

Situación Europa

Segundo Trimestre 2014
Análisis Económico

- **La recuperación de la zona euro se apoya en mejores condiciones financieras y de confianza**, con algunas dudas ligadas al sector exterior.
- **El crecimiento se afianza en los países periféricos**, con cierta convergencia en las tasas de crecimiento hasta 2015.
- **La inflación se mantendrá por debajo del 1% en los próximos trimestres**, lo que dificulta la reducción de desequilibrios, especialmente en la periferia.
- **La fortaleza del euro y la baja inflación llevan al BCE a anticipar medidas en junio**; una expansión cuantitativa en la segunda mitad del año no se puede descartar.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Editorial | 3 |
| 2. La desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED, claves del escenario global | 4 |
| 3. La eurozona se apoya en mejores condiciones financieras y de política económica, con algunas dudas ligadas al sector exterior..... | 5 |
| 4. Perspectivas: crecimiento moderado en 2014 para cobrar impulso en 2015..... | 8 |
| Recuadro 1. Una inflación alrededor del 1% en el horizonte de previsión aumenta la presión sobre el BCE para asegurar el anclaje de las expectativas de precios en el medio plazo | 11 |
| Estados miembros de la zona euro: análisis detallado | 14 |
| 5. Tablas..... | 16 |

Fecha de cierre: 9 de mayo de 2014

1. Editorial

La economía de la zona euro ha dado pocas sorpresas en los tres últimos meses en cuanto al ritmo de la recuperación y los factores fundamentales que la sustentan, aunque con matices. Los datos de coyuntura a corto plazo siguen siendo relativamente positivos, con los indicadores de confianza creciendo algo más de lo que se podría esperar (especialmente dados los problemas geopolíticos en el este de Europa), y los de actividad algo más rezagados. Alemania ha tenido un primer trimestre con un crecimiento muy fuerte, aunque el segundo será algo más débil. Los datos recientes de Francia son más negativos, pero los de Italia y España se siguen recuperando, incluso con sesgos al alza. La política fiscal sigue siendo claramente menos restrictiva de lo que era hace un año, desde que así lo aprobase el Ecofin en mayo de 2013, mientras que la política monetaria tiene margen de relajación adicional (ver más abajo). La mejora de las variables financieras ha ido más allá de lo previsto, sobre todo por la disminución de los diferenciales soberanos en la periferia, ligada a la entrada de flujos provenientes de los países emergentes, que está teniendo un impacto alcista sobre el euro.

Precisamente es el tipo de cambio frente al dólar, para el que prevemos una depreciación menor en el medio plazo, uno de los factores que lastran la recuperación, o la hacen más moderada. A ello se une el menor crecimiento previsto en China, tanto este año como el que viene, más cerca del 7% que del 7,5%; y de otros países emergentes, lo que también podría tener un impacto sobre las exportaciones. A pesar de ello, la mayor pujanza de la demanda interna en Europa compensa estos sesgos a la baja del sector exterior, y nos hace mantener nuestra previsión de crecimiento en la eurozona en el 1,1% en 2014 y el 1,9% en 2015, por encima del crecimiento potencial, lo que permitirá reducir ligeramente la tasa de desempleo.

Aparte de las dudas en el sector exterior, el otro factor de riesgo en la zona euro está ligado al bajo nivel de inflación, que alcanzó el 0,5% en marzo y se va a mantener por debajo del 1% durante casi todo el resto del año, según nuestra previsión. Seguimos viendo poca probabilidad a un escenario de deflación, pero un escenario de baja inflación no sólo conlleva peligros antes un shock bajista adicional, sino que es perjudicial para el reequilibrio entre los países de la zona euro, los cambios de precios relativos y para un desapalancamiento a un ritmo razonable de los agentes privados y gobiernos, muy endeudados en muchos países de la zona. El BCE no tomó medidas de relajación adicional en marzo, a pesar de prever una inflación de solamente un 1,5% a dos años vista (en 2016), pero parece haber rectificado más recientemente, aclarando las distintas medidas que podría tomar ante distintos eventos (tensiones financieras, apreciación excesiva del euro, inflación persistentemente baja) y, lo que es más importante, señalando que está dispuesto (de manera unánime) a embarcarse en medidas de expansión cuantitativa si la inflación se desvía de la senda prevista. De momento, es muy probable que en junio vuelva a bajar el tipo refi y ponga el tipo de depósito en negativo, mientras que es posible que apruebe medidas adicionales de liquidez en los próximos meses.

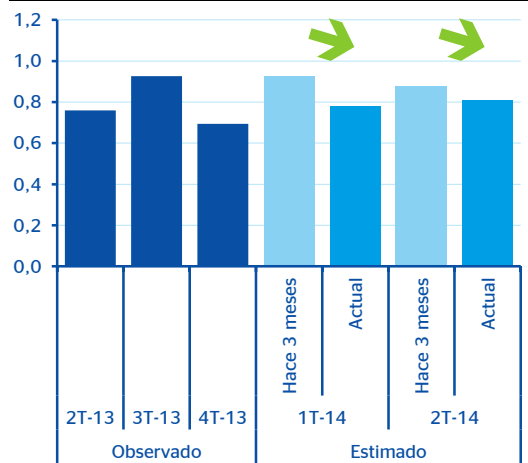
De cara al resto del año y a 2015, tras los progresos en la unión bancaria (que ha dado un paso más en los últimos meses con la aprobación del mecanismo único de resolución), los exámenes bancarios y las pruebas de esfuerzo siguen siendo el factor a seguir. Si a final de año queda en Europa un sector bancario solvente y recapitalizado, junto con unos mecanismos de supervisión y resolución comunes ya en marcha, habrá margen para reducir sustancialmente la fragmentación financiera y permitir una recuperación más decidida del crédito.

2. La desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED, claves del escenario global

El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante 1T14 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y, según nuestro indicador de actividad global, esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año (véase Gráfico 2.1). Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en ambas áreas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tipos en EE.UU., pero también se han visto afectados más o menos intensamente por eventos de riesgo geopolítico en Europa del Este o las perspectivas de desaceleración de China.

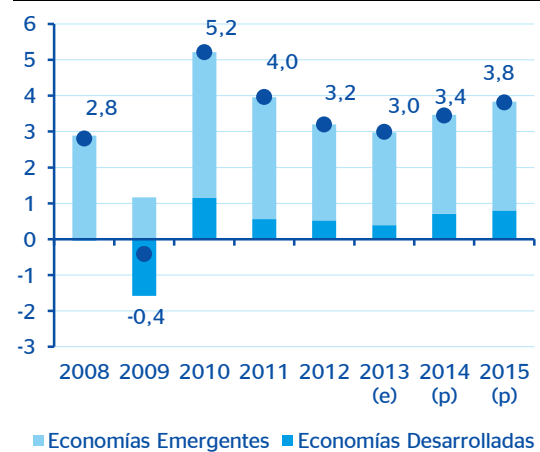
La normalización de la política monetaria de EE.UU., en marcha en sus medidas cuantitativas y a la expectativa en tasas de interés, está produciendo una recomposición de carteras financieras a nivel global con impacto en las condiciones de financiación y en los precios de los activos de las economías emergentes, sobre todo. Este contagio no es nada novedoso, pero se vuelve a manifestar en un entorno que sí lo es: con mayor integración financiera de las economías emergentes y con una política monetaria de EE.UU. extraordinariamente laxa. Simétricamente, la salida de este periodo excepcional también tendrá impacto en las variables financieras.

Gráfico 2.1
Crecimiento mundial (% intertrimestral) basado en BBVA-GAIN



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2.2
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Nuestra valoración del escenario global se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente, cifras que muestran tanto las variaciones en expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas (véase Gráfico 2.2). Si bien no se han producido cambios relevantes en EE.UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica en 2014 y 2015 (véanse previsiones en Sección 5 y para un análisis más detallado [Situación Global Segundo Trimestre 2014](#)).

3. La eurozona se apoya en mejores condiciones financieras y de política económica, con algunas dudas ligadas al sector exterior

El panorama de la zona euro continúa siendo relativamente positivo, ya que la recuperación parece consolidarse. En los últimos tres meses la economía ha evolucionado en línea con lo previsto, en líneas generales, aunque con ligeros cambios en el peso relativo de sus fundamentales. Así, mientras la evolución de las variables financieras ha sido más positiva de lo previsto, y los datos macroeconómicos apuntan a un crecimiento por encima de las expectativas en el primer trimestre, con una recuperación -sobre todo de la confianza- relativamente rápida, las dudas provienen del entorno externo, con un tipo de cambio frente al dólar que ahora se prevé más apreciado y del crecimiento algo menor previsto en Asia, lo que puede reducir la aportación del sector externo. En cuanto al tono de las políticas económicas, la política fiscal aparece sin cambios, y la política monetaria algo más dispuesta a una relajación adicional, aunque dando señales a veces poco claras. Los avances en la unión bancaria siguen siendo claves para el crecimiento futuro y la superación de la crisis, con el examen bancario como acontecimiento central en la segunda mitad del año.

