

# Situación Europa

Cuarto Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se acelerará en 2014** y continuará apoyando las exportaciones europeas.
- **Los soportes de la recuperación en la zona euro son más positivos**, a la espera de la unión bancaria...
- **... y permitirán un crecimiento moderado en 2014**, apoyado por la demanda interna, que se extenderá a todos los países de la zona.
- **El BCE mantendrá su política expansiva**, mientras que la política fiscal será menos contractiva en 2014.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno global: lenta recuperación global con riesgos sescados a la baja .....	4
3. Eurozona: los soportes de la recuperación son algo más positivos, a la espera de la unión bancaria.....	9
Recuadro 1. Continúa el avance hacia la unión bancaria .....	12
Recuadro 2. Mercados financieros y política monetaria: la incertidumbre asociada a la acción de los bancos centrales continúa.....	14
Recuadro 3. Política fiscal en 2014: menor esfuerzo fiscal, con menos aumentos de impuestos y más recortes de gastos .....	17
4. Perspectivas: recuperación lenta apoyada por la demanda interna.....	20
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado .....	29
Recuadro 4. Portugal: tras tocar fondo en el 2013, con una contracción menor a la inicialmente prevista, la economía empezará a crecer en el 2014 .....	33
Recuadro 5. Reino Unido: la política económica apoyará la solidez de la recuperación en el horizonte de previsión .....	36
5. Tablas .....	39

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2013

## 1. Editorial

Los últimos meses han deparado varias noticias positivas en la eurozona, que sugieren que la región se encuentra ya en fase de recuperación. Por un lado, los datos de crecimiento del segundo trimestre (0.3% t/t), liderados por Alemania y Francia, sorprendieron positivamente al mercado, dado que la salida de la recesión parecía llegar antes de lo previsto y con algo más de fuerza. Estos datos, junto a la mejora de la confianza durante los meses de verano y del contexto internacional llevaron a los mercados -segundo dato positivo- a experimentar mejoras sustanciales durante los últimos meses, con subidas en los índices de bolsa, reducción de los tipos de interés de los bonos a largo plazo y de los diferenciales de deuda de los países periféricos (a pesar de las crisis políticas en Portugal e Italia), así como una apreciación del euro. La tercera buena noticia proviene de los países periféricos, donde el nivel de actividad parece haberse estabilizado y el crecimiento podría estar volviendo, aún con diferencias entre los países.

Todas estas noticias son positivas, pero el optimismo ha de tomarse sin excesiva euforia, por varios motivos. El crecimiento del segundo trimestre se debió en parte a un rebote por factores temporales que habían retraído la actividad a principios de año, y la mejora de los indicadores de confianza se ha ralentizado en septiembre y octubre y no ha sido acompañada en la misma medida por los indicadores reales. La mejora en las condiciones de mercado es innegable, pero no parece tener mucho más recorrido y el nivel de fragmentación de los mercados financieros en Europa sigue siendo muy elevado. Y en cuanto a la mejora en la periferia, aún se tiene que asentar y hacerse compatible con los ajustes que quedan por hacer, sobre todo en el terreno fiscal (aunque ahora con más margen para ello).

De este modo, los elementos que apoyan la salida de la recesión apenas han variado y tampoco nuestras previsiones. Tras caer cuatro décimas este año, la eurozona debería crecer alrededor de un 1.1% en 2014. Entre los factores que sustentan el crecimiento, el arrastre de la economía mundial sigue siendo importante, y los últimos meses parecen haber disipado parte de las dudas que surgieron en la primera mitad del año sobre la desaceleración en algunas economías emergentes claves para las exportaciones europeas, como es el caso de China. La política económica también continuará aportando su papel a la recuperación, con una política fiscal que ya alargó los plazos para el ajuste en las reuniones de primavera del Ecofin -y que además los países han percibido como un cambio de acento sobre este tema desde el norte de Europa y parecen sentirse menos preocupados con cumplir a rajatabla los objetivos-, y una política monetaria que ha sido expansiva y lo continuará siendo en los próximos trimestres.

El BCE, ya preocupado por la debilidad del crédito, la fragmentación del sistema financiero y la fragilidad de la recuperación, afronta además un entorno de baja inflación y de incertidumbre para el sistema financiero ante los ejercicios de valoración de activos y pruebas de esfuerzo que tendrán lugar el año que viene. Nuestra previsión es que el banco central posiblemente vuelva a proveer liquidez a través de una LTRO, y si bien no esperamos recortes de tipos oficiales, es evidente que la opción de bajadas adicionales seguirá estando ahí por un tiempo.

Un factor clave del desempeño de la eurozona en 2014 y más allá, y a la vez el mayor elemento de incertidumbre, es el avance a nivel europeo en lo relativo a la unión bancaria. Con la supervisión común ya en marcha, y preparada para ser efectiva a finales de 2014, la aprobación de un mecanismo único de resolución, con fondos de recapitalización creíbles que apoyen los exámenes bancarios, será fundamental para recomponer a medio plazo la unidad del sistema financiero europeo, sin la cual la unión monetaria pierde parte de su sentido, como se ha comprobado a lo largo de esta crisis. Los retrasos en este proceso o una falta de credibilidad sobre sus resultados serían muy negativos para la zona, y suponen el mayor riesgo para las previsiones en 2014. Otros elementos de incertidumbre -como la cobertura de las necesidades de financiación de Grecia o Portugal a mediados del año que viene, o la fatiga fiscal y reformadora en buena parte de la zona, e incluso el impacto de la reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal en la curva europea- son también importantes, y serán elementos a seguir en los meses sucesivos.

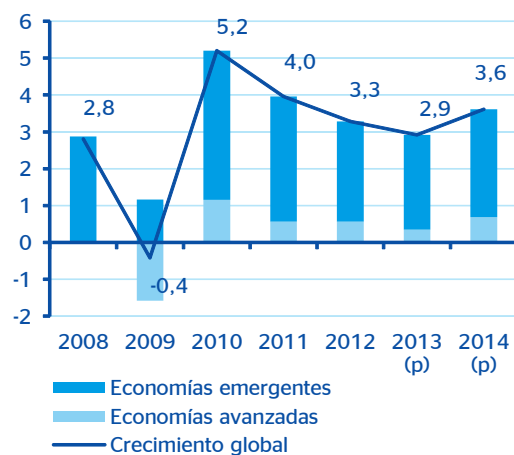
## 2. Entorno global: lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

### El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación energética

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

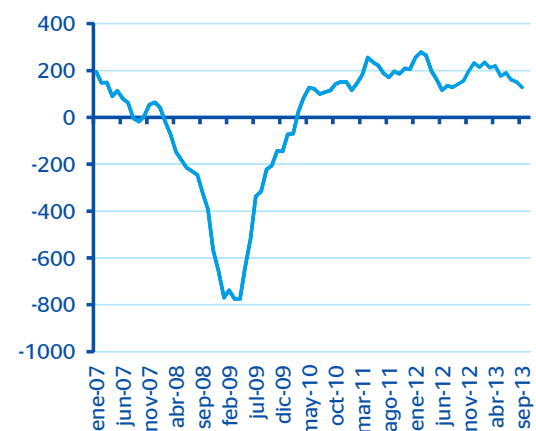
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (conocido como *tapering* del QE). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga. Cabe destacar especialmente la mejora esperada de la zona euro, tras dos años de recesión, y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013 (ver tablas en el anexo para más detalles).

Gráfico 1  
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
EEUU: empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research y BLS

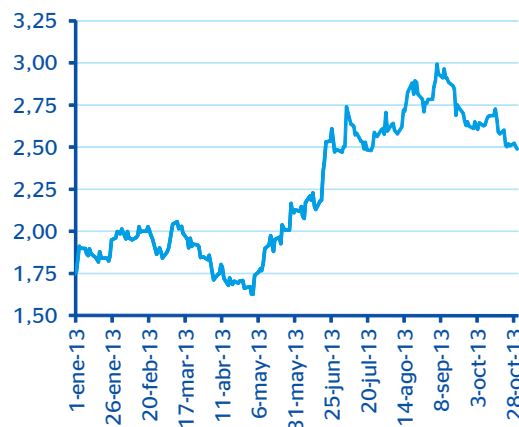
## Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter del programa “dependiente de los datos”. Ciertamente, los datos no han acompañado en la forma esperada desde que en mayo de 2013 la Fed comenzase a perfilar sus planes de salida. Es cierto que todavía se espera una aceleración del crecimiento en el segundo semestre del año, pero el consumo muestra una mayor debilidad de lo previsto, mientras que el mercado inmobiliario, que había ganado gran dinamismo, se ha resentido de la reacción inicial al *tapering*. Al mismo tiempo, el mercado laboral continúa débil (gráfico 2), a lo que habría que añadir la incertidumbre inherente a las prolongadas negociaciones del presupuesto y del techo de la deuda pública, que se han de repetir en pocas semanas. La falta de soluciones de largo plazo y la repetición del desgastante proceso de negociación aumentan la probabilidad de ralentización de decisiones de gasto e inversión, además del impacto directo del cierre parcial de la actividad gubernamental.

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. La respuesta inicial de los mercados al anuncio de *tapering* suponía condiciones financieras demasiado restrictivas en las economías avanzadas para su momento cíclico, además de frenar bruscamente la financiación de algunas economías emergentes, en especial de aquellas de fundamentos más débiles y a la vez más integradas financieramente.

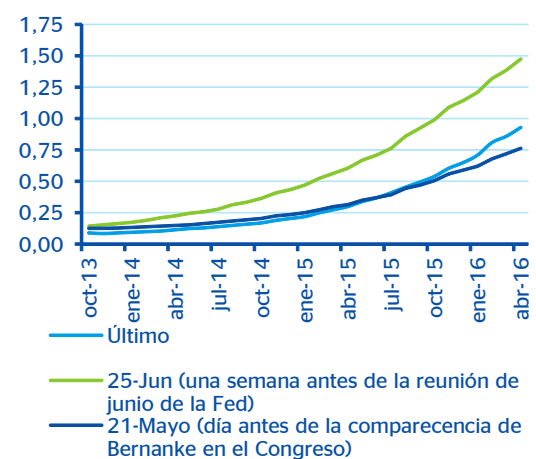
Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (gráfico 3) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015, aproximadamente en línea con lo descontado por el mercado inmediatamente antes de que Bernanke diera a entender que iniciaría el proceso de *tapering* (gráfico 4). De hecho, el alza en los tipos (inmobiliarios) está detrás de la pérdida reciente de dinamismo en el sector de la vivienda.

Gráfico 3  
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
EEUU: tipos de los fondos Fed implícitos (%)

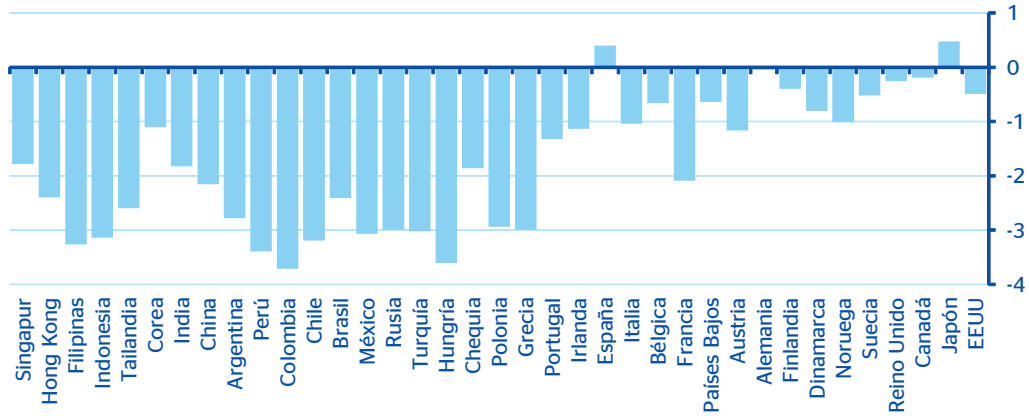


Fuente: BBVA Research

Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por intensas salidas de capital. Las primeras señales de que la Fed podría estar considerando poner punto y final a su programa de expansión monetaria (aun con todas las reservas y el gradualismo adoptados), condujeron a una intensa depreciación de las monedas de los países emergentes, así como intensas salidas de capital (gráfico 5). Estas tensiones financieras vinieron a coincidir con dudas sobre la marcha de estas economías, en medio de una desaceleración que ganaba en intensidad.

Gráfico 5

**Flujos hacia economías emergentes (% sobre total activos en cartera, junio 2013)**

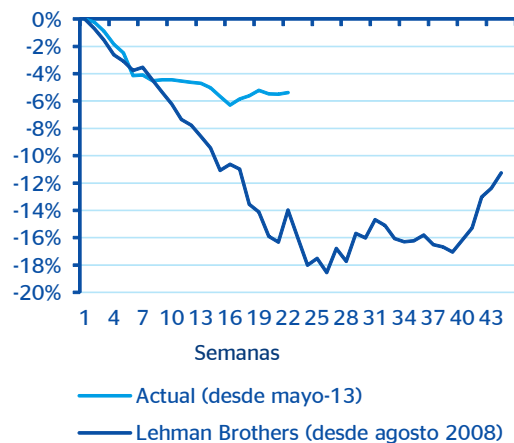


Fuente: BBVA Research y EPFR

La severidad de las salidas de capitales y de la depreciación de las monedas experimentada en los primeros compases tras el anuncio de *tapering*, hizo albergar temores de un “frenazo brusco” en emergentes. Se trata del riesgo de que aquellas economías más dependientes de financiación externa a corto plazo vieran cómo ésta se secaba bruscamente, pudiendo causar una caída súbita e intensa de la actividad. Sin embargo, el proceso ha ido perdiendo paulatinamente intensidad y, como se observa en el gráfico 6, dista de haber tenido la severidad de la salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers. Al mismo tiempo, las economías emergentes muestran ciertos indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año (gráfico 7).

Gráfico 6

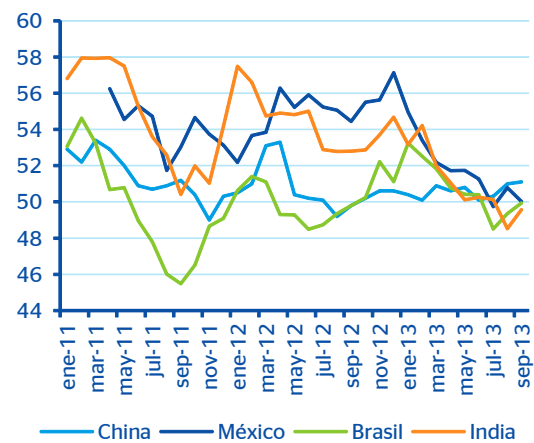
**Flujos en cartera hacia economías emergentes (% activos bajo gestión, comparado con nivel pre-crisis)**



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 7

**Economías emergentes: PMI manufacturero (nivel)**



Fuente: BBVA Research y Haver

En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha ha de ser, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas (déficit por cuenta corriente, niveles de endeudamiento en moneda extranjera, mayor o menor vencimiento de la deuda a corto plazo, etc.). En todo caso, el tiempo ganado permite disminuir el riesgo de una brusca caída de la actividad, al menos en el corto plazo.

## El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El 16 de octubre se alcanzaba un acuerdo entre los dos partidos en el Congreso y el Senado, por el cual se permitía la re-apertura del Gobierno Federal (tras dos semanas y media de cierre), y se elevaba el techo de deuda. Sin embargo, el acuerdo alcanzado es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta el 15 de enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado el 7 de febrero (aunque podría ser alargado hasta marzo, con medidas "ingeniosas" por parte del Tesoro, como las que vino implementado para alargar anteriores techos de deuda). Adicionalmente, el acuerdo crea un comité de 29 miembros del Congreso y Senado que habrán de proponer un plan antes del 13 de diciembre sobre un horizonte presupuestario a 10 años.

Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Por una parte, existe la percepción de que el enfrentamiento político ha sido demasiado enconado, lo que ha podido tener un impacto en las perspectivas electorales. Esto hace presuponer que se pueda esperar una postura más moderada y más dada a los pactos cuando el deadline de febrero se aproxime. En segundo lugar, el cierre del Gobierno también tendrá consecuencias económicas, no sólo las directas. Es cierto que los mercados han permanecido hasta ahora relativamente inmunes ante la posibilidad inminente de un evento tan disruptivo como un default del activo libre de riesgo de la economía mundial, convencidos de que de una u otra forma, un evento de tal magnitud sería evitado, mediante algún pacto de última hora, como así ocurrió. Eso no quiere decir que no haya tenido impacto sobre la actividad. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno 16 días haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. Este efecto, más difícil de medir, se daría a través del drenaje de consumo e inversión por parte de consumidores y empresas, ante un aumento de la incertidumbre política relacionada con la capacidad del Gobierno para hacer frente a sus compromisos de gasto. Con todo, consideramos que la decisión que la Fed tenga que tomar sobre cuándo inicia la reducción del programa de compra de activos (entre diciembre y principios de 2014) sólo dependerá de la marcha de la economía. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana.

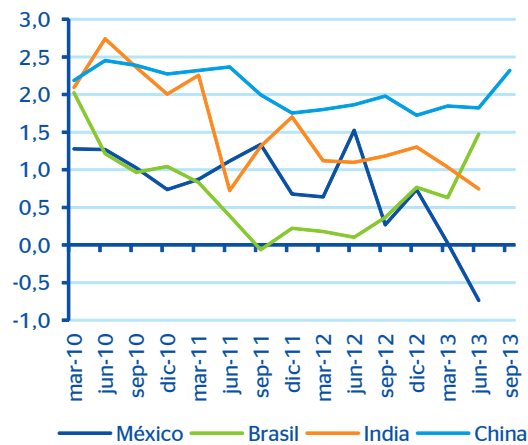
## China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada; su mayor demanda tira de otras economías

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía. La economía ha mantenido durante todo el año un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (gráficos 8 y 9). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito. Ello supone que se siguen sin afrontar algunas de las vulnerabilidades, manejables, pero que tienen que ser afrontadas, entre las que se destacan:

la vulnerabilidad de algunos sectores de actividad que recurren intensivamente al crédito, la liberalización del sector bancario, de la financiación regional y la apertura del sector servicios. La apropiada gestión de todo ello debería asegurar una transición suave, un rebalanceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna de consumo de los hogares.

Gráfico 8

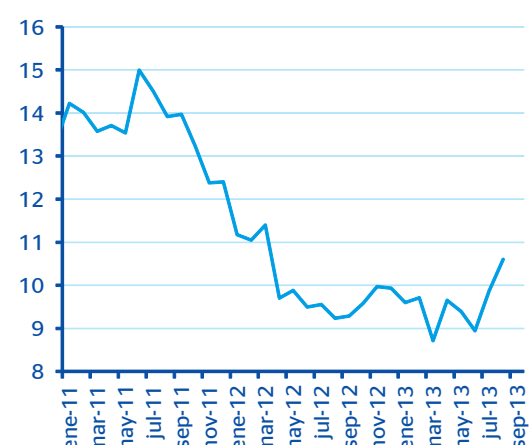
**Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)**



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 9

**China: índice de producción industrial (% a/a)**



Fuente: BBVA Research y Haver

## Riesgos bajistas pero con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes se han visto reducidos. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una “salida desordenada” del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países), que no fuese resultado de mejoras en las perspectivas de crecimiento o de inflación, sino por incertidumbre sobre el ritmo de salida planeado por la Fed. Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro. Además, cabe señalar también como riesgo la resolución de las cuestiones fiscales en EEUU, presupuesto y techo de deuda, ahora pospuesto hasta el primer trimestre de 2014. Las negociaciones que los partidos han de llevar a cabo hasta entonces son potencial fuente de incertidumbre y pueden suponer lastres adicionales en caso de que se intensifique el drenaje fiscal.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global más tenso. Aunque como se ha visto recientemente, la diferenciación entre economías es relevante, y no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha si no se dan escenarios financieros tan adversos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.



### 3. Eurozona: los soportes de la recuperación son algo más positivos, a la espera de la unión bancaria

Los últimos meses en la zona euro han sido de continuismo del panorama de lenta recuperación, a pesar de las buenas noticias que han sorprendido a muchos analistas y al mercado, y que han relanzado las bolsas y las variables financieras durante el verano. Por un lado, la sorpresa positiva del crecimiento en el segundo trimestre lo fue algo menos para nosotros, que esperábamos la salida de la recesión ya desde principios de año (algo que no se materializó, en parte por factores temporales). Pero por otra parte, los últimos datos han confirmado cierta moderación en la parte final del año.

Nuestro escenario sigue asumiendo que los principales factores detrás de la crisis de la zona euro continuarán desvaneciéndose, aunque están lejos de desaparecer. En particular, tras los progresos recientes, estamos suponiendo que las autoridades europeas continuarán avanzando hacia la unión bancaria (recuadro 1), 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 desequilibrios, tanto domésticos como externos (con muchas reformas estructurales ya en marcha), por lo que su situación frente a los mercados no se deteriorará. Dicho esto, el proceso de consolidación fiscal está sujeto a menos presiones por parte de Bruselas y de los países del norte de Europa, lo que da cierto margen de recuperación en el corto plazo. Además, la política monetaria seguirá siendo expansiva, dada la preocupación del BCE por asentar la recuperación, por los efectos indirectos sobre Europa de la retirada paulatina de los estímulos monetarios en Estados Unidos y, no menos importante, por las incertidumbres ligadas al proceso de valoración de activos bancarios que tendrá lugar en 2014.

Todos estos factores, que marcarán la velocidad de la recuperación en Europa y sus riesgos, se analizan a continuación.

#### **El entorno externo continúa siendo positivo, a pesar de las dudas sobre los países emergentes de la primera mitad del año**

A pesar de algunas ligeras diferencias con lo que proyectábamos hace tres meses para el crecimiento de las distintas regiones económicas (sorpresas positivas en las economías desarrolladas y negativas en las emergentes), continuamos esperando un crecimiento global robusto que será determinante en la consolidación de la recuperación europea, especialmente en la periferia. Nuestro modelo BBVA-GAIN estima una aceleración del crecimiento global en el segundo semestre (0,7% t/t en 3T13 y 0,8% t/t en 4T13 tras algo más de 0,4% t/t en 2T13, gráfico 10), si bien el aumento del PIB mundial algo menor de lo esperado en la primera parte del año (Asia emergente, excepto China) hace que revisemos ligeramente a la baja, en -0,2pp, el crecimiento global anual tanto para 2013 como para 2014 hasta el 2,9% y el 3,6%, respectivamente, con un impacto prácticamente despreciable en nuestras previsiones sobre la evolución de las exportaciones en el conjunto de la zona euro.

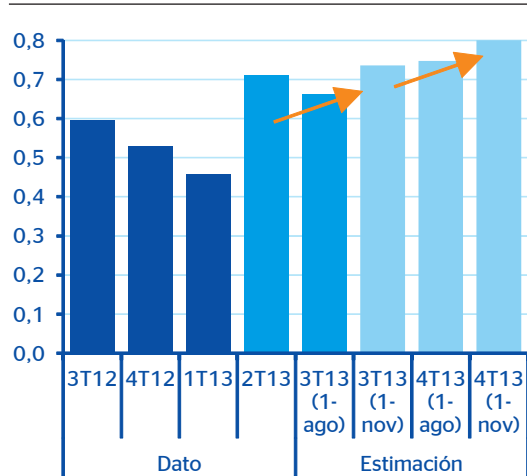
Por otro lado, nuestras previsiones contemplan que la reciente apreciación del euro se vaya desvaneciendo en los próximos trimestres, para depreciarse alrededor de un 1% en 2014 en media, por lo que tampoco debería suponer un lastre para la competitividad de las ventas al exterior de los países de la zona euro.

## Las condiciones financieras en la zona euro no han empeorado, a pesar de la crisis política en algunos países de la periferia

En segundo lugar, a pesar de varios accidentes en la periferia (crisis políticas en Portugal y en Italia), algunos retrasos en la unión bancaria y cierta paralización temporal en la toma de decisiones a nivel europeo motivado por las elecciones alemanas, las tensiones financieras se han mantenido contenidas (gráfico 11), con menores problemas de financiación en las economías de la periferia y mostrando más evidencia de que algunas de las medidas adoptadas el año pasado siguen siendo efectivas, lo que también ha motivado una menor percepción de riesgo en los países de la periferia. No obstante, a pesar de que la fragmentación financiera se ha reducido recientemente de manera moderada, este problema persistirá en el corto plazo con los diferenciales de los tipos de interés en la periferia manteniéndose altos.

Gráfico 10

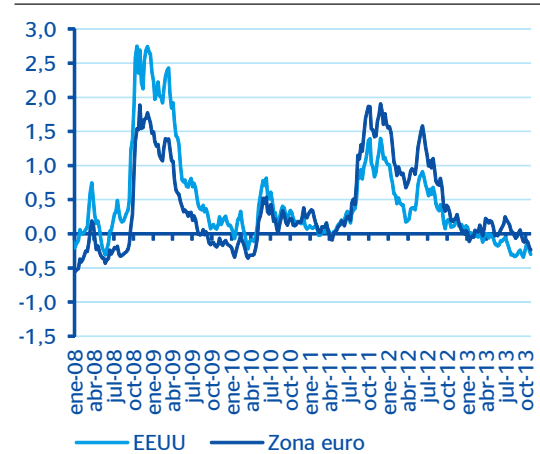
**Crecimiento del PIB mundial según modelo BBVA-GAIN (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

**Índice de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

## En este contexto, la política monetaria continuará siendo acomodaticia, mientras que la política fiscal será menos restrictiva

El BCE se sigue mostrando cauto al valorar los datos recientes de actividad y contempla, en línea con nuestro escenario, una lenta y moderada recuperación en el horizonte de previsión con las expectativas de inflación ancladas claramente por debajo del 2%. La principal preocupación de la autoridad monetaria continúa siendo la fragmentación de los mercados financieros y la interrupción del funcionamiento de los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria. Todo lo anterior, en el contexto de su nueva estrategia de *forward guidance*, debería asegurar que una política monetaria acomodaticia se mantendrá en el horizonte de previsión, sin poder descartarse otra bajada de tipos de interés o una nueva inyección de liquidez en los próximos meses. La reciente reducción de la inflación interanual por debajo de las expectativas introduce, de hecho, un nuevo sesgo bajista a las expectativas de política monetaria (recuadro 2).

Respecto a la política fiscal, los datos más recientes de ejecución presupuestaria hasta septiembre apuntan a que la mayoría de los países están en la senda de cumplimiento de los nuevos objetivos fiscales redefinidos en primavera, o de una desviación muy ligera, y suponen una moderación del ritmo de consolidación fiscal establecido previamente. Esto último tendrá continuidad el año que viene, como se refleja en los diferentes presupuestos públicos nacionales presentados recientemente, con un esfuerzo fiscal claramente inferior al contemplado en 2013. En definitiva, esta relajación en la posición sobre el ritmo de ajuste en las cuentas públicas debería pesar menos sobre la recuperación (recuadro 3).

## Los riesgos en la eurozona siguen sesgados a la baja, aunque son menores que hace unos meses

El resurgimiento de la crisis del euro sigue siendo un riesgo no sólo en Europa, sino también a nivel global. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, y que pondría en peligro la recuperación que se dibuja en la siguiente sección. Algunos países periféricos se encuentran en una situación de "cansancio", de falta de consenso político que podría conllevar un freno en las reformas necesarias. En este sentido, las negociaciones sobre los programas de Portugal y Grecia pueden ser fuente de incertidumbre. Además, los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, podrían dar lugar a sorpresas negativas. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

## Recuadro 1. Continúa el avance hacia la unión bancaria

El último Consejo europeo del 24-25 octubre concluyó con una reafirmación de los plazos y el firme compromiso de las autoridades con el proyecto. Lo más relevante fue la llamada a (i) la coordinación y al establecimiento de *backstops* públicos nacionales de cara al ejercicio de revisión integral de balances que va a hacer el BCE, (ii) al acuerdo sobre la directiva de recuperación y resolución (BRRD) y la directiva de fondos de garantía de depósitos antes de final de año, (iii) a la finalización de las reglas para llevar a cabo una recapitalización directa a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y (iv) al acuerdo dentro del Consejo antes de finalizar el año sobre la propuesta de la Comisión Europea para crear un Mecanismo Único de Resolución (MUR) con objeto de alcanzar una aprobación final antes de abril de 2014, fecha que marcará el fin del periodo legislativo del actual Parlamento Europeo.

Uno de los principales objetivos de la zona euro en su estrategia de salida de la crisis es romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y frenar la fragmentación financiera en la eurozona. Para ello, no hay más alternativa que avanzar con la unión bancaria. Es importante poner en valor lo conseguido hasta ahora. El acuerdo para crear un supervisor único es un hito muy importante en el proyecto de construcción europea.

### El despegue del Mecanismo de Supervisión Único (MUS)

Tras la aprobación del MUS en el Parlamento Europeo el 12 de septiembre de 2013 y del ECOFIN el 15 de octubre de 2013, la regulación que establece que el BCE será el supervisor único para la zona euro entró en vigor el 3 de noviembre de 2013. De acuerdo con lo establecido, la supervisión única deberá estar totalmente operativa un año más tarde.

Pero antes de que el BCE asuma la supervisión directa de las 130 entidades más relevantes de la eurozona, se debe dar una solución satisfactoria y definitiva a la cuestión de los *legacy assets* o activos problemáticos heredados. Ello se realizará a través del triple ejercicio de (i) valoración de riesgos, (ii) revisión de la calidad de los activos (AQR en sus siglas en inglés) y (iii) valoración de los balances, cuyos resultados se publicarán en octubre de 2014. El ejercicio marcará la línea divisoria entre los problemas del pasado, que deberán gestionarse en clave nacional, y del futuro, para los que cabría esperar una gestión a nivel europeo. Debería contribuir a reforzar la confianza en las entidades bancarias y a restaurar el normal funcionamiento de la concesión de crédito. Por ello, es importante que el ejercicio sea robusto y creíble, para lo cual es necesario una metodología sólida, cooperación por parte de las

autoridades nacionales, transparencia para que el mercado pueda replicar el ejercicio y el establecimiento de respaldo público nacional (debidamente avalado en última instancia por el MEDE a través del soberano si fuera necesario, como en el modelo español). En este sentido, el Consejo Europeo urge a establecer antes de diciembre de 2013 un enfoque coordinado europeo basado principalmente en apoyos públicos nacionales que cumplan con la normativa de ayudas de estado de la Comisión.

