales, aparte de los globales, son de carácter político y geopolítico

**Este escenario continúa sujeto a importantes riesgos a la baja**, muchos de ellos identificados ya hace tres meses, si bien **los locales** (referéndum de *Brexit* principalmente, pero también el resultado de la primera revisión del rescate a Grecia, y la incertidumbre política en varios países de la zona) **y los geopolíticos** (crisis de refugiados sin resolver a pesar de la mejora) **son ahora más importantes en el corto plazo**, mientras que, de momento, los riesgos globales (aterrizaje rápido de China y/o países emergentes, complicaciones ligadas a la subida de tipos de la Fed) parecen estar más controlados. Más a medio plazo, la falta de reformas estructurales en Europa y un avance lento para completar el proceso de integración de la zona euro podría originar un proceso de estancamiento duradero.

## Alemania: mayor consumo e inversión pública

- La desaceleración de la demanda global y un euro algo más fuerte se dejaron notar en el crecimiento a finales de 2015, si bien el aumento del consumo público y de la inversión, sobre todo en construcción, ligados con el flujo de refugiados compensaron en parte lo anterior, y permitieron que la economía avanzase a un ritmo estable en 4T15 (0,3% t/t). Los datos más recientes, sobre todo los de actividad (producción industrial, ventas al por menor) apuntan a que el crecimiento podría haberse acelerado en 1T16 (0,6% t/t), aunque en parte debido a factores temporales, con los indicadores cualitativos apuntando hacia un crecimiento algo más moderado hacia delante.
- Este comportamiento estuvo en general en línea con lo previsto hace tres meses, si bien la caída de las exportaciones fue algo mayor, y ahora pensamos que pueden resentirse un poco más, ya que a la desaceleración de emergentes se une también la moderación del crecimiento de EE.UU. y Reino Unido, a lo que se suma también la depreciación de la libra. Y esto nos hace revisar ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento para 2016 en 0,2pp hasta el 1,7%, con las exportaciones netas restando alrededor de 0,5pp al crecimiento. Al mayor gasto público (2,9%) e inversión (2,9%) ligados a la gestión del aumento de refugiados y al plan de infraestructuras, se une un consumo privado, que debería continuar creciendo a un ritmo robusto (1,9%) apoyado en la fortaleza del mercado de trabajo, la baja inflación, tipos de interés históricamente bajos, y medidas tales como el aumento de las pensiones y la subida del salario mínimo. Y en 2017, aunque parte de estos efectos irán desapareciendo, prevemos un aumento del PIB del 1,8%, con la inversión tomando gradualmente un mayor peso en detrimento del consumo, mientras que las exportaciones netas serán un menor freno para el crecimiento (-0,2pp) (Tabla 2).
- Tras el superávit fiscal del 0,7% del PIB en 2015, el gobierno podrá implementar una política fiscal expansiva y mantener el saldo equilibrado en 2016, que supondría un deterioro del saldo estructural de alrededor de 0,5pp hasta el 0,4% del PIB y que aumentaría sólo ligeramente el año que viene para volver a registrar un superávit presupuestario del 0,3% del PIB.

## Francia: crecimiento moderado que podría prolongarse sin la implementación de reformas

- En 1T16 el crecimiento del PIB se aceleró en 0,2pp hasta el 0,5% t/t apoyado, sobre todo, en el fuerte aumento del consumo privado (1,2% t/t), algo esperado pero difícilmente sostenible después de haberse contraído ligeramente en 4T15 (-0,1% t/t) tras los atentados de noviembre. No obstante, el consumo público también aumentó (0,5% t/t) y la noticia más positiva fue el aumento gradual de la inversión (0,9% t/t), aunque las exportaciones netas restaron 0,2pp al crecimiento. Las confianzas para abril apuntan a que efectivamente detrás del buen desempeño de la economía a principios de año estuvieron factores temporales, apuntando a un crecimiento más moderado ya en 2T16.
- Más allá de estos factores temporales, continuamos esperando un crecimiento modesto en los próximos trimestres constreñido todavía por varios factores tanto globales (menor demanda ahora también de economías desarrolladas) como domésticos (panorama político complicado, retraso y dificultad en la implementación de las reformas) y que nos hace revisar ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento en alrededor de 0,1pp en 2016 y 2017 hasta el 1,3% y 1,6%, respectivamente. La recuperación continuará apoyada en el crecimiento gradual de la inversión (crédito fiscal y favorables condiciones de financiación, mientras que el sector de la construcción podría dejar de ser un lastre), 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, dada la moderación de los salarios ante la persistencia de la alta tasa de paro y la reforma de la negociación salarial. El sector exterior ha ido

ganando peso desde la crisis y continuará resintiéndose de la menor demanda global, por lo que ahora prevemos que las exportaciones netas drenen algo más de crecimiento tanto este año como el que viene (-0,3pp y -0,2pp, respectivamente) (Tabla 3).

- En 2015, el déficit público terminó situándose 0,3pp por debajo del último objetivo, en el -3,5% del PIB, reduciéndose por tanto desde el 4% de 2014 como resultado de un ajuste fiscal de alrededor de 0,2pp, a lo que se unió también la ligera mejora cíclica (0,1pp) y un menor pago por intereses (0,2pp). Tanto para este año como el que viene esperamos una política fiscal ligeramente expansiva, aminorándose por tanto el ritmo de ajuste y dejando el déficit en el -3,4% del PIB en 2016 y en el -3% en 2017.

