

Situación Europa

Tercer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera**, pero continua apoyando al sector exterior europeo.
- **Las políticas fiscal y monetaria se relajan ligeramente** y sostienen la recuperación.
- **Alemania sigue creciendo más que el resto de la zona**, aunque el comportamiento de los periféricos mejora.
- **Los riesgos para la recuperación provienen del crecimiento en el resto del mundo** y de la falta de avances en las reformas y la unión bancaria en Europa.

Índice

1. Editorial: la recuperación en la eurozona ha comenzado.....	3
2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014 y con riesgos diversificados	5
3. Factores de crecimiento: política económica y unión bancaria	7
Recuadro 1. Política fiscal menos restrictiva tras la relajación de objetivos	13
Recuadro 2. <i>Forward guidance</i> , ¿la nueva estrategia de política monetaria del BCE?	15
4. Perspectivas para el conjunto de la zona euro	16
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	25
Recuadro 3. Portugal: la actividad económica continúa su senda de recuperación	29
Recuadro 4. Reino Unido: consolidación de la recuperación con un patrón de crecimiento más equilibrado.....	32
5. Tablas.....	36

Fecha de cierre: 2 de agosto de 2013

1. Editorial: la recuperación en la eurozona ha comenzado

La zona euro parece por fin estar saliendo de varios trimestres de recesión, aunque a ritmo lento y aún con dudas. Tras el hundimiento de la actividad en el cuarto trimestre de 2012 y la recesión peor de lo que esperábamos en el primero, el PIB podría haberse ya recuperado en el segundo trimestre del año, gracias principalmente al crecimiento alemán, y debería seguir creciendo en la segunda mitad del año y durante 2014, aunque siempre a un ritmo relativamente lento debido a los ajustes que está experimentando la periferia, al compromiso con la consolidación fiscal en casi todos los países de la zona, y sobre todo tanto a la persistente fragmentación de los flujos financieros como a la atonía del crédito.

En los tres últimos meses se han producido variaciones sobre los factores que vienen determinando el desempeño macroeconómico de la zona. La política fiscal se ha relajado moderadamente, tal y como esperábamos, sobre todo en la periferia y en países como Francia y Holanda, con el aplazamiento de los objetivos fiscales permitido por la Comisión Europea en el marco del semestre europeo. El objetivo de alcanzar déficit fiscales del 3% se ha aplazado un año para Portugal y Holanda, y en dos años para España, Francia y Eslovenia. Esto supone una menor consolidación fiscal este año y el que viene en la zona euro, y también seguir la regla de fijar los objetivos fiscales en términos estructurales y no nominales, como creemos que debe ser. Aún así, la política fiscal continuará siendo moderadamente restrictiva en 2013 y 2014, con una reducción del déficit hasta el 2,8% del PIB en 2013 y del 2,2% en 2014, desde el 3,7% del año pasado.

La política monetaria se ha hecho también más laxa, con la reducción de los tipos de referencia por parte del BCE al 0,50% en mayo y con el cambio en la política de comunicación anunciado en julio, que supone una apuesta hacia la conducción de expectativas (*forward guidance*) por parte del banco central y un anuncio de que los tipos de interés permanecerán en niveles bajos al menos durante el próximo año. Aunque esta política obedece también al deseo de no verse contagiado por los efectos indeseados que ha tenido en los mercados financieros el anuncio de la Reserva Federal sobre la progresiva eliminación de las inyecciones de liquidez. En los próximos trimestres no prevemos subidas de los tipos oficiales (si acaso, una bajada adicional, si la situación cíclica empeorase).

A pesar de unos tipos de interés históricamente bajos, las condiciones financieras siguen siendo muy dispares entre los distintos países debido a la continuidad de la fragmentación financiera en la zona euro. En este sentido, los avances hacia la unión bancaria, que es una de las claves para la normalización de los flujos de financiación dentro de la zona, están siendo menos ambicioso de lo necesario y algo más lento de lo previsto, aunque el proyecto sigue en marcha. Así, el mecanismo de supervisión común entrará en funcionamiento, pero parece que en septiembre de 2014 (tres meses después de lo previsto), mientras que la cumbre europea de finales de junio no avanzó sobre el mecanismo de resolución común europeo, tema sobre el que hay una propuesta de la Comisión Europea más centralizadora, y otra de Alemania y Francia que propugna una red de autoridades de resolución nacionales coordinada que avanzaría hacia una autoridad única solamente en el medio plazo a través de un cambio de tratado. Donde sí que ha habido avances ha sido en la directiva de resolución común que, a falta del texto definitivo, aprueba los criterios de resolución sobre la base de que las ayudas públicas sólo llegarán tras una participación del sector privado en las pérdidas. Y, dentro de las ayudas públicas, los fondos del ESM para la recapitalización son relativamente escasos (60 bn de euros), aunque ampliables, por lo que no parece que se vaya a romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano dentro de la periferia.

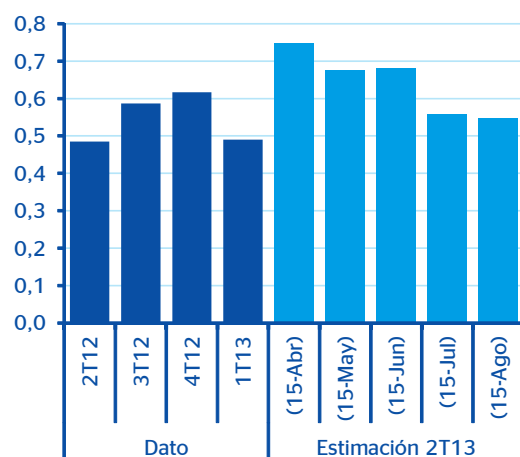
Con todo ello, parece que la clave para la salida de la recesión va a seguir dependiendo del sector exterior. En este sentido, nuestras previsiones siguen siendo de un crecimiento sólido en la economía global en 2013 y 2014, aunque la reciente desaceleración de los países emergentes

y los riesgos de que la economía china sufra un parón genera dudas sobre la recuperación en Europa. Nuestras previsiones son que, debido al fuerte efecto base negativo de 2012 T4 y de 2013 T1, el PIB de la eurozona caerá un -0.4% en 2013 (frente a un -0.1% proyectado hace tres meses), pero que el escenario de recuperación a partir del segundo trimestre de este año se mantiene y que la actividad crecerá alrededor de un 1% en 2014. Alemania sigue siendo la economía más equilibrada de la eurozona y por tanto aquella que saldrá antes de la recesión, gracias sobre todo a la fortaleza de su sector exterior, mientras que las perspectivas de otros países del núcleo de Europa son ahora más negativas que hace tres meses (con Francia en ligera recesión, pero también Holanda y Finlandia). Nuestras previsiones de la periferia apenas han cambiado (salvo en Italia, ligeramente a la baja), y veremos una fuerte caída del PIB en media para 2013 y una ligera recuperación en 2014.

2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014 y con riesgos diversificados¹

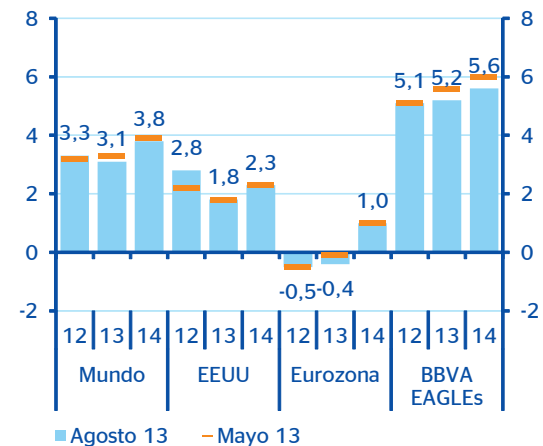
El crecimiento mundial se mantiene en la primera mitad de 2013 alrededor del 3%, cerca del nivel de 2012. A lo largo del segundo trimestre del año los indicadores que se iban conociendo han ido moderándose y apuntan a un crecimiento trimestral del 0,5% - 0,6% (véase el Gráfico 1). Esta moderación se explica, en parte, por el aumento de la volatilidad y por el tensionamiento reciente de las condiciones de financiación, que ha sido mucho más moderado que los eventos disruptivos de los últimos años (quiebra de Lehman Brothers, problemas institucionales en Europa, reestructura de la deuda griega, etc). Ahora este tensionamiento se deriva de la incertidumbre de "tiempos casi normales". En primer lugar de la comunicación de la Reserva Federal para explicar la estrategia de salida de la expansión de su balance, en un contexto de gradual recuperación económica. Los mercados reaccionaron con una intensa subida de las tasas largas de EE.UU. que las sitúa al finalizar julio en el plazo de 10 años entre 70 y 80 puntos básicos por encima de los niveles de la primera mitad de mayo. En segundo lugar, las tensiones registradas en el mercado interbancario de China han sido una señal de aviso de la preocupación del banco central chino ante el intenso crecimiento del crédito y de la banca en la sombra. También, los indicadores de riesgo en la eurozona volvían a deteriorarse hasta niveles próximos a los alcanzados en la crisis bancaria de Chipre por la falta de avances significativos en la construcción de una unión bancaria, y por las incertidumbres políticas en algunas economías periféricas, especialmente Portugal. Finalmente, la evidencia de la desaceleración en economías emergentes de gran peso acentuó las salidas de capital y la aversión al riesgo derivados de una liquidez global menos favorable. Ante todos estos eventos, los inversores se han ajustado incorporando un entorno de menor crecimiento en las economías emergentes y de normalización gradual de la política monetaria en EE.UU.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial según modelo BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB por regiones



Fuente: Haver y BBVA Research

Con todo, las perspectivas para el futuro próximo son de una paulatina recuperación hasta cerca del 4% en 2014, con mejoras incluso ya desde el segundo semestre de 2013 en algunas economías (véase el Gráfico 2). Las más desarrolladas seguirán apoyadas por sus bancos centrales (que mantienen o en algún caso como el área del euro intensifican la intención expansiva de sus políticas) y, en el caso también del área del euro, se verán beneficiadas por un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso que el registrado en 2012. En las economías emergentes la desaceleración en curso se interrumpirá ayudada por la mejora de las condiciones en las

1: Para más detalles, véase Situación Global 3T13 en www.bbvarsearch.com

economías desarrolladas, así como por la utilización prudente de los márgenes de maniobra de las políticas económicas domésticas en algunos países. La recuperación será mayor en las economías latinoamericanas, mientras que la mejora del área asiática se verá frenada por la desaceleración de China, muy acotada pero continuada casi sin interrupción desde 2008 y que seguirá al menos en 2014. Esta moderación está ligada al paulatino agotamiento de un modelo de crecimiento muy intensivo en crédito e inversión y que debe acelerar su rebalanceo hacia un mayor peso del consumo.

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso a la financiación y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo, como el bono del Tesoro de EE.UU., como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la unión bancaria y en la "excepcionalidad" de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos "de cola", el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, y requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

3. Factores de crecimiento: política económica y unión bancaria

Desde la publicación de nuestro anterior informe hace tres meses se han modificado algunas de las condiciones de apoyo al crecimiento que prevalecían por entonces. Por un lado, tal y como queda de manifiesto en el capítulo precedente, el crecimiento global, clave para la salida de la recesión de una eurozona que ha basado su estrategia de crecimiento en las exportaciones, es algo más débil de lo previsto, y está sujeto a mayores sesgos bajistas. Por el lado también negativo, el proyecto de unión bancaria sigue adelante, pero algo más lento de lo previsto y mostrando claramente que va a ser un factor de apoyo más en el medio y largo plazo que para la salida inmediata de la crisis.

Por el lado positivo, se ha constatado que la política fiscal va a ser en 2013 y 2014 menos restrictiva de lo que inicialmente se preveía. Aunque en buena parte este cambio estaba previsto, parece que está teniendo un efecto positivo en las expectativas de los agentes. En cuanto a la situación financiera y la política monetaria, la eficacia disuasoria del programa OMT anunciado por el BCE en el verano de 2012 continúa, como muestra el limitado impacto que han tenido los sucesivos episodios de crisis bancarias (Chipre) o políticas (Portugal) en los diferenciales soberanos y en las tensiones financieras en general. El BCE, por su parte, ha reducido los tipos de interés (lo cual no estaba necesariamente descontado) y sobre todo ha sorprendido al mercado con su anuncio de que mantendrá los tipos bajos durante un período prolongado de tiempo, lo que supone un paso hacia una política de conducción de expectativas (*forward guidance*) y un relajamiento de su *stance*.

Aunque es difícil sopesar el impacto relativo de cada uno de estos factores, asumimos en nuestras previsiones que tendrán un efecto aproximadamente neutro sobre el crecimiento, por lo que el único cambio que hemos hecho en nuestras proyecciones es la incorporación del dato negativo del primer trimestre, lo que hace reducir el crecimiento medio esperado para 2013. Para el resto del año y 2014, el panorama de una economía europea que se recupera lentamente gracias al impulso del sector exterior, y liderada por Alemania, se mantiene.

El entorno global es algo menos positivo, pero seguirá favoreciendo las exportaciones

El entorno exterior descrito en la sección anterior es claramente menos positivo en lo que respecta a las economías emergentes, aunque sigue siendo relativamente positivo en lo referente a Estados Unidos, a pesar de que el asentamiento de una recuperación autosostenida (sin el apoyo de las políticas fiscal y sobre todo monetaria) está aún por demostrar. En conjunto, las previsiones de crecimiento global se revisan únicamente en 0,2pp tanto para 2013 como para 2014 hasta el 3,1% y el 3,8%, respectivamente, lo que no debería suponer un impacto mayor en las exportaciones.

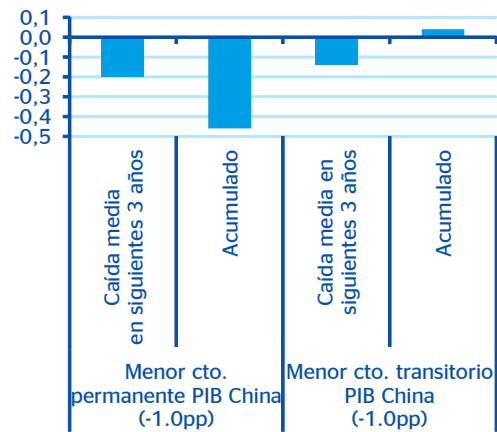
Para la eurozona la principal fuente de incertidumbre proviene del crecimiento de los emergentes, y sobre todo de Asia, dado que buena parte del crecimiento de las exportaciones en los últimos dos años ha provenido de esos países, y que han sido la principal fuente de crecimiento global. Las exportaciones de la eurozona sufrieron una abrupta caída en torno al último trimestre de 2012 (véase el Gráfico 3), que fueron la principal fuente de recesión en ese trimestre, aunque parece evidente que la evolución en los últimos cuatro meses ha mejorado sustancialmente.

Gráfico 3
UEM: Exportaciones e importaciones (% 3m/3m)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4
Impacto de un menor crecimiento en China sobre PIB EMU



Fuente: BBVA Research

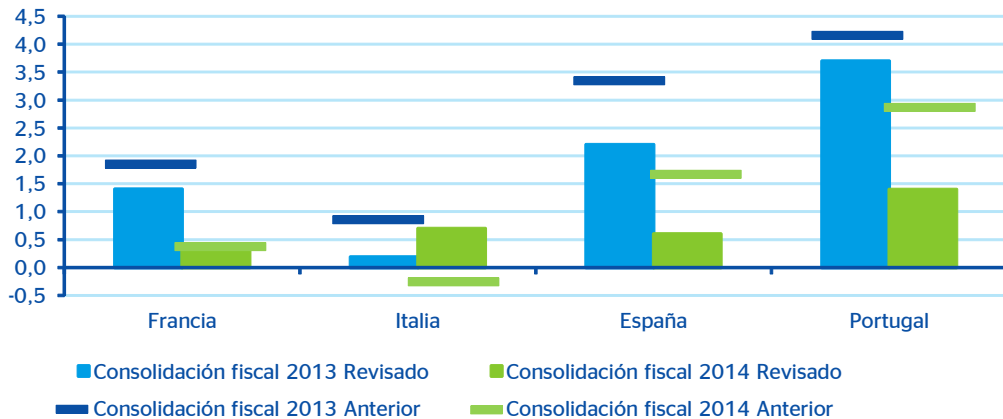
Así, el Gráfico 4 muestra el potencial impacto de una desaceleración en China más brusca de lo esperado sobre el crecimiento en Europa. Nuestras simulaciones muestran que, por cada punto de menos crecimiento en China podría redundar en un menor crecimiento en la eurozona de 0,4pp del PIB, por el impacto directo en las exportaciones chinas y el indirecto a través de terceros países.

Se confirma que la política fiscal se ha hecho menos restrictiva

Tras el debate sobre la magnitud de los multiplicadores fiscales lanzado por el Fondo Monetario Internacional en la segunda mitad de 2012, y tal y como se esperaba, el examen de los programas de estabilidad y crecimiento por parte de la Comisión Europea y el Ecofin llevaron a una relajación de la política fiscal a finales de mayo para los próximos años, en el sentido de que se ha permitido a varios países alcanzar el objetivo de déficit público del 3% del PIB más tarde de lo inicialmente previsto. En concreto, se han extendido los plazos para cinco países de la eurozona: España (dos años hasta 2016), Francia (dos años hasta 2015), Países Bajos (un año hasta 2014), Portugal (un año hasta 2015) y Eslovenia (dos años hasta 2015). Fuera de la eurozona, también se le extendieron los plazos a Polonia. Los nuevos objetivos de déficit para 2013 suponen, en la práctica, corroborar las previsiones que los propios gobiernos y los analistas estaban ya asumiendo, ya sea por el deterioro cíclico mayor de lo esperado en la mayoría de estos países, o por el retraso en la adopción de medidas de consolidación en algunos de ellos. En el caso importante de Italia, el nuevo objetivo de déficit del gobierno del 2,9% para 2013, también supone una relajación de la política fiscal, aunque al estar por debajo del límite del 3% ha sido retirado por la Comisión Europea de la lista de países con procedimiento de déficit excesivo.