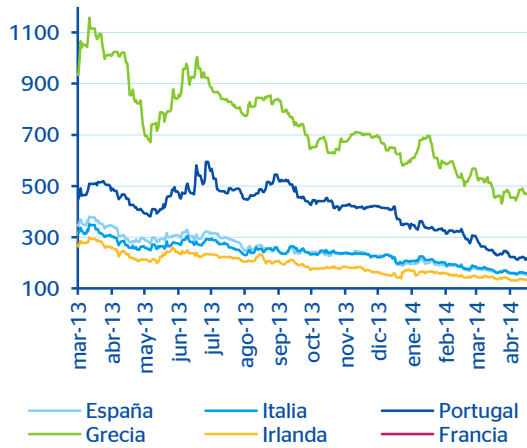
El entorno financiero sigue mejorando más rápido de lo previsto

En el último trimestre las tensiones financieras se han mantenido en niveles bajos, particularmente en las economías desarrolladas, incluyendo Europa. El mayor tensionamiento que se ha observado en Europa del Este -asociado al conflicto de Ucrania- no se ha trasladado al resto de regiones emergentes y, por tanto, el contagio ha sido muy limitado.

Con todo, la incertidumbre asociada a este factor, así como la debilidad cíclica de algunas de las principales economías emergentes está dando lugar a cierto efecto demanda de activos refugio (bonos del tesoro americano y bono alemán). Igualmente, estos factores están contribuyendo a que las salidas de capitales de emergentes que se han mantenido en los meses previos están beneficiando a Europa y, especialmente a los países periféricos. Por otro lado, el tono relativamente relajado de la Reserva Federal y los datos de actividad más débiles de lo previsto en la economía americana en el primer trimestre del año (muy afectados por condiciones climatológicas) han dado lugar a una reducción de los tipos de interés de largo plazo americano, con el consiguiente efecto arrastre en las curvas europeas.

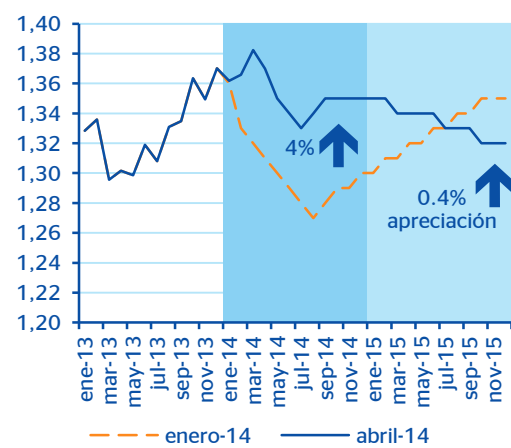
Así, en Europa, la combinación de estos factores junto con las expectativas de baja inflación y de una posible acción del BCE (incluyendo la posibilidad de una posible expansión cuantitativa, QE) ha dado lugar a una reducción de los tipos de interés de largo plazo de los bonos europeos, tanto de los países del núcleo como de la periferia. El bono alemán se ha situado de nuevo por debajo del 1,50% y el de los bonos españoles e italianos al mismo plazo por debajo del 3%. En este contexto las primas de riesgo, favorecidas por entradas de capitales, las expectativas de un posible QE y, en menor medida por la mejora de rating, se han seguido estrechando (véase Gráfico 3.1). Este estrechamiento ha sido particularmente importante en Grecia, que sigue estando apoyado por la Troika para cubrir sus necesidades de financiación, y en Portugal, que ha anunciado la salida del programa sin apoyo de ninguna línea de crédito adicional.

Gráfico 3.1
Prima de riesgo (spread 10 años) en la periferia



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.2
Tipo de cambio dólar/euro



Fuente: BBVA Research

Un entorno exterior sin cambios generales, pero con sesgos a la baja por el tipo de cambio y el menor crecimiento en China

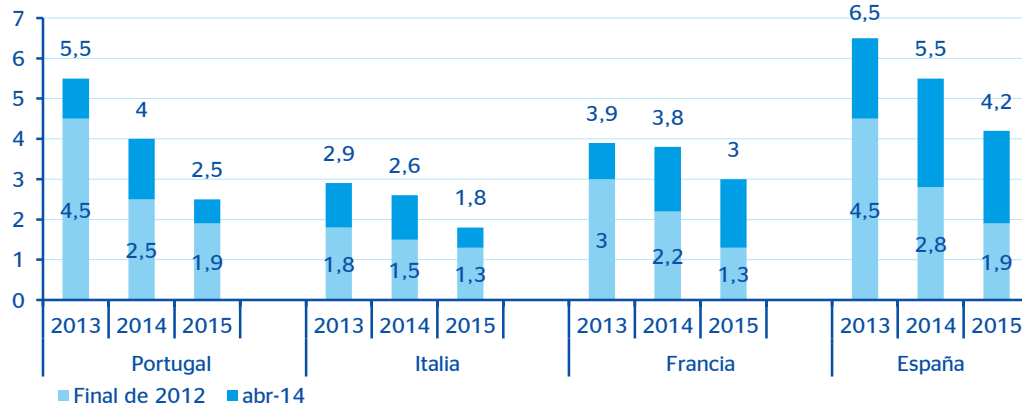
El crecimiento de la economía mundial en los dos primeros trimestres del año es algo menor de lo previsto hace tres meses, pero continúa siendo fuerte (a un ritmo de 0,8% t/t), y acelerándose desde el 0,7% del cuarto trimestre de 2013. Como se comenta en la sección anterior, los países avanzados están tomando hasta cierto punto el relevo a los emergentes. A pesar de que nuestras previsiones sobre el crecimiento estadounidense no han variado (2,5% en 2014 y 2015), los sesgos son al alza, mientras que las dudas sobre China hacen que su PIB se vaya a acercar más al 7% que al 7,5% previsto anteriormente, lo que se reflejará también en otros países emergentes. En cualquier caso, las exportaciones de la eurozona se han mantenido en los últimos meses gracias a otros países europeos (Reino Unido, sobre todo), con los que los lazos comerciales son elevados y donde el crecimiento se mantiene muy fuerte.

El euro sigue muy soportado por la entrada de flujos en los activos de la zona euro y por datos económicos que continúan apuntando a una lenta pero gradual recuperación de la economía, y no parece que esta tendencia vaya a variar significativamente. Nuestro escenario para el dólar/euro prevé una depreciación mucho más moderada en 2014 y la primera mitad de 2015, lo que supone un valor frente al dólar un 4% más apreciado que en el escenario anterior (véase Gráfico 3.2). Esto podría tener un impacto acumulado de alrededor de 7 décimas sobre el crecimiento de las exportaciones entre 2014 y 2015, y de unas tres décimas sobre el PIB, que probablemente se verán compensados por un mayor dinamismo de la demanda interna.

La política fiscal sin cambios tras la ligera relajación en 2013

La relajación de los objetivos fiscales aprobada por el Ecofin en la primera mitad de 2013 fue un factor importante para la recuperación de la economía europea en la segunda mitad del año, como ya hemos señalado en anteriores números de esta revista. El panorama no ha cambiado. La política fiscal sigue siendo contractiva, pero menos de lo que se previó en su momento gracias al retraso del objetivo de déficit del 3% para varios países, incluyendo Francia, Italia y España (véase Gráfico 3.3). Las desviaciones de los objetivos de déficit en 2013 han sido pequeñas, salvo en Francia (4 décimas respecto al plan de estabilidad de mayo de 2013) y los planes presentados a la Comisión en abril de este año mantienen los objetivos previstos o los modifican hacia una senda de consolidación algo más lenta.

Gráfico 3.3
Revisión objetivos de déficit fiscal (% del PIB)



Fuente: Comisión Europea

La política monetaria muestra una mayor predisposición a una relajación adicional ante los riesgos de desinflación

El BCE ha relajado en términos generales su política monetaria en los últimos meses, aunque más a través de su comunicación que de medidas reales. Tras la reducción de tipos de noviembre, que casi nadie esperaba, ha insistido en su política de *forward guidance*, dejando claro que las subidas de tipos no son previsibles en los próximos trimestres, ha introducido la posibilidad de hacer una expansión cuantitativa (por unanimidad, lo que supone la aquiescencia de los miembros del BCE de países core), aunque sólo si la inflación es persistentemente baja, y ha reconocido la importancia de un tipo de cambio demasiado apreciado sobre la inflación. El presidente Draghi clarificó a mediados de abril las distintas circunstancias que darían lugar a diferentes medidas de relajación (véase Recuadro 1 en la siguiente sección) y ha anticipado medidas para el mes de junio, que podrían suponer una reducción adicional del tipo refi desde el 0,25% actual, y la fijación de un tipo de depósito negativo. Aunque todas estas medidas están más ligadas a los riesgos de inflación, siguiendo el mandato del BCE, su efecto sobre la actividad es claramente expansivo.