### Italia: se consolida la recuperación, pero sigue siendo débil

- Tras salir de la recesión el año pasado con un buen desempeño durante el primer semestre, el crecimiento se desaceleró gradualmente durante la segunda mitad del año. No obstante, las señales de mejora siguen siendo relativamente positivas, con un consumo privado avanzando en media al 0,4% t/t y una incipiente recuperación de la inversión, mientras que las exportaciones parecen algo más resistentes que en otros países europeos. A pesar de ello, el dinamismo de las importaciones supuso que las exportaciones netas terminaran lastrando el crecimiento. Y a esto se unió la fuerte contribución negativa de los inventarios.
- El crecimiento peor de lo previsto a finales de 2015, junto con el empeoramiento de la demanda global, hace que revisemos a la baja nuestra previsión en alrededor de 0,5pp hasta el 1% en 2016, y en casi 0,2pp en 2017 hasta el 1,4%. Aunque continuamos esperando un crecimiento moderado de las exportaciones, las ventas al exterior se resentirán algo, por lo que ahora esperamos una contribución prácticamente nula de las exportaciones netas en el horizonte de previsión. Y esto terminará pesando en un crecimiento de la inversión algo más contenido de lo que preveíamos hace tres meses (1,7% en 2016 y 2,7% en 2017) y en las expectativas de los consumidores, con un crecimiento ahora más moderado del consumo privado (1,2% y 1,3% en 2016 y 2017, respectivamente) (Tabla 4).
- A pesar de la reducción del déficit en 0,4pp del PIB hasta el -2,6% en 2015, la política fiscal fue prácticamente neutra (con una reducción del déficit primario estructural de 0,1pp, descontando los gastos extraordinarios) y el ajuste respondió a la mejora cíclica de la economía (0,5pp) y al menor pago por intereses (0,3pp). Para 2016, estimamos un impulso fiscal mayor, que supondrá una nueva reducción del saldo primario estructural de 0,5pp hasta el 2,9% del PIB, por lo que la reducción del déficit fiscal hasta el 2,3% del PIB volverá a responder a factores cíclicos (0,6pp) y menores pagos por intereses (0,2pp). En 2017, esperamos un tono de la política fiscal casi neutral, por lo que estimamos una mayor reducción del déficit hasta el -1,5% del PIB (frente al objetivo del -1,1% del PIB que requeriría un ajuste fiscal adicional, todavía sin definir).

### España: la recuperación no cede terreno a pesar de los riesgos existentes

- La estimación avance del PIB indicó que, en línea con lo esperado, la economía creció un 0,8% t/t en 1T16, y mantuvo así el ritmo de avance observado desde mediados del pasado año a pesar de la incertidumbre (tanto interna como externa). Los indicadores disponibles señalan que la demanda doméstica (especialmente, la privada) habría sido el principal sustento de la actividad (0,7pp de contribución al crecimiento trimestral del PIB). A pesar del buen desempeño exportador, el aumento de las importaciones habría dado lugar a una aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento (0,1pp). Con información todavía muy limitada, el modelo MICA-BBVA proyecta un crecimiento del 0,8% t/t para 2T16.

- Los fundamentos de la economía avalan la continuidad de la recuperación en 2016 y 2017, por lo que se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 2,7% ambos años, compatible con una moderación del crecimiento durante los próximos trimestres debido a la incertidumbre y el menor viento de cola de algunos factores. A nivel doméstico, la mejora gradual del mercado laboral y de las condiciones de financiación de empresas y familias, así como la corrección de los desequilibrios internos, continúan favoreciendo las decisiones de consumo e inversión. La política fiscal sigue siendo ligeramente expansiva y se tornará neutral a medida que avance el bienio 2016-17. Igualmente el tono expansivo de la política monetaria incentivará el gasto interno. A nivel externo, la economía global seguirá creciendo gradualmente, lo que, junto a los bajos precios del petróleo y el tipo de cambio favorable, mantendrá elevado el volumen de exportaciones. No obstante, el aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldrá con una aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento<sup>2</sup> (Tabla 5).
- El déficit público se redujo en 0,8pp hasta el 5% del PIB en 2015, lo que supone una desviación de 0,8pp sobre el objetivo, al aprovechar tanto el descenso de la prima de riesgo como la recuperación para acometer una política fiscal expansiva (1,1pp). Para 2016, se espera que el ciclo económico (1,3pp) vuelva a corregir el deterioro fiscal, con una política fiscal prácticamente neutral, que llevará al déficit en torno al 3,9% del PIB (objetivo 2,8% y 3,6% en Programa de Estabilidad). En 2017, en un escenario sin cambios de política económica, el ciclo debería ayudar de nuevo a corregir el déficit en 1pp hasta el 2,9% del PIB.

---

2: Para más detalle ver Situación España Segundo Trimestre 2016

**Eurozona**

**Contabilidad nacional: el crecimiento se acelera en 1T16 (0,6% t/t)**

El crecimiento se aceleró en 1T16 hasta el 0,6% t/t y se mostró, por tanto, más resistente de lo esperado. No obstante, esta aceleración respondió en parte a factores temporales y el MICA-BBVA estima un crecimiento del PIB del 0,3%-0,4% t/t para 2T16.

Gráfico 1  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

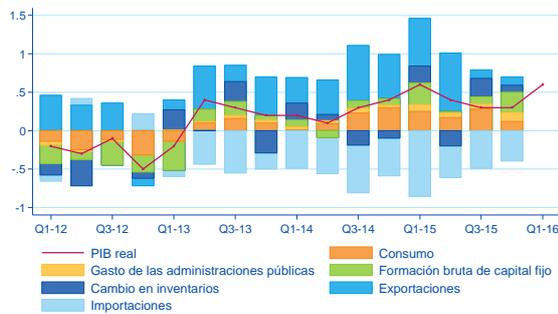


Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA\***



**Confianza: los PMIs se estabilizan y el ESI aumenta en abril**

Tanto los PMIs de manufacturas como servicios se estabilizaron en abril. El índice ESI aumenta 0,9pp hasta los 103,9pp, con una mejora generalizada por sectores (consumidores: +0,4pp, industria; +0,5pp, Construcción; +1,1pp, Servicios; +1,9pp).

Gráfico 3  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***

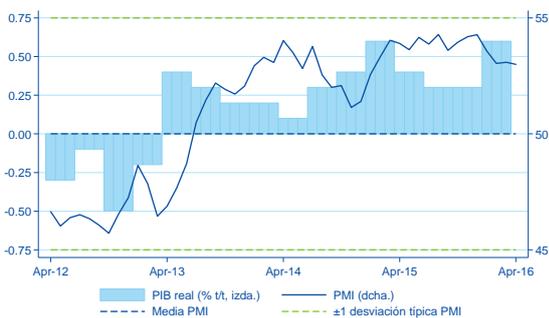


Gráfico 4  
**Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)\*\***



**Actividad: la producción industrial y las ventas minoristas mejoraron a lo largo de 1T16**

En febrero la producción industrial se contrajo tras el rebote de enero y se sitúa un 1,1% por encima de la media de 4T15 (0,4% t/t). En marzo, las ventas minoristas disminuyeron (-0,5% m/m), pero se situaron un 0,7% por encima de 4T15 (0,2% t/t).