La relajación de estos objetivos no supone una política fiscal expansiva, sino más bien una política menos contractiva. En el Gráfico 5 se puede observar cuál será el nivel de consolidación del déficit estructural primario en algunos de los países de la eurozona. Para el conjunto de la unión monetaria, el déficit previsto para 2013 es del 2,8% del PIB, y para 2014 del 2,2%, tras el 3,7% del PIB en 2012. En términos de déficit estructural primario, esto supone un ajuste de 0,8pp en 2013 y de 0,4pp en 2014; es decir, una política fiscal moderadamente contractiva en ambos años (véase Recuadro 1).

Gráfico 5
Consolidación fiscal tras la relajación de objetivos



Fuente: BBVA Research

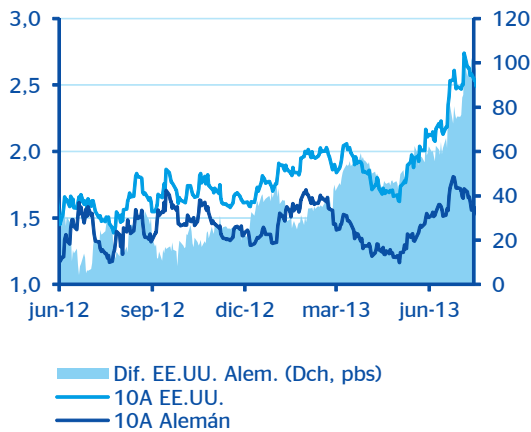
El entorno financiero está marcado por el efecto arrastre de la Reserva Federal

La volatilidad ha sido la nota dominante en los mercados financieros por la confluencia de varios eventos. Primero y fundamental, los mercados, incluidos los europeos, han estado guiados por la expectativa de moderación del estímulo monetario en Estados Unidos. A esto se han sumado las dudas sobre el éxito de la estrategia de estímulo monetario de Japón, anunciado en abril de este mismo año, y algunos episodios de tensiones de liquidez en China que acentuaron las dudas sobre la capacidad de gestión monetaria. La combinación de estos tres elementos dio lugar a un fuerte repunte de la volatilidad en todos los mercados, una venta masiva de activos y, por tanto, a caídas significativas de sus precios, sobre todo en los mercados emergentes que, en muchos casos, no se han revertido del todo.

La Reserva Federal ha anunciado su intención de ir moderando el ritmo de compras de activos en los próximos meses y de finalizar el programa de compras en el primer semestre de 2014; eso sí, condicionado a que la economía evolucione en línea con lo previsto. Este anuncio no significa que la Reserva Federal inicie un ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias; de hecho, el inicio de subidas de tipos de interés no se producirá previsiblemente hasta bien avanzado 2015. Sin embargo, la subida de los tipos de interés en Estados Unidos en los tramos largos de la curva de deuda ha sido muy agresiva y ha arrastrado al resto de mercados incluyendo el europeo. Este movimiento se ha frenado en las últimas semanas, en las que la Reserva Federal ha utilizado un tono algo más bajista en su comunicación. Si bien esperamos que el proceso de retirada del estímulo monetario en Estados Unidos será un proceso largo, no se descarta volatilidad en el mercado, asociada no sólo a la evolución de los datos económicos, sino también a la comunicación de la propia Reserva Federal.

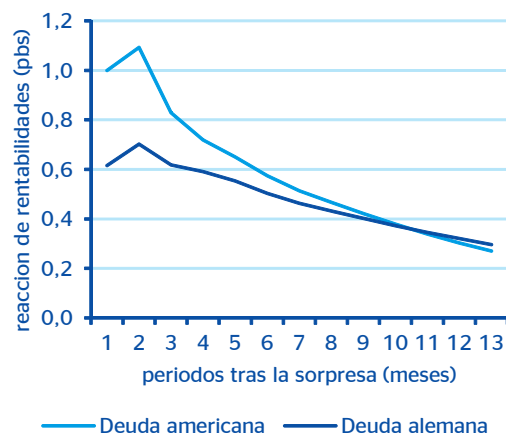
La deuda europea de los países del norte se ha visto arrastrada por este movimiento de la curva americana, aunque la subida de tipos ha sido de magnitud más moderada. A ello ha contribuido la comunicación del BCE, que en su reunión de política monetaria de julio incorporó de forma sorpresiva el conocido como *“forward guidance”* (véase Recuadro 2). Con ello, el diferencial entre la deuda alemana y la americana se ha ampliado a máximos de los últimos 7 años. Hacia delante, la diferencia entre los bonos americanos y alemanes es difícil que se sostenga; tanto la evidencia histórica como las expectativas de recuperación económica en la zona apuntan en esta dirección. Por un lado, las deudas alemana y americana responden en forma similar a eventos globales. Pero como se puede ver en el Gráfico 6, la rentabilidad de la deuda alemana ha estado tradicionalmente conectada a la rentabilidad de la deuda americana, incluso tras tener en cuenta los shocks globales de crecimiento y de *stress* financiero.

Gráfico 6
Tipo de interés a 10 años Estados Unidos
y Alemania (% y pbs)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

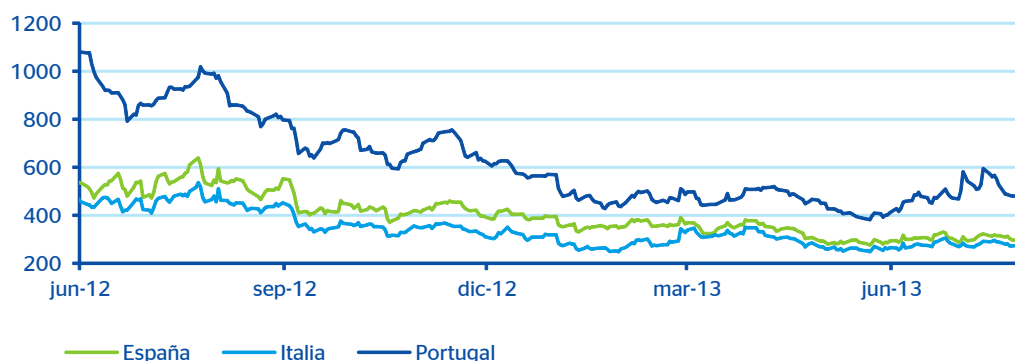
Gráfico 7
Evolución de la rentabilidad de distintas deudas
ante una subida inesperada de un punto básico
en la rentabilidad de la deuda americana*



*Controlando por sorpresas en el VIX y en nuestro índice de actividad global GAIN
Fuente: BBVA Research

Por su parte, la deuda periférica también se ha visto arrastrada por este movimiento, si bien el *spread* con Alemania se ha mantenido, tanto en España como en Italia, relativamente estable (véase el Gráfico 8). Esto es, a diferencia de lo que se ha observado en mercados emergentes con fuerte repunte de las primas de riesgo, el riesgo periférico se ha mantenido. Es más, en los últimos meses vuelve a constatarse que el factor contagio entre países periféricos está contenido. Un año después de su anuncio, el programa OMT sigue teniendo efecto. La crisis política en Portugal, que ha provocado un repunte significativo de su prima de riesgo, apenas sí ha tenido efecto en países como España o Italia. Con todo, la senda de reducción de las primas de riesgo que se iniciara hace ahora un año, se ha detenido y hacia delante se espera que las mejoras sean muy graduales.

Gráfico 8
Prima de Riesgo* España, Italia y Portugal (pbs)

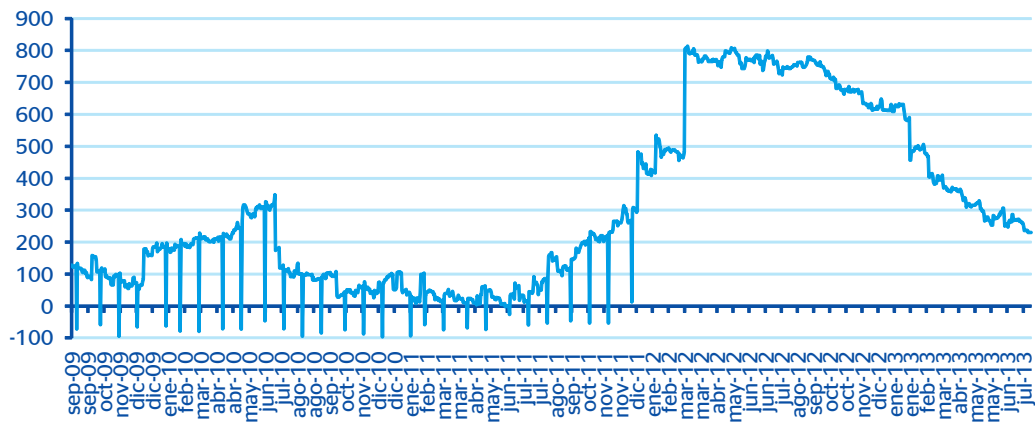


* Dif. tipos de interés a 10A con Alemania
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En lo que respecta a la financiación bancaria, los bancos han frenado el ritmo de repago adelantado de las LTROS en estos meses, tras un repago más agresivo en las primeras oportunidades de hacerlo en el primer trimestre del año. Ello sitúa el exceso de liquidez del sistema bancario europeo en torno a los 230 bn de euros, según la última información disponible. Con ello, la reducción

de las posiciones TARGET de los países acreedores y deudores también parece estabilizarse. El trimestre ha estado marcado por un escaso volumen de emisiones, en comparación con las que se realizaron a principios de año, y además las que se han producido han venido principalmente de entidades de países del centro de Europa.

Gráfico 9
Exceso de liquidez (miles de millones de euros)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

La unión bancaria continúa, pero con obstáculos y retrasos

La fragmentación de los mercados financieros en la eurozona sigue siendo uno de los factores clave que pesan sobre la crisis, y al hacer que los costes de financiación sean mucho mayores en la periferia que en el norte de la zona explican en parte el distinto desempeño macroeconómico entre los distintos países. La estrategia para romper dicha fragmentación pasa, por un lado, por las reformas y la reducción de desequilibrios (sobre todo fiscales) en los países periféricos y, por otro, por las reformas institucionales a nivel europeo. Estos últimos, tras haber dejado de lado los movimientos hacia una eventual unión fiscal desde mediados de 2012, se centran en la unión bancaria.

La cumbre europea de diciembre de 2012 estableció un calendario bastante bien definido de unión bancaria, con un primer paso centrado en un mecanismo de supervisión común (SSM) en torno al BCE, un segundo paso para establecer un mecanismo común de resolución (SRM) y un tercer paso con un fondo común de garantía de depósitos que de momento ha quedado fuera del debate. El proyecto de unión bancaria sigue adelante, aunque con cierto retraso. El SSM entrará en funcionamiento en septiembre de 2014 (en lugar de a mediados o incluso a principios de 2014, como estaba originalmente diseñado). Por su parte, la cumbre de junio no tomó decisiones sobre el SRM, tal y como estaba previsto en el diseño original, y la decisión quedará pendiente para la segunda mitad de este año, ya que la propuesta sobre SRM de la Comisión Europea (CE) se publicó en julio.

Sin embargo, recientemente se han producido varios avances importantes en lo referente al marco de resolución bancaria muy positivos para que el proyecto de unión bancaria siga avanzando:

- El Ecofin ha alcanzado un acuerdo en el texto de la Directiva de resolución bancaria (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*) y ahora comienzan las negociaciones entre el Consejo y el Parlamento Europeo para tener un texto final y definitivo a finales de este año que debería entrar en funcionamiento en enero de 2015 en parte, y en 2018 en lo referente a las reglas de reestructuración de activos (*bail-in assets*). Aunque es necesario esperar al texto final para valorar la Directiva, ésta es amplia, recoge un marco común de intervención

en crisis bancarias por parte de los países y, además de establecer las reglas de prevención e intervención temprana en las crisis por parte de bancos y autoridades de resolución, establece los instrumentos de resolución bancaria, que incluyen como último paso la reestructuración de pasivos, principal novedad de la Directiva. La propuesta de BRRD establece los pasivos excluidos de la reestructuración y su jerarquía. En este sentido, la Directiva propone un nuevo marco de *bail-in* en el que los accionistas y acreedores de los bancos en crisis son los que deben soportar las pérdidas en primer lugar (asumiendo pérdidas por el 8% de los pasivos y fondos propios), antes de que pueda participar el Fondo de Resolución (hasta el 5% de los pasivos y fondos propios), y por último, en circunstancias excepcionales y si al resto de pasivos sin garantía o preferencia han sido dados de baja o convertidos completamente, se podrían utilizar fuentes alternativas de financiación (entre otras podría ser el Mecanismo Europeo de Estabilidad).

- El Eurogrupo alcanzó un acuerdo por el cual el ESM puede recapitalizar directamente los bancos, con un límite de 60 mil millones de euros, aunque esta cantidad se podrá ampliar por parte del consejo del ESM bajo circunstancias excepcionales. Esta recapitalización es relevante para instituciones financieras en aquellos países bajo *stress* financiero que no puedan destinar fondos públicos a ello. La recapitalización estará sometida a las reglas actuales de reestructuración (es decir, hasta la deuda júnior), aunque con posibilidad de aplicar las nuevas reglas (hasta la deuda sénior). El ESM solamente pondría fondos desde el 4,5% de los pasivos hasta el capital requerido por la EBA (9%). Los primeros fondos, hasta el 4,5%, corren a cargo del país (salvo excepciones). Esta ayuda requeriría una petición por parte del país, lo que implicaría la aplicación de un MoU, y podría ser aplicado de forma retroactiva (lo cual es relevante para el caso de Irlanda).
- La propuesta de la CE sobre el mecanismo de resolución bancaria (SRM) deberá ser discutida con los países y aprobada por el actual Parlamento Europeo antes de su disolución (en la primavera de 2014). La propuesta da a la propia CE la última palabra sobre el proceso de reestructuración, lo cual parece que contará con la oposición de Alemania, que prefiere un mecanismo menos centralizado, formado por una red de autoridades de resolución nacionales. La propuesta de la CE también incluye la financiación del Fondo de Resolución por parte de la industria, hasta un 1% de los depósitos cubiertos (unos 55 mil millones de euros), que sería financiado en 10 años (o en más si el fondo se utiliza antes).

Recuadro 1. Política fiscal menos restrictiva tras la relajación de objetivos

La Comisión Europea (CE) recomendó, a finales de mayo, ampliar el plazo para la reducción del déficit excesivo en 6 países (España, Francia, Holanda, Portugal, Polonia y Eslovenia). Recomendación que posteriormente fue aprobada por el Ecofin en la reunión del 21 de junio. De esta forma 4 países (España, Francia, Polonia y Eslovenia) tendrán 2 años más para que su déficit esté por debajo del 3%, los dos restantes (Portugal y Holanda) tendrán un año más de margen.

Se cumple así la nueva tendencia en Europa de no aumentar el ajuste fiscal cuando el motivo del incumplimiento es principalmente una coyuntura peor de la esperada. Esta nueva tendencia tendrá un impacto positivo en el desempeño económico de Europa este año y, especialmente en el siguiente, en donde se observa una mayor relajación de la consolidación fiscal. A continuación nos centramos en el análisis de la situación fiscal de Francia, Italia, Portugal y España.

Francia

El objetivo de déficit ha quedado finalmente en el 3,9% del PIB para el 2013, unos 0,2pp más del 3,7% presentado por el gobierno en sus planes presupuestarios, el cual ya había sido revisado desde el 3% por un empeoramiento de la previsión de crecimiento (del +0,8% pasó al +0,1% en 2013) y un déficit mayor de lo esperado en 2012 (observado: 4,8% frente al 4,5% previsto). Con este nuevo objetivo, más cercano a nuestra previsión de principios de mayo (3,8%), la consolidación fiscal se relaja ligeramente en 2013 (pasa del 1,9% a aproximadamente 1,4% del PIB).

El déficit del gobierno central acumulado hasta mayo alcanza los 72,6 miles de millones, lo que representa un incremento de 3 mil millones de euros (4,4% a/a) con respecto al acumulado en 2012 para el mismo periodo. Por partidas, hasta mayo, los ingresos fiscales acumulados fueron superiores al observado en el mismo periodo de 2012 (5,8% a/a). Sin embargo, este dato positivo no fue lo suficientemente elevado para contrarrestar el mayor gasto acumulado en el mismo periodo (6,2% a/a).

Estos datos son consistentes con la nueva previsión de déficit (3,9% del PIB) y si bien es cierto que revisamos ligeramente a la baja el crecimiento para 2013 (del 0% al

-0,1% a/a en 2013), el déficit cíclico apenas se ve afectado y sólo habría una ligera desviación de 0,1pp si finalmente el crecimiento es peor que nuestras estimaciones (por ejemplo del -0,2% a/a como prevé el FMI).

Nuestra probabilidad de incumplimiento es ligeramente inferior a la calculada por la corte de auditores de Francia. En su informe anual presentado a finales de junio advierten que un crecimiento del -0,2% podría conllevar unos ingresos menores y mayores gastos sociales con un efecto neto de incremento del déficit en 6 mil millones de euros (0,3% del PIB), 0,2pp superior a nuestras estimaciones.