Los avances en la unión bancaria continúan según el calendario, con los análisis de los balances como evento principal en la segunda mitad del año

Las distintas autoridades europeas (Comisión, Consejo y Parlamento) han llegado a un acuerdo en el primer trimestre de este año sobre el mecanismo único de resolución bancaria (SRM) y el fondo único de resolución, segunda pata del proceso de unión bancaria previsto a mediados de 2013. El proceso sigue, por tanto, en línea con lo previsto. El sistema de supervisión única (la primera pata) entrará en vigor en octubre, liderado por el BCE, tras el análisis de balances bancarios y de tests de stress que se está llevando a cabo durante estos meses, y que se publicará también en octubre. Para el tercer elemento en la hoja de ruta, el fondo de garantía de depósitos común, no hay acuerdo y no se prevé que se consiga en el corto o medio plazo. El acuerdo sobre el SRM es un paso claro en la dirección correcta, y aunque ha suscitado críticas sobre la lentitud de su puesta en marcha y su dotación, no parece haber tenido un impacto negativo en los mercados.

El elemento clave en estos momentos son los resultados de los análisis bancarios: al trazar un mapa transparente de la situación del sistema bancario europeo, eventualmente tras la recapitalización de algunas entidades, debería reducir la incertidumbre sobre el sector, sobre el bucle negativo entre crédito bancario y soberano, y ayudar a la reducción de la fragmentación financiera dentro de la zona euro. El efecto sobre los flujos de crédito, en la medida en la que el crédito se ve afectado también por elementos de oferta, deberá dejarse sentir a lo largo de 2015.

4. Perspectivas: crecimiento moderado en 2014 para cobrar impulso en 2015

El crecimiento económico en el conjunto de la zona euro parece haber ganado algo de tracción en el primer trimestre del año, sustentado por la progresiva normalización de los mercados financieros que se reflejó en una fuerte mejora de la confianza. No obstante, también se han deteriorado algunos determinantes claves durante la recuperación, principalmente la desaceleración en el crecimiento de algunas economías emergentes y la fortaleza del euro, que podría frenar el arrastre de las exportaciones para registrar un avance económico más moderado en los próximos trimestres.

Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de 0,4%/0,5% t/t en el primer trimestre del año (0,2pp por encima de lo estimado hace tres meses) en la zona euro, tras el 0,2% t/t de 4T13 (véase Gráfico 4.1). Los datos disponibles para 2T14 se limitan a los datos de confianza de abril, y muestran señales mixtas. Por un lado, los PMIs mejoraron nuevamente y apuntarían a un mayor crecimiento, mientras que los indicadores de confianza de la Comisión Europea se deterioraron, al igual que algunos indicadores nacionales (como el Ifo en Alemania, que recoge la incertidumbre de la situación geopolítica en Ucrania), y sugieren que el crecimiento podría moderarse ligeramente, más en línea con nuestro escenario (+0,2% t/t).

Por países, la recuperación ya toma forma en la periferia, ganando impulso en España (0,4% t/t tras el 0,2% t/t en 4T13) y en Italia (0,3% t/t tras 0,1% t/t). La economía alemana continúa liderando el crecimiento (0,6% t/t tras 0,4% t/t), mientras que las dudas ahora se ciernen sobre la economía francesa (0,1% t/t tras 0,3% t/t), que podría acusar el aumento de la incertidumbre (reflejado ya en la confianza) sobre la política económica a implementar en el horizonte de previsión.

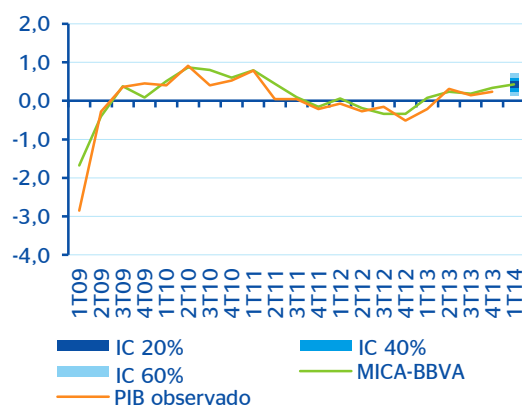
Los ligeros cambios en los fundamentales de crecimiento (véase Sección 3) se compensan entre sí. Nuestro escenario sigue contemplando que la dinámica ya observada en los últimos trimestres se irá consolidando este año, con la demanda doméstica tomando el relevo de las exportaciones a lo largo de 2014, y mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del PIB del 1,1% para la zona euro. En concreto, el mejor desempeño económico en el primer trimestre del año (+0,3pp) compensa el posible efecto negativo de la apreciación del euro (-0,2pp) y la desaceleración de emergentes (-0,1pp). Para 2015, también mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 1,9%, impulsado por el aumento de la inversión y la consolidación de la recuperación del consumo privado. A pesar de ello, estas previsiones suponen que a finales de 2015 el nivel del PIB tan sólo habría alcanzado los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008) y la brecha de producción continuaría siendo negativa.

Las exportaciones continuarán siendo robustas y determinantes para el crecimiento..

Los datos más recientes de balanza comercial muestran que el crecimiento de las exportaciones habría ganado impulso a principios de año (1,1% en enero-febrero sobre 4T13, cuando crecieron un 0,3% t/t), sobre todo las destinadas a otros países europeos (alrededor del 46% del total de las exportaciones) que compensaron una ligera caída de las ventas a Asia (alrededor del 23%). Estos datos, por lo tanto, ya reflejan la desaceleración de algunas economías emergentes (China y América Latina), si bien el crecimiento global continúa siendo fuerte (alrededor de 0,8% t/t) por la mejora cíclica de las economías desarrolladas, mientras que la apreciación del euro en parte está siendo compensada por la caída de los precios de las ventas al exterior (alrededor de un -0,3% t/t en promedio a lo largo de 2013). Además, los pedidos procedentes del exterior de la encuesta de confianza de la industria (tanto PMIs como CE) apuntan a un buen desempeño de las exportaciones en los próximos meses.

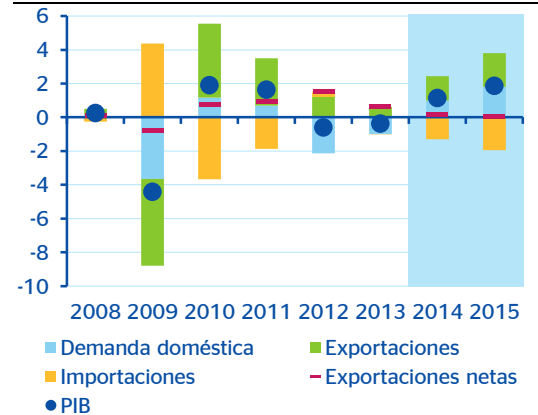
El menor crecimiento de algunas economías emergentes, junto con un euro más apreciado de lo que estimábamos hace tres meses (alrededor de un 4%), nos ha llevado a revisar ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento de las exportaciones. A pesar de ello, las exportaciones deberían crecer nuevamente a un ritmo relativamente fuerte (nuestra previsión es de 3,1% en 2014 y 4,2% en 2015, frente al crecimiento medio del 6% entre 1995 y 2008), suficiente para impulsar la inversión mientras que la demanda interna toma el relevo de forma más clara a lo largo del horizonte de previsión. No obstante, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro irá perdiendo importancia relativa (0,1pp en 2014 y nulo en 2015 tras 0,9pp de media en 2010-13), ya que las importaciones también aumentarán significativamente por el aumento de las compras asociadas a la inversión y el mayor dinamismo del consumo privado (véase Gráfico 4.2).

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 (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

... impulsando la inversión este año y, sobre todo, en 2015

El aumento de la inversión ya en el segundo semestre de 2013, principalmente aquella destinada a los bienes de equipo que es la que más se beneficia de la recuperación de la demanda global, sigue poniendo en evidencia que los obstáculos sobre las decisiones de inversión son cada vez menores, sobre todo la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación y la normalización de la capacidad utilizada por las empresas. Los indicadores más recientes apuntan a que esta tendencia en la inversión debería continuar en los próximos trimestres (con aumentos significativos de la producción de bienes intermedios, de equipo y consumo duradero, así como la mejora de los pedidos), para aumentar significativamente en 2014 (3,1%), a pesar del lento restablecimiento del crédito. No obstante, en la medida en que mejoren las condiciones crediticias (con la unión bancaria en marcha y, sobre todo, la conclusión de los ejercicios de evaluación del sistema bancario) y continúen aumentando los beneficios empresariales, esperamos un nuevo rebote de la inversión en 2015 (5,1%).