Gráfico 5  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

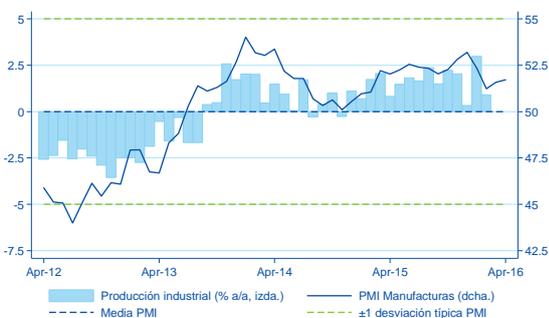


Gráfico 6  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuente: HAVER y BBVA Research

**Sector exterior: las exportaciones aumentan en febrero, pero sin despejar dudas**

Las exportaciones aumentaron en febrero (+0,7% m/m), pero no compensaron las caídas de diciembre y enero, situándose un 1,4% por debajo de la media de 4T15.

Gráfico 7  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

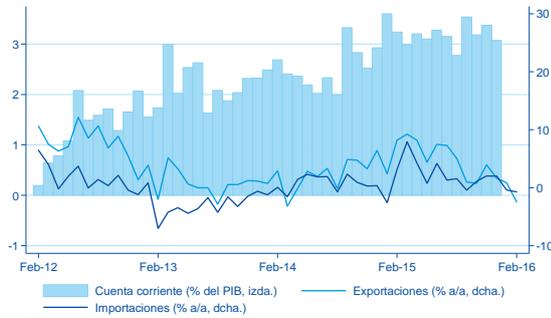


Gráfico 8  
**Exportaciones por destino (contribución al % a/a)**



**Mercado de trabajo: el desempleo se redujo dos décimas hasta el 10,2% en marzo**

En marzo, la tasa de desempleo disminuyó hasta el 10,2%, aunque con diferencias entre países. Los costes laborales en el sector empresarial se han incrementado un 1,3% a/a en 4T15 (3T15: 1,4%).

Gráfico 9  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***

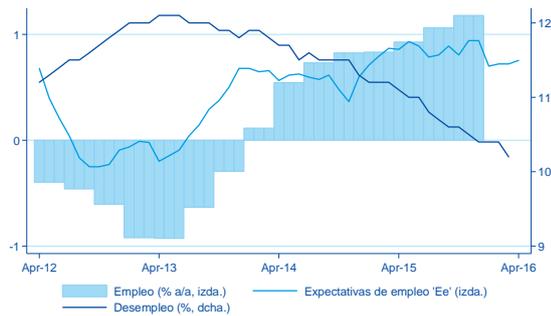
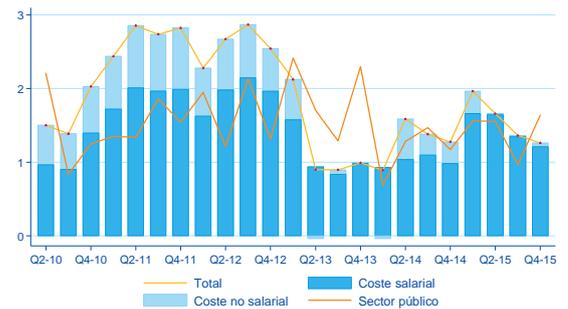


Gráfico 10  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



**Precios: inflación general y subyacente disminuyeron en abril**

En abril, la inflación general y la subyacente disminuyeron 0,2pp hasta el -0,2% a/a y el 0,8% a/a respectivamente, debido principalmente a la desaceleración del precio de los servicios (1% a/a tras 1,4% en marzo).

Gráfico 11  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

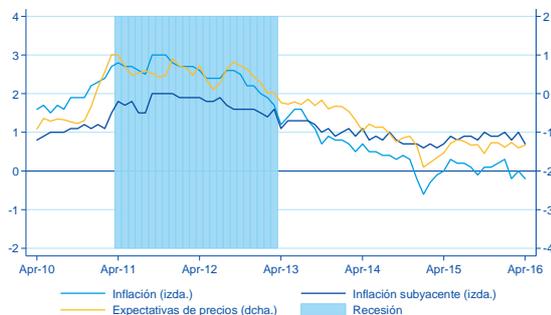
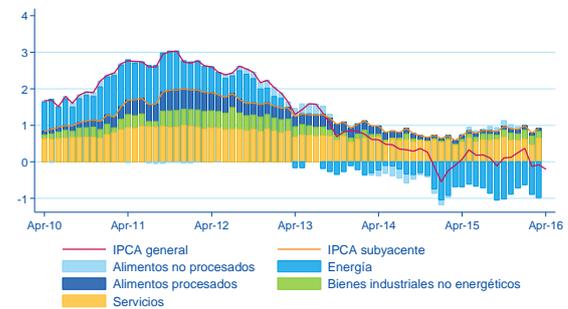


Gráfico 12  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Alemania**

**Contabilidad nacional: crecimiento moderado en 4T15 (0,3% t/t)**

El principal componente del crecimiento del PIB en 4T15 fue otra vez la demanda doméstica (+0,8pp, tras +0,6pp en 3T15): aumento del consumo público (1% t/t tras 0,5%) y de la inversión (1,5% t/t tras 0,1%). La demanda externa restó -0,5pp. Para 1T16, el crecimiento podría haberse acelerado hasta tasas alrededor del 0,6% t/t.

**Gráfico 13**  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***



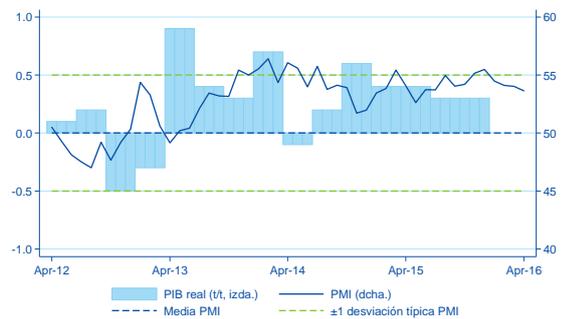
**Gráfico 14**  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



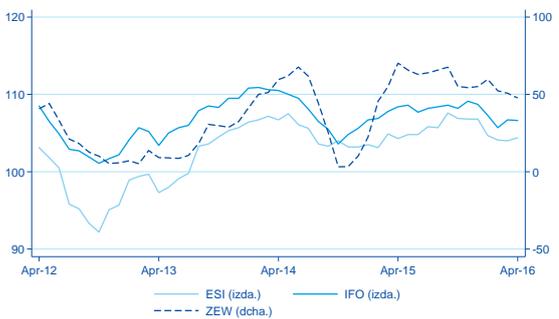
**Confianza: aumenta la confianza en manufacturas pero se reduce en servicios en abril**

En abril, el PMI compuesto empeora, mientras que el ZEW y el índice de la Comisión mejoran, movidos por un aumento de la confianza en el sector manufacturero y una reducción en el sector servicios. En cambio, el IFO se mantiene estable.