Con todo, prevemos que el nuevo objetivo fiscal sea probablemente alcanzado por el gobierno francés, con un ajuste estructural de 1,4 puntos porcentuales del PIB, que rebajará el déficit estructural al 2,3% del PIB, el 1,6% restante corresponde al déficit cíclico.

Italia

A finales de mayo la CE recomendó suspender el procedimiento de déficit excesivo al cual estaba sometido Italia desde 2009, cuando alcanzó su máximo valor (5,5% del PIB). A partir de ese año el déficit fue bajando continuamente hasta alcanzar el 2,9% del PIB en 2012, logrando así cumplir con los plazos impuestos por la comisión. El objetivo de déficit fijado para el 2013 (2,9% del PIB) se ha revisado al alza desde el 1,7% anunciado a inicios del 2012. Esta revisión se debió principalmente a un empeoramiento de las previsiones de crecimiento (del -0,2% inicial al -1,3% en 2013) y a la inclusión del impacto de la liquidación de deudas del estado, valoradas en 40mil millones de euros (2,6% del PIB).

Si bien es cierto que los datos preliminares de Junio muestran un superávit de +14,1 mil millones de euros, que es prácticamente 2,5 veces el superávit obtenido en junio de 2012 (+5,6 mil millones), el dato acumulado a junio indica que el déficit se ha incrementado en unos 12,3 mil millones (incremento de 41% a/a), alcanzando así el 3,6% del PIB (aproximadamente 2,3% según el criterio utilizado por la Comisión). Por partidas tenemos sólo datos disponibles hasta abril, pero se observa claramente que esta desviación se debe principalmente a un aumento de los gastos (13,4% a/a acumulado hasta abril) por encima de los mayores ingresos tributarios (3,6% a/a).

Estos datos de ejecución presupuestaria estarían indicando un empeoramiento cíclico, el cual lo incorporamos en nuestra previsión de déficit. Por lo tanto, ahora preveemos que el déficit alcance el 3,1% del PIB, un desvío de +0,2pp con respecto al objetivo, debido en su totalidad a un empeoramiento de nuestras previsiones de crecimiento para Italia (que pasan del -1,3% a/a inicial al -1,8% en 2013).

Esta previsión (3,1% del PIB) podría incrementarse en otros 0,4pp si no se implementa la subida del IVA al 22% (antes en el 21%), y se mantiene la suspensión del impuesto sobre la propiedad de la primera vivienda.

Portugal

En marzo, tras la séptima revisión de la troika, quedó clara la necesidad de reconsiderar el cronograma de ajustes fiscales, resultado inmediato de un peor desempeño económico y de unas previsiones menos optimistas para 2013. En mayo, la CE recomendó ampliar el plazo para la reducción del déficit excesivo y el Ecofin, en su reunión del 21 de junio, aprobó estas recomendaciones, con lo cual los objetivos de déficit para Portugal quedan oficialmente en el 5,5% para el 2013, 4% en 2014 y 2,5% en 2015. Si bien es cierto que el objetivo de déficit se relaja en un 1pp (desde el 4,5% anterior) el ajuste estructural se mantiene prácticamente inalterado (alrededor del 3,6%) debido principalmente a que gran parte de la revisión se atribuye a un deterioro cíclico.

Los datos de ejecución presupuestaria, disponibles hasta mayo, indican que Portugal cumpliría con el objetivo marcado por el programa de asistencia económica y financiera (5,5% del PIB). El déficit acumulado hasta mayo alcanza los -1,7 mil millones de euros (1,6% del PIB), los ingresos fiscales acumulados han crecido un 6% a/a mientras que los gastos tuvieron un aumento del 7% a/a.

Incorporando estos datos en nuestros modelos, estimamos que el déficit al final del año alcanzaría el 5,5% del PIB. Sin embargo, estas estimaciones no incorporan el efecto que, en medidas de política fiscal, pueda tener la inestabilidad política ocurrida a principios de julio ni el posible efecto del resultado de las elecciones municipales de septiembre.

España

Los resultados de ejecución presupuestaria hasta la fecha ponen de manifiesto el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se sigue realizando en términos estructurales. En el conjunto de 2013, pese a que se espera que las políticas de ajuste fiscal continúen, no resulta probable que sean suficientes como para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos y el incremento esperado de los intereses. Así, las previsiones de BBVA Research sugieren que durante 2013 el ciclo drenará casi un punto porcentual del PIB de los ingresos esperados, afectando tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta, absorbiendo la mejora estructural de los mismos. De esta forma, los ingresos públicos se situarán alrededor del 36,7% del PIB, apenas 0,3pp por encima de lo alcanzado en 2012. Por su parte, el ajuste del gasto estará concentrado en los consumos intermedios, en el gasto en inversión (que moderará su ritmo de caída respecto a los dos ejercicios anteriores) y, en menor medida, en la remuneración de asalariados, por la permanencia de las medidas de reforma de la función pública y de reestructuración del sector público dependiente.

En este contexto, en un escenario en el que no se llegaran a implementar las medidas ya anunciadas, el déficit público en 2013 se incrementaría en torno a 1,7pp del PIB como consecuencia del deterioro económico (1pp), a lo que habría que añadir en torno a 0,7pp más por el incremento estructural de las prestaciones sociales y por el aumento del pago de intereses. Así, teniendo en cuenta las medidas anunciadas y/o puestas en marcha, el déficit de 2013 se quedará en torno al 6,5% del PIB, en línea con el nuevo objetivo de estabilidad aprobado por la Comisión Europea a finales de mayo. Dicha flexibilización de los objetivos de estabilidad permitiría cumplir igualmente el objetivo aprobado para 2014, año en el que el déficit público se situará alrededor del 5,8% del PIB, debido a que tanto el ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos comenzarán a corregir el deterioro fiscal.

De esta forma, el saldo estructural de las administraciones públicas españolas, se situaría alrededor del 1,5% del PIB a finales de 2014, acumulando casi 6pp de corrección desde 2011.

Recuadro 2. *Forward guidance*, ¿la nueva estrategia de política monetaria del BCE?

En su reunión de política monetaria de julio, el Banco Central Europeo (BCE) adoptó una estrategia de conducción de expectativas (*forward guidance*), afirmando que los tipos permanecerán en los bajos niveles actuales durante un largo periodo de tiempo. Este fue un paso inesperado, con el cual el BCE se alejó por primera vez de su tradicional política de "ningún compromiso previo." El BCE se encamina así a una comunicación más explícita de sus objetivos y de su estrategia de política monetaria a largo plazo. El banco central también señaló explícitamente los tres pilares/objetivos que guían su política monetaria, cuando añadió que el mantenimiento de tipos bajos se fundamentaba en sus expectativas de tres variables: inflación controlada a medio plazo, debilidad generalizada de la economía real y dinámica moderada de los agregados monetarios a medio plazo.

Por el momento, el BCE no ha sido más explícito sobre su política monetaria futura. Entre otras cosas, no ha definido cuanto tiempo es "un largo periodo de tiempo" ni ha condicionado las futuras subidas de tipos a objetivos macroeconómicos medibles (umbrales para determinadas variables macroeconómicas, como en el caso de la Reserva Federal).

Esta nueva estrategia de comunicación del BCE no es nueva a nivel mundial, ya que ha sido aplicada con éxito durante las últimas dos décadas por un número cada vez mayor de bancos centrales según iban alcanzando los tipos de política monetaria cercanos a cero, incluyendo la Reserva Federal (la cual adoptó implícitamente la *forward guidance* en Agosto 2003 y explícitamente en Agosto 2011). La adopción de esta estrategia ha tenido entre sus objetivos anclar expectativas y reducir volatilidad en los mercados, y en el caso particular del BCE, reducir también el reciente endurecimiento del coste de financiación a largo plazo -- situación que ha estado obstruyendo la política monetaria expansiva del BCE en los últimos dos meses-. Aunque el presidente del BCE, Mario Draghi, dijo explícitamente que el BCE no reacciona frente a la

comunicación de otros bancos centrales, lo cierto es que el tensionamiento de los mercados se produjo desde que la Reserva Federal anunció la estrategia de salida de su política de *quantitative easing*. No cabe descontar, por ende, que esta nueva estrategia de comunicación termine siendo cada vez más coordinada entre bancos centrales.

Por su lado, el Banco de Inglaterra dejó entrever en su reunión mensual de julio que ellos también estarían pronto adoptando una estrategia de *forward guidance* (aunque para varios analistas, esta estrategia ya empezó implícitamente el 4 de julio, cuando el Banco de Inglaterra opinó que los mercados habían sobre-reaccionado/ malentendido los planes de la Reserva Federal).

Sin embargo, la implementación de esta nueva estrategia de comunicación no implica una nueva ola de medidas no convencionales. De hecho, en el caso de BCE, los comentarios realizados en la conferencia de prensa tras la reunión mensual de junio han moderado las expectativas del mercado en este sentido. Por un lado, el banco central señaló que existe un amplio debate dentro del BCE acerca de qué medidas emplear para reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria: aumentar las OFPML (operaciones de financiación a plazo más largo), reducir a territorio negativo la facilidad de depósito y/o aliviar las restricciones sobre colateral elegible. En relación a esto último, el BCE recientemente ha relajado ciertos criterios de garantías exigidos a los bancos para cuando le soliciten liquidez. Pero por otro lado, en lo que respecta a nuevas medidas encaminadas a estimular el crédito a las PYMES y a revitalizar el mercado de los ABS (*Assets Backed Securities*), el BCE ha declarado que "no serían en el corto plazo".

Bajo nuestro escenario central, en el que la economía europea empieza a recuperarse durante la segunda parte del año, lo más probable es que los tipos se mantengan en el 0,50%; si bien el sesgo se mantiene a la baja.

4. Perspectivas para el conjunto de la zona euro

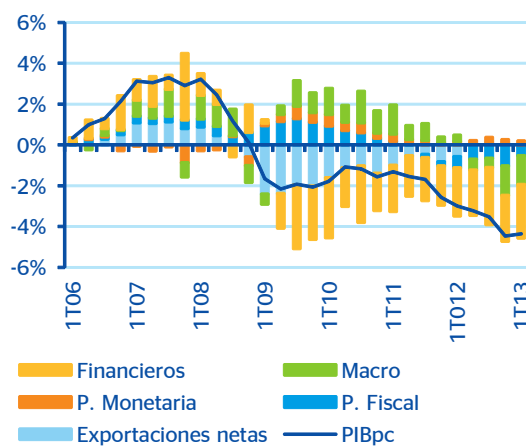
La recesión en el conjunto de la zona euro se moderó en 1T13...

La caída del PIB en el conjunto de la zona euro se moderó en el primer trimestre (-0,3% t/t tras -0,6% en 4T12) debido fundamentalmente a la resistencia que mostró el consumo privado (0% t/t tras -0,6% t/t) y que resultó en un menor lastre de la demanda doméstica (-0,4pp tras -0,7pp). El deterioro de la demanda global a finales de 2012 y los primeros compases de este año (tanto en China como en algunas economías emergentes y EE.UU.) afectó negativamente a la evolución de las exportaciones, que se contrajeron por segundo trimestre consecutivo (-0,9% t/t), y se reflejó también en una mayor caída de la inversión (-1,9% t/t tras -1,5% t/t en 4T12). No obstante, la menor necesidad de productos intermedios para satisfacer dicha demanda procedente del exterior, junto con la debilidad de la demanda doméstica, resultaron en una mayor caída de las importaciones (-1,2% t/t), por lo que la contribución de las exportaciones netas se mantuvo en +0,1pp.

La peor evolución de la demanda global, así como el impacto negativo de las condiciones climáticas a principios de año, son la principal explicación del peor desempeño de la economía de la zona euro frente a nuestras previsiones de hace tres meses, que contemplaban ya una estabilización de la actividad. Las mayores sorpresas negativas se registraron en los países del centro de Europa, especialmente Alemania (+0,1% t/t; BBVA Research: +0,4% t/t, con el sector industrial resintiéndose de la menor demanda exterior y el de la construcción de las inclemencias invernales) y Francia (-0,2% t/t; BBVA Research: 0% t/t), mientras que la significativa moderación de la recesión en la periferia estuvo en línea con nuestro escenario (Italia -0,6% t/t tras -0,9% t/t en 4T12; España -0,5% t/t tras -0,8% t/t; Portugal -0,4% t/t tras -1,8% t/t). La caída de las exportaciones fue generalizada entre los estados miembros (excepto en Portugal, donde crecieron un 2,6% t/t), si bien en la periferia fue más que compensada por una mayor caída de las importaciones. En definitiva, los factores detrás de esta sorpresa a la baja no son tan negativos como podrían interpretarse a primera vista, ya que parecerían ser transitorios (continuamos esperando un crecimiento global robusto) y, por lo tanto, no implicarían un cambio sustancial en los factores subyacentes de la economía europea respecto a los que contemplábamos hace tres meses. Además no parece que reflejen un contagio de la crisis de la periferia al centro de Europa, que era una de las principales preocupaciones por entonces.

Gráfico 10

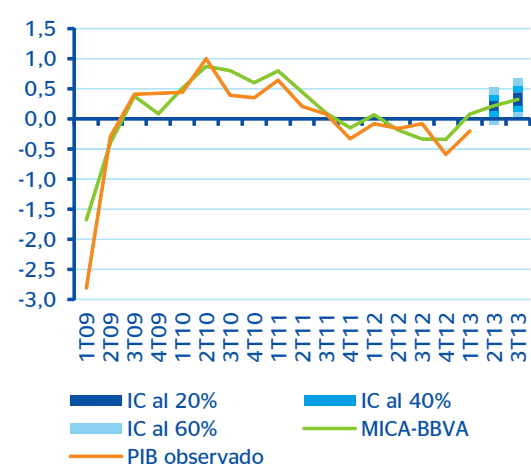
UEM: descomposición del PIB por población en edad de trabajar (componente cíclico)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

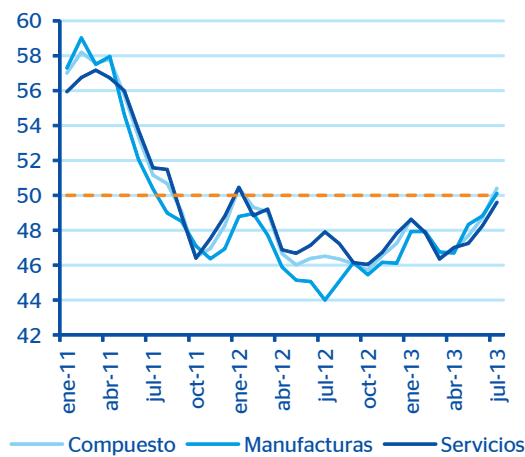
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

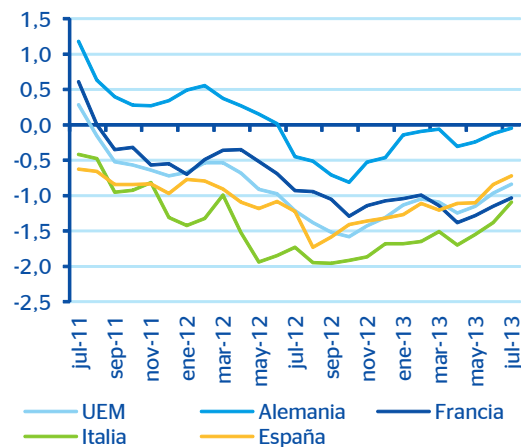
Analizando la evolución de los factores estructurales², detrás de la contracción del PIB en 1T13 continuó el impacto negativo de los shocks financieros (fundamentalmente los referentes a la restricción de crédito), si bien la moderación en la caída de la producción habría respondido principalmente al menor impacto negativo del ajuste fiscal y la relajación de la política monetaria, mientras que el sostén de las exportaciones netas se habría reducido (véase Gráfico 10), aunque pensamos que transitoriamente, en línea con nuestras previsiones de un crecimiento sólido de la economía global en 2013 y 2014 (3,1% y 3,8%, respectivamente).

Gráfico 12
UEM: encuesta confianza PMI



Fuente: Markit Economics y BBVA Research

Gráfico 13
UEM:
indicador sentimiento económico (normalizado)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

... y continuamos esperando una tímida recuperación ya en 2T13, liderada por Alemania,...

Teniendo en cuenta toda la información disponible para 2T13 (datos cuantitativos hasta mayo), nuestro modelo MICA-BBVA³ estima un crecimiento del PIB de alrededor de 0,2%-0,3% t/t (véase Gráfico 11), algo más optimista que nuestra estimación de hace tres meses (+0,1% t/t). Además, aunque la incertidumbre se mantiene elevada, la probabilidad de una nueva caída del PIB en 2T13 según el modelo MICA-BBVA se ha reducido considerablemente hasta alrededor del 20% (desde algo más del 40% de hace tres meses).

Por un lado, los indicadores de confianza sorprendieron al alza, especialmente en mayo, sugiriendo una mejora de la situación económica, si bien todavía se mantienen en niveles bajos. En particular, los PMIs para el conjunto de la zona euro se mantuvieron por debajo del umbral teórico del crecimiento, pero parecen mostrar un punto de inflexión en marzo de este año, con una tendencia creciente desde entonces y revertiendo a los niveles observados a finales de 3T11, cuando la economía crecía tímidamente. Por sectores, la mejora de la confianza fue generalizada, si bien más marcada en el sector industrial debido al apoyo de la todavía robusta demanda global (como avanza el rebote de los pedidos industriales, sobre todo de los procedentes del exterior), mientras que la debilidad de la demanda doméstica continuó pesando sobre las expectativas del sector servicios (véase Gráfico 12).