Recuperación paulatina del consumo, tanto privado como público

Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento lento que el consumo privado viene registrando desde 2T13 podría haberse acelerado ligeramente a principios de año. La confianza de los consumidores aumentó significativamente, apoyada por la estabilización de la tasa de paro durante el último año y medio (en torno al 11,9%) y por las mejores expectativas para los próximos meses. Esto ya se está reflejando en el crecimiento que registraron las ventas al por menor en 1T14 (0,8% sobre 4T13), y apunta a que el consumo privado habría vuelto a aumentar alrededor de un 0,2% t/t en 1T14. Para el horizonte de previsión, los soportes del consumo privado continuarán reforzándose, dado que las mejores expectativas para el mercado de trabajo se reflejarán en un aumento de la compensación por empleado en un contexto de baja inflación (que prevemos de 0,9% en 2014 y 1,3% en 2015). Esto debería redundar en un aumento de la renta disponible de los hogares en el 2014 y 2015

(0,7% y 1%, respectivamente). Con todo esto, el consumo privado podría aumentar en torno a un 0,8% en 2014 y un 1,3% en 2015.

La política fiscal continuará siendo restrictiva en el horizonte de previsión, si bien el esfuerzo fiscal será menor que el realizado en 2012 y 2013, al posponer el resto del ajuste para alcanzar el objetivo de equilibrio estructural de las cuentas públicas más allá de 2015. Esto dará lugar a un consumo público que podría aumentar alrededor de un 0,3% en 2014 y un 0,7% en 2015.

Como resultado de todo lo anterior, la recuperación de la demanda doméstica se consolidará a lo largo de 2014 (con una contribución al crecimiento de 1pp) y debería tomar paulatinamente el relevo de las exportaciones netas, para convertirse en el principal motor del crecimiento en 2015 (1,8pp).

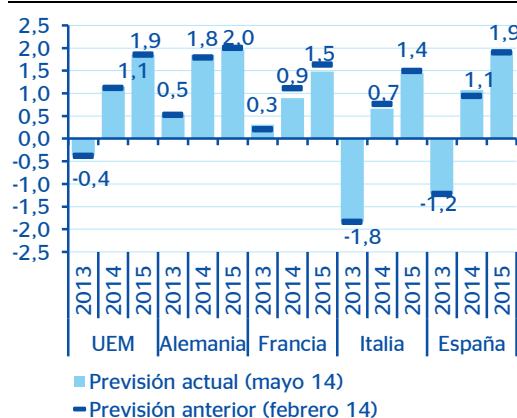
La estabilización del mercado de trabajo se prolongará en 2014, con un crecimiento moderado del empleo en 2015

Detrás de la estabilización del mercado de trabajo durante el último año subyace principalmente la interrupción de la destrucción de puestos de trabajo, así como una ligera disminución de la población activa, dando lugar a un repunte de la productividad (0,5%). El ritmo de crecimiento económico no parece suficiente para crear empleo de forma sustancial en 2014 (0,1%), sino que se dejará notar principalmente en otro aumento de la productividad hasta niveles cercanos al 1%, siendo el año que viene cuando prevemos que el empleo aumente algo menos de un 1% y la tasa de paro se reduzca en alrededor de 0,6pp hasta el 11,4%. Por países, ese comportamiento será generalizado, manteniéndose por tanto las grandes diferencias en la tasa de desempleo en todo el horizonte de previsión.

Recuperación generalizada a lo largo de la zona euro, con cierta convergencia de las tasas de crecimiento hasta 2015

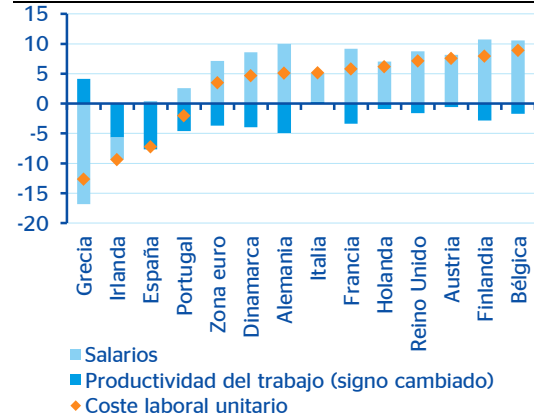
Al igual que en el conjunto de la zona euro, el desempeño económico por países ha estado en línea con nuestras previsiones, por lo que no ha habido revisiones significativas en las mismas (véase Gráfico 4.3). El crecimiento de la zona seguirá estando liderado por la economía alemana este año (1,8%), pero esperamos que el crecimiento de Francia y de las economías periféricas converja hacia las tasas registradas en el conjunto de la zona euro (1,1%) en 2014. Además, nuestras previsiones también contemplan un patrón de crecimiento más equilibrado en la periferia, si bien manteniéndose las diferencias en la contribución de la demanda doméstica respecto a los países del centro de Europa, reflejando todavía la corrección de los desequilibrios en marcha, sobre todo internos, ya que las ganancias de competitividad de los últimos años han permitido corregir en la mayoría de los casos los fuertes déficit exteriores (véase Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3
UEM: previsión crecimiento PIB por país



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.4
Variación coste laboral unitario 2009-2013



Fuente: Eurostat y BBVA Research

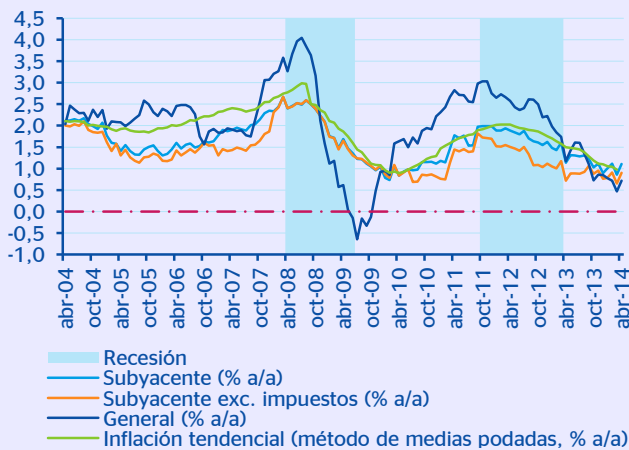
Recuadro 1. Una inflación alrededor del 1% en el horizonte de previsión aumenta la presión sobre el BCE para asegurar el anclaje de las expectativas de precios en el medio plazo

La persistente baja inflación en Europa, junto al peligro de deflación y la posibilidad de que el BCE reaccione con medidas adicionales, quizás a través de una expansión cuantitativa, están en el centro del debate actual de política monetaria de la zona euro.

En principio seguimos sin ver un riesgo de deflación elevado...

En el primer trimestre, y en línea con nuestro escenario, la inflación, tanto general como subyacente, se mantuvo relativamente estable (una media de 0,7% a/a la general y del 1% a/a la subyacente, frente a unas previsiones de 0,7% y 0,9%). El patrón de inflación de marzo y abril se vio afectado por una Semana Santa más retrasada este año, lo que, junto a los efectos base, hizo que la inflación se moderara mucho en marzo (hasta el 0,5% a/a, y el 0,9% a/a la subyacente) y repuntara en abril: hasta el 0,7% a/a la general, algo menos de lo esperado (-0,1pp) por una mayor caída de los precios de los productos energéticos, y hasta el 1.1% la subyacente, en línea con lo previsto.

Gráfico R.1.1
UEM: Inflación (% a/a)

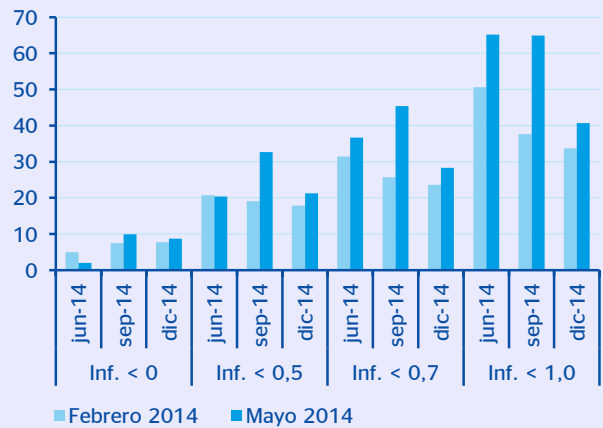


Fuente: Eurostat y BBVA Research

Nuestro escenario para la inflación es de paulatina recuperación, dado que la caída de la inflación durante los últimos trimestres ha respondido a un patrón lógico en una situación de recesión (véase Gráfico R.1.1). Si utilizamos las series que proporciona Eurostat ajustadas de aumentos impositivos y de precios administrados (ligados a la consolidación fiscal en varios países desde 2010), y aplicamos un ajuste similar a la inflación subyacente, observamos que la

desinflación ha coincidido fundamentalmente con la recesión y que la inflación durante el último año, aunque baja, se ha mantenido en tasas interanuales relativamente estables y similares a las observadas después de la primera recesión que experimentó la economía europea en 2008-2009, tras la fuerte desaceleración que venía experimentando a partir de finales de 2011 (alrededor de 2,1pp desde tasas cercanas al 3% a/a).