**Gráfico 15**  
**PMI y crecimiento del PIB (% t/t)\***



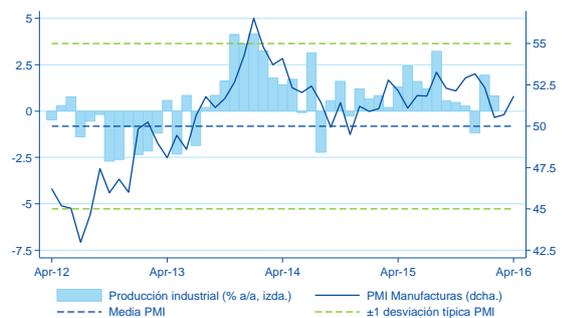
**Gráfico 16**  
**Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)\***



**Actividad: aumento de la producción industrial y de las ventas al por menor en 1T16**

Disminuye la producción industrial en febrero (-0,5% m/m tras +2,3% en enero), y se sitúa en lo que va de 1T16 un 2,0% por encima del promedio de 4T15, también caen las ventas minoristas un 1,1% m/m y se sitúan en 1T16 un 0,2% por encima de la media de 4T15.

**Gráfico 17**  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***



**Gráfico 18**  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

### Sector exterior: aumento de las exportaciones en febrero

Las exportaciones aumentaron un 1,3% m/m en febrero, situándose un -0,5% por debajo del promedio de 4T15. Por su parte, las importaciones aumentan un 0,4% m/m en febrero, y se sitúan un 0,7% por encima de 4T15.

Gráfico 19  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

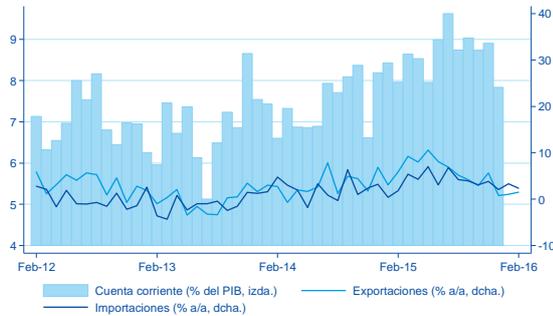
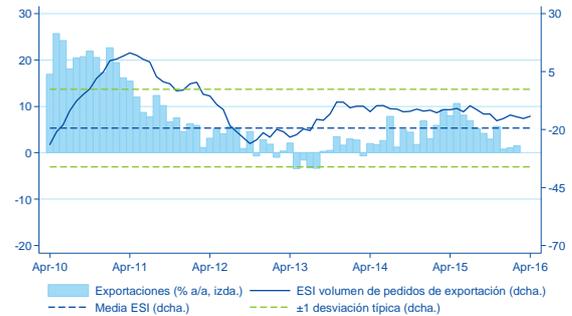


Gráfico 20  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



### Mercado de trabajo: tasa de desempleo en mínimos históricos (4,2%)

La tasa de desempleo volvió a marcar su mínimo histórico (4,2%) en marzo, mientras que el crecimiento de los costes laborales en el sector empresarial se moderó hasta el 2,1% a/a en 4T15 (3T15: 2,7%).

Gráfico 21  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***

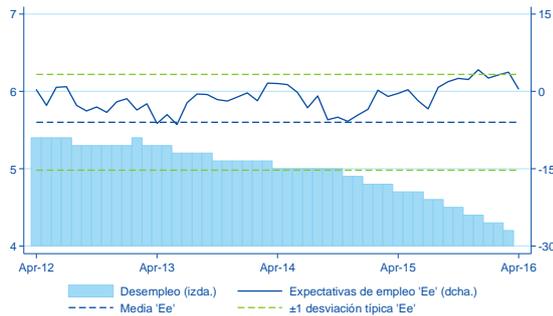
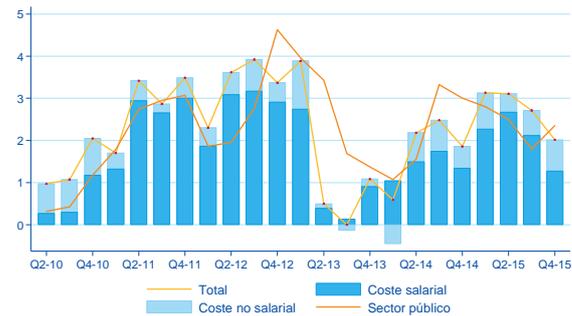


Gráfico 22  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



### Precios: inflación en el -0,3% a/a en abril

En abril, la tasa de inflación armonizada disminuye 0,4pp hasta el -0,3% a/a, principalmente por la desaceleración en -0,8pp del precio de los alimentos hasta el 0,5% a/a y del precio de los servicios hasta el 0,8% a/a.