Por países, la mejora de la confianza fue especialmente significativa en los periféricos (véase Gráfico 13), lo que sugiere una nueva moderación de su recesión en 2T13 (como confirma el avance del PIB de algunos países, como España), mientras que en los países del centro de Europa

2: De acuerdo a nuestro modelo dinámico de equilibrio general. Para una descripción más detallada del modelo véase Europe Economic Watch, "Bank lending and business cycle in EMU: a slow and fragile recovery" en: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Europe_Economic_Watch_190711_tcm348-263401.pdf?ts=1122011

3: Para una descripción detallada del modelo véase el documento de trabajo "The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecast", disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1120_tcm348-260444.pdf?ts=622013

los indicadores de confianza se mantuvieron relativamente estables. No obstante, al contrario de lo observado en 1T13, los indicadores de confianza podrían haberse visto afectados negativamente por el aumento de la incertidumbre en los países de la periferia a principios de 2T13.

Por otro lado, los datos de actividad, la mayoría disponibles solamente hasta mayo, muestran un panorama más positivo que los cualitativos, apuntando hacia un crecimiento trimestral del PIB ya en 2T13. La evolución de las ventas al por menor hasta mayo (que han crecido un +0,3% sobre el primer trimestre) junto con la mejora de la confianza de los consumidores así como cierta estabilización del mercado trabajo (+0,1pp hasta el 12,2%) y la reducción de la inflación (-0,4pp hasta el 1,4% media en 2T13) sugieren que el consumo privado podría haber aumentado ligeramente (+0,1% t/t). Además, la producción industrial hasta mayo ha repuntado significativamente en alrededor de 1% sobre 1T13, tras el estancamiento observado en dicho trimestre y el desplome observado a finales de 2012. No obstante, dada la baja capacidad utilizada aún por las empresas (algo más de una desviación estándar por debajo de su media) así como las todavía restrictivas condiciones crediticias, la inversión podría haberse contraído nuevamente en 2T13, aunque a un ritmo mucho más moderado (-0,3% t/t, tras -1,9% en 1T13).

Señales algo menos positivas provinieron de los datos de balanza comercial, al mostrar que las exportaciones volvieron a caer en abril y mayo, si bien no lo suficiente para compensar el rebote de marzo, mientras que la tasa de variación 3m/3m (menos volátil) continúa mostrando una incipiente recuperación y la mejora de los pedidos procedentes del exterior apunta a que esta dinámica debería continuar en los próximos meses. Lo anterior, unido al continuo empeoramiento de las importaciones, sugiere que las exportaciones netas habrían contribuido positivamente de nuevo en 2T13 (+0,2pp).

Por países, nuestros modelos estiman que sólo Alemania habría rebotado claramente en 2T13 (+0,5% t/t tras 0,1% t/t en 1T13), debido en parte al efecto positivo de la desaparición de los efectos transitorios adversos de los dos trimestres precedentes y a la recuperación de las exportaciones, mientras que la economía francesa se habría estancado (tras el -0,2% de 1T13) y la recesión continuaría amortiguándose en España (-0,1% t/t tras -0,5% t/t), Italia (-0,3% t/t tras -0,6% t/t), y Portugal (-0,1% t/t tras -0,4%) (véase Gráfico 14).

... y en las economías de la periferia durante el segundo semestre

Para 3T13 sólo se disponen de los indicadores de confianza de julio, por lo que todavía es prematuro extraer conclusiones. A pesar de esto, tanto los PMI como los publicados por la Comisión Europea mostraron un panorama más alentador a principios de trimestre, con una mejora generalizada por sectores y, lo que es más importante, también generalizado a los países de la periferia (véanse Gráficos 12 y 13). Por lo tanto, estos datos están en línea con nuestro escenario que, además de contemplar un ligero crecimiento para el conjunto de la zona euro ya en 2T13 y en los países del centro de Europa, la recuperación también empezaría a atisbarse en la periferia, sobre todo en el tramo final del año.

Las decisiones de política económica deberían evitar que la recuperación descarrile

Durante los tres últimos meses se han modificado algunas de las condiciones de apoyo al crecimiento que prevalecían hace tres meses. Por un lado, el crecimiento global, que es clave para la salida de la recesión, es algo más débil de lo previsto. Por el lado también negativo, el proyecto de unión bancaria sigue adelante, pero algo más lento de lo previsto y mostrando claramente que va a ser un factor de apoyo más en el medio y largo plazo que para la salida inmediata de la crisis.

No obstante, hay una serie de factores positivos que siguieron a la adopción de algunas medidas de política económica. Se ha constatado que la política fiscal va a ser en 2013 y 2014 menos restrictiva y parece que está teniendo un impacto positivo en las expectativas de los agentes,

mientras que continúa la eficacia disuasoria del programa OMT anunciado por el BCE en el verano de 2012. Más recientemente, el BCE ha reducido sus tipos de interés y sobre todo ha sorprendido al mercado con su política de conducción de expectativas y una relajación de su postura.

Aunque es difícil de sopesar el impacto relativo de cada uno de estos factores, asumimos en nuestras previsiones que tendrán un efecto aproximadamente neutro sobre el crecimiento.

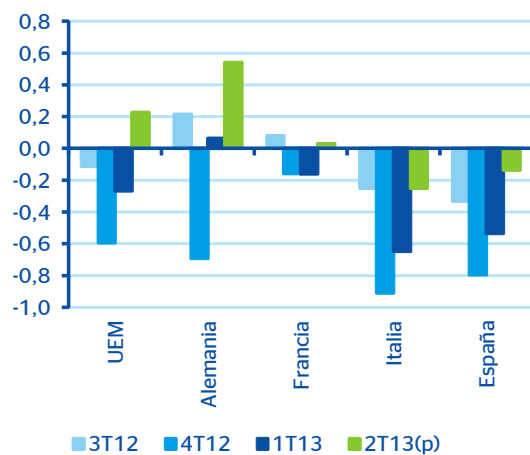
La economía se contraerá nuevamente en el conjunto de 2013 y crecerá ligeramente por debajo del potencial en 2014

Como se señala más arriba, la principal sorpresa respecto a nuestras previsiones de hace tres meses fue la mayor desaceleración del crecimiento global y su impacto negativo sobre la economía europea, así como el efecto adverso de las duras condiciones climáticas durante 1T13. Dicha sorpresa negativa de crecimiento en el primer trimestre (-0,3% t/t frente al +0,1% previsto) supone un efecto arrastre negativo sobre nuestra previsión de crecimiento de hace tres meses de alrededor de -0,4pp para el conjunto de 2013.

No obstante, lo anterior no supone un cambio significativo en los fundamentales que subyacen a la recuperación que continuamos esperando ya desde 2T13. En primer lugar, nuestro modelo de corto plazo BBVA-GAIN estima una ligera recuperación de la economía global en dicho trimestre (0,6% t/t tras desacelerarse en 0,1pp hasta el 0,5% t/t en 1T13) y nuestras previsiones continúan contemplando un crecimiento global sólido en el horizonte de previsión (3,1% en 2013 y 3,8% en 2014, frente al 3,3% y 3,9% respectivamente de nuestro anterior escenario) que continuará apoyando la recuperación de la economía europea, especialmente en la periferia.

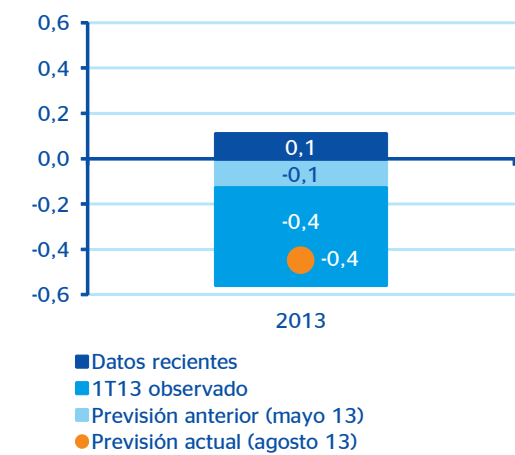
Por otro lado, la resolución de la crisis europea se desarrolla, en términos generales, en línea con lo esperado, con una disminución de los riesgos en la periferia, habida cuenta de las medidas adoptadas durante el último año (sobre todo el programa OMT) y complementadas con las medidas adicionales adoptadas por parte del BCE. Estas últimas deberían limitar el aumento reciente de los tipos de interés y contribuir a reducir la fragmentación de los mercados financieros, evitando además posibles efectos adversos tras el retraso en el proceso de creación de la unión bancaria. Finalmente, el menor ritmo de consolidación fiscal tanto en 2013 como en 2014 debería suponer un menor lastre para la recuperación.

Gráfico 14
Crecimiento PIB (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 15
UEM: crecimiento anual y factores



Fuente: BBVA Research

Todo lo anterior ya se estaría reflejando en unos mejores datos económicos en 2T13 de lo esperado hace tres meses, y que apuntan a un crecimiento trimestral positivo del PIB del conjunto de la zona euro de alrededor de 0,2% t/t en 2T13, y que compensaría con alrededor de +0,1pp el efecto arrastre negativo del peor desempeño económico en 1T13.

Con todo, revisamos a la baja nuestro escenario de crecimiento en 2013, en -0,3pp hasta el -0,4% y mantenemos un crecimiento moderado de alrededor del 1% para 2014 (véase Gráfico 15), todavía muy por debajo del potencial y que supondría que el nivel de PIB todavía se encontraría alrededor de un 1,5% por debajo de los niveles pre-crisis de 2007.

No obstante, es conveniente destacar que estas previsiones dependen crucialmente de la gestión de la crisis de la zona euro en los próximos meses, así como de que no se materialicen ciertos riesgos externos, como una mayor desaceleración de la economía global, principalmente de las economías emergentes y, en especial, de China.

Nuestro escenario asume que los principales factores detrás de la crisis de la zona euro continuarán desvaneciéndose, aunque están lejos de desaparecer. En particular, estamos suponiendo que las autoridades europeas continúan avanzando hacia la unión bancaria, lo que ayudará a que progresivamente el crédito fluya cada vez más al sector privado de las economías de la periferia y el coste de financiación se reduzca. Por otro lado, los estados miembros, sobre todo en la periferia, continuarán su proceso de consolidación fiscal y corrección de los desequilibrios, tanto domésticos como externos, por lo que su situación frente a los mercados no se deteriorará. Con todo ello, nuestro escenario contempla que las tensiones financieras deberían mantenerse contenidas, con algunos altibajos, durante todo el horizonte de previsión.

Incipiente recuperación de la demanda interna en 2S13, pero todavía dependiente del arrastre de la demanda global sobre la inversión

Dada la lenta corrección y recuperación de los determinantes de la demanda doméstica, para 2013 esperamos que ésta continúe frenando a la economía (-1,1pp), si bien de una manera mucho más moderada que en 2012 (-2,1pp), ya que contemplamos una incipiente recuperación tanto del consumo privado como de la inversión en la segunda mitad del año, que se consolidará en 2014 y tomará el relevo de las exportaciones netas como motor de crecimiento (0,8pp) (véase Gráfico 16).

Respecto al consumo privado, éste ya mostró cierta resistencia durante 1T13 tras la fuerte caída observada en 2012, apoyado por la reducción de la tasa de ahorro de los hogares (alrededor de 1pp durante 2012, debido a la disminución del ahorro por motivos precautorios por la mejora de la confianza) y la moderación de la inflación desde 3T12 (alrededor de 1pp), lo que estaría mitigando la caída de la renta disponible de los hogares. Sin embargo, en los países de la periferia continúa el proceso de desapalancamiento del sector privado, lo que, junto con las todavía restrictivas condiciones financieras y los bajos niveles de confianza, hace que esperemos una lenta y muy gradual recuperación del consumo privado de la zona euro en el horizonte de previsión. A pesar de ello, el consumo privado en el conjunto de 2013 se contraerá alrededor de un -0,4% (tras -1,3% en 2012).

La debilidad de la demanda privada unida a la desaceleración de las exportaciones y el aumento de la capacidad ociosa de las empresas terminará reflejándose en una nueva contracción de la inversión en 2013 (-3,6% según nuestras previsiones), algo más moderada que el año pasado (-4,2%), lastrada fundamentalmente por la caída del gasto en bienes de equipo y transporte, mientras que la reducción de la inversión en construcción continuará principalmente ligada al recorte del gasto público. No obstante, nuestro escenario contempla una incipiente recuperación de la inversión ya en la segunda mitad de 2013, que ganaría tracción a lo largo de 2014, una vez se consolide la recuperación de la demanda doméstica y se disipen las dudas sobre el crecimiento global.

Debido a la necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, y a pesar de que la relajación de los objetivos fiscales en varios estados miembros se reflejará en un menor esfuerzo fiscal, el escaso margen de maniobra de la política fiscal terminará por imponer una evolución del consumo público claramente procíclica de nuevo en 2013. Nuestro escenario contempla una ligera contracción del consumo público (-0,4%). Como resultado, el déficit público para el conjunto de la zona euro se podría reducir en 0,9pp hasta el 2,8% del PIB este año, con un aumento de la deuda pública hasta alrededor del 94% del PIB.

Para 2014, nuestro escenario prevé una consolidación de la recuperación en el conjunto de la zona euro, ya que muchas de las medidas en marcha se dejarán notar sobre la economía real, si bien todavía creciendo por debajo del potencial. Respecto a los países del núcleo de Europa, la recuperación ganará tracción a lo largo de este año y continuarán creciendo por encima de la media de la unión monetaria en 2014, apoyados por la robustez del gasto privado y unas mejores condiciones financieras. Mientras tanto, aunque persistirán las diferencias con los países periféricos, irán desapareciendo. Por un lado, las reformas estructurales llevadas a cabo en la mayoría de los países de la periferia deberían propiciar un ajuste más rápido de los desequilibrios del sector privado y unas economías más flexibles que apoyen el crecimiento económico y una mejora del mercado de trabajo. Por otro lado, el ajuste fiscal en marcha debería dar lugar a una mejora de las cuentas públicas, reduciendo los riesgos de una nueva crisis de deuda soberana y, por lo tanto, del impacto negativo sobre el sistema bancario. Esto, unido a la reestructuración de dicho sector en varios países de la periferia junto con los avances en la unión bancaria, debería contribuir a restablecer el crédito al sector privado. Con todo ello, esperamos una mejora generalizada de todos los componentes de la demanda doméstica en la zona euro, con un crecimiento tanto del consumo privado (0,6%) como de la inversión (2,3%), y sin que el consumo público sea un lastre para la economía (0,3%).

Las exportaciones netas continuarán siendo el motor de crecimiento en 2013, pero perderán su importancia relativa en 2014

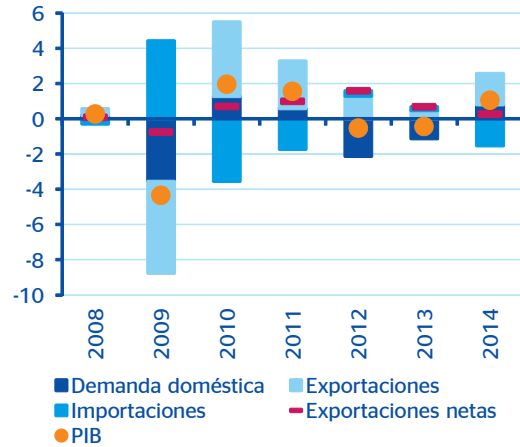
A pesar de la revisión a la baja en nuestras previsiones de crecimiento de las exportaciones para el conjunto de 2013 (1% desde el 2,3% estimado hace tres meses) debido a la caída que registraron a finales de 2012 y principios de 2013, éstas continuarán beneficiándose del aún robusto crecimiento de la economía mundial y de una ligera depreciación del euro en la segunda parte de este año y en el que viene, lo que hará que sean el principal impulsor de la recuperación de la inversión en el corto plazo. No obstante, ahora también esperamos una ligera caída de las importaciones (-0,5%), reflejando la menor necesidad de consumos intermedios para satisfacer tanto la demanda externa como la doméstica y redundando en una significativa contribución positiva de las exportaciones netas (0,8pp en 2013 tras 1,6pp en 2012). Para 2014, el ritmo de crecimiento de las exportaciones aumentará (3,8%) y ayudará a la recuperación de la inversión, aunque el resurgimiento de las importaciones (3,7%) redundará en el desvanecimiento de la contribución de las exportaciones netas (0,3pp) (véase Gráfico 16).

El mercado de trabajo no mejorará hasta mediados de 2014

Ante este escenario, y dado el retardo del impacto del crecimiento en el empleo, nuestras previsiones contemplan que el mercado de trabajo continuará deteriorándose en los próximos trimestres. Aunque mostrará ya señales de estabilización en la segunda mitad del año con la interrupción de la destrucción de empleo, todavía no evitará que la tasa de paro continúe aumentando ligeramente. Como resultado, esperamos una nueva caída del empleo en el conjunto de 2013 (-0,7%, igual que en 2012) que se reflejará en un aumento de la tasa de paro de alrededor de 0,8pp hasta el 12,2%. Para 2014, a pesar de la consolidación de la recuperación económica, el crecimiento todavía estará por debajo del potencial, por lo que nuestras proyecciones implican una lenta creación de empleo (0,1%) que no será suficiente para reducir la tasa de paro (12,3%).