Gráfico R.1.2
UEM: probabilidad inflación en 2014 (%)

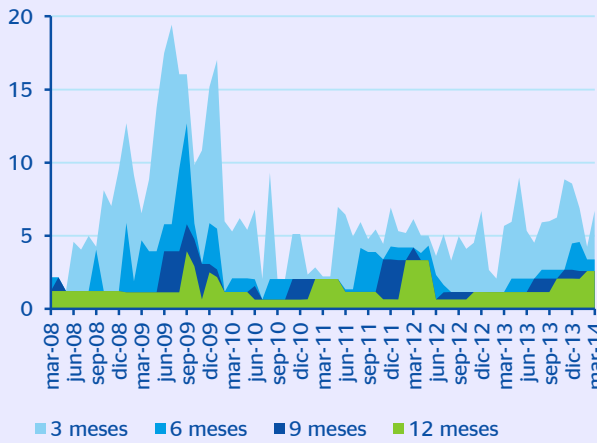


Fuente: BBVA Research

En términos generales, con una recuperación gradual de la demanda doméstica ya en marcha, el riesgo de deflación en el conjunto de la zona euro sigue siendo reducido (véase Gráfico R.1.2). A pesar de la persistencia de las bajas tasas durante los últimos tres años, una vez descontados los efectos transitorios, continúa sin haber evidencia de una caída generalizada de los precios (véase Gráfico R.1.3), con menos de un 3% de las partidas del IPCA registrando tasas intermensuales negativas durante los últimos doce meses.

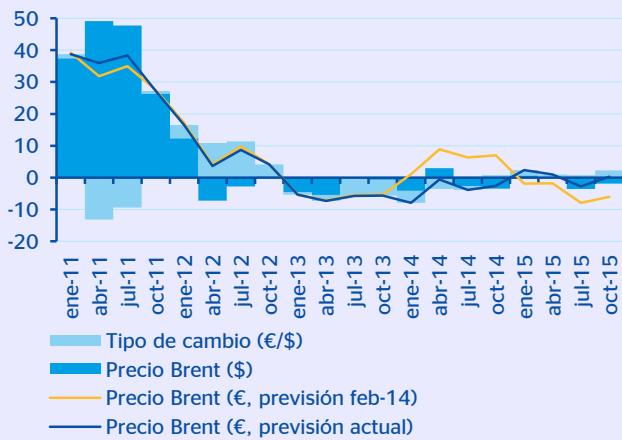
A pesar de ello, hemos revisado en una décima a la baja nuestras previsiones de inflación para 2014 (al 0,9%) y 2015 (al 1,3%) debido a dos factores nuevos: la proyección de precio del petróleo se ha revisado a la baja, y el tipo de cambio del euro se espera que esté más apreciado de lo anteriormente previsto (alrededor de un 4% más apreciado frente al dólar) (véase Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.3
UEM: proporción de partidas del IPCA con tasas mensuales negativas por distinto grado de persistencia (datos CVEC)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico R.1.4
Precio del petróleo y tipo de cambio del euro (% a/a)



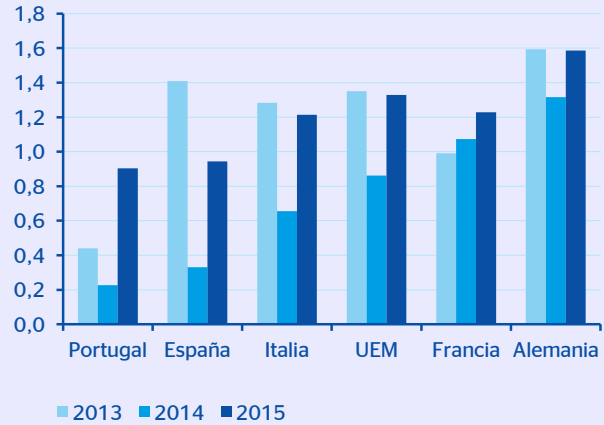
Nota: El tipo de cambio del euro se representa en escala inversa, de forma que valores negativos se corresponde con una apreciación.
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Además, persisten otros factores que determinan nuestro escenario de bajas tasas de inflación en el horizonte de previsión: una brecha del producto claramente negativa que sólo se cerrará lentamente, así como los ajustes llevados a cabo en los países periféricos orientados a recuperar la pérdida de competitividad acumulada en el periodo pre-crisis, lo que limita el crecimiento de costes.

Por países, los diferenciales de inflación persistirán entre los del centro y la periferia de la zona euro (véase Gráfico R.1.5), sobre todo este año, en la medida que continúan los ajustes internos para ganar competitividad en los últimos, una suerte de

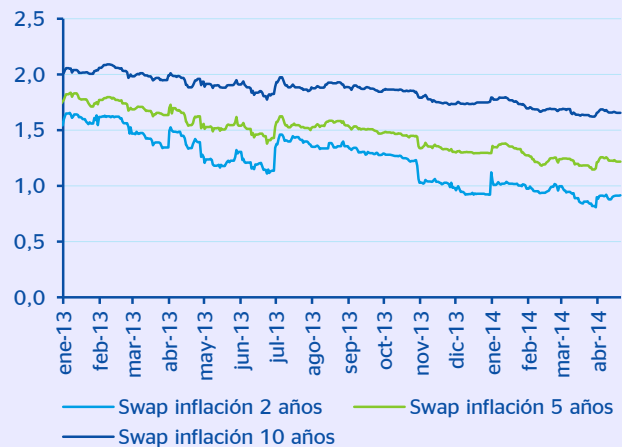
devaluación interna agudizada además por la debilidad de su demanda doméstica.

Gráfico R.1.5
Inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico R.1.6
UEM: expectativas inflación



Fuente: Eurostat y BBVA Research

... pero una baja inflación sigue creando problemas

Aunque el escenario central no sea de deflación, la baja inflación plantea problemas. El primer lugar, la moderada inflación en el centro de Europa (asociada sobre todo a los menores precios de las materias primas) supone mayores esfuerzos en la periferia para reequilibrar los costes relativos y proseguir con la recuperación de la competitividad, dadas las rigideces a la baja en los precios de los factores que, a pesar de las reformas estructurales, aún persisten.

En segundo lugar, uno de los mecanismos naturales que ayuda a reducir el elevado grado de apalancamiento tanto del sector privado como público pierde fuerza, ya que la inflación está claramente por debajo de su objetivo y el valor real de las deudas se reduce más lentamente. El retraso en el proceso de desapalancamiento hace que algunas decisiones de consumo e inversión se retrasen.

En tercer lugar, una baja y persistente inflación aumenta los riesgos de entrar en deflación, sobre todo al reducirse el margen de reacción ante posibles shocks negativos en los próximos trimestres, a pesar de que los riesgos a la baja sean menores que antes.

Por último, una baja inflación aumenta los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación, que históricamente han estado cerca de la definición de la estabilidad de precios del BCE (por debajo, pero cercanas al 2%), pero que recientemente han dado señales de reducirse (véase Gráfico R.1.6). Y unas expectativas a la baja de inflación retroalimentan la desinflación, reforzando todos los problemas citados anteriormente.

El BCE parece dispuesto a combatir la baja inflación, pero de momento ha dado señales poco convincentes

El banco central está dando señales de que tomará medidas adicionales si la inflación no se recupera en línea con lo previsto en los próximos meses, aunque no está claro exactamente qué grado de desviación desencadenaría un programa de expansión cuantitativa.

En los últimos meses la comunicación no ha sido muy clarificadora. En su reunión de noviembre ya tomó la decisión de recortar los tipos de interés de manera sorpresiva, al no ver señales claras de recuperación. En marzo, el BCE no tomó medidas adicionales a pesar de las sorpresas a la baja en inflación en los meses precedentes y de haber generado ciertas expectativas en el mercado. Es más, al no tomar ninguna acción y coincidiendo con la publicación de las previsiones de inflación a medio plazo (1.5% en media en 2016), claramente por debajo de su

definición de estabilidad de precios, el BCE implícitamente dio a entender que no estaba incómodo con dichas previsiones, y los riesgos que ello entrañaba.