### Entre los próximos retos del supervisor único también están la política de reclutamiento y las cuestiones más operativas

La contratación del equipo es sin duda una pieza importante en la puesta en funcionamiento de la autoridad. El BCE ya ha iniciado el proceso de constitución del Consejo Supervisor que colgará del Consejo de Gobierno del BCE. Se han habilitado las salvaguardas necesarias para garantizar la independencia en la toma de decisiones, tanto de supervisión como de política monetaria. Por otro lado, la estructura organizativa constará de cuatro direcciones generales (DG): las DG I y II se encargarán de la supervisión directa de las 130 entidades más significativas, siendo la DG I la encargada de las entidades con un mayor perfil de riesgo; la DG III se encargará de la supervisión indirecta de las entidades menos significativas de la zona euro, cuya supervisión directa quedará en manos del supervisor nacional, aunque con un reporte directo al BCE; mientras que la DG IV dará apoyo transversal al resto de unidades con desarrollo de metodologías, validación de modelos, o imposición de sanciones entre otras funciones. Se estima que en total se contratará a una plantilla cercana a las 1000 personas.

### Mecanismo Único de Resolución (MUR): En busca del acuerdo antes de final de 2013 y aprobación antes de abril de 2014

El MUR es un pilar clave de la unión bancaria. El 10 de julio de 2013 la Comisión Europea presentaba su propuesta de Reglamento para establecer el MUR en 2015 con el objetivo de asegurar la implementación uniforme de reglas de resolución en la zona euro. La propuesta contempla, por un lado, la creación de una autoridad única de resolución que, por las limitaciones legales de los Tratados, quedaría en manos de la Comisión Europea y que se apoyaría en un Consejo Único de Resolución de nueva creación, donde estarían representadas las autoridades nacionales de resolución. Por otro lado, prevé el establecimiento de un fondo único de resolución financiado por la industria que actuará como respaldo privado mutualizado en caso de que la capacidad de absorción de pérdidas de los

acreedores de la entidad en cuestión no sea suficiente para resolver la entidad. El reglamento debe ser aprobado por el Consejo (en principio antes de final de año) y por el Parlamento antes de que acabe el periodo legislativo en 2014.

El acuerdo sobre este punto es de especial relevancia para asegurar una correcta transición entre la supervisión única y la resolución única. Es difícil imaginar una situación en la que el BCE, como supervisor único, adopte una decisión relativa a una entidad bancaria con implicaciones de resolución que deberá ser ejecutada por una autoridad nacional con su propio fondo de resolución. Un supervisor único supranacional requiere de una autoridad de resolución transnacional para evitar inconsistencias en el procedimiento.

La discusión sobre dicha propuesta resulta quizás más compleja que la negociación del MUS, ya que en este caso, además de ceder soberanía sobre la resolución de entidades, se contempla una mutualización de recursos, lo que puede ser interpretado como la antesala de la unión fiscal. Por ello la discusión de la propuesta está todavía muy abierta en el Consejo.

Las posiciones giran en torno a dos enfoques: (i) los partidarios (entre ellos la Comisión) de un esquema de resolución centralizado y (ii) el liderado por Alemania, que busca reducir el marco a una mera coordinación de la red de autoridades y fondos nacionales, por tanto sin que se llegue a crear ni una autoridad única ni un fondo único hasta que una reforma del tratado permita avanzar a un MUR potente.

Las principales preocupaciones del Parlamento Europeo y del Consejo han sido abordadas en los nuevos textos propuestos donde se busca: (i) reducir el poder de la Comisión a la hora de levantar la bandera de la resolución, quedando esta función limitada al supervisor; (ii) posibilitar que el fondo de resolución único tenga acceso a una línea de financiación pública; y (iii) asegurar una mayor protección de los presupuestos nacionales.

La amplia discusión que hay sobre la base legal de la propuesta también ha tenido eco en sendos informes de los servicios legales del Consejo, ambos favorables a la propuesta de la Comisión pero con observaciones. Mientras el primer informe pedía introducir mecanismos para proteger los presupuestos nacionales, el segundo informe pide limitar determinadas funciones del Consejo Único de Resolución para que sea compatible con la doctrina Meroni<sup>1</sup>.

Independientemente de la evolución de las discusiones, el Reglamento que finalmente regule el MUR debe ayudar a romper el círculo vicioso soberano-bancario y revertir la fragmentación de los mercados financieros de la zona euro. Para la consecución de este objetivo, es importante seguir dando pasos hacia la culminación de la unión bancaria. Una vez que el supervisor único está definitivamente aprobado, el mercado centrará la atención en el diseño de la estrategia de un MUR creíble y que ejerza de contraparte del supervisor único para evitar inconsistencias. Idealmente se requiere de una autoridad única y de un fondo de resolución único. Sin embargo, dadas las reticencias actualmente existentes, es importante que el mecanismo resultante de dichas negociaciones al menos cuente con una toma de decisiones coordinada/centralizada y una fijación ex-ante de reglas de distribución de la carga en el uso de fondos.

<sup>1</sup>: La doctrina Meroni establece que una competencia prevista en los Tratados sólo puede ser ejercida por una institución existente en ellos. Es decir, en este caso, no se puede crear una entidad de resolución autónoma, sino una agencia que dependa de una institución ya existente.

## Recuadro 2. Mercados financieros y política monetaria: la incertidumbre asociada a la acción de los bancos centrales continúa

En los meses recientes los mercados de deuda tanto europeos como estadounidenses han ajustado las rentabilidades notablemente a la baja. Los tipos de interés han corregido cerca de un 40% de la subida que habían registrado desde junio, cuando Bernanke anunció la posibilidad de empezar a moderar el ritmo de compra de activos a lo largo de este año. En definitiva, esto ha dado lugar a cierta relajación de las condiciones financieras que se habían venido endureciendo rápidamente desde la primavera.

Elemento que ha guidado la corrección de las expectativas, y también que ha mantenido la volatilidad en los mercados financieros, ha sido una vez más la Reserva Federal y su efecto se ha dejado notar en el resto de mercados financieros, sobre todo los mercados emergentes, pero también los europeos. La Reserva Federal en su reunión de septiembre sorprendió al mercado y al consenso de analistas manteniendo el ritmo de compras de activos (es decir, no iniciando el denominado *tapering*) y mostrando un tono relativamente bajista. En esta decisión influyeron los datos de actividad de la economía americana, que no despejan completamente las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación, la incertidumbre fiscal, así como el endurecimiento de las condiciones financieras tras el fuerte repunte de los tipos de interés en los meses previos. Con ello, se confirma que el inicio de la retirada de los estímulos no tiene un calendario fijo, sino que es totalmente dependiente de la evolución económica. La decisión de la Reserva Federal provocó un impacto fuerte en las expectativas del mercado respecto a las subidas de tipos y de retirada de los estímulos en Estados Unidos, lo que a su vez provocó una reversión en los mercados de deuda que se ha extendido hasta la fecha. En concreto, los tipos de interés a 10 años de la deuda americana se han reducido en torno a 50 puntos básicos desde los máximos alcanzados a principios de septiembre.

Por su parte, la curva de rentabilidades en Europa, altamente correlacionada con la americana, ha experimentado una evolución paralela. En los tramos largos de la curva de deuda, los tipos de interés han retrocedido unos 30 pbs desde los máximos. Los tramos más cortos de la curva también han corregido en línea con la curva americana. Así, se ha moderado el tensionamiento de los meses previos (por el efecto arrastre de la Reserva Federal) que incomodaba al BCE, toda vez que los niveles de tipos no se correspondían con la situación cíclica de la eurozona -más atrasada y más frágil que la economía estadounidense.

En definitiva, tras este movimiento, los tipos de interés de la deuda a largo plazo se sitúan incluso por debajo de los niveles de hace tres meses, tanto en Estados Unidos como en Alemania. Igualmente, las expectativas de política monetaria se han corregido sustancialmente. Estos niveles de tipos se consideran más acordes con las expectativas de una recuperación gradual de las economías tanto americana como europea, así como de una salida muy gradual de las políticas ultraexpansivas por parte de los bancos centrales.

A la corrección de la curva europea también habría contribuido, aunque marginalmente, la comunicación del BCE. En realidad, el BCE no ha adoptado ningún cambio ni en su política monetaria ni en su política de provisión de liquidez en los últimos meses; sin embargo, sí ha mantenido e incluso acentuado el tono bajista que anunciara ya en julio -cuando incorporó en su comunicación el concepto de *forward guidance* para sustentar su visión sobre la política monetaria a futuro. En sus últimas reuniones y declaraciones el BCE ha enfatizado que existe margen adicional para relajar las condiciones monetarias en la zona euro, ya sea a través de recorte de tipos de interés como de políticas no estándar, como la extensión de las actuales subastas de liquidez a largo plazo (LTROs). Bajo nuestro escenario central, en el que la recuperación de la actividad continúa a un ritmo lento y la inflación se mantiene por debajo del objetivo del BCE, pero en torno al 1% en 2014, el BCE mantendría los tipos de interés estables en el 0,5%, si bien el sesgo a la baja persiste, sobre todo por el impacto que la apreciación del euro pudiera tener tanto en crecimiento, como sobre todo en inflación. En los meses recientes, la combinación del retraso de retirada de los estímulos por parte de la Reserva Federal, la incertidumbre sobre la resolución del debate fiscal en Estados Unidos y las sorpresas positivas en crecimiento en la eurozona han contribuido a una apreciación del euro (de un 3,7% nominal frente al dólar, pero también en términos efectivos reales). En concreto, una apreciación permanente del euro de un 4% podría drenar alrededor de -0,1pp este año y -0,3pp el que viene, mientras que podría reducir la inflación en torno a una décima en 2013 y algo más de dos décimas el año que viene, siendo por tanto un freno que ralentizaría aún más la recuperación, mientras que podría empujar las tasas de inflación algo por debajo del 1%. Por lo tanto, la apreciación del tipo de cambio se convierte, en caso de persistir, en un factor determinante para la acción del BCE. Pero no sólo eso: otro factor a monitorizar es el impacto de la reducción de la compra de activos por parte de la Reserva Federal en la curva europea, teniendo en cuenta lo ocurrido en el junio y en agosto ante las expectativas del inicio del *tapering*.



El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

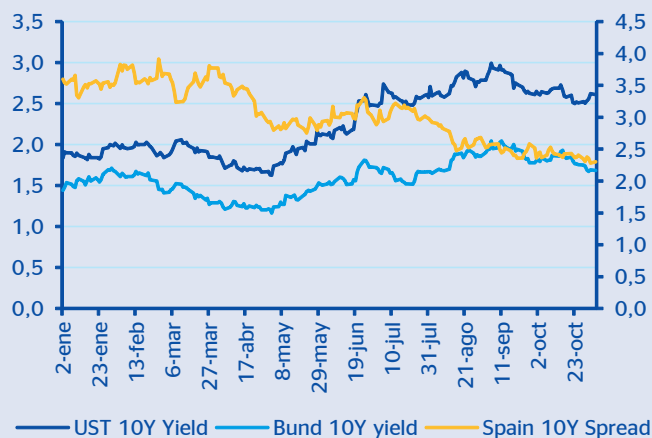
Por el lado de la liquidez, en los últimos meses los bancos de la zona euro han acelerado el ritmo de repago adelantado de las LTROs, sobre todo por parte de la banca española, italiana y francesa, lo que podría interpretarse como una señal positiva. Al cierre del tercer trimestre, se ha repagado un 35% del total del dinero tomado en las dos LTRO, con una participación asimétrica entre los países centrales y los periféricos. Los primeros habrían repagado en torno a un 60%, mientras que los periféricos entorno al 20%, también con diferencias importantes por sistemas: los bancos españoles habrían repagado cerca del 30% de lo solicitado mientras que las entidades italianas en torno al 11%. Igualmente, otro dato positivo en el último mes es que se han reactivado las emisiones de entidades bancarias, incluyendo entidades medianas periféricas.

Con todo, si bien la liquidez no es un problema, los mercados están lejos de recuperar unas condiciones de normalización, tal y como muestra el indicador de fragmentación de la eurozona. De acuerdo con dicho indicador, si bien las posiciones Target2 se han reducido considerablemente, así como la dependencia a la liquidez del BCE, el grado de dispersión entre los tipos de interés aplicados por los distintos sistemas financieros a hogares y empresas sigue estando en niveles muy altos. En este contexto, y tras la aprobación del supervisor bancario único, una función que asumirá el BCE dentro de un año, ya se ha anunciado que los bancos de la eurozona afrontarán en 2014 un exhaustivo ejercicio de valoración de sus balances (incluyendo una evaluación de la calidad de los balances, *Asset Quality Review*) así como una prueba de esfuerzo (*stress test*) que podría, en algunos casos,

resultar en necesidades de capital. Como el propio Draghi ha anunciado, el BCE tomará las medidas necesarias para evitar cualquier accidente de aquí a que se consolide la recuperación. En nuestra opinión, la incertidumbre que puede derivar de este ejercicio en un entorno de fragilidad macroeconómica y donde la inflación se mantiene bien por debajo del objetivo, puede impulsar al BCE a adoptar algún tipo de medida en los próximos meses, siendo el escenario más plausible en materia de liquidez una extensión de las actuales LTROs. Sin embargo, la clave de la recuperación del crédito y consolidación de la actividad en Europa, más que en estas medidas, está en hacer que funcione el mecanismo de transmisión monetaria, reduciendo lo más posible la fragmentación financiera

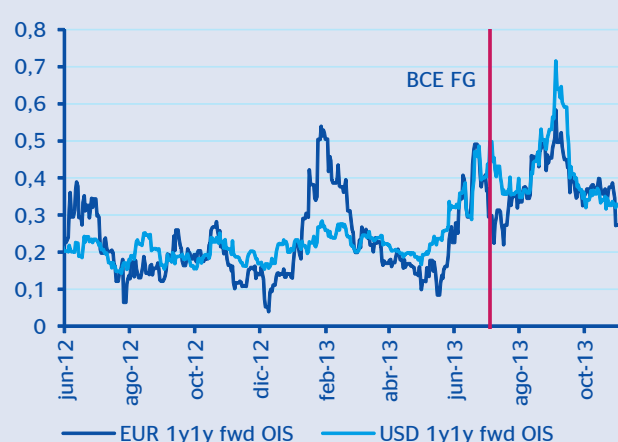
En este contexto, la deuda periférica europea ha mantenido un comportamiento muy favorable. Los tipos de interés de la deuda, tanto en España como Italia, han mantenido una senda descendente, con reducciones incluso algo mayores que las de la deuda alemana, con lo que los diferenciales de deuda se han estrechado adicionalmente. Y todo ello, a pesar, por ejemplo, del ruido político en Italia y de los retos pendientes en el proceso de construcción de la unión bancaria. La evolución reciente de las primas de riesgo es compatible con nuestra visión de reducción gradual, en línea con la corrección de los desequilibrios y la paulatina recuperación cíclica, si bien los niveles alcanzados pueden ser el resultado de factores no tan estructurales. En los meses recientes el flujo de capitales más favorable a Europa frente otras geografías<sup>2</sup> podría haber beneficiado diferencialmente a los países periféricos, dando un impulso adicional a la baja a la prima de riesgo.