Gráfico 16

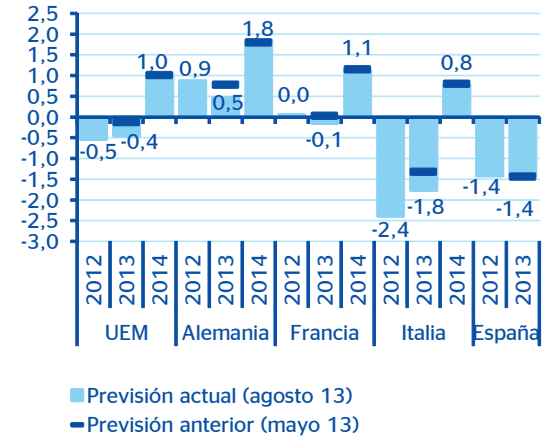
UEM:
contribución al crecimiento anual del PIB (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 17

UEM: previsiones crecimiento PIB por país



Fuente: BBVA Research

Recuperación encarrilada en el núcleo de la zona euro, mientras que en la periferia habrá que esperar a finales de año

El peor desempeño económico a principios de año, aunque sea debido a factores transitorios y no a cambios en los fundamentales, como se señala más arriba, nos ha llevado a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de 2013, especialmente en el núcleo de la zona euro (véase Gráfico 17). A pesar de ello, nuestras proyecciones continúan contemplando una recuperación de la actividad desde 2T13 en Alemania, fundamentalmente, y un estancamiento en Francia, mientras que en los países de la periferia no será hasta finales de año cuando empiecen a registrarse tasas de crecimiento del PIB ligeramente positivas.

Como resultado, continuamos esperando que sólo la economía alemana crezca este año (0,5%) a un ritmo menor al observado en 2012 (0,9%), gracias a la relativa fortaleza de los fundamentales de su demanda doméstica y apoyada por el sector exterior.

En Francia, a pesar de la que relajación de los objetivos fiscales, dará un respiro al crecimiento y que la menor incertidumbre sobre la política económica a aplicar ha redundado en una mejora de la confianza de los agentes económicos, la demanda doméstica continuará drenando crecimiento este año y compensará el efecto positivo de las exportaciones netas, resultando en una ligera contracción de la economía (-0,1%).

Los países de la periferia deberán continuar corrigiendo los desequilibrios económicos y haciendo frente a una fragmentación de los mercados financieros que hace que sus costes de financiación sean aún muy elevados. Además, en general, en todos estos países ha aumentado la incertidumbre política, dado el impacto que la fatiga de las reformas (Grecia y Portugal) o/y otros condicionantes políticos están teniendo sobre la estabilidad de los gobiernos nacionales. Para Italia, ahora esperamos que la recesión sea algo más profunda en 2013 (-1,8%), mientras que mantenemos nuestra previsión de que el PIB de España se contraiga a un ritmo similar al de 2012 (-1,4%).

Hasta 2014, nuestro escenario no contempla una vuelta al crecimiento generalizada a todos los estados miembros, si bien continuarán observándose diferencias entre ellos. Los países del norte de Europa crecerán por encima de la media de la zona euro (1%), mientras que en la periferia el crecimiento será más moderado (véase Gráfico 17).

La inflación se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE en todo el horizonte de previsión

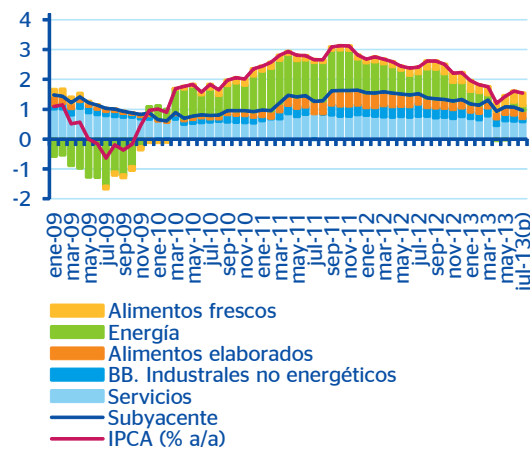
La inflación continuó desacelerándose durante el segundo trimestre de 2013, en 0,5pp hasta el 1,4% a/a (en media en 2T13), algo más de lo esperado, debido no sólo a una mayor moderación de los precios de la energía, sino también a que la inflación subyacente se desaceleró en 0,2pp hasta el 1,3% a/a. No obstante, tal y como avanzábamos en nuestro anterior informe, tanto la inflación general como la subyacente volvieron a acelerarse en abril y mayo hasta el 1,6% y el 1,3%, respectivamente, como consecuencia tanto del efecto base de la moderación de los precios de la energía en los mismos meses de 2012 como por el impacto del cambio de calendario de la Semana Santa (véase Gráfico 18).

Durante la segunda parte del año, esperamos que la inflación general vuelva a desacelerarse, especialmente a partir de agosto, para mantenerse fluctuando alrededor del 1,3% a/a en lo que resta de año. Respecto a inflación subyacente, ésta debería mantenerse relativamente estable en los niveles actuales (1,3% a/a) durante el segundo semestre. Como resultado, ahora esperamos que tanto la tasa de inflación general como la subyacente para el conjunto de 2013 se sitúen en el 1,5% y 1,4%, respectivamente (0,1pp inferior a nuestra previsión de hace tres meses en ambos casos) (véase Gráfico 19).

Para 2014, la inflación debería mantenerse relativamente estable ante la ausencia de presiones inflacionistas tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, máxime cuando la relajación de los objetivos fiscales en algunos estados miembros aleja la posibilidad de nuevas subidas impositivas en el horizonte de previsión y la mejora del mercado de trabajo será muy gradual. En definitiva, aunque la incertidumbre sobre algunas variables exógenas (precios de las materias prima) y/o discrecionales (precios administrados, impuestos) continúa elevada, los riesgos para este escenario de inflación están equilibrados.

Gráfico 18

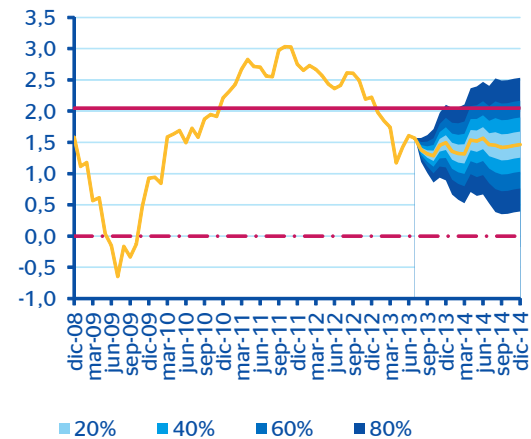
UEM: inflación (% a/a) y contribuciones por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 19

UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Riesgos sesgados a la baja, tanto idiosincráticos como los provenientes del entorno exterior

Las medidas anunciadas a nivel europeo durante la segunda mitad del año pasado han sido eficaces en contener la crisis de la zona euro, a la vista del limitado impacto de los focos de tensión en algunos países durante el primer semestre del año (crisis bancaria en Chipre, inestabilidad política en la periferia), si bien continúa la incógnita sobre si las reformas, tanto por parte de los países como de las instituciones europeas, están yendo a la velocidad suficiente como para aprovechar la ventana de oportunidad proveniente de unos mercados financieros relativamente tranquilos.

A pesar de esta calma, el sesgo de nuestras previsiones sigue siendo a la baja. Por un lado, continúan los riesgos de que las tensiones financieras aumenten de nuevo en la periferia debido a razones muy diversas. Una de las más plausibles vendría por el debilitamiento de los gobiernos y las protestas sociales, derivados fundamentalmente de los fuertes ajustes llevados a cabo, que podrían poner en jaque la estabilidad de los gobiernos y, por ende, de las políticas económicas a implementar. Este aumento de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las medidas económicas anunciadas podría desencadenar un resurgimiento de la crisis de deuda soberana, aunque pensamos que este riesgo es relativamente menor. Y todo esto en un contexto en el que al proceso de avance hacia la unión bancaria le restan procesos de acuerdo e implementación bastante complejos.

Por otro lado, han aumentado los riesgos procedentes de fuera de la zona euro. Por un lado, una posible salida desordenada de las medidas no convencionales de la política monetaria en EE.UU. podría reflejarse en unos mayores tipos de interés y un incremento de la aversión al riesgo que redundarían en un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, con un fuerte impacto negativo en aquellas economías más dependientes de la entrada de capitales en el corto plazo para financiar los desequilibrios exteriores (como la periferia europea). Este riesgo está también relativamente contenido, ya que las autoridades han aprendido la lección de los problemas de comunicación ligados a la salida de la política monetaria en EE.UU..

Por otro lado, y quizás lo más importante, la desaceleración de las economías emergentes y, en especial, de China, aumenta los riesgos de un menor apoyo de la demanda global, sobre todo por el dilema de cómo utilizar las políticas económicas, con unos responsables ahora más preocupados por evitar el excesivo crecimiento del crédito y, por lo tanto, con menor margen de maniobra para apoyar el crecimiento.

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: recuperación basada en la fortaleza de los fundamentales domésticos, aunque los factores externos podrían limitar el crecimiento

PIB: +0,5% en 2013 +1,8% en 2014

IPCA: +1,7% en 2013 +1,8% en 2014

Últimos datos oficiales para 1T13: el ligero crecimiento del PIB registrado a principios de año (+0,1% t/t) confirmó que la fuerte contracción de la actividad registrada a finales de 2012 (-0,7% t/t) respondió en parte a factores temporales, si bien alguno de éstos (desaceleración demanda global) no se recuperaron tan rápido como se anticipaba hace tres meses y, además, se añadieron unas condiciones climáticas adversas que se dejaron notar en una caída de la inversión en construcción (alrededor del 50% del total de la inversión) del -2,1% t/t. No obstante, la resistencia de los factores internos se vio reflejada en el rebote del consumo privado (+0,8% t/t tras -0,3% t/t en 4T12), apoyado por la robustez del mercado del trabajo, que permitió que la demanda doméstica contribuyera positivamente al crecimiento trimestral del PIB (+0,1pp), compensando la fuerte caída de la inversión (-1,5% t/t), mientras que el consumo público se mantuvo prácticamente estancado (-0,1% t/t). Además, el resto de la inversión también se contrajo ligeramente (alrededor de -0,4% t/t, si bien moderándose desde el -0,7% t/t), reflejando en parte la menor demanda procedente del exterior y que resultó en una caída de las exportaciones (-1,8% t/t tras -2,4% en 4T12). Sin embargo, el mayor declive de las importaciones (-2,4% t/t, ligado en parte a la fuerte caída de la inversión) resultó en una contribución nula de las exportaciones netas.

Estimaciones para el 2T13: los datos recientes apuntan a que el crecimiento alemán habría repuntado significativamente en 2T13 (BBVA Research: 0,5% t/t), una vez que los factores temporales comentados anteriormente van desapareciendo. En primer lugar, el índice de producción del sector de la construcción rebotó fuertemente en abril, tras las caídas registradas en los meses anteriores (-2,6% t/t en 4T12 y -2,8% t/t en 1T13) y, a pesar de la corrección de mayo, la producción en el sector habría aumentado significativamente en estos dos meses alrededor de un 3% sobre 1T13. En segundo lugar, las exportaciones hasta mayo vuelven a mostrar signos de mejoría, mostrando ya una tendencia creciente en marzo y abril (alrededor de un 1% 3m/3m), tras la caída observada a finales de 2012 y principios de año, principalmente apoyadas por aquellas destinadas a países de Europa no pertenecientes a la unión monetaria, así como aquellas a EE.UU. y Asia. Además, los pedidos industriales hasta mayo anticipan que dicha evolución podría mantenerse en los próximos meses. No obstante, los indicadores de confianza muestran señales menos positivas, pues no apuntan hacia una mejora significativa de los pedidos procedentes del exterior, sino más bien al mejor desempeño de los pedidos domésticos. Respecto a esto último, tanto los indicadores cualitativos como cuantitativos apuntan en la misma dirección. La confianza de los consumidores continuó mejorando apoyada por la robustez del mercado de trabajo y las mejores perspectivas de ingresos futuros, reflejándose en un nuevo aumento de las ventas al por menor hasta mayo, lo que sugiere que el consumo privado habría continuado creciendo a tasas robustas. Estas mejores expectativas de demanda futura ya se reflejaron en un significativo aumento de la producción industrial hasta mayo (2,4% tras estancarse en 1T13 y contraerse un -2,6% t/t en 4T12) que, junto con los bajos costes de financiación y el aumento de la capacidad utilizada de las empresas, debería repercutir ya en un aumento de la inversión. Finalmente, aunque los datos disponibles para 3T13 son muy limitados, restringiéndose a los datos de confianza de julio, sugieren que la economía crecerá a un ritmo sólido durante la segunda mitad del año (0,5% t/t).

Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014: nuestras previsiones continúan contemplando una recuperación sólida de la economía alemana en el horizonte de previsión sustentada por la mejora de la demanda doméstica, en particular del gasto del sector privado, que debería tomar el relevo de las exportaciones. No obstante, la fuerte caída registrada de la actividad en 4T12 junto con el peor desempeño de la economía en 1T13 hace que hayamos revisado ligeramente a la baja nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de 2013, en -0,3pp hasta el 0,5%, mientras que mantenemos nuestra previsión del 1,8% en 2014. La continua mejora del mercado de trabajo, el aumento de los salarios y la inflación moderada deberían resultar en un mayor crecimiento del consumo de los hogares en 2013 y 2014, hasta el 1,1% y el 1,4%, respectivamente. Las mejores expectativas sobre la evolución de la demanda doméstica y la resistencia de las economías emergentes, unido a los bajos costes de financiación, deberían ser suficientes para sustentar el rebote de la inversión, especialmente en 2014 (4,1% tras -1,1% en 2013). Además, el saneamiento de las cuentas públicas permitirá llevar a cabo una política fiscal neutral. La recuperación de la demanda doméstica inducirá un mayor dinamismo de las importaciones, que resultará en la desaparición de la contribución al crecimiento de las exportaciones netas (-0,1pp en 2013 y 0pp en 2014, tras los 1,1pp de 2012).

Perspectivas de inflación: en el conjunto del 2T13, tanto la inflación general como la subyacente se desaceleraron nuevamente, en 0,2pp y 0,1pp hasta el 1,6% y el 1,2%, respectivamente. No obstante, este comportamiento fue resultado de la fuerte desaceleración observada en abril, debido fundamentalmente al cambio de calendario de la Semana Santa respecto a 2012, aunque luego se aceleró nuevamente en mayo y en junio, pero con la subyacente manteniéndose en niveles moderados (1,4% a/a), en línea con lo esperado. Para los próximos meses, esperamos que la inflación subyacente pueda aumentar ligeramente de nuevo, además de por la mayor demanda doméstica, porque tenga lugar cierta traslación de los mayores costes laborales a los precios finales, lo que se compensará con una menor inflación energética y de los alimentos. Con todo ello, esperamos que la inflación media anual se modere en 2013 en 0,4pp hasta el 1,7%, manteniéndose relativamente estable en 2014 (1,8%), en ambos años por encima de la inflación esperada para el conjunto de la zona euro (1,5% en 2013 y 1,4% en 2014).

Sector público: tras alcanzar un superávit fiscal ya en 2012 (0,2% del PIB), mejor de lo anticipado por el gobierno, nuestras previsiones contemplan unas cuentas públicas en equilibrio este año, otra vez mejor que el déficit de medio punto del PIB presentado por el gobierno en el programa de estabilidad. Para 2014, esperamos que se vuelva a alcanzar un ligero superávit (0,2% del PIB). Como resultado, la deuda pública podría empezar a reducirse ligeramente este año para situarse ligeramente por debajo del 80% del PIB al final del horizonte de previsión.

Francia: el aplazamiento del ajuste fiscal permitirá que se consolide la recuperación, si bien no evitará que la economía se contraiga ligeramente en el conjunto de 2013

PIB: -0,1% en 2013 1,1% en 2014

IPCA: +1,1% en 2013 +1,3% en 2014

Últimos datos oficiales para 1T13: la economía francesa continuó adoleciendo de los mismos problemas que acarreó a lo largo de 2012, con un progresivo empeoramiento de los fundamentales domésticos (deterioro del mercado de trabajo, caída de confianza e incertidumbre sobre la política económica), que se reflejó en un nuevo recorte del gasto del sector privado (con una caída del consumo privado del -0,1% t/t y de la inversión del -1% t/t). En particular, el deterioro de la confianza de los agentes económicos redundó en un aumento de la tasa de ahorro (hasta el 16%), a pesar de que la renta disponible rebotó fuertemente a principios de año (+1,3% t/t, tras la caída de -0,7% t/t en 4T12 debido a impuestos excepcionales), mientras que el aumento de los beneficios empresariales (+0,9% t/t) tampoco incentivó la inversión. Sin embargo, todo lo anterior se compensó por un crecimiento relativamente estable del consumo público (+0,4% t/t) y un aumento del stock de inventarios (+0,2pp, tras la fuerte desinversión observada en 2012), lo que resultó en una contribución nula de la demanda interna. El restablecimiento de los inventarios se dejó notar en un mayor dinamismo de las importaciones (+0,2% t/t tras -1% en 4T12), mientras que las exportaciones volvieron a contraerse, aunque a un ritmo más moderado (-0,4% t/t tras -0,7% t/t en 4T12), desapareciendo por tanto el ligero apoyo de las exportaciones netas la mayor parte del pasado año para restar -0,2pp al crecimiento trimestral del PIB. En resumen, el PIB volvió a contraerse un -0,2% t/t, más de lo esperado (BBVA Research: 0%; Consensus: -0,1%), siendo la sorpresa negativa generalizada tanto a los componentes de la demanda doméstica como de la externa, si bien en nuestra anterior publicación ya hacíamos hincapié en el sesgo a la baja en nuestra previsión.