En abril pareció rectificar, mencionando en su comunicado la disponibilidad “unánime” a tomar medidas no-convencionales (es decir, incluyendo la expansión cuantitativa) en caso de que la inflación se mantuviese baja por un período prolongado de tiempo. Posteriormente, el presidente Draghi ha clarificado las distintas contingencias que podrían desencadenar algún tipo de acción por parte del BCE y qué medidas se adoptarían en cada caso. Así, ante un tensionamiento no deseado de las condiciones monetarias (determinadas por la combinación de tipos corto, largo y tipo de cambio), el BCE se plantearía agotar medidas más “convencionales”, esto es: recorte de tipos, incluyendo el tipo de las operaciones de depósito en negativo, una extensión de la provisión ilimitada de liquidez (LTRO) o nuevas inyecciones de liquidez. En caso de un deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria (es decir, sin recuperación del crédito), se plantearía inyecciones de liquidez vinculadas a crédito o incluso la compra de ABS. Y, por último, en caso de un deterioro de las perspectivas de inflación a medio plazo, se plantearía un programa generalizado de compra de bonos (incluyendo bonos públicos, “puro QE”). En mayo, el BCE mantuvo su política monetaria, pero anticipó que es probable que se tomen medidas ya en junio, coincidiendo con la revisión de previsiones del *Staff* del BCE, pero sin revelar en qué consistirían. No obstante, Draghi enfatizó en que una de las principales preocupaciones del Consejo es la fortaleza del euro, por lo que lo más probable es que el BCE empezará por agotar las medidas más convencionales el mes que viene (bajada de tipo de interés de referencia y de depósito).

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: creciente protagonismo de los fundamentales domésticos

PIB: +1,8% en 2014, +2,0% en 2015

Datos recientes: La tendencia positiva de la economía alemana experimentada a finales de 2013 se ha mantenido en 1T14, con unos datos macro que confirmarían nuestro escenario de una sólida recuperación (0,6% t/t), sustentada principalmente por una clara mejora de la demanda doméstica, si bien los datos de producción industrial de marzo no han sido buenos y apuntan a que el ritmo de crecimiento se moderará en 2T14. La tasa de paro que sigue en mínimos históricos se ha reflejado en una sensible mejora de la confianza de los consumidores y en un aumento del comercio minorista, lo que apunta a un mayor desempeño del consumo privado en el primer trimestre. Por otro lado, la demanda externa ha seguido sustentando la producción industrial y ha apuntalado el crecimiento de la inversión, y los indicadores adelantados sugieren que la tendencia podría mantenerse en los próximos meses.

Perspectivas para 2014 y 2015: La demanda doméstica será el factor protagonista del crecimiento en 2014 y 2015, con la inversión que se incrementará a tasas elevadas (4,2% a/a y 5% a/a respectivamente), favorecida por las condiciones del mercado laboral, por el aumento del gasto de los hogares y por una inflación todavía moderada. Los datos de la balanza comercial hasta febrero, sin embargo, señalan un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones, que estaría en línea con la perspectiva de una contribución nula del sector exterior al crecimiento.

Política fiscal: En 2013 el saldo fiscal del gobierno general registró un ligero déficit (-0,1% del PIB), con las cuentas del gobierno federal registrando el mayor déficit (-8,5mm €), tras el superávit de 2012 (0,1% del PIB). Para 2014 y 2015 prevemos que las cuentas del gobierno general se mantengan en equilibrio y que la deuda pública se reduzca incluso más de lo inicialmente previsto, hasta aproximadamente el 72,5% del PIB, dos puntos porcentuales menos que nuestra previsión anterior (74,5%), principalmente porque en 2013 la deuda se redujo más de lo esperado.

Francia: la recuperación tarda en consolidarse

PIB: 0,9% en 2014, 1,5% en 2015

Datos recientes: Los principales indicadores de confianza y actividad sugieren que la recuperación de la economía francesa se estaría enfriando a principios de año: por un lado las familias han reducido el gasto en consumo, que se refleja en la reducción de las ventas minoristas hasta febrero; por otro lado, los indicadores de confianza tanto de los hogares como de las empresas siguen estancados en niveles parecidos a los de 3T13. Los datos de producción manufacturera mantienen, sin embargo, una tendencia positiva que se está empezando a observar en la recuperación de la inversión en maquinaria. Respecto al sector exterior, la economía francesa continúa manteniendo un déficit comercial, que las últimas reformas están intentando corregir. Con todo, prevemos un ligero crecimiento en 1T14 (0,1% t/t).

Perspectivas para 2014 y 2015: Nuestro escenario para 2014 y 2015 contempla una recuperación basada en la contribución de factores internos. Con la mejora del mercado laboral y la inflación relativamente moderada y estable, el consumo privado debería aumentar gradualmente (0,9% a/a y 1,2% a/a respectivamente), mientras que la inversión se beneficiará de la fuerza de la demanda global, si bien menos que en otros países. El incremento de las exportaciones será compensado por el aumento de unas importaciones alentadas por la mejora de la demanda doméstica, por lo que no esperamos contribución al crecimiento por parte del sector exterior. Finalmente, la aplicación de una política fiscal restrictiva implicará la reducción del apoyo del consumo público.

Política fiscal: El déficit del gobierno se ha situado en 2013 en el -4,3% del PIB, unas dos décimas por encima de las previsiones del gobierno y un desvío de 0,4pp con respecto al objetivo fijado con la Comisión Europea (-3,9% del PIB). Para el 2014 y 2015, revisamos ligeramente al alza nuestras previsiones de déficit, unas dos décimas para este año y una décima para el siguiente, ahora prevemos que el déficit se reduzca hasta el -3,8% en 2014 y -3% en 2015, en línea con los recortes anunciados por el gobierno (50mm €), que servirán también para financiar la bajada de impuestos y las cargas laborales (-30mm €), que tienen el objetivo de fomentar la creación de empleo y de reducir la desventaja competitiva con otros países de la eurozona. En 2015 seguimos previendo que el déficit estructural se situó alrededor del -2% del PIB. Por otra parte, los últimos datos oficiales siguen apuntando a que el máximo de la deuda pública sería alcanzado en 2014, alrededor de 95,6% del PIB; sin embargo, no se reduciría en 2015, como inicialmente habíamos previsto; ahora prevemos que se mantenga estable en el 95,6% del PIB, en línea con las previsiones del gobierno.

Italia: aunque lenta, continúa la recuperación, sustentada por la robustez de las exportaciones

PIB: +0,7% en 2014, +1,4% en 2015

Datos recientes: La demanda externa ha sido el factor más relevante de la recuperación de la economía italiana a finales de 2013 y lo seguirá siendo en 1T14. Los pedidos industriales del exterior aumentan, lo que se refleja en un incremento de la producción industrial hasta febrero, y en el aumento de la inversión en bienes de equipo. El consumo privado, sin embargo, sigue mostrando señales de debilidad, a pesar de una mejora de la confianza de los consumidores y de una inflación baja, debido principalmente a la elevada presión fiscal y a los malos datos de desempleo, que limitan la capacidad de gasto de los hogares. En conjunto, prevemos un crecimiento de 0,3% t/t en el primer trimestre, que se mantendrá más o menos estable en el resto del año.

Perspectivas para 2014 y 2015: En el horizonte de previsión, la recuperación seguirá impulsada por las exportaciones, si bien el peso del sector exterior en el crecimiento perderá relevancia según se recupere la demanda interna y también aumenten las importaciones. La solidez de las exportaciones y unas mejores condiciones de financiación deberían animar a nuevas inversiones y la reducción de la cuña fiscal podría favorecer la recuperación del consumo privado, mientras que el público sigue sometido a los límites presupuestarios. El nuevo entorno de reformas también debería ayudar a la recuperación de la confianza.

Política fiscal: Tal y como habíamos comentado en nuestra publicación anterior, una vez excluidos los gastos extraordinarios que no contabilizan para el procedimiento de déficit excesivo, las cuentas fiscales italianas cumplieron con el objetivo del -3% en 2013. Para 2014 y 2015 prevemos que siga disminuyendo, hasta alcanzar -2,6% y -2%, respectivamente. El nuevo gobierno, por otro lado, está estudiando un programa de revisión del gasto público, cuyo ahorro servirá para reducir los impuestos a trabajadores y empresas. El esfuerzo fiscal necesario para un equilibrio estructural lo seguimos estimando alrededor de 1,6% del PIB en 2014. Sin embargo, la principal preocupación continúa siendo el elevado volumen de deuda pública (132,6% del PIB en 2013), que, según las previsiones del gobierno, debería alcanzar su máximo en 2014, alrededor de 134,9% del PIB, para luego descender hasta el 133,3% en 2015. Estas previsiones tienen en cuenta el esquema de privatización de empresas pública que se está llevando cabo desde finales del pasado año con el objetivo de reducir la deuda a partir de 2015 y están en línea con nuestras previsiones.

España: la recuperación toma forma

PIB: +1,1% en 2014, +1,9% en 2015

Datos recientes: La estimación preliminar del PIB en 1T14 (0,4% t/t), sugiere que la recuperación de la economía española se está afianzando. En lo que respecta a la composición, la demanda doméstica contribuyó positivamente al repunte de la actividad, mientras que la demanda externa neta drenó crecimiento (aunque en pequeña medida) debido a un incremento de las importaciones que, en esta ocasión, compensó el repunte de las exportaciones. El sector privado explica la mayor parte de la recuperación de la demanda doméstica: el aumento de la renta disponible y la mejora de la confianza de los consumidores, junto con una inflación moderada, han impulsado el gasto de los hogares. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo ha seguido respaldada por la solidez de las exportaciones y la progresiva recuperación de la demanda doméstica.