Gráfico 12  
**Rentabilidad del Bund y UST a 10 años  
y prima de riesgo de España**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 13  
**1Y1Y forward OIS del EUR y USD**



Fuente: Bloomberg

2: Los datos de alta frecuencia de flujos de fondos y las encuestas a gestores de fondos internacionales revelan que en el último trimestre Europa ha sido uno de los destinos más atractivos

El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Gráfico 14

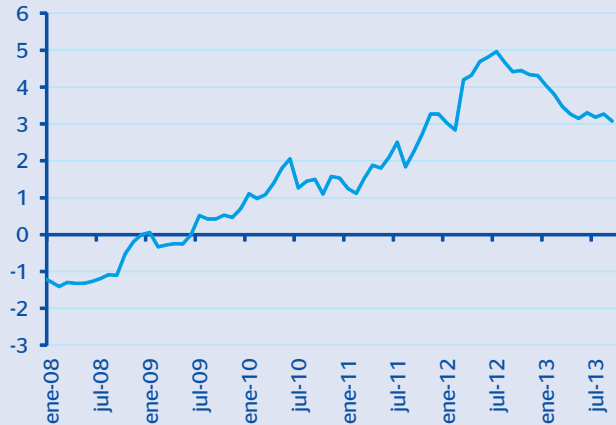
**Exceso de liquidez (billones de euros)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15

**Índice de fragmentación financiera**



Componentes: (i) coeficiente de variación entre países de los tipos de interés de crédito a empresas y hogares (media) (ii) Saldo TARGET2 (iii) provisión de liquidez del eurosistema como porcentaje de los activos bancarios, (iv) rango intercuartil del tipo de interés de los bonos a dos años. Para combinar estos indicadores, normalizamos cada uno de ellos y se estima mediante componentes principales  
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Reserch



### Recuadro 3. Política fiscal en 2014: menor esfuerzo fiscal, con menos aumentos de impuestos y más recortes de gastos

A pocos meses de culminar este año, las últimas previsiones de déficit fiscal vienen a confirmar la tendencia iniciada ya en mayo, cuando la Comisión Europea permitió una relajación de la consolidación fiscal (Gráfico 16). Esta decisión fue tomada para minimizar el impacto negativo de las políticas restrictivas sobre la economía y porque ya se había realizado un gran esfuerzo fiscal desde los inicios de la crisis. En el periodo 2010-2012, los países de la eurozona llevaron a cabo ajustes fiscales que rondaban, en promedio anual, 1,4 puntos del PIB; esfuerzo que descenderá a 1 punto del PIB en el periodo 2013-2014 (Gráfico 16). Con esto, el déficit estructural bajará al 1,6% en 2014 desde el 5,5% observado en 2010 para la media de la eurozona y permitirá reducir la presión sobre la recuperación, pero manteniendo la senda de consolidación.

Siguiendo el calendario fijado por el *two-pack* (el nuevo paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria de la eurozona) los países han presentado a mediados de octubre los borradores del presupuesto 2014. En éstos se observan, de manera generalizada, dos tendencias: i) la confirmación de la relajación de la consolidación fiscal ya observada en los programas de estabilidad presentados en mayo; y ii) un cambio de enfoque de la política fiscal en 2014, el cual se centra más en recortes de gastos que en medidas de aumento de los ingresos, que han dominado más en los últimos años (alrededor de 60% del esfuerzo total). A parte analizamos más detalladamente la situación fiscal de varios países de la zona.

#### Francia

El borrador del presupuesto 2014 estima que el año 2013 cerrará con un déficit del 4,1% frente al 3,9% inicialmente previsto en el documento presentado en mayo a la Comisión Europea, esta previsión está en línea con las previsiones que arrojan nuestros modelos una vez incorporados los últimos datos de ejecución presupuestaria (gráfico 17).

En lo que respecta al 2014, el esfuerzo fiscal (EUR 18mM, equivalente a un 0,9% del PIB) se enfoca, por primera vez, en la reducción de gastos (EUR 15mM, 80% de todo el esfuerzo fiscal) más que en mayores ingresos fiscales (EUR 3mM). Por el lado de los ingresos, se espera que la lucha contra la evasión y el fraude fiscal permitan recaudar unos EUR 1,8mM, mientras que el esfuerzo de reducción de gastos se dividirá entre las cuentas del gobierno general (EUR 9mM) y las cuentas de la seguridad social (EUR 6mM).

Aunque el déficit nominal para 2013 se revisa al alza en 2 décimas hasta el 4,1, tras el 4,9% en 2012), la revisión del déficit estructural este año es prácticamente nula. El déficit estructural se ha reducido año tras año desde el 2010, gracias a un esfuerzo de consolidación fiscal importante, lo que ha permitido que éste baje hasta el 2,6% del PIB desde el 6,1% observado en 2010. Para el 2014 estimamos que el déficit estructural rondará el 2,2% del PIB y que el nominal se situará en el 3,6% (Gráfico 17). Con todo, seguimos previendo que el equilibrio presupuestario estructural se alcance en torno al 2016; por otro lado, mantenemos nuestra previsión de que el déficit nominal por debajo del umbral del 3% sea alcanzado en 2015.

#### Italia

El borrador del presupuesto revisa ligeramente al alza su previsión de déficit fiscal para 2013 (Gráfico 17), ahora fijado en el 3% tras la previsión de 2,9% presentada a la Comisión en mayo, lo que el gobierno podría alcanzar introduciendo ajustes fiscales menores en lo que resta del año.

Para el 2014, el gobierno prevé un déficit nominal del 2,5%, sin cambios con respecto al presentado anteriormente a la Comisión Europea. En este presupuesto se observa, como en otros países, la intención de reequilibrar el ajuste fiscal desde el aumento de impuestos al recorte de gastos. Para el próximo año se prevé medidas fiscales por valor de 11,6mM de euros (0,7% del PIB) (gráfico 16), de los cuales un 33% provendrían de recortes de gastos, un 13% de mayores ingresos fiscales; el resto se dividirían entre medidas *one-off* (principalmente privatizaciones) y otras cuyo resultado puede ser discutible (lucha contra el fraude y la evasión fiscal).

El esfuerzo fiscal en Italia habría alcanzado 2,9% del PIB en el periodo 2010-2013, lo que permitiría que el déficit estructural se sitúe en torno al 1,7% en 2013. Por otra parte, para el 2014 estimamos que el déficit estructural continúe su senda hacia el equilibrio presupuestario hasta alcanzar 1,4% del PIB, por lo que cabría esperar un equilibrio presupuestario estructural a partir del 2016, aunque aún se mantendría un déficit nominal de aproximadamente 1,5% (principalmente por el componente de pago de intereses).

#### Portugal<sup>3</sup>

3: Ver Recuadro 4

## Grecia

El gobierno griego ha presentado el pasado 7 de octubre el borrador del presupuesto 2014 al parlamento. En la propuesta se espera que el gobierno central recaude en 2014 un 4,6% más (hasta los EUR 54,4mM) y que los gastos se reduzcan en un 4,7% (hasta los EUR 56,4mM), logrando un déficit del gobierno central de EUR1,9 mM (1% del PIB), comparado con los EUR7mM (3,9% del PIB) estimado para el 2013. El déficit de todas las administraciones públicas en 2014 se mantendría en los niveles de 2013 (2,4% del PIB). Por otra parte, el saldo primario superavitario se incrementaría en 2014 (+2,9% del PIB tras el +1,9 en 2013).

Estas previsiones oficiales se basan en el supuesto de que el PIB se contraiga un -4% en 2013 y que en 2014 se registre un ligero crecimiento del +0,6%, con una inflación negativa en ambos años. La deuda pública se proyecta que apenas descendería hasta 174,5% del PIB en 2014 tras el 175,5% que sería alcanzado en 2013.

En cualquier caso, la troika aún se encuentra negociando con el gobierno los detalles del presupuesto 2014 y aún existen diferencias en la evaluación de las necesidades de financiación y ajustes necesarios para cumplir el objetivo de déficit.

## Irlanda

Los últimos datos de ejecución presupuestaria, disponibles hasta octubre, indicarían que Irlanda cumpliría con su objetivo fiscal de 7,3% del PIB para 2013. Por otra parte, el presupuesto preliminar para 2014, presentado a mediados de octubre, prevé que el déficit se reduzca al 4,8% en el próximo año.

La principal novedad del presupuesto preliminar es la relajación del esfuerzo fiscal de 2014, que pasará del 1,8% inicialmente previsto al 1,5% (EUR 2,5mM). De este total, 64% provendrá de recortes de gastos y el 36% restante de subida de impuestos.

Los ajustes al gasto público en salud dominan la consolidación fiscal de 2014, ya que suponen alrededor de la mitad del total de recortes programados. Por el lado de los ingresos, destaca el impuesto sobre las instituciones financieras que cubrirá el periodo 2014-16, un aumento en el impuesto sobre los intereses del ahorro y la reducción de la desgravación fiscal para las primas de seguro médico.

Todas estas medidas permitirían que el déficit estructural en 2014 baje al 3,6% (desde el 5,2% estimado en 2013), para luego situarse en torno al 2% en el periodo 2015-2018.

## España

Los resultados observados durante los primeros ocho meses del año podrían ser insuficientes para asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad. Aunque se espera que continúen las políticas de consolidación, existe una creciente probabilidad de que las que han sido anunciadas hasta el momento apenas sean suficientes para compensar los efectos negativos del ciclo económico y del incremento del coste de la deuda. Todo ello situaría el déficit a final de año en el mismo nivel que el de finales de 2012, alrededor del 6,8% del PIB, 0,3pp por encima del objetivo de estabilidad.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014 (PGE 2014) aprobado por el Gobierno el pasado mes de septiembre continúa con las políticas de consolidación puestas en marcha en ejercicios anteriores, sin introducir grandes novedades al respecto. De esta forma, las previsiones de ingresos son razonables dado, por un lado, un escenario macroeconómico creíble y en línea con el nuestro, y, por otro, la ausencia de incrementos impositivos. Por su parte, el gasto discrecional previsto por el Gobierno continuará cayendo para compensar así el aumento esperado en las pensiones o en las prestaciones por desempleo.

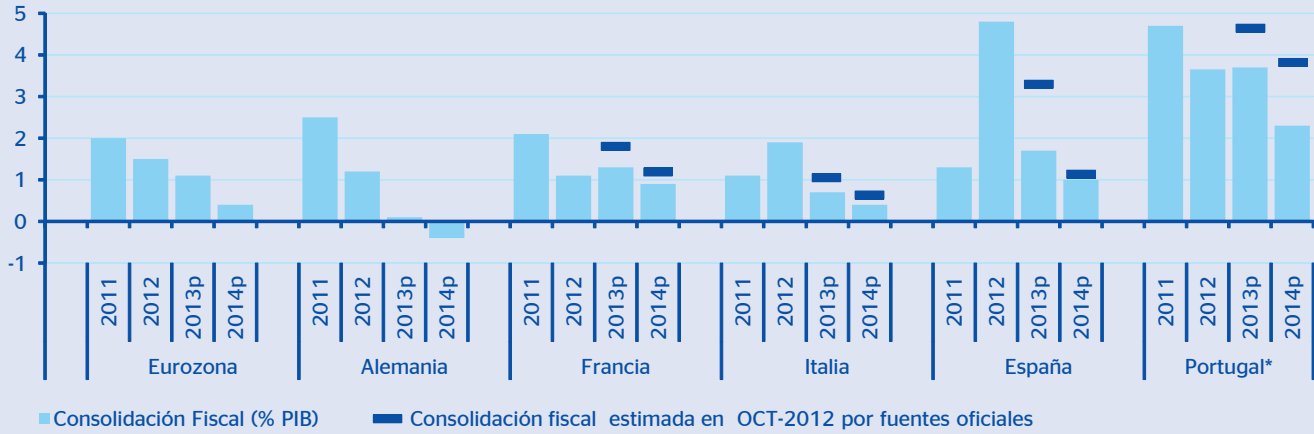
En todo caso, el tono de la política fiscal previsto en los PGE 2014 será considerablemente menos contractivo que en los años anteriores, consistente con la moderada recuperación que se espera. Todo ello, hace creíble el objetivo de déficit para el Estado de 2014 (5,8% del PIB), siempre y cuando la desviación sobre el de 2013 (6,5% del PIB) no sea muy elevada.

En este contexto, de cumplirse nuestras previsiones, las administraciones públicas españolas estarían registrando ya un superávit estructural primario en 2013 que se elevaría hasta el 2% del PIB a finales de 2014, acumulando una corrección de 6,7pp desde 2011.

Con el presupuesto enviado a Bruselas el gobierno viene a confirmar las medidas anunciadas a finales de septiembre. En el presupuesto se planea incrementar para 2014 los ingresos en EUR 2,1 mM y recortar gastos por valor de EUR 1,9mM. El grueso de los ajustes se generará a través de los ajustes fiscales ya puestos en marcha, con un ahorro importante de EUR1,6mM-EUR 1,7mM proveniente del congelamiento de los salarios públicos.

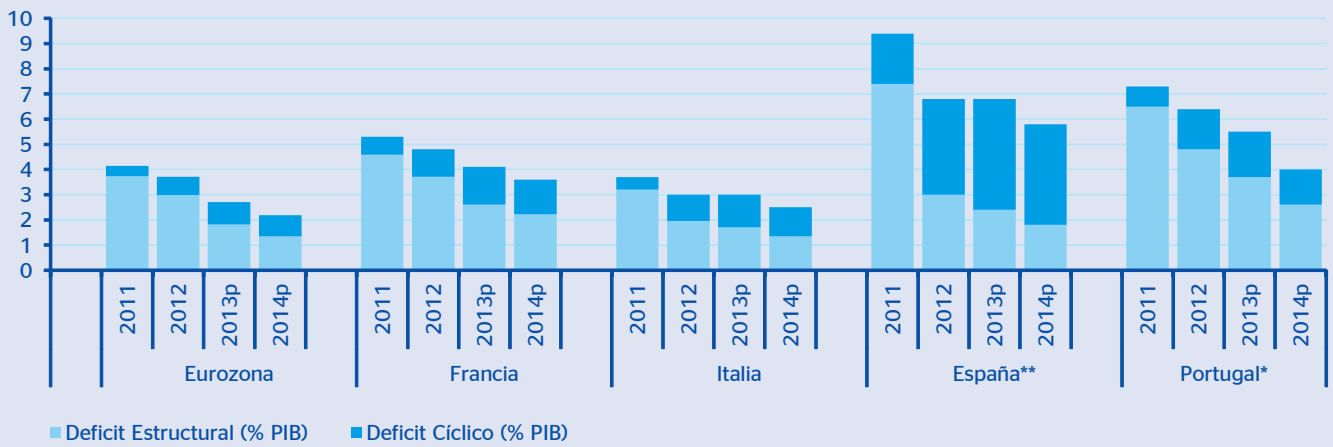
El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Gráfico 16  
**Consolidación fiscal 2011-2014**



\* Portugal: se incluye medidas "one-off" en 2012 y 2013.  
Fuente: Haver analytics y BBVA Research

Gráfico 17  
**Deficit fiscal 2011-2014**



\*\*Portugal: se excluyen medidas puntuales y la ayuda financiera al sector bancario.  
\*\* España: se excluye la ayuda financiera al sector bancario.  
Fuente: Haver analytics y BBVA Research

## 4. Perspectivas: recuperación lenta apoyada por la demanda interna

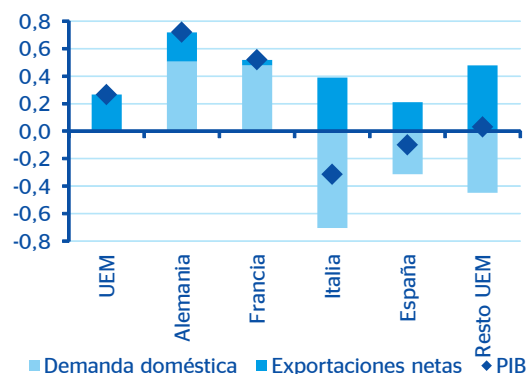
### La zona euro salió de la recesión en 2T13, mostrando un mayor dinamismo de la demanda doméstica

El PIB de la zona euro creció un 0,3% t/t en 2T13, ligeramente por encima de lo esperado, y mostró además un patrón de crecimiento más equilibrado. Como anticipábamos hace tres meses, las exportaciones volvieron a crecer (2,1% t/t) tras la caída registrada en los trimestres anteriores, y lo hicieron más que las importaciones (1,6% t/t), a pesar de que éstas también reflejaron el mayor dinamismo de la demanda interna, lo que resultó en una contribución de las exportaciones netas de 0,3pp al crecimiento trimestral del PIB.