Estimaciones para el 2T13: los datos más recientes (de confianzas, sobre todo a partir de junio, y cuantitativos hasta mayo) apuntan a que la economía podría haber crecido ligeramente ya en 2T13, lo que supondría un sesgo al alza en nuestras expectativas de estabilización. Por un lado, los indicadores de confianza, tras ser decepcionantes en marzo y permanecer estancados en niveles muy bajos a principios de trimestre, mejoraron significativamente en junio y julio, siendo esta mejora generalizada por sectores y apuntando a que detrás de la misma subyace una ligera mejora de la demanda doméstica. En particular, las ventas al por menor hasta mayo volvieron a crecer (0,8% sobre 1T13, tras -0,2% t/t), en parte sustentadas por una menor inflación y cierta estabilización en el mercado de trabajo, lo que sugiere que aún débil, el consumo privado podría haber crecido ligeramente en este trimestre. Por otro lado, la producción industrial hasta mayo también repuntó significativamente (1,9% tras -0,2% t/t en 1T13), mostrando más evidencia sobre el dinamismo de la actividad, aunque no esperamos un impacto inmediato en la inversión. Aunque las encuestas de confianza muestran un panorama sombrío para las compras desde el exterior, los datos de balanza comercial mostraron un claro repunte de las exportaciones hasta mayo (2,5%), que podría volver a materializarse en una ligera contribución positiva de las exportaciones netas. Finalmente, los datos de confianza para julio volvieron a sorprender positivamente, apuntando a una consolidación de la recuperación en el segundo semestre del año, en línea con nuestras previsiones (alrededor de 0,2% t/t).

Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014: la caída del PIB a principios de año, en contraste con nuestras expectativas de estabilización de la actividad, nos ha llevado a revisar ligeramente a la baja la previsión para 2013, en -0,1pp hasta el -0,1%, aunque nuestro escenario continúa contemplando un ligero crecimiento en la segunda mitad del año, ya que esperamos que los factores que subyacen a la demanda doméstica se estabilicen en los próximos trimestres. En particular, nuestras previsiones contemplan que la confianza de los agentes económicos continuará mejorando, ya que el aplazamiento de la consolidación fiscal contribuirá a reducir la incertidumbre sobre la adopción de medidas fiscales adicionales en el corto plazo, y por lo tanto no afectará negativamente ni a la renta disponible de los consumidores (beneficiada además por la moderación de la inflación) ni tampoco a los beneficios empresariales, lo que se reflejará en un aumento de la inversión y una estabilización del mercado de trabajo. Por lo tanto, el consumo privado se contraerá ligeramente en 2013 (-0,2% tras -0,3% en 2012) para crecer algo más del 0,5% en 2014. Esta mejora de la demanda interna se verá reforzada por un mayor crecimiento de las exportaciones a lo largo del año, y junto con los bajos costes de financiación terminará impulsando la inversión, que repuntará en 2014 tras la caída prevista para este año (-2% en 2013 y 2,2% en 2014). La mejora paulatina de la demanda interna (-0,4pp en 2013 y 1pp en 2014), también apoyada por un crecimiento del consumo público (0,8% en 2013 y 0,6% en 2014), redundará en un aumento de las importaciones en 2014 (tras estancarse en 2013), desapareciendo la aportación positiva de las exportaciones netas (0,2pp en 2013 y 0,1pp en 2014, tras 1pp en 2012).

Perspectivas de inflación: la inflación general continuó desacelerándose, alrededor de -0,3pp hasta el 0,9% a/a en el conjunto de 2T13, si bien a un ritmo algo más moderado que en los trimestre precedentes (-0,5pp tanto en 4T12 como en 1T13, desde del 2,4% a/a desde mediados de 2012). A diferencia de otros estados miembros y del conjunto de la zona euro, tras la fuerte desaceleración registrada en abril (debido sobre todo a la moderación de los precios del componente subyacente y, en menor medida, de la energía), el aumento fue mucho más moderado en los meses sucesivos, dejando las tasas de inflación (1% la general y 0,7% la subyacente en junio) claramente por debajo de la media de la zona euro (1,6% y 1,3%, respectivamente), como consecuencia no sólo del drástico deterioro de la demanda doméstica, sino también de la ausencia de medidas fiscales que hubieran podido afectar al nivel de precios al consumo. Dado el panorama económico esperado, la inflación se mantendrá relativamente estable en los próximos meses, lo que podría resultar en una tasa de inflación media anual del 1,1% en 2013 y del 1,3% en 2014.

Sector público: tras la relajación del objetivo fiscal hasta el 3,9% del PIB en 2013 (+0,2pp respecto al presentado por el gobierno, que ya se había revisado desde el 3%), la consolidación fiscal se relaja en alrededor de 0,5pp del PIB hasta el 1,4% en 2013. De acuerdo a nuestro escenario, el déficit cíclico se situará en el 1,6% y el estructural en el 2,3%. Los datos de ejecución presupuestaria hasta ahora apuntan a que el objetivo será alcanzado, también en línea con nuestras previsiones.

Italia: las exportaciones netas apoyarán la tímida recuperación esperada para finales de año, para dar paso a un crecimiento moderado en 2014

PIB: -1,8% en 2013 +0,8% en 2014

IPCA: +1,6% en 2013 +1,7% en 2014)

Últimos datos oficiales para 1T13: la recesión se moderó a principios de año (-0,6% t/t tras -0,9% t/t en 4T12), si bien algo menos de lo esperado (BBVA Research: -0,3%; Consenso: -0,4%), debido fundamentalmente a la desaparición del apoyo de las exportaciones netas (-0,1pp tras 0,6pp de media durante 2012). La lectura positiva, por tanto, es que la menor caída de la actividad se debió a un menor deterioro de la demanda doméstica (-0,5pp tras -1,2pp en 4T12), apoyado por una contracción más moderada del consumo privado (-0,5% t/t tras -0,8% t/t en 4T12), mientras que el consumo público no lastró la actividad (0,1% t/t), reflejando la relajación de los objetivos fiscales. La todavía deprimida demanda interna junto con el empeoramiento de la exterior continuó afectando negativamente a los beneficios empresariales (-0,9% t/t tras -2,7% en 4T12), lo que unido a unas restrictivas condiciones financieras, volvió a arrastrar a la inversión (-3,3% t/t tras -1,8% t/t en 4T12), sin mostrar todavía signos de estabilización. Finalmente, tras el fuerte proceso del ajuste de inventarios durante los dos años anteriores, la contribución positiva registrada en el primer trimestre (+0,3pp) ayudó a compensar todo lo anterior.

Estimaciones para el 2T13: las encuestas de confianza revelan señales mixtas; por un lado, la mejora registrada en los indicadores de la Comisión Europea apunta a un moderación en la caída del PIB más comedida, si bien los PMIs sorprendieron significativamente al alza ya en abril, presentando una mejora más pronunciada para el conjunto de trimestre, sobre todo para el sector industrial (mejores expectativas de pedidos externos, si bien todavía no se refleja en los datos de producción industrial hasta mayo), mientras que el rebote del sector servicios fue más moderado (reflejando la debilidad de la demanda interna). En general, los datos disponibles apuntan a que la caída de la actividad se habría vuelto a moderar, en línea con nuestra estimación de una contracción del PIB de -0,3% t/t, sustentado por cierta resistencia del consumo privado y, de nuevo, por la contribución positiva de las exportaciones netas. Por un lado, la inflación se moderó marcadamente desde finales de 2012 (-0,8pp en 4T12, -0,6pp en 1T13 y -0,8pp en 2T13) y continuará redundando en un aumento de la renta real disponible de los hogares (0,5% t/t en 1T13 tras registrar una caída del 4,8% en 2012), si bien a un ritmo moderado ante el continuo deterioro del mercado de trabajo. Esto último ya se está reflejando en los datos de ventas al por menor disponibles hasta mayo, que muestran una clara moderación en la caída del gasto de los hogares observada en los dos trimestres precedentes. Por otro lado, los datos de balanza comercial sugieren que las exportaciones netas habrían vuelto a contribuir positivamente a la moderación de la caída del PIB, debido sobre todo a una mayor contracción de las importaciones que al apoyo de las exportaciones, sobre todo de fuera de la UEM. No obstante, el rebote de los pedidos industriales, también desde dichas economías, anticipa una mejora sostenida de las exportaciones en los próximos meses, revelándose como el único motor de crecimiento en el corto plazo. Sobre todo, porque la tímida mejora de las exportaciones no será suficiente para incentivar la inversión en lo queda de año, dado el continuo deterioro de los beneficios empresariales junto la capacidad ociosa de las empresas y los elevados costes de financiación.

Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014: ya se esperan tímidos signos de recuperación en la segunda mitad del año, con la economía estancada en 3T13 y creciendo marginalmente en 4T13, para mostrar una leve recuperación el próximo año. Dada la mayor contracción a la prevista a principios de año, se ha revisado a la baja la previsión del PIB para el conjunto de 2013, siendo nuestra estimación actual una caída del -1,8%. La previsión para 2014 apenas se ha revisado (0,8%). Por componentes, en 2013 la demanda interna podría contribuir con -2,8pp a la evolución del PIB, ya que se espera una fuerte caída de la inversión (-6,4%), pero también del consumo privado (-2,4%) y del consumo público (-1%). En cuanto al sector exterior, este año se espera una contribución positiva de 1pp, derivada sobre todo de la caída de las importaciones, con las exportaciones prácticamente estancadas. En cuanto a la demanda interna para el año que viene, se espera un cambio de signo prácticamente en todos los componentes, especialmente de la inversión, para la que se estima un crecimiento del 0,7% tras la fuerte caída de este año. Este fortalecimiento de la demanda interna en 2014 (+0,1pp) supondrá un incremento de las importaciones que minorará la contribución positiva de las exportaciones netas (+0,6pp). No obstante, los riesgos sobre nuestras previsiones de crecimiento continúan sesgados a la baja, y están ligados al contexto político y, por ende, a la puesta en marcha de las medidas necesarias, tanto fiscales como estructurales, que devuelva la confianza a los inversores.

Perspectivas de inflación: tal como anticipábamos hace tres meses, la inflación se moderó sustancialmente a lo largo del segundo trimestre, especialmente la inflación general, como consecuencia de la reducción de los precios de la energía. En concreto, la inflación se ha desacelerado alrededor de -2,3pp desde mediados del pasado año hasta el 1,4% a/a en junio, mientras que la subyacente lo hizo en -1,3pp hasta el 1,2% a/a, estando detrás de esta fuerte moderación la desaparición del efecto de la subida impositiva a finales de 2011. Dada la debilidad de la demanda interna, esperamos que la inflación continúe relativamente estable en estos niveles en lo que queda de año, para promediar una inflación anual del 1,6% en 2013. Para 2014, la incipiente recuperación de la demanda interna y la debilidad del mercado de trabajo continuarán sin presionar a los precios, por lo que se espera que la inflación media anual se sitúe en el 1,7%. No obstante, hay que destacar que estas previsiones están sujetas a la incertidumbre sobre posibles subidas impositivas ligadas al proceso de consolidación fiscal.

Sector público: el objetivo de déficit fijado para 2013 (2,9% del PIB) se ha revisado al alza desde el déficit del 1,7% anunciado a principios de 2012, reflejando principalmente al empeoramiento de las previsiones de crecimiento y la incorporación del impacto de la liquidación de las deudas del Estado (valoradas en 2,6% del PIB). Esto implica un ajuste estructural mínimo, que no debería pesar sobre la actividad en lo que queda de año. Los datos de ejecución presupuestaria muestran el empeoramiento cíclico, al igual que nuestras previsiones, que ahora estiman una desviación de alrededor de 0,2pp respecto al objetivo, de manera que el déficit alcanzará el -3,1% del PIB. Además, existen riesgos de una desviación mayor, en caso de no implementarse la subida del IVA y si se mantiene la suspensión del impuesto sobre la propiedad de la primera vivienda, y estas medidas no se ven compensadas por otras equivalentes desde el punto de vista presupuestario.

España: la recesión está tocando fondo, y 2014 será el año de la recuperación⁴

PIB: -1.4% en 2013 0.9% en 2014

IPCA: 1,7% en 2013 1,1% en 2014

Últimos datos oficiales para 1T13: tras la fuerte caída del PIB a finales de 2012 (-0,8% t/t), la recesión se moderó en los primeros compases del año (-0,5% t/t), debido fundamentalmente a una menor contracción de la demanda doméstica (-0,7pp tras -2pp en 4T12), en especial del consumo privado, condicionado por el efecto base provocado por las repercusiones que los cambios en el IVA y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos tuvieron sobre el consumo en 4T12. Por otro lado, también se observó una importante moderación en la caída de la inversión en maquinaria y en equipo como consecuencia del aumento de las exportaciones de bienes, tras el retroceso temporal observado a finales de 2012 que, en todo caso, confirma la consolidación de la demanda externa neta como soporte de la recuperación. No obstante, la menor caída de las importaciones redundó en una disminución de la contribución de las exportaciones netas (0,1pp).

Estimaciones para el 2T13: a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB indicó que la economía española se contrajo un -0,1% t/t, algo menor de lo anticipado a principios de trimestre (BBVA Research: -0,3% t/t). En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura conocidos hasta la fecha señalan una menor contracción de la demanda doméstica (contribución a la caída del PIB de -0,6pp). Por un lado, el consumo de los hogares continuó ralentizando su deterioro, debido principalmente a la menor reducción de la renta disponible real, la mejora de su riqueza financiera neta, el descenso previsto de su tasa de ahorro y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente. Asimismo, la inversión en maquinaria y equipo ya mostró un cambio de tendencia en 1T13, que parece haberse consolidado como consecuencia de la fortaleza de la demanda externa y una menor debilidad de la demanda doméstica. No obstante, la inversión residencial continúa inmersa en su proceso de ajuste, al igual que el consumo público. Finalmente, en el segundo trimestre del año se asistió a la recuperación de las ventas al exterior, con una contribución al crecimiento trimestral de 0,5pp. De cara a 3T13, la información disponible advierte el inicio de la fase expansiva del ciclo que, en todo caso, vendrá caracterizada por un ritmo de recuperación gradual (MICA-BBVA Research: entre el 0,0% y el 0,1% t/t).

Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014: los fundamentos de la economía española permiten adelantar el retorno del crecimiento durante los próximos trimestres que, en todo caso, será insuficiente para evitar que 2013 se salde con una disminución del PIB en torno al -1,4%. En 2014 la actividad crecerá un 0,9%, habida cuenta de la mejora gradual del entorno internacional y la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos. Si bien estas previsiones no suponen cambios respecto a las cifras de crecimiento adelantadas hace tres meses, cabe destacar que sí incorporan una ligera revisión a la baja de la demanda externa neta (fruto del menor crecimiento global previsto), y al alza de la demanda doméstica y del empleo (como consecuencia de la menor debilidad durante el primer semestre del año). Con todo, se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española: tras prácticamente cinco años de crisis, se está tocando fondo en 2013, dando paso en 2014 a un patrón clásico de recuperación de la actividad.

Perspectivas de inflación: durante 2T13 la inflación general se redujo en media 0,9pp hasta alcanzar el 1,7% a/a. Dicha evolución se correspondió, principalmente, con una desaceleración de los precios de la energía, que incluso pasaron a contribuir negativamente a la variación interanual de los precios al consumo entre abril y mayo. Sin embargo, la inflación subyacente también se moderó el pasado trimestre (0,3pp en promedio hasta el 1,9% a/a) y contribuyó en 0,2pp a la evolución apuntada. De cara al futuro, a pesar del reciente aumento de los impuestos especiales (tabaco y bebida alcohólicas) y de los precios regulados (energía eléctrica), se espera que la inflación continúe moderándose - por lo menos en lo que resta de año y el primer semestre de 2014 -, tras el agotamiento del efecto base provocado por los cambios tributarios en el 2S12. Con todo, aunque la incertidumbre sobre la inflación importada (precios de las materias primas) es elevada, siguen sin apreciarse presiones inflacionistas de demanda. Así, la inflación media de este año se situará en torno al 1,7%, mientras que la prevista para 2014 es del 1,1%.

Sector público: los resultados de ejecución presupuestaria hasta la fecha ponen de manifiesto el importante ajuste fiscal que se está realizando en términos estructurales. En el conjunto de 2013, pese a que se espera que las políticas de ajuste fiscal continúen, no resulta probable que sean suficientes como para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos públicos y el incremento esperado de los intereses. Así, las previsiones de BBVA Research sugieren que durante 2013 el ciclo drenará casi 1pp del PIB de los ingresos esperados, afectando tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta, absorbiendo la mejora estructural de los mismos. En definitiva, teniendo en cuenta las medidas anunciadas y/o puestas en marcha, el déficit de 2013 se quedará en torno al 6,5% del PIB (tras el 7% de 2012), en línea con el nuevo objetivo de estabilidad aprobado por la Comisión Europea a finales de mayo. Dicha flexibilización de los objetivos de estabilidad permitirá cumplir igualmente el objetivo aprobado para 2014, año en el que el déficit público se situará alrededor del 5,8% del PIB, debido a que tanto el ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos comenzarán a corregir el deterioro fiscal.

4: Para más detalles, véase Situación España 3T13 disponible en: www.bbva-research.com

Recuadro 3. Portugal: la actividad económica continúa su senda de recuperación

Tras la confirmación de nuestras expectativas de una caída menos pronunciada del PIB en el primer trimestre del año, liderada principalmente por la demanda externa, los últimos datos reales y de confianza apuntan a que la moderación continuaría en el 2T13, de manera que finalmente podríamos ver tasas positivas en la parte final del año.