Gráfico 23  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

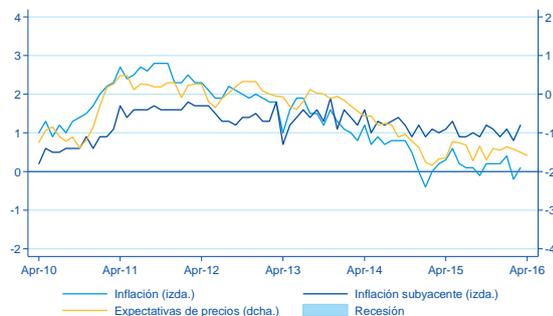
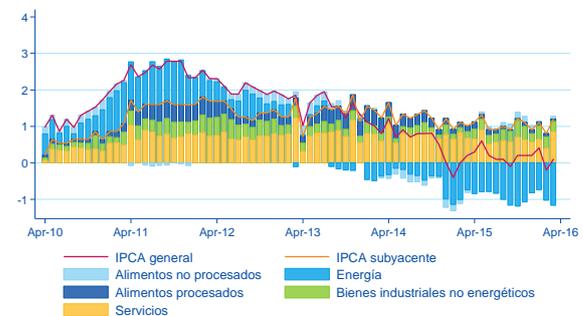


Gráfico 24  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Francia**

**Contabilidad nacional: el PIB de aumentó un 0,5% t/t en 1T16**

El fuerte aumento del consumo privado (1,2% t/t desde el -0,1% t/t) y el incremento de la inversión (0,9% tras 0,7%) se compensaron en parte por la contribución negativa de las exportaciones netas (-0,2pp). El consumo público se moderó algo (0,4% t/t tras 0,5 t/t).

Gráfico 25  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

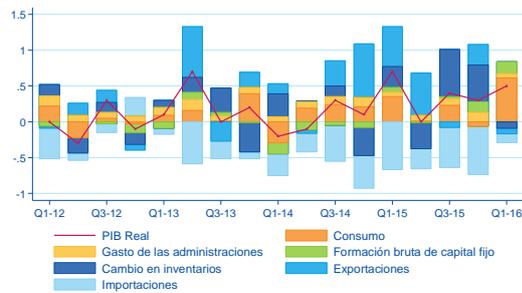
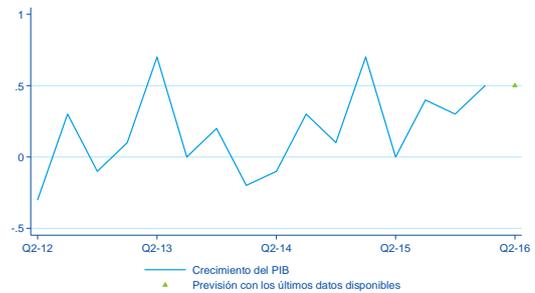


Gráfico 26  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



**Confianza: el empeoramiento de abril sugiere un crecimiento más moderado**

El PMI compuesto se mantiene en abril, si bien el ESI y los indicadores nacionales reflejan una caída de la confianza.

Gráfico 27  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***

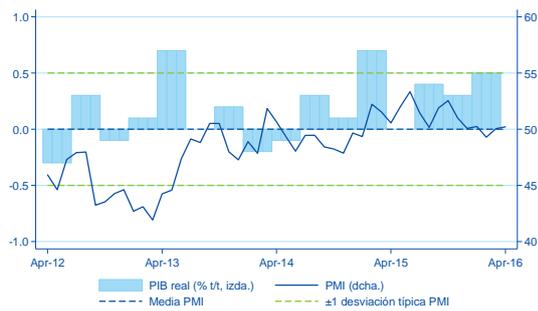
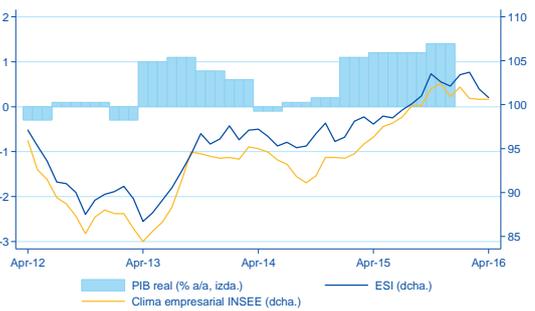


Gráfico 28  
**Indicador de confianza (ESI, y INSEE)\***



**Actividad: producción industrial estancada y aumento de las ventas minoristas en 1T16**

Con el dato de febrero (-1,0% m/m), el índice de producción industrial se reduce un 0,2% respecto al promedio de 4T15, mientras que las ventas minoristas aumentan un 1,6% t/t en marzo.

Gráfico 29  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

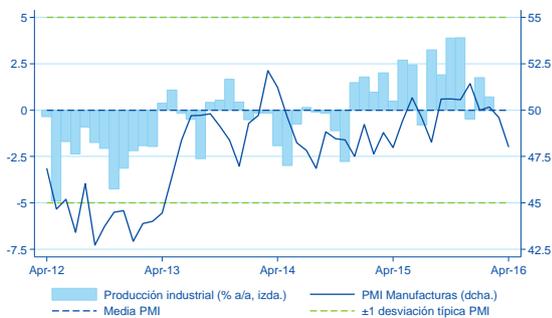
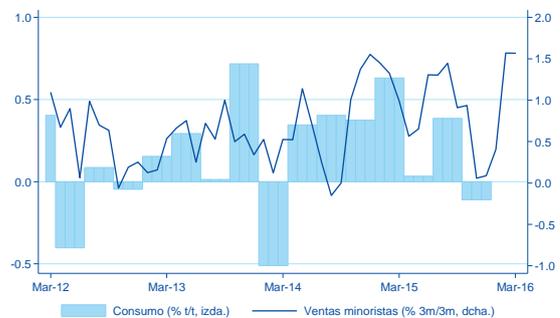


Gráfico 30  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Sector exterior: caída significativa de las exportaciones en marzo**

Las exportaciones cayeron de nuevo en marzo un -3,9% m/m, lo que supone una reducción del 1,1% en lo que llevamos de 1T16 respecto a 4T15. Las importaciones disminuyeron un -5,2% m/m, y se sitúan en 1T16 un 1,0% t/t por debajo de 4T15.

Gráfico 31  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

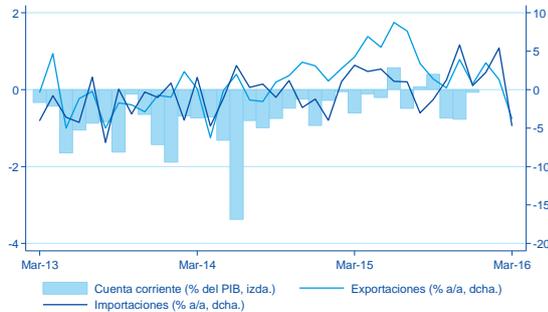
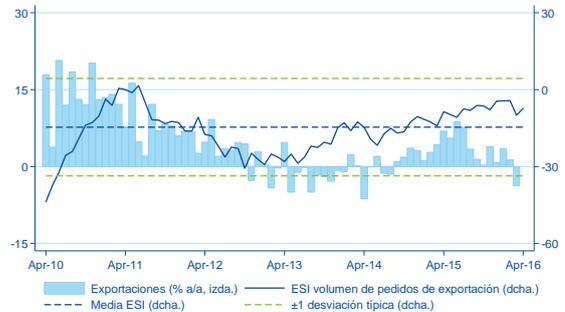


Gráfico 32  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



**Mercado de trabajo: reducción de la tasa de desempleo hasta el 10% en marzo**

La tasa de desempleo cae hasta el 10% en marzo (febrero: 10,2%), mientras que los costes laborales en 4T15 crecieron un 1,2% a/a (3T15: 1% a/a).