La principal sorpresa con respecto a nuestras previsiones fue la mejor evolución de algunos de los componentes de la demanda doméstica, especialmente la inversión y el consumo público. La inversión aumentó un 0,2% t/t tras las fuertes caídas registradas desde mediados de 2011, algo más de la mejora recogida en nuestras estimaciones (-0,3% t/t) que incorporaban ya la desaparición de los efectos transitorios negativos de principios de año, por lo que apuntan hacia una mejora generalizada de todos los componentes de la inversión y no sólo de aquella ligada a la construcción. El consumo público también sorprendió al alza, al crecer un 0,4% t/t después de mantenerse prácticamente estancado en los dos trimestres anteriores, y que podría estar respondiendo en parte al cambio de orientación de la política fiscal.

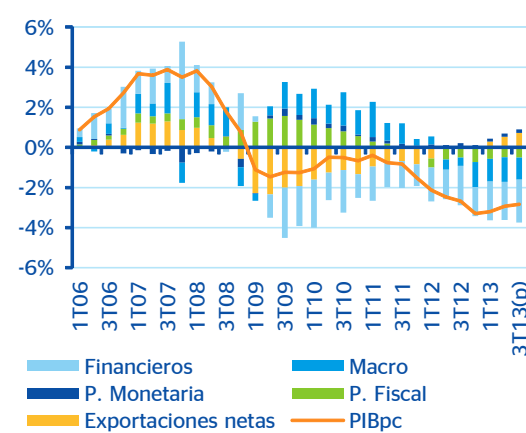
Finalmente, el consumo privado también volvió a crecer en 2T13 a una tasa muy moderada (0,1% t/t, como preveíamos), interrumpiendo las significativas caídas de los trimestres anteriores, y apoyado por la mejora de la confianza de los consumidores, cierta estabilización del mercado de trabajo en lo que va de año y la moderación de la inflación, que se reflejó en una menor caída de la renta disponible real (-0,5% en el primer semestre tras el -1,1% del año pasado). En definitiva, a pesar de que el cambio de inventarios restó 0,2pp al crecimiento trimestral del PIB (y compensó las sorpresas positivas anteriores), la demanda doméstica no drenó crecimiento (0,0pp, tal y como preveíamos), tras dos años lastrando la actividad económica. (gráfico 18).

Gráfico 18  
Crecimiento PIB (% t/t) y contribuciones en 2T13



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 19  
UEM: descomposición del PIB por población en edad de trabajar (componente cíclico)



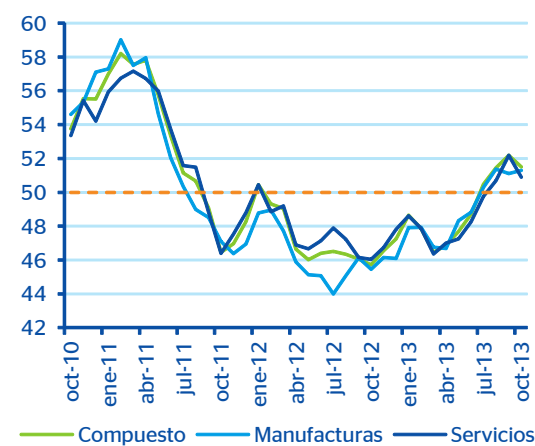
Fuente: BBVA Research

Analizando la evolución de los factores estructurales,<sup>4</sup> detrás del repunte del PIB en 2T13 parece estar tanto el relajamiento de los objetivos fiscales decididos en primavera como el mantenimiento de la política monetaria por parte del BCE, mientras que continúa siendo fundamental el soporte de las exportaciones netas. Los shocks financieros pesaron nuevamente sobre el crecimiento, fundamentalmente los referentes a la restricción del crédito y su impacto sobre la inversión (gráfico 19).

## Los países del centro de Europa lideraron la recuperación, mientras que la recesión se moderó significativamente en la periferia

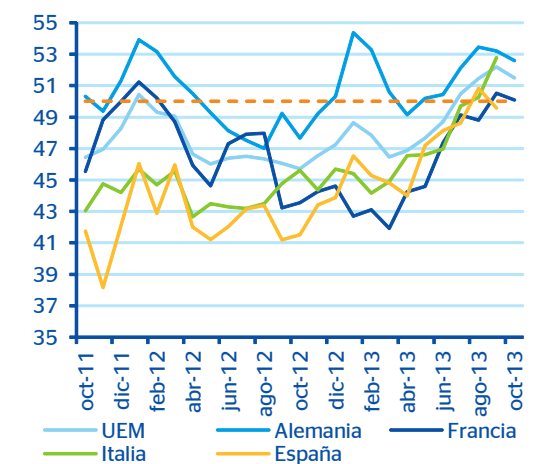
El PIB tanto de Alemania como de Francia repuntó fuertemente en 2T13, con crecimientos respectivos del 0,7% t/t y del 0,5% t/t, sorprendiendo al alza especialmente en el segundo caso (nuestras previsiones eran de 0,5% y 0%, respectivamente), mientras que la recesión se moderó significativamente en Italia (-0,3% t/t tras -0,6% t/t en 1T13) y en España (-0,1% t/t tras -0,5% t/t en 1T13), en línea con nuestro escenario. En general, el distinto desempeño de los componentes de la demanda doméstica, sobre todo del consumo, tanto privado como público, fue el responsable de estas diferencias en el crecimiento del PIB de los distintos estados miembros, contribuyendo positivamente en los países del norte de Europa, mientras que drenaron crecimiento en la periferia. El apoyo de las exportaciones fue generalizado en todos los países, con una contribución neta del sector exterior mayor en la periferia (gracias en parte a la debilidad de las importaciones) (gráfico 18).

Gráfico 20  
UEM: encuesta confianza PMI



Fuente: Markit Economics y BBVA Research

Gráfico 21  
UEM: PMIs por países



Fuente: Markit Economics y BBVA Research

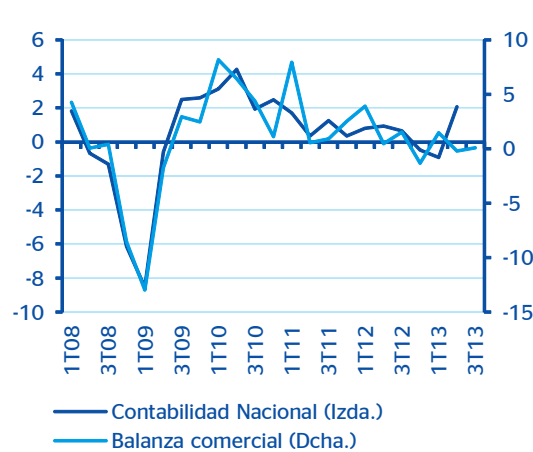
## La recuperación se consolida en el segundo semestre y se extiende a la periferia...

Los indicadores de confianza para el conjunto de 3T13 muestran que la recuperación está en marcha, incluida la periferia. En particular, tanto los datos de la encuesta de la Comisión Europea (CE) como los indicadores de gestión de compras (PMI) aumentaron significativamente y por encima de lo esperado tanto en julio como en agosto, siendo el aumento algo más moderado en septiembre. A pesar de las sorpresas positivas, el dato de septiembre y el preliminar de octubre sugieren que el ritmo de la recuperación en el conjunto del área euro podría estar estabilizándose. Además, la mejora de estos indicadores fue generalizada por sectores (gráfico 20), en línea con el crecimiento más equilibrado que ya se observó en el segundo trimestre, con la recuperación de las exportaciones tirando ya de la demanda doméstica, sobre todo de la inversión.

4: 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](http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Europe_Economic_Watch_190711_tcm348-263401.pdf?ts=1122011)

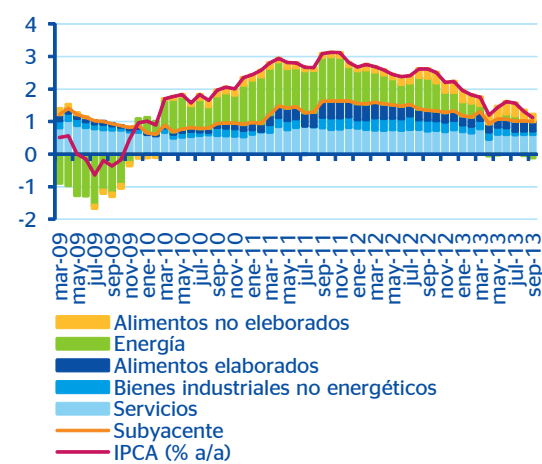
Por países, la mejora fue mayor en la periferia (gráfico 21), que continuó la tendencia ya observada en el segundo trimestre. En concreto, los PMIs de Italia y España ya superaron los 50 puntos, y sugieren una cierta estabilización de sus economías o incluso un tímido crecimiento ya en el tercer trimestre.

Gráfico 22  
UEM: exportaciones (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 23  
UEM: inflación (% a/a) y contribuciones por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Sin embargo, los indicadores de actividad, todavía parciales, no han mostrado señales tan positivas, más en línea con una débil y lenta salida de la recesión. Las señales más preocupantes proceden de los datos de producción industrial disponibles hasta agosto, que muestran que la actividad de dicho sector en el conjunto de la zona euro se habría estancado tras el rebote observado en 2T13. Este comportamiento se debió a la fuerte desaceleración observada en Alemania y la caída de la actividad registrada en Francia, mientras que en los países de la periferia parece que se estaría consolidando una incipiente recuperación. Por otro lado, los datos cualitativos continúan mostrando un panorama más optimista en la industria, siendo la demanda externa su principal soporte. Esta lenta recuperación de la producción industrial, unida a la todavía amplia capacidad ociosa de las empresas, así como a unas condiciones de crédito restrictivas en un contexto de caída de los beneficios empresariales, anticipan un crecimiento de la inversión muy moderado.

Respecto al gasto de los hogares, los datos son algo más esperanzadores. Las ventas al por menor volvieron a aumentar en agosto y apuntan a que el ritmo de crecimiento del consumo privado en 2T13 podría mantenerse o incluso acelerarse ligeramente en el segundo semestre del año. Este aumento del gasto de los hogares ya estaría reflejando la significativa mejora de la confianza de los consumidores en los últimos meses, apoyada principalmente por la estabilización de la tasa de desempleo (alrededor del 12%).

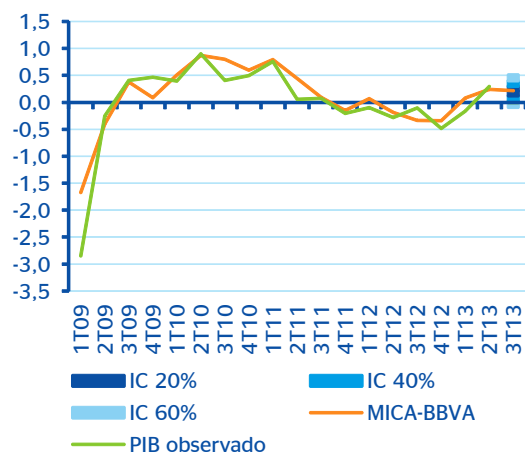
Los datos del sector exterior (ajustados de estacionalidad) apuntan a que las exportaciones hasta agosto continuaron apoyando el crecimiento (gráfico 22) y, dadas las expectativas de una demanda global robusta en los próximos trimestres (a pesar de cierta desaceleración de las economías emergentes) se espera que continúen siendo determinantes en lo que queda de año. No obstante, las importaciones también están creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado, y se espera que continúen con esta tendencia en los próximos meses, sostenidas por el mayor dinamismo de la demanda interna. Con todo ello, es probable que se haya reducido ligeramente la contribución positiva de las exportaciones netas.

## ... con un crecimiento relativamente estable, ya que la estabilización de la periferia compensará la desaceleración en el norte de Europa

Teniendo en cuenta toda esta información, nuestro modelo de corto plazo (MICA-BBVA<sup>5</sup>) apunta a que la recuperación continúa en marcha, si bien a un ritmo algo más moderado, al estimar un crecimiento trimestral para 3T13 de 0,2% t/t (gráfico 24). Aunque esta estimación es algo inferior a la contemplada en nuestras previsiones de hace tres meses (0,3% t/t), no supone ningún cambio sobre el ritmo de salida de la recesión, ya que dicha moderación en la tasa de crecimiento trimestral respondería básicamente a la desaparición de algunos de los factores temporales que sustentaron el rebote del crecimiento en 2T13 (algo mayor de lo anticipado) en algunos países del centro de Europa, especialmente Francia y Alemania (inversión en construcción e inventarios) y que ya estaba contemplado en nuestro escenario.

Gráfico 24

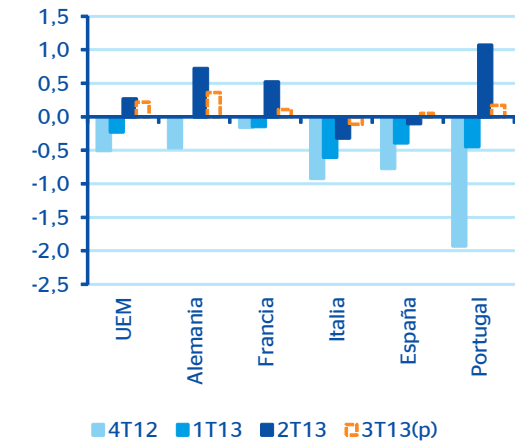
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 25

Crecimiento PIB (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

En concreto, ahora esperamos que el crecimiento de la economía alemana y francesa se desacelere en 3T13 hasta el 0,4% t/t y el 0,1% t/t (desde el 0,7% y el 0,5%, respectivamente), mientras que los países de la periferia ya podrían haber salido de la recesión (España: 0,1% t/t; Portugal: 0,1% ó 0,2% t/t), o bien se habrían estancado (Italia: -0,1%/0% t/t) (gráfico 25).

Finalmente, los datos disponibles para el cuarto trimestre, aunque aún son pocos (PMIs), fueron algo decepcionantes en octubre, si bien consistentes con que la lenta y moderada recuperación continúa en marcha. Con datos muy escasos y con la inercia de otras variables, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de alrededor de 0,3% t/t en el último trimestre del año.

## La inflación volvió a desacelerarse en el tercer trimestre

La inflación, tras mantenerse estable en julio, se desaceleró en 0,9pp entre agosto y octubre hasta el 0,7% a/a, debido principalmente a la caída de los precios del componente energético (alrededor de -0,4pp), pero también por la moderación en el crecimiento de los precios de los alimentos (alrededor de -0,4pp), mientras que la inflación de los servicios y los bienes industriales no energéticos se mantuvo prácticamente estable durante el tercer trimestre, moderándose ligeramente la de los servicios hasta el 1,2% a/a en octubre (alrededor de -0,1pp) (gráfico 23). Aunque todavía no se conoce la descomposición definitiva para octubre, lo anterior supondría una ligera desaceleración de la inflación subyacente hasta el 1% a/a desde el 1,3% a/a de hace tres meses. Para lo que resta de año, nuestras previsiones contemplan un ligero aumento de

5: 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](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1120_tcm348-260444.pdf?ts=622013)



la inflación general de alrededor de 0,2pp ó 0,3pp hasta diciembre debido a la reducción del efecto base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable.