En el plano político, la crisis del mes de julio se ha saldado con un nuevo ejecutivo formado por los dos mismos partidos que integraban la antigua coalición. Presumiblemente, la política de cumplimiento del programa de la troika continuará, y tratará de hacerse compatible con una estrategia de mayor apoyo al crecimiento, aún por definir. El cambio de gobierno sí ha puesto de manifiesto una cierta fatiga fiscal en Portugal, lo que puede poner en peligro la vuelta a los mercados del país a mediados de 2014, como han puesto de manifiesto los niveles de diferenciales soberanos (480 puntos básicos a finales de julio frente a casi 600pp con la crisis del gobierno).

Los datos de confianza siguen su senda de recuperación...

Las encuestas de confianza e indicadores adelantados continuaron su senda de recuperación tras los mínimos observados a finales de 2012 (véase Gráfico 20). Por una parte, la confianza de los consumidores en 2T13 estuvo ligeramente por encima de los valores observados en 1T13 (promedio de -53,8 en 2T13 tras -55 en 1T13), aunque sigue por debajo de la media histórica (-37,9). Igualmente, el indicador de clima económico siguió su senda recuperación en 2T13 (hasta alcanzar un promedio de 84 puntos tras el 81 de 1T13), acercándose cada vez más a su media histórica (93,4) tras los bajos niveles observados al cierre del 2012 (78 puntos). Los datos disponibles para 3T13, limitados al mes de julio, apuntan a que esta recuperación podría consolidarse en los próximos meses.

... al igual que la actividad económica

El mayor dinamismo también se ve reflejado en los datos reales (véanse Gráficos 21 y 22). La producción industrial hasta junio muestra que volvió a aumentar un 2% t/t, moderándose algo respecto al trimestre anterior, pero sugiriendo ya cierta recuperación del sector industrial tras la fuerte caída de finales de 2012. No obstante, dada la baja capacidad utilizada de las empresas junto con unas condiciones crediticias restrictivas, nuestras previsiones no anticipan todavía un claro impacto en la inversión. Por otro lado, las ventas al por menor también crecieron nuevamente en el trimestre (0,9% t/t) y, aunque se

han desacelerado algo respecto a 1T13, sugieren que la moderación en la caída del consumo de los hogares continuará en lo que queda de año. Finalmente, la consolidación fiscal en marcha se reflejará en una nueva caída del consumo público.

La demanda externa mantiene su dinamismo

El déficit de la balanza comercial sigue su senda de reducción en los dos primeros meses del 2T13. El déficit acumulado de abril y mayo ha bajado un -2,9% comparado con el dato acumulado de enero y febrero (un -30% si lo comparamos con abril-mayo de 2012) (véase Gráfico 22).

Si bien es cierto que tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado una clara recuperación desde los valores observados al cierre de 2012, es la evolución de las exportaciones la principal causa de la reducción del déficit comercial (+3,5% m/m, acumulando hasta mayo un incremento del 9% respecto a 1T13). El aumento de las importaciones está siendo mucho más moderado (0,8% m/m en mayo, acumulando un incremento de alrededor del 7%), apuntando a que las exportaciones netas serán el principal soporte de la moderación proyectada para el PIB.

Nuestro modelo MICA-BBVA estima que la moderación de la contracción económica continuará en el segundo trimestre

Incorporando esta información, nuestro modelo MICA-BBVA, estima que el PIB en el 2T13 se contraerá entre un -0,1% y un -0,2% t/t, moderándose así un trimestre más la contracción económica (véase Gráfico 23).

En general, la economía portuguesa se ha comportado en línea con lo esperado en lo que va de año, sin grandes cambios en los factores que subyacen en su desempeño económico, por lo que mantenemos nuestras previsiones para 2013. Por lo tanto, continuamos esperando una moderación de la recesión (-2,3% tras el -3,3% de 2012) en el conjunto del año, con un ligero crecimiento de la economía ya en la segunda parte del año, que esperamos que se consolide a lo largo de 2014 y que resultará en un crecimiento económico de alrededor del 0,5%.

El único apoyo detrás de esta moderación continuará siendo la significativa contribución positiva de las exportaciones netas, si bien es cierto que también ayudará la menor contracción de la demanda interna. Esto último responderá a una menor caída del consumo privado, reflejando la mejora de la confianza de los consumidores, y de la inversión, respaldado principalmente por la robusta demanda externa. No obstante, el importante ajuste

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

fiscal en marcha continuará lastrando la economía en el horizonte de previsión. Para 2014, esperamos que este patrón se mantenga.

Los datos de ejecución presupuestaria apuntan a que se cumplirá el nuevo objetivo de déficit

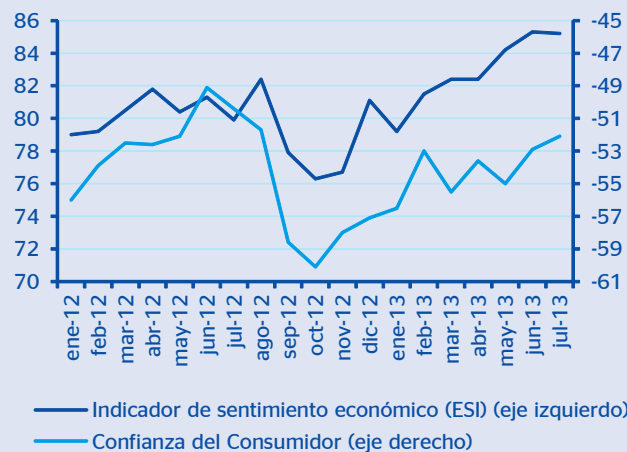
Tras la séptima evaluación de la Troika quedó clara la necesidad de no sobreajustar las cuentas públicas cuando el motivo del incumplimiento es principalmente una coyuntura peor de la esperada. Tras este cambio, la comisión aceptó una revisión de objetivos para 6 países, entre ellos Portugal, que luego fue confirmada por el Ecofin. Los objetivos pasaron del 4,5% al 5,5 % del PIB

para el 2013, del 2,5% al 4% del PIB en el 2014 y se fija un objetivo de 2,5% para el 2015.

Sin embargo, esta revisión dejó prácticamente sin cambios la consolidación fiscal necesaria para cumplir con el objetivo de este año (la cual sigue alrededor del 3,6% del PIB), ya que el nuevo objetivo trata simplemente de acomodar unos resultados de crecimiento peores de lo esperado.

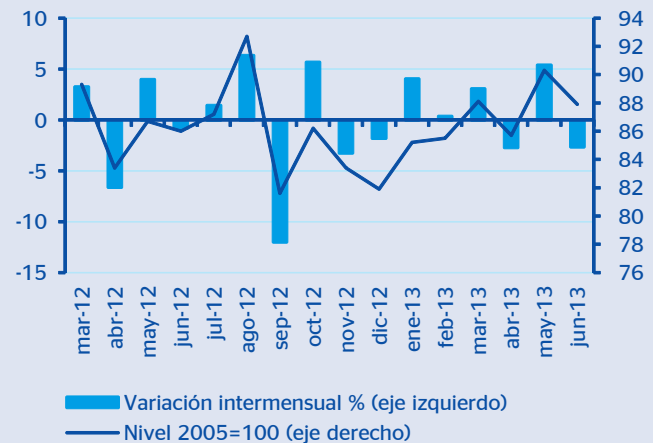
Los datos de ejecución presupuestaria, disponibles hasta mayo, indican que Portugal cumpliría con el objetivo marcado por el programa de asistencia económica y financiera (5,5% del PIB) (véase Gráfico 24).

Gráfico 20
Indicadores de confianza de la Comisión Europea



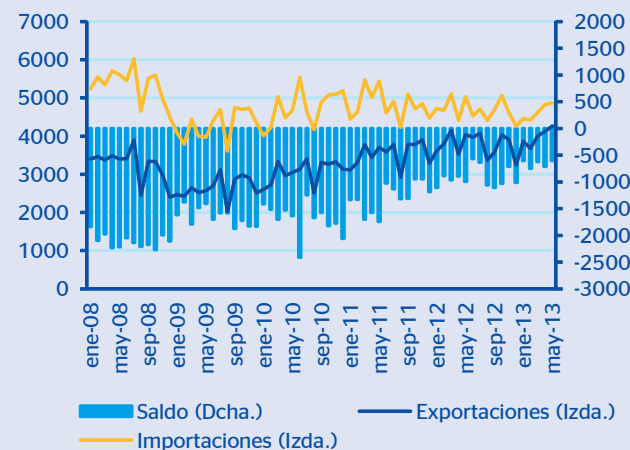
Fuente: Comisión Europea

Gráfico 21
Producción industrial (ajustado de estacionalidad y efecto calendario)



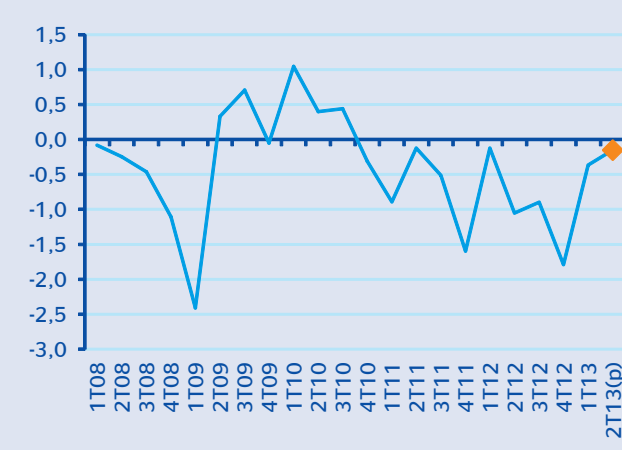
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 22
Balanza comercial (millones de euros)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 23
MICA-BBVA y crecimiento del PIB (% t/t)

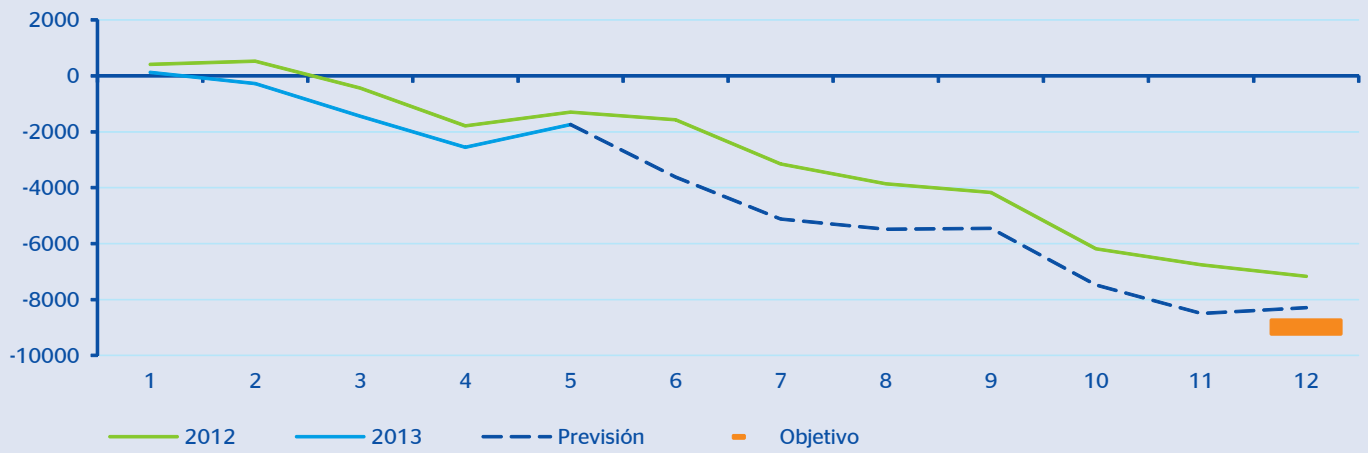


Fuente: INE y BBVA Research

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 24

Déficit público (miles millones euro)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 4. Reino Unido: consolidación de la recuperación con un patrón de crecimiento más equilibrado

La economía ya mostró signos de recuperación en 1T13, pero sin despejar la incertidumbre sobre su sostenibilidad...

El PIB aumentó un 0,3% t/t en el primer trimestre, tal y como esperábamos pero por encima del consenso (BBVA Research: 0,3%; Consenso: 0,1%), tras haberse contraído un -0,2% en 4T12. Sin embargo, este repunte de la actividad no despejó las dudas sobre si la recuperación estaba encarrilada, principalmente por dos razones. La primera, por la volatilidad de la actividad tras el impacto de los juegos olímpicos el pasado año; la segunda, porque la composición del crecimiento no reflejó un patrón sostenible. Por un lado, la fuerte contribución de las exportaciones netas (+0,6pp) reflejó una significativa caída de las importaciones (-2% t/t), mientras que continuó la debilidad de las exportaciones (-0,1% t/t). A pesar de que la inversión se mantuvo prácticamente estancada (+0,2% t/t tras -4,9% en 4T12), respondió únicamente al rebote de la inversión en construcción (13,4% t/t), apoyada por las medidas públicas en marcha (los programas *Help To Buy* y *Funding for Lending Scheme*, FLS), mientras que el resto de la inversión, tanto privada (-1,9% t/t) como pública (-6%), volvió a contraerse como consecuencia de la debilidad de la demanda procedente del exterior. El empeoramiento de las expectativas sobre la demanda futura durante la segunda parte del pasado año también se reflejó en una fuerte reducción de inventarios (-0,8pp). Por lo tanto, la robustez del consumo privado (+0,5% t/t tras +0,4% t/t en 4T12) no fue suficiente para que la demanda doméstica terminará drenando -0,3pp al crecimiento trimestral del PIB (véase Gráfico 25).

... aunque el dato avanzado del PIB para 2T13 confirma un crecimiento más robusto

El crecimiento se aceleró hasta un 0,6% t/t en el segundo trimestre del año, algo más de lo esperado (BBVA Research y Consenso: 0,5%). Este mayor crecimiento respecto a comienzos de año responde ya a una mejora generalizada por sectores, especialmente en la construcción, que creció un 0,9% t/t tras haberse contraído un -1,8% t/t en 1T13, mientras que el crecimiento de la producción del sector industrial también se aceleró (+0,6% t/t desde +0,3%). En cualquier caso, la lectura positiva continúa siendo que el crecimiento estuvo sustentado por la robustez del sector servicios (+0,6% t/t tras un +0,5%) que representa alrededor del 75% del VAB y contribuyó alrededor de 0,5pp al crecimiento.

Los indicadores más recientes apuntan a un crecimiento más equilibrado...

Aunque todavía no se conoce la descomposición del PIB por el lado de la demanda, los indicadores disponibles para el 2T13 sugieren que la demanda doméstica habría vuelto a apoyar el crecimiento (+0,3-0,4pp), sobre todo debido a la relativa fortaleza del gasto del sector privado, mientras que el sostén del consumo público desaparecerá totalmente (tras el 0,1% t/t de 1T13), si bien el ajuste fiscal no lastrará el crecimiento.

Por un lado, a pesar de que el mercado laboral continúa sin reflejar la mejoría de la actividad en lo que va de año (con la tasa de paro estable alrededor del 7,8% en el último año) y que es probable que sólo mejore tímidamente en el horizonte de previsión (tras la crisis, esperamos que el aumento de la jornada laboral frene la creación de empleo), la confianza de los consumidores continuó mejorando, lo que ha motivado que los hogares estén compensando la caída de la renta disponible (-1,7% t/t en 1T13) con una reducción de la tasa de ahorro (-1,7pp en 1T13 y alrededor de -3pp desde 4T12). Además, los datos más recientes muestran un mayor crecimiento de las ventas al por menor hasta junio (0,9% t/t sobre 2T13 desde el 0,5%), sugiriendo que el consumo privado debería haber continuado creciendo a una tasa robusta similar a la del trimestre precedente (0,5% t/t).

Por otro lado, la producción industrial hasta mayo volvió a aumentar a un ritmo similar al observado a principios de año, lo cual, unido al aumento de la capacidad utilizada por las empresas, el fuerte proceso de desinversión en inventarios, unas mejores expectativas de demanda futura (ligada a la incipiente recuperación de la zona euro) y los planes de apoyo a la inversión del gobierno anticipan que la recuperación de la inversión observada a principios de año debería haberse consolidado en 2T13 (alrededor del 0,7% t/t).

Por el lado del sector exterior, los datos recientes de balanza comercial apuntan a que las exportaciones netas han seguido contribuyendo positivamente al crecimiento (alrededor de 0,2pp), con un resurgimiento de las exportaciones hasta mayo (3,2% sobre 1T13), mientras que las importaciones crecieron a un ritmo más moderado (1,4%) (véase Gráfico 26). Detrás de esta evolución se encuentran varios factores que creemos se mantendrán en los próximos trimestres, como la recuperación de EE.UU. (16% del total de las exportaciones) y, sobre todo,

la incipiente recuperación en la zona euro (45% del total), así como el impacto positivo de la depreciación de la libra esterlina en los últimos meses (alrededor de un 9% frente al euro y de un 2% frente al dólar desde finales de 3T12).

... con la política económica orientada a que la recuperación no descarrile

Por el lado de la política fiscal, durante estos tres últimos meses no ha habido novedades y se ha continuado el proceso de consolidación fiscal planeado por el gobierno hasta 2015-16, con un ajuste fiscal de alrededor de un 0,7% del PIB en el ejercicio fiscal 2013-14. Los datos de ejecución presupuestaria hasta junio todavía son escasos para hacer una valoración precisa del desarrollo de las cuentas públicas, máxime cuando hay una serie de medidas excepcionales (transferencia de ventas de activos del Banco de Inglaterra y el acuerdo con Suiza) que hacen más difícil su interpretación. No obstante, hay que destacar el aumento de los ingresos y la reducción de los gastos ligados a la mejora de la actividad. Con los datos disponibles hasta el momento, parece probable que el gobierno alcance el déficit del 6,8% del PIB (+0,5pp respecto al año fiscal previo) proyectado por la oficina presupuestaria (OBR), que redundará en un aumento de la deuda pública hasta alrededor del 95% (véase Gráfico 27).