Gráfico 33  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***



Gráfico 34  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



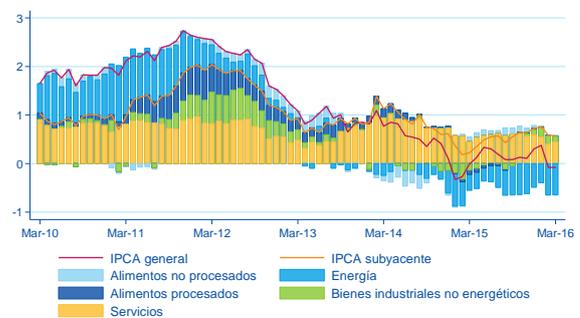
**Precios: la inflación vuelve a disminuir en abril (-0,1% a/a)**

En abril, la tasa de inflación armonizada disminuye hasta el -0,1% a/a por la caída de los precios de la energía (-6,8% a/a, marzo: -6,9% a/a) y de los productos industriales (-0,6% a/a, marzo: -0,2% a/a), mientras que el precio de los alimentos y de los servicios se mantienen (0,4% a/a y 0,9% a/a respectivamente).

Gráfico 35  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***



Gráfico 36  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Italia**

**Contabilidad nacional: la recuperación pierde fuerza a finales de 2015 (0,1% t/t)**

El consumo privado muestra una tasa de crecimiento de un +0,3% t/t, el consumo público se acelera un +0,6% t/t y la inversión registra un crecimiento del +0,8% t/t. La demanda externa contribuye positivamente al crecimiento (+0,1pp). Para 1T16, esperamos un crecimiento del PIB del 0,2% t/t.

**Gráfico 37**  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***



**Gráfico 38**  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



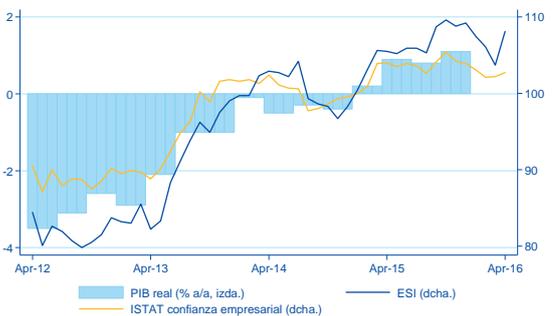
**Confianza: los PMI y ESI mejoran de forma significativa a principios de 2016**

El PMI compuesto aumenta en abril, debido al incremento tanto en el sector servicios como en el manufacturero, al igual que el indicador ESI, debido al fuerte aumento de la confianza en el sector servicios.

**Gráfico 39**  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***



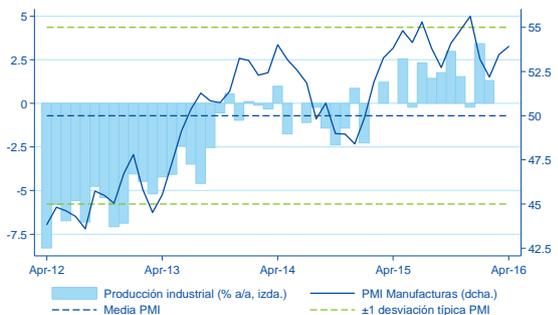
**Gráfico 40**  
**Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)\***



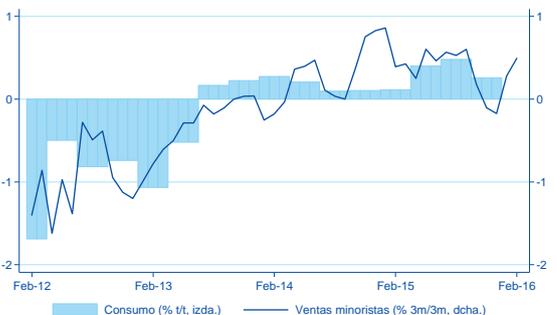
**Actividad: la producción industrial disminuye y las ventas minoristas aumentan en febrero**

El índice de producción industrial disminuye en febrero un 0,6% m/m, situándose un +0,9% por encima de la media de 4T15. Las ventas minoristas aumentan en febrero, situándose un 0,2% por encima del promedio de 4T15.

**Gráfico 41**  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***



**Gráfico 42**  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Sector exterior: aumento de exportaciones en febrero no compensa caídas previas**

Las exportaciones crecen un 2,5% m/m en febrero (enero: -2,2% m/m), pero en lo que llevamos de trimestre se sitúan un 1,3% por debajo de 4T15. Las importaciones también aumentan en febrero (0,6% m/m) pero disminuyen en lo que llevamos de 1T16 (-1,9%).

Gráfico 43  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

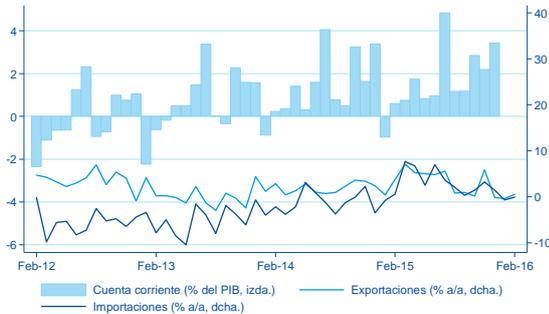


Gráfico 44  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



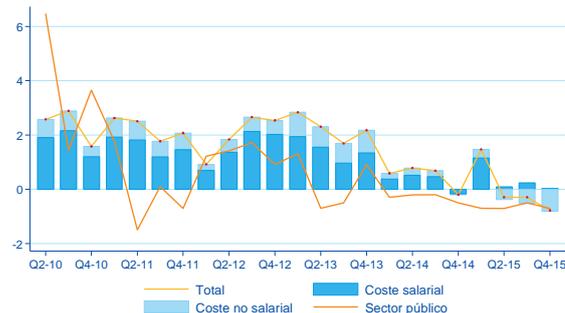
**Mercado de trabajo: el desempleo disminuyó ligeramente en marzo**

La tasa de desempleo disminuye tres décimas en marzo (11,4%) mientras los costes laborales se reducen un -0,8% a/a en 4T15.