## Tras la contracción en el conjunto de 2013, la zona euro crecerá ligeramente por debajo del potencial en 2014

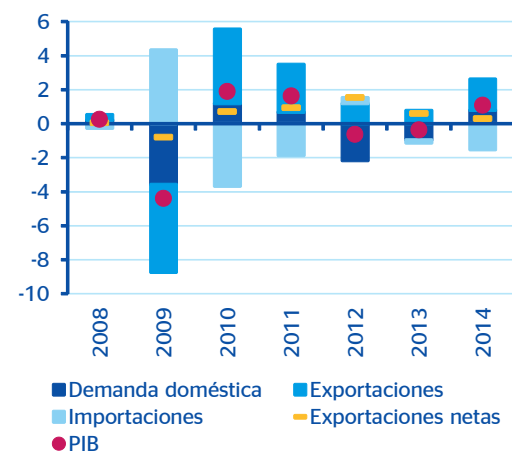
Como se señala más arriba, el desempeño económico durante los últimos tres meses estuvo, en general, en línea con nuestras previsiones, en parte reflejando que la gestión de la crisis en el conjunto de la zona euro también se desarrolló de acuerdo con lo contemplado en los supuestos incluidos en nuestro escenario (principalmente el lento avance hacia la unión bancaria, limitado impacto de los eventos adversos en periferia sobre tensiones financieras y relajación de la consolidación fiscal).

El efecto arrastre positivo (+0,1pp) tanto de la ligera sorpresa al alza en el crecimiento en el segundo trimestre como de la revisión al alza de los datos del primero (hasta el -0,2% t/t en vez del -0,3% estimado inicialmente) se compensan con un crecimiento algo menor de lo previsto ahora para el tercer trimestre. Esto no supone ningún cambio en nuestra visión de una recuperación muy lenta y gradual en los próximos trimestres. Además de mantenerse nuestros supuestos respecto a la política económica, como señalábamos en la sección 3, tampoco ha habido cambios significativos en el resto de fundamentales que subyacen a la consolidación de la recuperación.

Con todo, mantenemos sin cambios nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de la zona euro tanto para 2013 como para 2014, con cifras del -0,4% y en el 1,1%, respectivamente, todavía por debajo del potencial y que supone que el nivel de PIB todavía se encontrará a finales de 2014 alrededor de un 1% por debajo de los niveles pre-crisis de 2007.

Gráfico 26

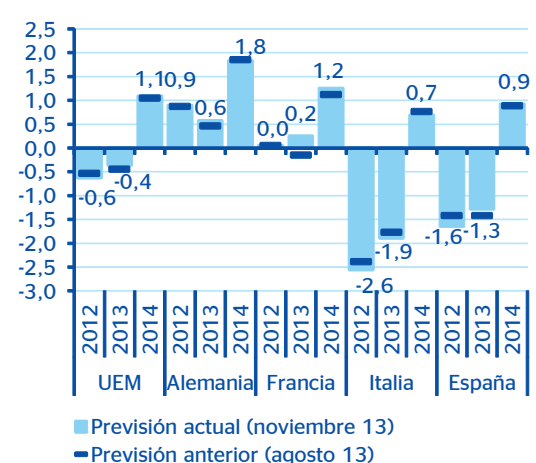
UEM: contribución al crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 27

UEM: previsiones crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

## La incipiente recuperación de la demanda interna se consolidará en 2014

Dada la lenta corrección y recuperación de los determinantes de la demanda interna, esperamos sólo una gradual y moderada mejora de la misma en la segunda mitad del año, por lo que en el conjunto de 2013 la contribución al crecimiento será negativa (-1pp), si bien de manera más moderada que en 2012 (-2,2pp) y con perfil ascendente. La incipiente recuperación se consolidará en 2014 (con una contribución positiva de +0,8pp de la demanda interna) y debería



tomar el relevo de las exportaciones netas como motor del crecimiento (que se reduciría de un +0,6pp en 2013 a un +0,3pp en 2014) (gráfico 26).

La estabilización del mercado de trabajo esperada para el horizonte de previsión redundará, por un lado, en una menor caída de la renta real disponible de los hogares este año (alrededor de -0,6% desde casi el -2% en 2012, apoyada sobre todo por la moderación de la inflación) para mantenerse prácticamente estancada el año que viene y, por otro lado, en que continúe mejorando la confianza de los consumidores, lo que debería permitir una reducción paulatina de la tasa de ahorro (hasta alrededor del 12%), sobre todo por motivos precautorios. Ambos factores serán los principales responsables de que se consolide la recuperación del gasto de los hogares iniciada ya a principios de este año. Además, los progresos hacia la unión bancaria y la reestructuración del sector realizada ya en algunos países de la periferia deberían contribuir a eliminar las restricciones financieras, que permitirán un aumento sostenido del crédito al consumo. Con todo, nuestras previsiones contemplan un crecimiento lento del consumo privado en el segundo semestre del año (alrededor del 0,1%/0,2% t/t) que ganará algo de tracción a lo largo de 2014, sobre todo en la segunda parte del año. Como resultado de esta evolución, el consumo privado se contraerá un -0,5% en 2013 y crecerá un 0,7% en 2014.

### **... pero todavía es necesario el impulso de la demanda global sobre la inversión**

A pesar de la debilidad del gasto doméstico, la fortaleza de la demanda global y, por ende, de las exportaciones, continuará siendo clave para sustentar las expectativas de demanda futura de las empresas y reducir la incertidumbre para que se materialice en un aumento de la inversión. No obstante, nuestras previsiones continúan recogiendo una recuperación paulatina, debido a la capacidad ociosa de las empresas y las todavía restrictivas condiciones de crédito y altos costes de financiación en un entorno de reducción tanto de los beneficios empresariales (caída de alrededor de 1,5% a/a desde mediados del pasado año) como de los precios de los activos que se podrían utilizar en la obtención de dicha financiación. Además, el proceso de saneamiento de las cuentas públicas todavía pesará sobre determinadas partidas de la inversión (sobre todo construcción). Con todo ello, el tímido crecimiento observado ya en 2T13 y el proyectado para 2S13 no evitará una caída de la inversión en el conjunto de 2013 (-3,6%) similar a la del pasado año, si bien el ritmo de inversión aumentará lo largo del año que viene para crecer algo más de un 2% en el conjunto de 2014.

Debido a la necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, se mantiene un escaso margen de maniobra para utilizar la política fiscal como herramienta estabilizadora en la mayoría de los países, aunque la relajación de los objetivos fiscales en varios estados miembros podría permitir que el consumo público no termine lastrando el crecimiento en el horizonte de previsión (como se observó en 2011 y 2012). Nuestro escenario contempla un ligero crecimiento del consumo público tanto en 2013 como en 2014 (0,2% y 0,4%, respectivamente). Como resultado, el déficit público para el conjunto de la zona euro se podría reducir en 0,9pp hasta el 2,8% del PIB en 2013 y en 0,4pp hasta el 2,4% del PIB en 2014, lo que implica un aumento de la deuda pública hasta el 94,5% y el 95% del PIB en cada uno de esos años.

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

Las exportaciones volvieron a crecer en el segundo trimestre en línea con nuestras previsiones, e incluso algo más de lo esperado, confirmando que las caídas registradas a finales del pasado año y principio de este se debieron fundamentalmente a la moderación transitoria de la demanda procedente de algunos de los principales socios comerciales. Las sorpresas positivas observadas en el segundo trimestre, junto con los datos de balanza comercial disponibles para el tercero, y que mantenemos la evolución de los principales determinantes de las ventas al exterior (previsión

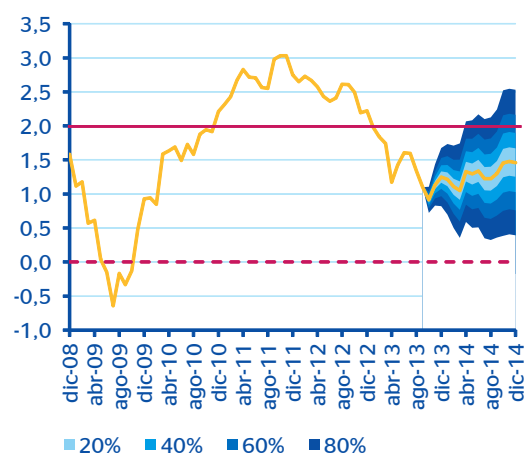
de crecimiento global robusto y cierto debilitamiento del euro en horizonte de previsión) hacen que revisemos ligeramente al alza las proyecciones del crecimiento de las exportaciones para 2013 hasta el 1,7% y prácticamente mantenemos el ritmo de avance para 2014 (3,9%). No obstante, ahora también esperamos un ligero crecimiento de las importaciones en 2013 (0,4% desde el -0,5%) como consecuencia del mayor dinamismo de la demanda doméstica, así como una mayor necesidad de consumos intermedios para satisfacer la procedente del exterior, y continuamos esperando que ganen impulso el año que viene (3,7%). A pesar de estas revisiones y del papel clave de las exportaciones sobre todo en la recuperación de la inversión, se reduce claramente la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento en 2013 (0,6pp) y en 2014 (0,3pp), tras una aportación media de más de 1,1pp tras la crisis de 2008.

### El estancamiento de la población activa permitirá que la tasa de paro se estabilice en el 12%

A pesar de que los datos de desempleo vienen mostrando una interrupción en el deterioro del mercado de trabajo, con la tasa de paro estabilizándose alrededor del 12% desde principios de año, esta evolución ha sido el resultado de una reducción de la población activa (-0,2% t/t en 1T13 y 0% en 2T13) que compensó la destrucción de empleo en los dos primeros trimestres del año (-0,4% t/t y -0,1% t/t, respectivamente), si bien es cierto que el aumento de la actividad en 2T13 parece estar ya reflejándose en una menor caída del número de empleados.

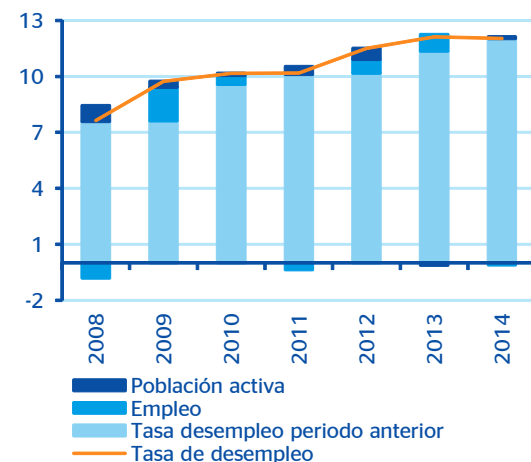
Ante este escenario, y dado el retardo del impacto del crecimiento en el empleo, nuestras previsiones apuntan a que no será hasta el año que viene cuando se empiece a crear ligeramente empleo, cuando la consolidación de la recuperación despeje la incertidumbre de los empresarios para la contratación de nuevos trabajadores, mientras que todavía recogen una ligera caída de los empleados a lo largo de la segunda parte de este año. Como resultado, ahora esperamos una caída del empleo del -0,9% en 2013 (algo más que el -0,7% de 2012) para prácticamente estabilizarse en 2014 (0,1%). No obstante, como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento de la población activa, que esperamos que prácticamente se mantenga estable en el horizonte de previsión (-0,1% en 2013 y 0,1% en 2014), la tasa de paro se mantendrá relativamente estable en el 12% a lo largo del año que viene (tras haber aumentado más de 4pp desde 2008) y no será hasta 2015 cuando empiece una reducción paulatina del desempleo (gráfico 29).

Gráfico 28  
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 29  
UEM: tasa de desempleo y determinantes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## La recuperación en la periferia ganará tracción en 2014 para crecer a un ritmo cercano al del núcleo de la zona euro

Con variaciones mínimas en nuestras previsiones para el conjunto de la eurozona, sólo revisamos ligeramente las estimaciones para algunos países de la zona (gráfico 27), fundamentalmente Francia y, en menor medida Alemania, por las sorpresas positivas del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. No obstante, estas sorpresas respondieron básicamente a un mayor rebote de la actividad tras la desaparición de algunos factores adversos temporales durante los trimestres anteriores, o a determinantes que son difícilmente sostenibles en el tiempo, por lo que los cambios son menores. Ahora esperamos que el crecimiento trimestral del PIB tanto de la economía francesa como alemana se desacelere en el segundo semestre hacia un ritmo de avance más en línea con sus fundamentales de crecimiento y en línea con nuestras previsiones de hace tres meses, mientras que continuamos anticipando una incipiente recuperación ya en la periferia, que ganará tracción a lo largo del año que viene para crecer a tasas similares a las proyectadas para los países del núcleo de la zona euro.

A pesar de ello, estas previsiones suponen que mientras que el nivel de actividad real de Alemania y Francia estará claramente por encima de los niveles pre-crisis en 2014 (5,4% y 2,2% por encima, respectivamente), dicho nivel todavía estará claramente por debajo en Italia, España y el resto de la zona euro (-7,4%, -6% y -4,3%, respectivamente).

Ahora esperamos que la economía alemana crezca este año un 0,6% (una revisión al alza de 0,1pp respecto a nuestro escenario de hace tres meses), algo menos de lo registrado en 2012 (0,9%), gracias a la relativa fortaleza de los fundamentales de su demanda doméstica. Para 2014, esperamos que se mantenga este patrón de crecimiento que permita un crecimiento relativamente estable del PIB (alrededor del 0,5% por trimestre), aumentando un 1,8% en el conjunto del año.

En Francia, la mayor resistencia de la demanda doméstica de lo anticipado hace tres meses, sobre todo el consumo tanto público como privado y a pesar de que ya descontábamos que la relajación de los objetivos fiscales daría un respiro al crecimiento, nos ha llevado a revisar al alza nuestras previsiones para este año, esperando ahora un ligero crecimiento del 0,2% para 2013 (frente al estancamiento previsto en agosto) que se acelerará hasta el 1,2% en 2014.

Respecto a la periferia, pocas sorpresas en su evolución durante los últimos tres meses, si bien tendrán que continuar corrigiendo los desequilibrios económicos y haciendo frente a una fragmentación de los mercados financieros que, aunque reduciéndose, hará que sus costes de financiación sean aún elevados por lo menos en el corto plazo. Todo ello sólo permitirá una incipiente y muy moderada recuperación durante el segundo semestre de 2013 para ganar algo de tracción a lo largo del año que viene y crecer sólo algo por debajo del conjunto de la zona euro en 2014. Tanto la economía italiana como la española se contraerán este año (un -1,9% y un -1,3%, respectivamente), para crecer en 2014 un 0,7% y un 0,9%.

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

Tras la intensa desaceleración de la inflación en los últimos meses hasta el 0,7% a/a de octubre, nuestras previsiones apuntan hacia una ligera aceleración en la última parte del año hasta alrededor del 1,1% a/a en diciembre, como consecuencia de la desaparición del efecto base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable en los niveles actuales (1,0%/1,1% a/a). Como resultado, mantenemos nuestra previsión tanto para la tasa de inflación general como para la subyacente en el conjunto de 2013 en el 1,5% y 1,4%, respectivamente, con algunos riesgos a la baja derivados de los menores precios de la energía y de los alimentos pero que se compensa con un posible mayor impacto de la subida impositiva en Italia en octubre.

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, ya que no anticipamos medidas fiscales adicionales que puedan afectar a los precios al consumo, mientras que la mejora del mercado de trabajo será muy gradual.