Respecto al resto de medidas para promover el crecimiento, la más efectiva parece estar siendo la ayuda a la inversión en vivienda, mientras que el impacto del FLS estaría siendo más limitado, favoreciendo principalmente el desapalancamiento del sector financiero, pero no dejándose notar tanto en una mayor fluidez del crédito, sobre todo a las empresas no financieras.

El cambio más significativo podría venir de la política monetaria, con un papel más activo en el apoyo al crecimiento económico, tras la modificación del mandato del Banco de Inglaterra (BoE) en la presentación del presupuesto en marzo, así como el cambio de gobernador, más en línea con esta estrategia, si bien no se ha flexibilizado el objetivo de inflación que se ha mantenido en el 2%. Tras la reunión de julio, tanto el comunicado como las declaraciones de algunos miembros del comité de política monetaria ya estarían reflejando este cambio, e incluso han sido mucho más explícitos sobre la evolución del tipo de interés del BoE en los próximos meses, siguiendo una política de conducción de expectativas (*forward guidance*) con el objetivo de frenar las recientes subidas de tipos de interés tras los buenos datos económicos en lo que va de año y las declaraciones de la Reserva Federal sobre su estrategia para retirar las medidas no convencionales. Esto estaría más en línea con el cambio adoptado también por el BCE, si bien el comité del BoE todavía está discutiendo sobre esta nueva estrategia, y no será hasta el próximo 7

de agosto (con la publicación del *Inflation Report*) cuando se conozca si adoptará una estrategia más parecida a la de la Reserva Federal, con las decisiones de política monetaria ligadas a la evolución de algún objetivo intermedio (como podría ser un umbral de la tasa de paro alrededor del 6,5-7% o permitiendo una desviación del objetivo de inflación en el horizonte de previsión).

En cualquier caso, teniendo en cuenta toda la información disponible hasta el momento (y nuestro escenario de consolidación de la recuperación con la inflación por encima del objetivo), parece que ganan peso los miembros más ortodoxos, en parte por el nuevo papel de esta nueva estrategia de comunicación, por lo que nuestro escenario continúa contemplando que el tipo de interés de referencia se mantendrá en el 0,5% hasta principios de 2015, mientras que no pensamos que se extenderán las medidas no estándar de política monetaria.

La firmeza del gasto privado continuará apoyando el crecimiento, sobre todo en 2014...

A pesar de que los fundamentales del consumo privado no mejorarán significativamente en el horizonte de previsión, el progreso de la confianza de los agentes económicos repercutirá en una tasa de ahorro relativamente baja que permitirá que los hogares mantengan el ritmo de gasto que se observó durante el primer semestre de 2013. Como resultado, el consumo privado repuntará en el conjunto del año hasta el 1,5%. Para 2014, además de una ligera mejoría del mercado de trabajo, la moderación de la inflación también debería redundar en un mayor poder de compra de los hogares, por lo que el consumo privado debería aumentar nuevamente (1,6%), si bien todavía por debajo de las tasas de crecimiento registradas antes de la crisis (alrededor del 3%).

Estas expectativas de sostenibilidad de la demanda privada, junto con los planes de inversión pública y las mejores expectativas de crecimiento en algunos de sus principales socios comerciales (zona euro y EE.UU.) se reflejarán en una recuperación de la inversión, en un contexto en que los beneficios empresariales aumentan significativamente desde mediados de 2012 y las condiciones crediticias del sector deberían continuar mejorando (a pesar del limitado impacto del FLS). No obstante, la inversión es uno de los principales cambios respecto a nuestras previsiones de hace tres meses. En primer lugar, por un menor rebote de la inversión al anticipado en 1T13 y, sobre todo, por la revisión a la baja de los datos de inversión en 2012, que reflejan ahora una caída trimestral promedio de alrededor del 3% t/t desde 2T12 a 4T12. Por lo tanto ahora esperamos que la inversión se contraiga en el conjunto de 2013, explicando una menor contribución de la demanda doméstica al crecimiento del PIB que hace tres meses.

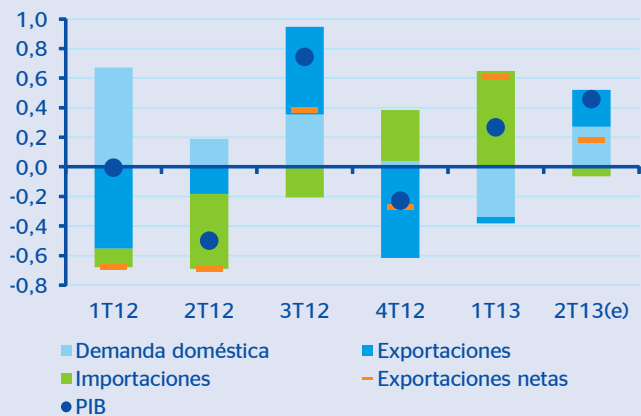
Finalmente, el cambio del patrón de consolidación fiscal presentado en marzo así como los datos de ejecución presupuestaria hasta junio, confirman un consumo público que será neutral, y tras crecer tímidamente en 1T13, esperamos que se mantenga estancado el resto del año. A pesar de ello, el crecimiento medio anual se situará en el 0,9% en 2013 (tras 2,8% en 2012) y se contraerá en 2014 (-0,7%).

Como resultado de todo lo anterior, ahora esperamos que la contribución de la demanda doméstica se modere en 2013 (0,4pp tras 0,8pp en 2012), para volver a ganar peso en 2014 (1,6pp) debido sobre todo al fuerte crecimiento de la inversión.

... pero también las exportaciones netas contribuirán positivamente el crecimiento

A diferencia de hace tres meses y reflejando, por un lado, la revisión a la baja de la inversión y, por otro, la fuerte caída de las importaciones observada a principios de 2012, nuestras previsiones ahora contemplan una caída de las mismas para el conjunto de 2013 (-1,4%). Por su parte, los factores de apoyo a las exportaciones parecen más favorables, con un mayor dinamismo de las importaciones desde la zona euro y EE.UU., y con la depreciación de la libra esterlina (algo más de un 6% tras apreciarse alrededor de un 6,5% en 2012). Como resultado, las exportaciones netas contribuirán con +0,6pp al crecimiento del PIB (-0,6pp en 2012). Para 2014, el mayor dinamismo de la demanda doméstica reavivará las importaciones, por lo que la contribución de demanda externa se reducirá hasta los +0,2pp. Ante esta evolución, nuestro escenario contempla que continúe la corrección del déficit por cuenta corriente desde el 3,8% del PIB de 2012 hasta el 3,1% en 2014.

Gráfico 25
Crecimiento PIB trimestral (%) y contribuciones (pp)



Fuente: ONS y BBVA Research

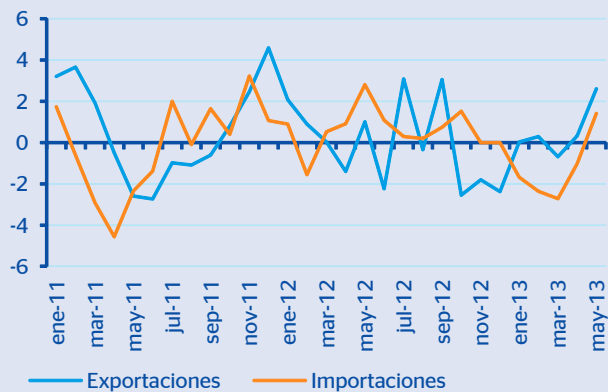
Crecimiento algo por debajo del potencial, pero constante en el horizonte de previsión

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestras previsiones contemplan un crecimiento del PIB relativamente robusto y sostenido (similar al observado en 2T13) para el segundo semestre, ya que el ligero deterioro de los fundamentales de la demanda doméstica a principios de año (ligero aumento del paro y repunte de inflación, con caída de la renta disponible) se ha visto compensado por una mejora de las expectativas de los agentes económicos y una mayor contribución de las exportaciones netas. Por tanto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento tanto para 2013 como para 2014 en el 1% y en el 1,9%, respectivamente (véase Gráfico 28).

La inflación continuará por encima del objetivo en lo que queda de año, para estabilizarse ligeramente por encima del 2% en 2014

Detrás del repunte de la inflación hasta el 2,8% a/a en 1T13 estuvo fundamentalmente el fuerte aumento de los precios de los productos energéticos, en parte ligados a la depreciación de la libra, mientras que la inflación subyacente se moderó en 0,2pp hasta el 2,5% a/a. Este patrón se ha repetido de nuevo en 2T13, especialmente en junio, con la inflación general aumentando nuevamente hasta el 2,9% a/a y la subyacente estable en el 2,5% a/a. No obstante, esperamos que los precios de las materias primas así como la evolución de la libra se estabilicen en los próximos meses, por lo que esperamos que la inflación se mantenga relativamente estable en el 3T13 para moderarse en la parte final del año y más significativamente a comienzos de 2014, para oscilar alrededor del 2,2% a/a a lo largo de 2014. Con todo ello, mantenemos nuestras previsiones de inflación media anual tanto para 2013 como para 2014 en el 2,7% y 2,2%, respectivamente.

Gráfico 26
Balanza comercial. Exportaciones e importaciones (% 3m/3m)

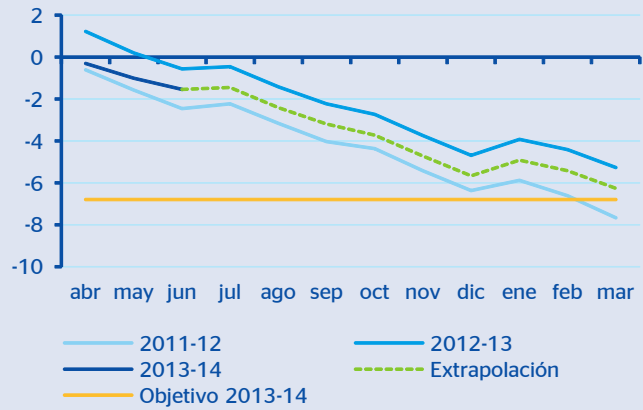


Fuente: ONS y BBVA Research

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 27

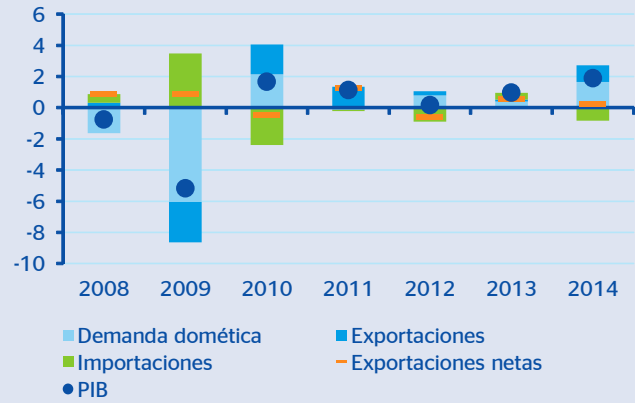
Necesidad de financiación del sector público excluyendo intervenciones financieras (% del PIB)



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 28

Contribución al crecimiento anual del PIB (pp)



Fuente: ONS y BBVA Research

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
PIB a precios constantes	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Consumo privado	1,0	0,2	-1,3	-0,4	0,6
Consumo público	0,8	-0,1	-0,4	-0,4	0,3
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,5	-4,2	-3,6	2,3
Inventarios (*)	0,6	0,2	-0,5	-0,1	0,0
Demanda interna (*)	1,3	0,6	-2,1	-1,1	0,8
Exportaciones (bienes y servicios)	11,0	6,5	2,9	1,0	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	9,5	4,3	-0,7	-0,5	3,7
Demanda externa (*)	0,7	1,0	1,6	0,7	0,3
Precios					
IPC	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,4	1,3
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	0,4	-0,7	-0,7	0,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,1	10,2	11,4	12,2	12,3
Sector público					
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-2,8	-2,2
Deuda pública (% PIB)	85,4	87,3	90,6	94,5	94,8
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,1	1,3	2,0	2,1

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,5	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	-0,1	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,8	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,2	1,0	1,9
América Latina *	6,1	4,4	2,8	2,6	3,2
México	5,3	3,9	3,9	2,7	3,2
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,3	2,9
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,2	5,6
Turquía	9,2	8,5	2,3	3,7	4,8
Asia-Pacífico	8,2	5,8	5,3	5,3	5,6
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,5
China	10,4	9,3	7,8	7,6	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,5	3,6	3,7	4,1
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,1	3,8

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	1,6	2,3
UEM	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4
Alemania	1,2	2,5	2,1	1,7	1,8
Francia	1,7	2,3	2,2	1,1	1,3
Italia	1,6	2,9	3,3	1,6	1,7
España	1,8	3,2	2,4	1,7	1,1
Reino Unido	3,3	4,5	2,8	2,7	2,2
América Latina *	6,4	8,0	7,5	8,7	8,7
México	4,2	3,4	4,1	3,9	3,3
Brasil	5,0	6,6	5,4	6,3	5,9
EAGLES **	5,3	6,0	4,1	4,1	4,2
Turquía	8,6	6,2	8,5	7,2	6,0
Asia-Pacífico	3,6	4,7	3,0	2,8	3,3
Japón	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	0,7
China	3,3	5,4	2,6	2,8	3,5
Asia (exc. China)	3,7	4,3	3,3	2,8	3,1
Mundo	3,7	5,1	4,1	3,7	3,9

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-3,1	-3,1	-3,1	-2,8	-3,4
UEM	0,0	0,1	1,3	2,0	2,1
Alemania	6,3	6,2	7,0	7,0	6,5
Francia	-1,6	-1,9	-2,2	-2,2	-1,9
Italia	-3,5	-3,1	-0,7	0,8	1,0
España	-4,5	-3,7	-1,1	1,0	1,7
Reino Unido	-3,3	-1,3	-3,8	-3,1	-2,8
América Latina *	-0,7	-0,9	-1,6	-2,1	-2,0
México	-0,2	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-3,3	-3,1
EAGLES**	1,6	0,5	0,4	0,3	0,7
Turquía	-6,4	-9,9	-5,9	-6,8	-6,8
Asia-Pacífico	3,3	1,6	1,2	1,3	1,8
Japón	3,6	2,3	1,7	1,2	1,5
China	4,0	1,9	2,3	2,8	3,5
Asia (exc. China)	2,0	1,4	0,4	0,3	0,7

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

** Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-8,9	-8,7	-7,0	-4,1	-3,5
UEM	-6,2	-4,2	-3,7	-2,8	-2,2
Alemania	-4,1	-0,8	0,2	0,0	0,2
Francia	-7,1	-5,3	-4,8	-3,9	-3,3
Italia	-4,5	-3,8	-2,9	-3,1	-2,0
España *	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,8
Reino Unido **	-10,2	-7,8	-6,3	-6,5	-5,5
América Latina ***	-2,5	-2,3	-2,6	-2,5	-2,6
México	-3,4	-2,6	-3,1	-2,4	-2,3
Brasil	-2,5	-2,6	-3,0	-2,7	-3,6
EAGLES ****	-2,7	-1,8	-2,2	-2,2	-2,1
Turquía	-3,6	-1,4	-2,1	-2,3	-2,1
Asia-Pacífico	-3,6	-3,6	-3,6	-3,7	-3,1
Japón	-9,5	-10,0	-9,5	-10,0	-8,0
China	-2,5	-1,1	-2,1	-2,0	-1,8
Asia (exc. China)	-4,5	-5,3	-4,6	-4,8	-3,9

* Sin ayudas al sector financiero

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

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

**** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,0
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,2
Tipos de Cambio (Promedio)					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	100,1	115,2
China (RMB por USD)	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Consumo privado	0,6	0,3	0,8	1,7	0,7	1,1	1,4
Consumo público	3,2	3,0	1,7	1,0	1,2	0,8	1,3
Formación bruta de capital fijo	0,6	-11,5	5,6	6,4	-1,9	-1,1	4,1
Inventarios (*)	-0,1	-0,8	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	0,9	-2,2	2,4	2,4	-0,2	0,6	1,8
Exportaciones	2,3	-12,8	13,4	7,9	4,5	-0,4	4,2
Importaciones	3,0	-8,0	10,9	7,5	2,6	-0,1	4,8
Exportaciones netas (*)	-0,1	-2,9	1,6	0,6	1,1	-0,1	0,0
PIB	0,8	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,5	1,8
Inflación	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,7	1,8

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Consumo privado	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,1	-2,6	-0,3
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-3,7	-4,7	-1,8
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-9,1	-6,5	1,1
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,6	-2,7	5,1
Construcción	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-9,4	-1,4
Vivienda	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0	-8,4	0,0
Otras construcciones	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6	-10,2	-2,7
Inventarios (*)	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-0,5	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9	-3,8	-0,3
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,3	7,6	3,1	3,6	6,8
Importaciones	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-5,0	-3,8	3,6
Exportaciones netas (*)	1,4	2,9	0,3	2,3	2,5	2,3	1,2
PIB	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Inflación	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,7	1,1

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@grupobbva.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
diego.torres.torres@bbva.com
+34 91 374 05 12

Francisco José Ortega Castaño
franciscojose.ortega.castano@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Financieros

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

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com
+34 606 030 744

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@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
oswaldo.lopez@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 Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

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