Gráfico 45  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***



Gráfico 46  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



**Precios: la inflación continua en territorio negativo**

La tasa de inflación armonizada cae hasta el -0,3% a/a en abril, manteniéndose en territorio negativo por tercer mes consecutivo, debido principalmente a la caída del precio de los bienes energéticos. Por su parte la inflación subyacente se situó en el 0,5% a/a.

Gráfico 47  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

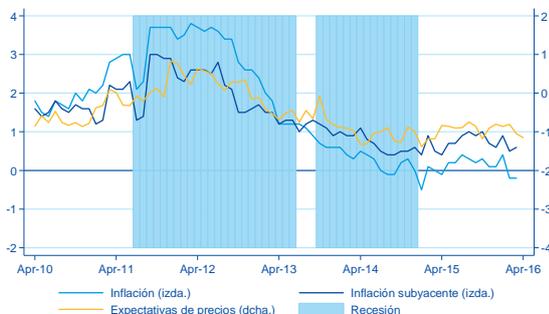
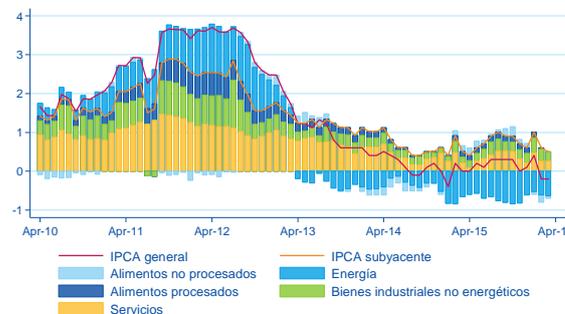


Gráfico 48  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



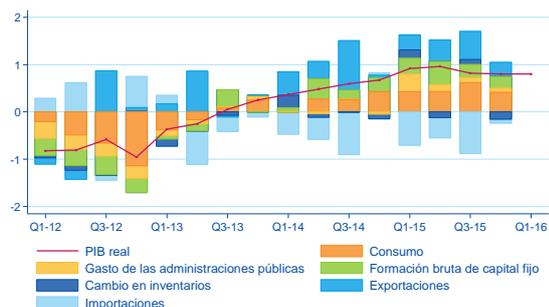
\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**España**

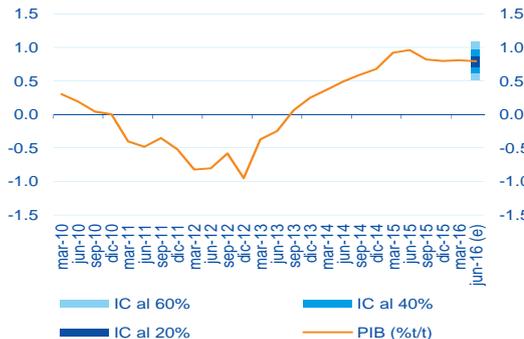
**Contabilidad nacional: estabilización del ritmo de expansión en 1T16 (0,8% t/t)**

Los indicadores disponibles señalan que la demanda doméstica habría sido el principal sustento de la actividad (0,7pp). A pesar del buen desempeño exportador, el aumento de las importaciones habría dado lugar a una aportación marginal de las exportaciones netas (0,1pp). Con información muy limitada, el MICA-BBVA proyecta un crecimiento de 0,8% t/t para 2T16.

**Gráfico 49**  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***



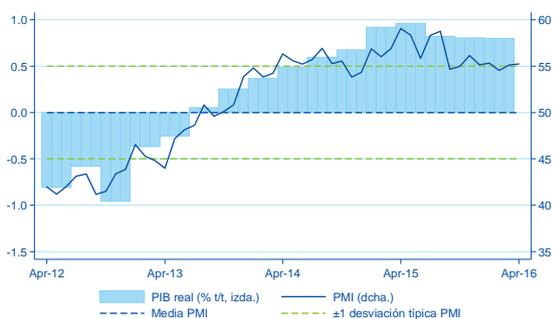
**Gráfico 50**  
**Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA\***



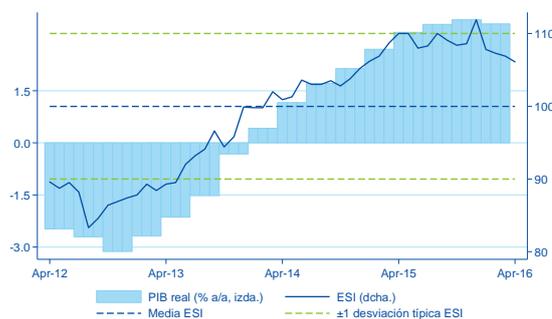
**Confianza: sin cambios significativos en abril**

Los indicadores de confianza de industria y PMIs disminuyeron en abril, si bien la confianza en la construcción aumentó. Las perspectivas positivas del mercado laboral explican el aumento de la confianza del consumidor.

**Gráfico 51**  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***



**Gráfico 52**  
**Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) \***



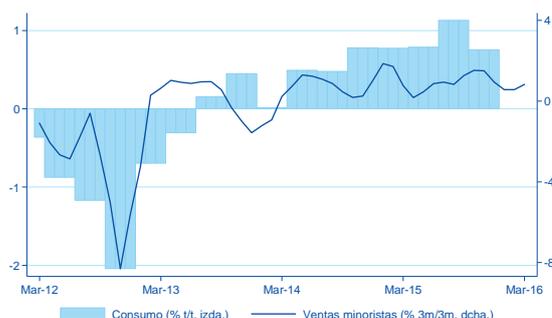
**Actividad: estancamiento de la producción industrial y moderación de las ventas minoristas en 1T16**

La actividad en la industria aumentó de forma significativa en marzo (1,2% m/m), siendo el sector de bienes de consumo duradero el único que registra una variación mensual negativa (-0,1%) mientras que las ventas minoristas crecieron en marzo un 0,5% m/m.