Aunque la incertidumbre sobre algunas variables exógenas (precios de las materias primas) y/o discrecionales (precios administrados, impuestos) continúa siendo elevada y podrían presionar al alza los precios, los riesgos de este escenario son a la baja, derivados fundamentalmente de la sorpresa negativa en la evolución de la inflación en octubre que podría estar reflejando un mayor impacto del proceso de devaluación interna que se está llevando a cabo en los países de la periferia, así como la reciente apreciación del euro. No obstante, la probabilidad de registrar tasas negativas a lo largo del horizonte de previsión continúa siendo muy limitada (gráfico 28).

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: recuperación encarrilada por la fortaleza de los fundamentales domésticos

PIB: +0,6% en 2013 +1,8% en 2014

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

**Últimos datos oficiales para 2T13:** a pesar de que ya se descontaba un rebote de la actividad en 2T13 tras la desaparición de algunos factores adversos temporales en los dos trimestres anteriores (desaceleración de la demanda global y condiciones climáticas adversas), el avance trimestral del PIB del +0,7% t/t sorprendió al alza (BBVA Research: +0,5% t/t), mostrando más evidencia sobre la fortaleza de los factores internos, pero también del apoyo de la demanda externa. En particular, la inversión en construcción rebotó fuertemente (2,6% t/t tras -1,3% t/t en 1T13) y explicó algo más de 0,4pp del crecimiento trimestral del PIB. El resto de los componentes de la inversión también registraron un crecimiento moderado de alrededor de un 1% t/t, mientras que el consumo tanto privado (+0,5% t/t) como público (+0,6% t/t) creció nuevamente a un ritmo robusto, como se viene observando desde mediados de 2012. Este aumento de la demanda mayor de lo esperado se dejó notar en una reducción de los inventarios que terminó drenando -0,2pp al crecimiento del PIB y redujo la contribución de la demanda doméstica hasta los 0,5pp (tras +0,2pp en 1T13). Finalmente, las exportaciones volvieron a crecer (+2,2% t/t) y lo hicieron más que las importaciones (+2% t/t), de manera que las exportaciones netas volvieron a contribuir positivamente al crecimiento trimestral del PIB (+0,2pp tras -0,2pp en 1T13 y -0,5pp en 4T12).

**Estimaciones para el 3T13 y 4T13:** los indicadores disponibles hasta el momento apuntan a que la recuperación se habría moderado en 3T13 hacia un ritmo de avance más consistente con sus fundamentales de crecimiento y en línea con nuestras previsiones de hace tres meses (BBVA Research: +0,4% t/t). Por un lado, los indicadores de confianza mejoraron significativamente en julio y agosto, para mostrar cierta estabilización en septiembre y una ligera caída en octubre. En general, estos indicadores no reflejaron el rebote de la actividad de 2T13, ya que se debieron a factores temporales, y además, a pesar de dicho aumento, estos indicadores se habrían estabilizado en niveles consistentes con el crecimiento medio de la economía alemana (alrededor de 0,3%-0,4% t/t). Además continúan mostrando que la mejora de las expectativas se apoya principalmente en la fortaleza de los determinantes domésticos, como apunta el fuerte aumento del componente de servicios, mientras que la mejora de las expectativas del sector industrial fue más moderada y sostenida por los pedidos domésticos más que de aquellos procedentes del exterior. Por otro lado, los indicadores cuantitativos de actividad también apuntan en esta dirección. Los datos de producción industrial hasta agosto, con y sin sector de la construcción, mostraron una moderación en la actividad del sector (0,6% sobre 2T13 desde el 1,5% t/t), si bien en línea con la consolidación de la recuperación de la producción industrial en los próximos meses que impulsará la inversión. Respecto al gasto de los hogares, el aumento de la confianza de los agentes económicos, ligado a la buena evolución del mercado de trabajo (reducción tasa de paro en alrededor de 0,2pp desde principios de año) y el reciente aumento salarial (2,1% t/t en 2T13), continúan reflejándose en unas ventas al por menor que se mantuvieron relativamente estables hasta septiembre, sugiriendo que el consumo privado continuará apoyando el crecimiento. Finalmente, algo menos optimistas son los datos del sector exterior, con las exportaciones contrayéndose ligeramente, mientras que las importaciones resisten, por lo que apunta a que la contribución de las exportaciones netas podría desvanecerse nuevamente, siendo también responsables de la moderación prevista del crecimiento. Aunque los datos para 4T13 son escasos, y es prematuro extraer conclusiones, son consistente con nuestra previsión de que se mantenga el ritmo de crecimiento (+0,5% t/t).

**Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014:** nuestras previsiones continúan contemplando una recuperación sólida de la economía alemana sustentada por la mejora de la demanda doméstica. No obstante, el mayor crecimiento del esperado en 2T13 nos ha llevado a revisar nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de 2013, en +0,1 pp. hasta el 0,6%, mientras que mantenemos nuestra previsión del 1,8% en 2014. La continua mejora del mercado de trabajo, el aumento de los salarios, la inflación moderada y la reducción de los costes de financiación deberían sustentar 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 robustez del crecimiento global, unido a las facilidades 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:** el repunte de la inflación a finales de 2T13 y principios de 3T13 hasta el 1,9% a/a se debió tanto al repunte de la inflación de los productos energéticos como de la subyacente, si bien la primera volvió a desacelerarse en agosto y septiembre, por el efecto base de la subida de dichos precios un año antes, para dejar la inflación general en el 1,6% a/a, mientras que la subyacente se mantuvo estable en el 1,5% a/a. Para los próximos meses, esperamos que la inflación subyacente se mantenga relativamente estable o aumente ligeramente de nuevo, además de por la mayor demanda doméstica, porque tenga lugar cierta traslación de los mayores costes laborales a los precios finales, si bien se compensará en parte 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 el saldo vuelva a quedar equilibrado (0% del PIB). Como resultado, la deuda pública empezaría a reducirse ligeramente este año (tras permanecer relativamente estable alrededor del 82% del PIB desde 2010), para situarse ligeramente por debajo del 80% del PIB y alrededor de 77% para el 2014.

**Francia: el aplazamiento del ajuste fiscal evitará que la economía se contraiga en 2013, para crecer ya moderadamente el año que viene**

PIB: +0,2% en 2013 +1,2% en 2014

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

**Últimos datos oficiales para 2T13:** la economía francesa volvió a crecer en 2T13, más de lo esperado (0,5% t/t; BBVA Research: 0%) y tras haberse contraído en los dos trimestres anteriores, debido fundamentalmente a un mayor gasto del sector privado (con un aumento del consumo privado del 0,4% t/t y una moderación en la caída de la inversión hasta el -0,4% t/t), sustentado por la estabilización del mercado de trabajo así como por el aumento tanto de la renta disponible como de los beneficios empresariales, pero también por el significativo apoyo del consumo público (+0,7% t/t). Todo lo anterior junto con el aumento del stock de inventarios resultó en una contribución positiva de la demanda doméstica al crecimiento trimestral del PIB de +0,5pp. Este mayor dinamismo de la demanda interna junto con el rebote de las exportaciones (+2% t/t tras contraerse un -0,5% t/t en los dos trimestres anteriores) también se dejó notar en el crecimiento de las importaciones (1,7% t/t, tras la debilidad mostrada durante el último año y medio), resultando en una contribución nula de las exportaciones netas.

**Estimaciones para el 3T13:** los datos más recientes apuntan a que la economía podría haber crecido ligeramente en 3T13, pero a un ritmo mucho más moderado (+0,1% t/t). Por un lado, los indicadores de confianza aumentaron en el tercer trimestre, especialmente los PMIs que superaron los 50 puntos, y aunque dicha mejora fue generalizada por sectores, fue más intensa en el sector servicios y apuntan a que el principal soporte de la recuperación continuará siendo la demanda doméstica. En particular, las ventas al por menor hasta agosto volvieron a crecer (1,7% sobre 2T13, tras 0,7% t/t) y sugieren que, aún débil, el consumo privado podría haber crecido ligeramente en este trimestre. No obstante, la producción industrial hasta agosto cayó significativamente (-1,5% sobre 2T13, tras +1,2% t/t), y junto con la incertidumbre sobre la consolidación de la recuperación y la demanda futura no sugieren un aumento de la inversión en el corto plazo. Finalmente, los datos de la balanza comercial hasta agosto apuntan a que las exportaciones netas podrían haber vuelto a lastrar el crecimiento trimestral del PIB, al volver a caer las exportaciones (-0,9% sobre 2T13) mientras que las importaciones prácticamente se estancaron (0,4% sobre 2T13). Los datos disponibles para 4T13 son muy limitados (confianzas de octubre), pero apuntan hacia un estancamiento de la actividad y revelan ciertos riesgos a la baja sobre nuestra previsión de +0,3% t/t para final de año.

**Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014:** aunque no cambiamos nuestra valoración sobre los fundamentales que subyacen a la lenta y gradual recuperación de la economía francesa, la sorpresa positiva en 2T13 hace que revisemos al alza nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 en +0,3pp hasta el 0,2%. En particular, nuestras previsiones contemplan que la confianza de los agentes económicos continuará mejorando, ya que el aplazamiento de la consolidación fiscal continuará redundando en un aumento de la renta disponible de los consumidores (beneficiada además por la moderación de la inflación) y en los beneficios empresariales, lo que terminará reflejándose en un aumento de la inversión y una estabilización del mercado de trabajo. Por lo tanto, el consumo privado aumentará ligeramente este año (+0,3% tras -0,3% en 2012) para crecer alrededor del 1% en 2014. Esta mejora de la demanda interna se verá reforzada por un mayor crecimiento de las exportaciones, y junto con las buenas condiciones de financiación terminará impulsando la inversión, que repuntará en 2014 tras la caída prevista para este año (-2,1% en 2013 y 1,7% en 2014). La mejora paulatina del gasto interno (0,1pp en 2013 y 1,1pp en 2014), también apoyada por el crecimiento del consumo público (1,5% en 2013 y 0,6% en 2014), redundará en un aumento de las importaciones sobre todo el año que viene (0,6% en 2012 y 3,3% en 2014), reduciéndose la contribución positiva de las exportaciones netas en el horizonte de previsión (0,2pp tanto en 2013 como en 2014, tras 1pp en 2012).

**Perspectivas de inflación:** para el conjunto de 3T13, tanto la inflación general como la subyacente aumentaron ligeramente en 0,2pp respecto al trimestre anterior para mantenerse relativamente estables en el 1% y 0,9% a/a, respectivamente, en línea con lo esperado, e interrumpiendo la fuerte moderación del crecimiento de los precios que se venía registrando desde finales del pasado año. Dado al panorama económico esperado, con una demanda doméstica relativamente resistente, la inflación se mantendrá estable en los próximos meses y mantenemos nuestras previsiones para la tasa media anual de inflación tanto para 2013 como para 2014 en el 1,1% y 1,3%, respectivamente.

**Sector público:** el déficit nominal de este año se ha revisado ligeramente al alza (4,1% del PIB, tras el 3,9% previo), tras la relajación anunciada por Bruselas ya en mayo de este año de alrededor de 0,5pp del PIB hasta el 1,3% en 2013. El déficit para 2014 se mantiene en el 3,6% ya anunciado a principios de año. Por otra parte, la deuda pública pasaría del 90,2% registrado en 2012 al 93,4% en 2013, y en el 2014 seguiría aumentando hasta alcanzar el 95,1% del PIB.



## Italia: las exportaciones netas continuarán siendo el principal apoyo de la tímida recuperación esperada a finales de año, para dar paso a un crecimiento moderado en 2014

PIB: -1,9% en 2013 +0,7% en 2014

IPCA: +1,4% en 2013 +1,7% en 2014

**Últimos datos oficiales para 2T13:** la recesión se moderó en el segundo trimestre del año (-0,3% t/t tras -0,6% t/t en 1T13), en línea con lo esperado (BBVA Research: -0,3%; Consenso: -0,4%), debido fundamentalmente al apoyo de las exportaciones netas (+0,4pp tras -0,3pp en 1T13), mientras que se redujo ligeramente el ritmo de deterioro de los componentes de la demanda doméstica, con la excepción de los inventarios (-0,4pp tras +0,3pp en 1T13). La caída del consumo privado -0,4% t/t tras -0,5% t/t en 1T13) junto con las restrictivas condiciones financieras pesaron más sobre las decisiones de los empresarios que la mejora de las ventas al exterior y la interrupción de la caída de los beneficios empresariales (0% t/t tras -0,4% t/t en 1T13), lo que volvió arrastrar la inversión, si bien de manera menos abrupta (-0,3% t/t tras -2,9% t/t en 1T13).

**Estimaciones para el 3T13:** las encuestas de confianza revelan señales positivas; por un lado, la mejora registrada en los indicadores de la CE apunta a otra moderación en la caída del PIB en 3T13; por otro lado, los PMIs siguen al alza por segundo trimestre consecutivo y ya superan los 50 puntos en septiembre, empujados por las mejores expectativas de pedidos externos. Estos datos están en línea con nuestra estimación de una contracción del PIB de -0,1% t/t, lastrada todavía por la debilidad de la demanda doméstica y sustentada, de nuevo, por la contribución positiva de las exportaciones netas. Ya hay indicios de cierta resistencia de los factores que subyacen al consumo de los hogares. La inflación se moderó marcadamente desde finales de 2012 (-0,8pp en 4T12, -0,6pp en 1T13, -0,8pp en 2T13 y -0,2pp en 3T13) y unido a la ausencia de nuevas subidas impositivas tras confirmarse la cancelación del Impuesto Municipal Único sobre la primera vivienda, continuará redundando en un aumento de la renta real disponible de los hogares, si bien a un ritmo moderado ante el continuo deterioro del mercado de trabajo. Esto ya se está reflejando en los datos de ventas al por menor disponibles hasta agosto, que muestran una moderación en la caída del gasto de los hogares. Con todo, el consumo privado se mostrará un poco más resistente en 3T13. Los datos de balanza comercial sugieren que las exportaciones netas seguirían contribuyendo positivamente en la moderación de la caída del PIB, pero menos que en 2T13, debido sobre todo a un mayor aumento de las importaciones. No obstante, el rebote de los pedidos industriales del exterior 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:** nuestras previsiones continúan contemplando un ligero crecimiento en 4T13, para ganar algo de impulso durante el próximo año, resultando en una caída del PIB del -1,9% este año y un crecimiento del 0,7% en 2014. Por componentes, en 2013 la demanda interna podría drenar -3,0pp al PIB, ya que se espera una fuerte caída de la inversión (-6,0%), pero también del consumo privado (-2,6%) y del consumo público (-0,8%). En cuanto al sector exterior, este año se espera una contribución positiva de 1.1pp, derivada sobre todo de la caída de las importaciones, mientras que las exportaciones se mantendrán 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).

**Perspectivas de inflación:** tal como anticipábamos hace tres meses, la inflación se moderó sustancialmente a lo largo del tercer trimestre, especialmente la inflación general, como consecuencia de la reducción de los precios de la energía. La inflación se ha desacelerado alrededor de -2,8pp desde mediados del pasado año hasta el 0,9% a/a en septiembre, mientras que la subyacente lo hizo en -1,2pp hasta el 1,3% a/a, tras 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 lo que queda de año, para promediar una tasa anual del 1,4% 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%, debido al aumento del IVA introducido el 1 de octubre de este año.