Perspectivas para 2014 y 2015: La mejora de los fundamentales de la economía española adelanta la continuidad de la recuperación durante 2014 y 2015 (1,1% y 1,9% a/a, respectivamente). Se espera un crecimiento todavía robusto de las exportaciones, pero la demanda interna irá ganando protagonismo gradualmente, con un aumento sostenido del consumo privado. Por otro lado, el mercado laboral muestra señales inequívocas de mejora y, por primera vez desde el comienzo de la crisis, se creará empleo neto en el próximo bienio, pero la tasa de paro seguirá en niveles todavía elevados.

Política fiscal: El déficit del conjunto de administraciones públicas se situó a cierre de 2013 en el 6,6% del PIB, lo que supone el práctico cumplimiento del objetivo de estabilidad y que la política fiscal será algo menos restrictiva de lo previamente esperado. En particular, esto debería reducir las dudas sobre el impacto que la consolidación fiscal está teniendo en España. Así, el buen desempeño de los ingresos públicos, un mejor comportamiento del gasto en intereses y la mejora cíclica de algunos componentes del gasto podrían permitir que se cumpla el objetivo de déficit en 2014. De cara a este año y 2015, las previsiones de BBVA Research contemplan que las políticas de control del gasto público continúen en línea con lo presentado en el Plan presupuestario para 2014. Favorecido por la mejora del entorno económico y las menores presiones de los mercados financieros, se espera que el gasto total de las administraciones públicas siga ajustándose a un ritmo medio ligeramente superior a 0,6pp del PIB al año. Como resultado, el déficit de 2014 se situará en torno al 5,8% del PIB, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria. Para cumplir con objetivo del 4,2% del PIB acordado para 2015, BBVA Research estima que el Gobierno español tendría que anunciar medidas adicionales, equivalentes al 1,0% del PIB.

5. Tablas

Tabla 5.1
Previsiones zona euro

| (Tasas anuales, %) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| PIB a precios constantes | 1,9 | 1,6 | -0,6 | -0,4 | 1,1 | 1,9 |
| Consumo privado | 1,0 | 0,3 | -1,4 | -0,7 | 0,8 | 1,3 |
| Consumo público | 0,6 | -0,1 | -0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,7 |
| Formación bruta de capital fijo | -0,6 | 1,8 | -3,8 | -2,9 | 3,1 | 5,1 |
| Inventarios (*) | 0,6 | 0,2 | -0,5 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda interna (*) | 1,2 | 0,7 | -2,1 | -1,0 | 1,0 | 1,8 |
| Exportaciones (bienes y servicios) | 11,4 | 6,7 | 2,7 | 1,4 | 3,1 | 4,2 |
| Importaciones (bienes y servicios) | 9,8 | 4,7 | -0,8 | 0,0 | 3,1 | 4,6 |
| Demanda externa (*) | 0,7 | 0,9 | 1,5 | 0,6 | 0,1 | 0,0 |
| Precios | | | | | | |
| IPC | 1,6 | 2,7 | 2,5 | 1,4 | 0,9 | 1,3 |
| IPC subyacente | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 1,2 |
| Mercado laboral | | | | | | |
| Empleo | -0,5 | 0,3 | -0,7 | -0,9 | 0,1 | 0,7 |
| Tasa desempleo (% población activa) | 10,0 | 10,1 | 11,3 | 12,0 | 11,9 | 11,4 |
| Sector público | | | | | | |
| Déficit (% PIB) | -6,2 | -4,1 | -3,7 | -3,0 | -2,6 | -2,1 |
| Deuda pública (% PIB) | 85,7 | 88,2 | 93,0 | 95,2 | 95,9 | 95,5 |
| Sector exterior | | | | | | |
| Balanza por cuenta corriente (% PIB) | 0,0 | 0,1 | 1,2 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2
Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

| (Tasas interanuales, %) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 1,8 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,5 |
| UEM | 1,6 | -0,6 | -0,4 | 1,1 | 1,9 |
| Alemania | 3,4 | 0,9 | 0,5 | 1,8 | 2,0 |
| Francia | 2,0 | 0,0 | 0,3 | 0,9 | 1,5 |
| Italia | 0,6 | -2,4 | -1,8 | 0,7 | 1,4 |
| España | 0,1 | -1,6 | -1,2 | 1,1 | 1,9 |
| Reino Unido | 1,1 | 0,3 | 1,7 | 2,8 | 2,4 |
| América Latina * | 4,1 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,5 |
| México | 4,0 | 3,7 | 1,1 | 3,4 | 3,0 |
| Brasil | 2,7 | 1,0 | 2,3 | 2,0 | 1,6 |
| EAGLES ** | 6,7 | 5,0 | 5,3 | 5,3 | 5,6 |
| Turquía | 8,5 | 2,4 | 4,0 | 1,5 | 5,1 |
| Asia-Pacífico | 6,1 | 5,2 | 5,2 | 5,0 | 5,2 |
| Japón | -0,5 | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 1,3 |
| China | 9,3 | 7,7 | 7,7 | 7,2 | 7,0 |
| Asia (exc. China) | 3,8 | 3,5 | 3,3 | 3,5 | 3,9 |
| Mundo | 4,0 | 3,2 | 3,0 | 3,4 | 3,8 |

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.3
Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

| (Tasas interanuales, %) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Estados Unidos | 3,1 | 2,1 | 1,5 | 1,8 | 2,2 |
| UEM | 2,7 | 2,5 | 1,4 | 0,9 | 1,3 |
| Alemania | 2,5 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 1,6 |
| Francia | 2,3 | 2,2 | 1,0 | 1,1 | 1,2 |
| Italia | 2,9 | 3,3 | 1,3 | 0,7 | 1,2 |
| España | 3,2 | 2,4 | 1,4 | 0,3 | 0,9 |
| Reino Unido | 4,5 | 2,8 | 2,6 | 1,9 | 2,0 |
| América Latina * | 8,1 | 7,6 | 8,9 | 11,8 | 10,8 |
| México | 3,4 | 4,1 | 3,8 | 4,0 | 3,5 |
| Brasil | 6,6 | 5,4 | 6,2 | 6,4 | 5,8 |
| EAGLES ** | 6,5 | 4,8 | 5,1 | 4,8 | 4,7 |
| Turquía | 6,2 | 8,7 | 7,6 | 8,2 | 5,3 |
| Asia-Pacífico | 4,9 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,8 |
| Japón | -0,3 | 0,0 | 0,4 | 2,2 | 1,5 |
| China | 5,4 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 3,3 |
| Asia (exc. China) | 4,6 | 4,0 | 4,2 | 4,4 | 4,1 |
| Mundo | 5,1 | 4,2 | 3,8 | 3,9 | 4,0 |

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.4
Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.5
Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------|-------|------|-------|------|------|
| Estados Unidos | -8,7 | -6,8 | -4,2 | -3,1 | -2,7 |
| UEM | -4,1 | -3,7 | -3,0 | -2,6 | -2,1 |
| Alemania | -0,8 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Francia | -5,3 | -4,8 | -4,3 | -3,8 | -3,0 |
| Italia | -3,8 | -2,8 | -3,0 | -2,6 | -2,0 |
| España * | -9,1 | -6,8 | -6,6 | -5,8 | -5,1 |
| Reino Unido ** | -7,8 | -6,3 | -5,8 | -5,8 | -4,4 |
| América Latina *** | -2,2 | -2,3 | -2,6 | -3,5 | -2,9 |
| México | -2,7 | -2,6 | -2,3 | -4,1 | -3,6 |
| Brasil | -2,6 | -2,5 | -3,3 | -3,8 | -3,4 |
| EAGLES **** | -2,3 | -2,9 | -2,9 | -3,4 | -3,3 |
| Turquía | -1,4 | -2,1 | -1,2 | -2,2 | -1,6 |
| Asia-Pacífico | -3,7 | -3,7 | -3,6 | -3,6 | -3,4 |
| Japón | -10,0 | -9,5 | -10,0 | -8,5 | -8,0 |
| China | -1,1 | -2,1 | -1,9 | -2,5 | -2,5 |
| Asia (exc. China) | -5,4 | -4,8 | -4,8 | -4,3 | -4,0 |

* Sin ayudas al sector financiero.