**Gráfico 53**  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***



**Gráfico 54**  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***

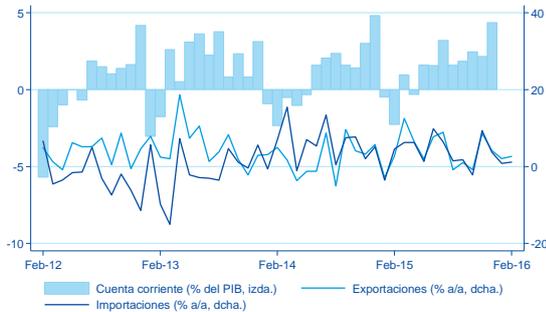


\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

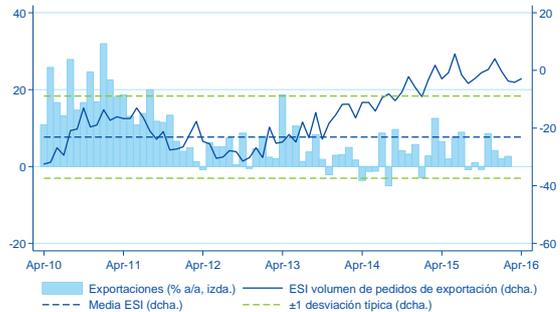
**Sector exterior: atonía de las exportaciones de bienes y se desaceleran las de servicios**

Modesta recuperación de las exportaciones de bienes en 1T16 (0,6% t/t) tras la caída observada en 4T15 (-0,2% t/t) mientras que el crecimiento de las exportaciones de servicios habría sido menor que el del trimestre anterior (0,4% t/t).

**Gráfico 55**  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***



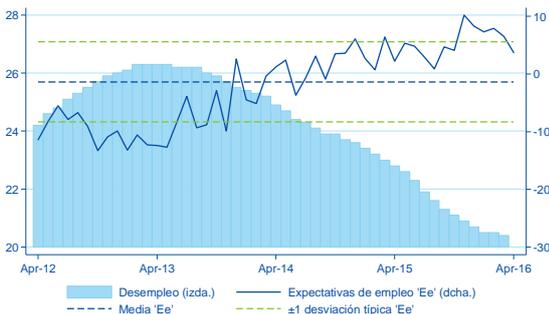
**Gráfico 56**  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



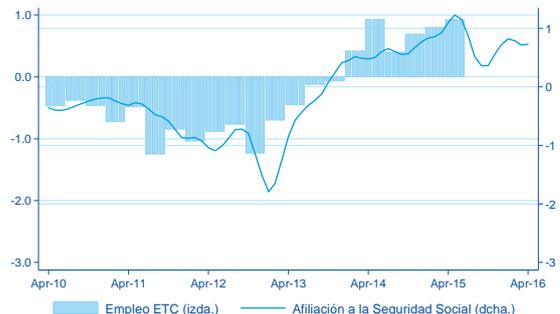
**Mercado de trabajo: la tendencia de mejora prosigue en abril**

Continúa creciendo la afiliación a la seguridad social en abril, con creación de empleo en todos los sectores (con servicios a la cabeza). El desempleo volvió a caer y roza ya los cuatro millones.

**Gráfico 57**  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***



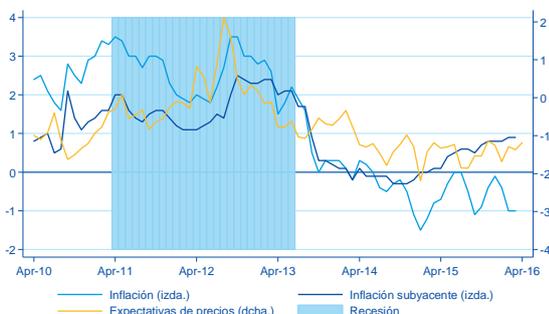
**Gráfico 58**  
**Crecimiento del empleo: C.N.T. y seguridad social (% t/t)\***



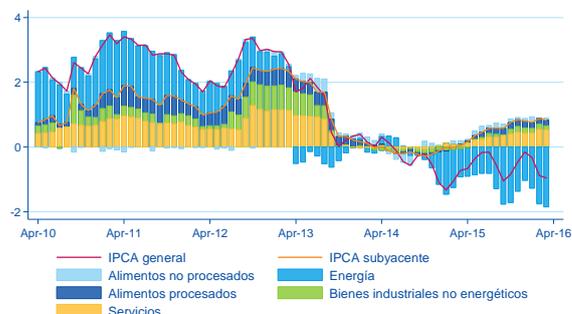
**Precios: la caída de la inflación se intensificó en abril**

El IPC cayó en abril hasta el -1,1% a/a desde el -0,8% a/a de marzo. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse moderado en 0,2pp hasta alrededor del 0,9% a/a.

**Gráfico 59**  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***



**Gráfico 60**  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Tabla 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>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Consumo privado	0,7	-0,1	-1,3	-0,6	0,8	1,7	1,7	1,8
Consumo público	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,8	1,3	1,5	1,1
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,7	-3,2	-2,5	1,4	2,6	3,1	3,8
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,7	2,8	2,2	4,1	4,9	2,7	3,6
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,4	-0,9	1,4	4,5	5,6	3,9	4,0
<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>-0,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>								
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,3
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,0	1,5
<b>Mercado laboral</b>								
Empleo	-0,6	0,1	-0,4	-0,7	0,6	1,0	1,1	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	10,2	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9	10,1	9,6
<b>Sector público</b>								
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,6
Deuda (% PIB)	83,8	86,0	89,3	91,1	92,0	90,7	90,4	88,8
<b>Sector exterior</b>								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,4	1,3	2,1	2,5	3,2	3,2	3,0

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

**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	0,0	1,9	2,6
Inventarios (*)	0,3	1,1	-0,6	0,2	0,2	0,3	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>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
Exportaciones	8,6	7,1	2,6	1,8	2,4	6,1	3,0	3,9
Importaciones	8,5	6,5	0,8	1,8	3,9	6,7	3,6	4,1
Exportaciones netas (*)	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
PIB	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
Inflación	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,1	1,3

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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