** Año fiscal del 1 de abril al 31 de marzo.

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.6
Variables financieras

| Tipos de Interés Oficiales (Final período) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|-------|-------|
| Estados Unidos | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,50 |
| UEM | 1,00 | 0,75 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| China | 6,56 | 5,75 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Tipos de Interés a 10 años (Promedio) | | | | | |
| Estados Unidos | 2,8 | 1,8 | 2,3 | 3,0 | 3,7 |
| UEM | 2,6 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 2,4 |
| Tipos de Cambio (Promedio) | | | | | |
| Estados Unidos (EUR por USD) | 0,72 | 0,78 | 0,75 | 0,74 | 0,75 |
| UEM | 1,39 | 1,29 | 1,33 | 1,35 | 1,33 |
| Reino Unido | 1,60 | 1,59 | 1,56 | 1,65 | 1,69 |
| Japón | 79,7 | 79,8 | 97,6 | 108,0 | 117,1 |
| China (RMB por USD) | 6,46 | 6,31 | 6,20 | 6,11 | 5,91 |

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| Consumo privado | 0,7 | 0,3 | 1,0 | 2,3 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | 1,6 |
| Consumo público | 3,2 | 3,0 | 1,3 | 1,0 | 1,0 | 0,7 | 1,3 | 0,9 |
| Formación bruta de capital fijo | 0,6 | -11,6 | 5,2 | 7,1 | -1,3 | -0,5 | 4,2 | 5,0 |
| Inventarios (*) | -0,1 | -0,7 | 0,5 | -0,1 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | 0,9 | -2,0 | 2,2 | 2,7 | -0,2 | 0,5 | 1,8 | 1,9 |
| Exportaciones | 2,3 | -13,0 | 14,8 | 8,1 | 3,8 | 1,0 | 3,6 | 3,9 |
| Importaciones | 3,0 | -7,8 | 12,3 | 7,5 | 1,8 | 1,0 | 4,2 | 4,5 |
| Exportaciones netas (*) | -0,1 | -3,0 | 1,7 | 0,7 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| PIB | 0,8 | -5,1 | 3,9 | 3,4 | 0,9 | 0,5 | 1,8 | 2,0 |
| Inflación | 2,8 | 0,2 | 1,2 | 2,5 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 1,6 |

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Consumo privado | 0,2 | 0,4 | 1,5 | 0,5 | -0,3 | 0,4 | 0,9 | 1,2 |
| Consumo público | 1,2 | 2,6 | 1,8 | 0,5 | 1,4 | 1,8 | 0,6 | 0,5 |
| Formación bruta de capital fijo | 0,1 | -10,4 | 1,2 | 3,0 | -1,2 | -2,1 | 1,5 | 2,5 |
| Inventarios (*) | 0,3 | -1,3 | 0,2 | 1,1 | -0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | 0,1 | -2,6 | 1,8 | 2,1 | -0,9 | 0,4 | 0,9 | 1,3 |
| Exportaciones | -0,6 | -11,9 | 9,0 | 5,6 | 2,5 | 0,7 | 1,9 | 3,2 |
| Importaciones | 0,6 | -9,5 | 8,6 | 5,3 | -0,9 | 1,0 | 1,8 | 2,6 |
| Exportaciones netas (*) | -0,3 | -0,5 | -0,1 | 0,0 | 1,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 |
| PIB | -0,2 | -3,1 | 1,6 | 2,0 | 0,0 | 0,3 | 0,9 | 1,5 |
| Inflación | 3,2 | 0,1 | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 1,0 | 1,1 | 1,2 |

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Consumo privado | -0,8 | -1,6 | 1,5 | -0,3 | -4,0 | -2,6 | 0,1 | 1,2 |
| Consumo público | 0,6 | 0,8 | -0,4 | -1,3 | -2,6 | -0,8 | -0,6 | 0,5 |
| Formación bruta de capital fijo | -3,8 | -11,8 | 0,5 | -1,6 | -8,1 | -4,6 | 1,2 | 2,4 |
| Inventarios (*) | 0,0 | -1,1 | 1,1 | -0,1 | -0,5 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | -1,2 | -4,3 | 2,1 | -0,9 | -5,0 | -2,6 | 0,2 | 1,3 |
| Exportaciones | -2,8 | -17,7 | 11,2 | 6,9 | 2,0 | 0,0 | 3,3 | 3,6 |
| Importaciones | -2,9 | -13,6 | 12,3 | 1,4 | -7,1 | -2,9 | 1,9 | 3,5 |
| Exportaciones netas (*) | 0,0 | -1,2 | -0,4 | 1,5 | 2,6 | 0,8 | 0,5 | 0,2 |
| PIB | -1,2 | -5,5 | 1,7 | 0,6 | -2,4 | -1,8 | 0,7 | 1,4 |
| Inflación | 3,5 | 0,8 | 1,6 | 2,9 | 3,3 | 1,3 | 0,7 | 1,2 |

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Consumo privado | 1,3 | -2,3 | 2,5 | -3,3 | -5,3 | -1,7 | 0,4 | 0,8 |
| Consumo público | 0,3 | 4,7 | 0,1 | -5,0 | -4,7 | -1,7 | -1,8 | -0,5 |
| Formación bruta de capital fijo | -0,3 | -8,6 | -3,1 | -10,5 | -14,4 | -6,6 | 3,2 | 4,5 |
| Inventarios (*) | 0,0 | -1,1 | 0,9 | -0,2 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | 0,9 | -3,6 | 2,0 | -5,6 | -6,9 | -2,6 | 0,4 | 1,1 |
| Exportaciones | -0,1 | -10,9 | 10,2 | 6,9 | 3,2 | 6,1 | 5,1 | 4,9 |
| Importaciones | 2,3 | -10,0 | 8,0 | -5,3 | -6,6 | 2,8 | 3,1 | 4,1 |
| Exportaciones netas (*) | -1,0 | 0,6 | -0,1 | 4,4 | 3,7 | 1,2 | 0,8 | 0,4 |
| PIB | -0,1 | -2,9 | 1,9 | -1,1 | -3,2 | -1,4 | 1,2 | 1,5 |
| Inflación | 2,7 | -0,9 | 1,4 | 3,6 | 2,8 | 0,4 | 0,2 | 0,9 |

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Consumo privado | -0,6 | -3,7 | 0,2 | -1,2 | -2,8 | -2,1 | 1,4 | 1,3 |
| Consumo público | 5,9 | 3,7 | 1,5 | -0,5 | -4,8 | -2,3 | -1,6 | 1,4 |
| Formación bruta de capital fijo | -4,7 | -18,0 | -5,5 | -5,4 | -7,0 | -5,1 | 1,0 | 4,7 |
| Equipo y otros productos | -2,9 | -23,9 | 4,3 | 5,3 | -3,9 | 2,2 | 7,9 | 6,9 |
| Construcción | -5,8 | -16,6 | -9,9 | -10,8 | -9,7 | -9,6 | -3,8 | 2,8 |
| Vivienda | -9,1 | -20,4 | -11,4 | -12,5 | -8,7 | -8,0 | -3,4 | 4,9 |
| Otras construcciones | -1,6 | -12,2 | -8,4 | -9,2 | -10,6 | -10,9 | -4,0 | 1,1 |
| Inventarios (*) | 0,1 | -0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | -0,5 | -6,7 | -0,6 | -2,1 | -4,1 | -2,7 | 0,7 | 1,9 |
| Exportaciones | -1,0 | -10,0 | 11,7 | 7,6 | 2,1 | 4,9 | 6,0 | 5,1 |
| Importaciones | -5,2 | -17,2 | 9,3 | -0,1 | -5,7 | 0,4 | 5,4 | 5,4 |
| Exportaciones netas (*) | 1,4 | 2,9 | 0,4 | 2,1 | 2,5 | 1,5 | 0,4 | 0,0 |
| PIB | 0,9 | -3,8 | -0,2 | 0,1 | -1,6 | -1,2 | 1,1 | 1,9 |
| Inflación | 4,1 | -0,3 | 1,8 | 3,2 | 2,4 | 1,4 | 0,3 | 0,9 |

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

| Tasa a/a | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Consumo privado | -1,0 | -3,6 | 1,0 | -0,4 | 1,4 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| Consumo público | 2,2 | 0,6 | 0,5 | 0,0 | 1,6 | 0,7 | 0,9 | -0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | -6,9 | -16,7 | 2,8 | -2,4 | 0,8 | -0,6 | 8,5 | 6,5 |
| Inventarios (*) | -0,2 | -1,5 | 1,2 | 0,4 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda Interna (*) | -1,6 | -6,1 | 2,1 | -0,1 | 0,8 | 1,5 | 2,6 | 2,3 |
| Exportaciones | 1,1 | -8,7 | 6,7 | 4,5 | 1,7 | 1,0 | 3,5 | 4,0 |
| Importaciones | -1,7 | -10,7 | 7,9 | 0,3 | 3,4 | 0,5 | 2,7 | 3,5 |
| Exportaciones netas (*) | 0,9 | 0,9 | -0,5 | 1,2 | -0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| PIB | -0,8 | -5,2 | 1,7 | 1,1 | 0,3 | 1,7 | 2,8 | 2,4 |
| Inflación | 3,6 | 2,2 | 3,3 | 4,5 | 2,8 | 2,6 | 1,9 | 2,0 |

(*) 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
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

Europa

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

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

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

Pablo Budde
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:*

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam
Juan 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
Oswaldo López
oswaldolopez@bbva.com

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@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matias Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com