**Sector público:** el objetivo de déficit fijado para 2013 (3,0% del PIB) se ha revisado al alza desde el 2,9% anunciado a principios de 2013. Esto implica un ajuste estructural mínimo, que no debería pesar sobre la actividad en lo que queda de año. Los datos de ejecución presupuestaria indican que se alcanzaría esta previsión oficial del 3,0% del PIB en 2013. Por otra parte, para 2014 estimamos que el déficit se reduzca hasta el 2,5%. Además, se han eliminado los riesgos de una desviación mayor, al haberse implementado la subida del IVA tras la suspensión del impuesto sobre la propiedad de la primera vivienda, medidas que se ven compensadas desde el punto de vista presupuestario. La deuda pública alcanzaría en el 2013 el 132,9% del PIB, para luego disminuir ligeramente en el 2014 hasta el 132,7% del PIB.

**España: vuelve al crecimiento sostenido, aunque será moderado**

PIB: -1.3% en 2013 +0.9% en 2014

IPCA: +1,5% en 2013 +1,1% en 2014

**Últimos datos oficiales para 2T13:** el deterioro de la economía española continuó moderándose, con una caída del PIB del -0,1% t/t tras el -0,4% t/t registrado en 1T13. Detrás de este comportamiento estuvo una menor contribución negativa de la demanda interna (-0,3pp tras -0,5pp en 1T13) como consecuencia de la ralentización del ritmo de reducción del déficit público y del fuerte crecimiento de las exportaciones (+0,2pp de contribución de las exportaciones netas), que comienza a tirar de la inversión. Este menor deterioro de la actividad también se dejó notar en una ralentización de la caída del empleo. Ante este panorama, la remuneración por asalariado cayó nuevamente y, junto con el aumento de la productividad, provocaron una nueva reducción de los costes laborales unitarios.

**Estimaciones para el 3T13:** la economía española ha continuado cosechando los frutos de las decisiones de política económica emprendidas a partir de 2012. En particular, se ha consolidado la relajación de las tensiones financieras, a pesar de la aparición de nuevos eventos de riesgo. Así, la contención de la volatilidad siguió contribuyendo a la normalización en la entrada de flujos de capital en España, la revalorización generalizada de las cotizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo, incluso más de lo que se esperaba hace tres meses. Con todo, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que la economía española creció el 0,1% t/t en el 3T13. De confirmarse, la evolución de la actividad entre julio y septiembre habría estado en línea con la esperada a principios del trimestre (BBVA Research: entre el 0,0% y el 0,1% t/t). Los indicadores parciales de coyuntura apuntan a una contracción de la demanda doméstica similar a la observada al cierre del primer semestre del año (-0,3 pp) que, en todo caso, es significativamente inferior a las registradas durante la segunda etapa de la recesión (-0,9pp en promedio). Así, la actividad encontraría su soporte en la demanda externa neta que, a pesar de la corrección de las ventas al exterior tras el repunte del 2T13, aportó 0,4 pp al crecimiento trimestral. De cara al cuarto trimestre de 2013, la información hasta la fecha sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad que, sin embargo, seguiría marcando un ritmo de recuperación todavía anémico en comparación con las anteriores fases expansivas (MICA-BBVA: 0,3% t/t).

**Perspectivas de crecimiento para 2013 y 2014:** los fundamentos de la economía española permiten adelantar que ésta continúe creciendo en lo que resta de 2013 aunque, en el escenario más probable, lo hará a un ritmo insuficiente para evitar una caída del PIB cercana al -1,3% en el conjunto del ejercicio económico. En 2014 la actividad crecerá el 0,9%, dada la mejora prevista del entorno internacional, el menor tono contractivo de la política fiscal y el grado de avance de algunos de los procesos de ajuste internos. Si bien estas cifras no suponen cambios significativos respecto a las previsiones de crecimiento adelantadas en agosto, cabe notar que incorporan una ligera revisión a la baja de la demanda externa neta (consecuencia del menor crecimiento global previsto), y al alza de la demanda doméstica (resultado de la menor debilidad que durante 2013 han mostrado sus componentes). Con todo, se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española: la recesión ha tocado fondo en 2013, dando paso en 2014 a un patrón clásico de recuperación de la actividad.

**Perspectivas de inflación:** durante 3T13 tanto la inflación general como la subyacente se redujeron hasta alcanzar en septiembre el 0,3% y el 0,8% a/a, respectivamente. Dicha evolución se correspondió, principalmente, con el agotamiento de los efectos base generados en la parte central de 2012 provocados por el incremento de los impuestos indirectos, los precios regulados y el coste energético. También se debió a la corrección a la baja en los precios de los alimentos que, en el caso de los no elaborados, se saldó con una caída del 4,0% m/m al cierre del trimestre. Entrando en el 4T13, el indicador adelantado del IPC de octubre señala que la inflación general se redujo (-0,1% a/a) debido, principalmente, al agotamiento del efecto base del aumento de las tasas universitarias y los precios de la energía hace un año, así como la bajada de los precios de los alimentos. Con todo se espera que la inflación continúe en niveles reducidos durante lo que resta de 2013 y el primer semestre de 2014. En consecuencia, se prevé que la inflación media de este año se sitúe en torno al 1,5% en 2013 y al 1,1 en 2014.

**Sector público:** Los resultados observados durante los primeros ocho meses del año podrían ser insuficientes para asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad. Aunque se espera que continúen las políticas de consolidación, existe una creciente probabilidad de que las que han sido anunciadas hasta el momento apenas sean suficientes para compensar los efectos negativos del ciclo económico y del incremento del coste de la deuda. Todo ello situaría el déficit a final de año en el mismo nivel que el de finales de 2012, alrededor del 6,8% del PIB, 0,3pp por encima del objetivo de estabilidad. A pesar de ello, esto significa que la magnitud del esfuerzo fiscal esperado para este ejercicio se sitúe alrededor de los 1,7pp del PIB. Para 2014, y pese al incumplimiento del objetivo de 2013, se espera que tanto la recuperación del ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos públicos sitúen el déficit alrededor del 5,8% del PIB, en línea con los objetivos presupuestarios.



#### Recuadro 4. Portugal: tras tocar fondo en el 2013, con una contracción menor a la inicialmente prevista, la economía empezará a crecer en el 2014

La economía portuguesa mantiene su senda de ajuste, pero parece estar saliendo de la recesión algo antes de lo previsto. La caída del PIB en 2013 será algo menor de lo estimado, pero la consolidación fiscal continuará en 2014, lo que hace que la recuperación esperada vaya a ser relativamente moderada. Por ello, la vuelta a los mercados a mediados de 2014 no está asegurada.

Tras el rebote inesperado de la actividad en 2T13 en un 1.1% t/t, liderado principalmente por la demanda interna pero con una demanda externa que continuó apoyando a la economía, los últimos datos reales y de confianza apuntan a que en lo que resta de año seguiremos viendo unos datos reales que sustenten la recuperación.

##### Los datos de actividad y de confianza apuntan a una estabilización de la economía en 3T13

El indicador de confianza de la Comisión Europea (ESI) registró en el 3T13 un repunte de +3,9 puntos en su promedio trimestral con respecto al promedio del trimestre anterior. Si bien es cierto que el dato es positivo, aún se mantiene en valores históricamente bajos (a una desviación estándar por debajo de la media histórica) y sugiere más una estabilización o tímido crecimiento que el mantenimiento del fuerte ritmo de crecimiento del PIB observado en el segundo trimestre (1.1% t/t) (Gráfico 30).

Por componentes, la confianza del consumidor siguió aumentando en 3T13, lo cual se vio reflejado en las ventas minoristas del trimestre, que registró un repunte de +2,1% con respecto al promedio del 2T13, con lo cual suma tres trimestres consecutivos de crecimiento (Gráfico 31). Por otra parte, los datos de confianza de la industria también mejoraron, pero esta mejora no fue reflejada en la producción industrial de 3T13, que en la media del trimestre registró una ligera caída -0,7% con respecto al promedio de 2T13 (Gráfico 32).

##### Nuestro modelo MICA-BBVA estima que la economía crecerá ligeramente en 3T13 (+0,2% t/t)

Con todos los datos utilizados por nuestro modelo MICA-BBVA, proyectamos que el PIB podría crecer +0,2% t/t en 3T13 (Gráfico 33), con un ligero sesgo a la baja, pudiendo incluso mantenerse plano dado el fuerte repunte observado en el trimestre anterior; y por sobre todo debido a que el dato real de producción industrial en septiembre no fue lo suficientemente bueno para mantener las tasas de crecimiento trimestrales observadas en lo que va del año.

##### La economía se contraería en 2013 a un menor ritmo que el estimado en julio para empezar a crecer en 2014

Los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre y los datos de coyuntura más recientes apuntan a una mejora de las perspectivas de crecimiento para este año, lo que nos lleva a revisar nuestra previsión para 2013, dejándola en el -1,6% (frente al -2,3% estimado en julio) en línea con las nuevas previsiones presentadas por el Banco de Portugal (-1,6% a/a frente a una estimación previa de -2% a/a), muy cercanas también a las presentadas por la troika (-1,8% a/a frente a una estimación previa del -2,3% a/a). En ambos casos, la revisión se basa en que la demanda interna se contraería menos de lo inicialmente esperado.

La economía en el 2014 crecerá levemente (+0,8%) tras tres años consecutivos de contracción económica. Como años anteriores, la demanda externa liderará esta recuperación (+1pp tras +1,7pp en 2013), aunque a tasas más moderadas, sin embargo, la novedad será que por primera vez en tres años la demanda interna prácticamente no drenará crecimiento (-0,2pp tras 3,3pp en 2013) luego de haberlo hecho a tasas muy elevadas, -5,3 pp en promedio anual en el periodo 2011-2013 (ver Sección 5 Tabla 10).

##### Presupuesto de 2014 enfocado a los recortes de gastos

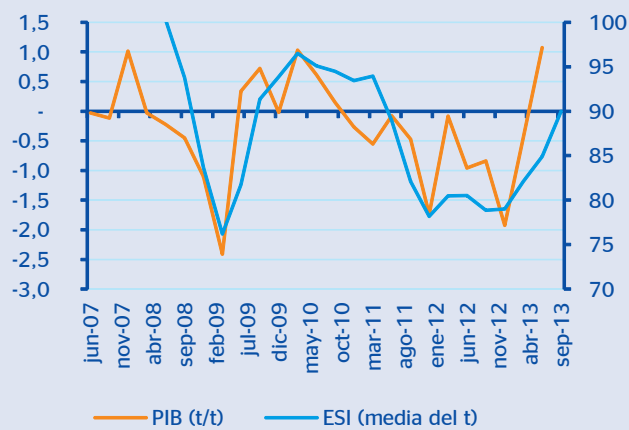
A mediados de octubre el gobierno portugués presentó el borrador del presupuesto 2014, en el cual se prevé el cumplimiento del objetivo de déficit para este año (5,5% del PIB) y una reducción del déficit nominal hasta alcanzar el 4% en 2014, para alcanzar este objetivo se han presentado medidas fiscales por valor de EUR 3,9 mil millones (aproximadamente 2,3% del PIB), de las cuales EUR 3,2 mil millones (1,9% del PIB) serán recortes de gastos y el resto medidas por el lado de los ingresos (EUR 994 millones, 0,6%) y medidas puntuales (EUR 183 millones, 0,1%).

Entre las principales medidas para el 2014 son: i) El recorte salarial a funcionarios públicos, con recortes progresivos de 2,5%-12% del salario, lo que permitirá ahorrar 643 millones de euros (0,4 puntos del PIB); y ii) la convergencia de las fórmulas de cálculo de las pensiones de CGA (caja de funcionarios públicos) con las de la Seguridad Social, lo que implica una reducción de cerca del 10% de las pensiones mayores de 600 euros y de las pensiones de supervivencia mayores de 419 euros (ahorro de 0,4 puntos del PIB).

El Tribunal Constitucional podría declarar inconstitucional algunas de las medidas presentadas en el presupuesto. El valor que estaría en juego ronda los EUR 784 millones (20% del total). Por lo que el objetivo de déficit en 2014 podría desviarse en 0,4 pp hasta alcanzar el 4,4% del PIB; valor muy cercano al 4,5%, objetivo inicialmente propuesto por el gobierno a la troika a mediados de septiembre, propuesta que finalmente no fue aceptada.

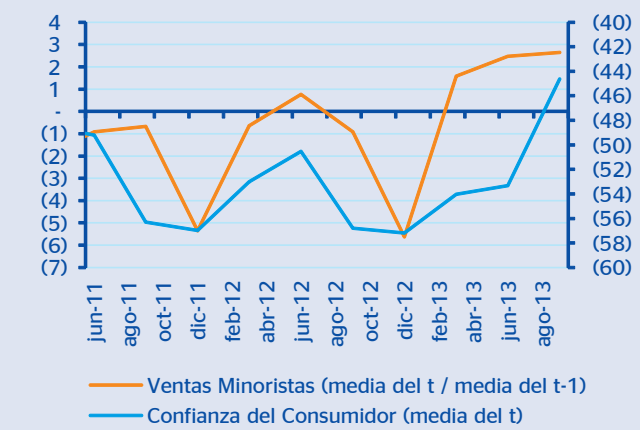
El déficit estructural del 2014, estimado con las nuevas previsiones de crecimiento, se ubicaría en el 2,6% del PIB (tras el 3,7% de 2013) (grafico 34), Todo esto ha sido posible gracias a la importante reducción del déficit estructural realizada desde el 2010, nada menos que el 5,7% del PIB. Si bien es cierto que el saldo estructural aún sigue siendo elevado (casi la mitad de la reducción realizada en el periodo 2010-2013) prevemos que en el periodo 2015-2018 el déficit se mantenga en niveles cercanos al 1,4% del PIB.

Gráfico 30  
**Evolución del PIB y ESI**



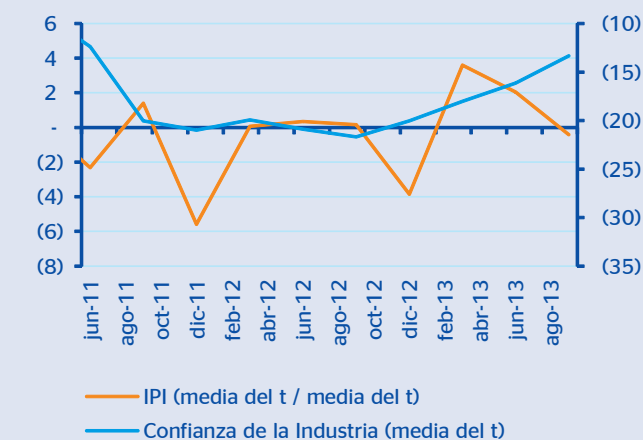
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 31  
**Evolución de las ventas minoristas y la confianza del consumidor**



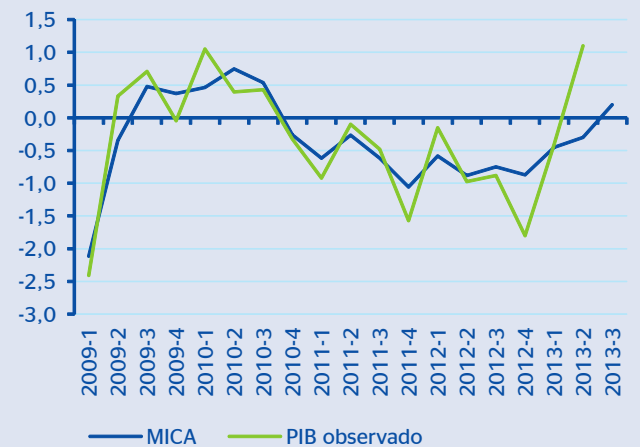
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 32  
**Evolución de la producción industrial y la confianza de la industria**



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 33  
**MICA y PIB observado (% t/t)**

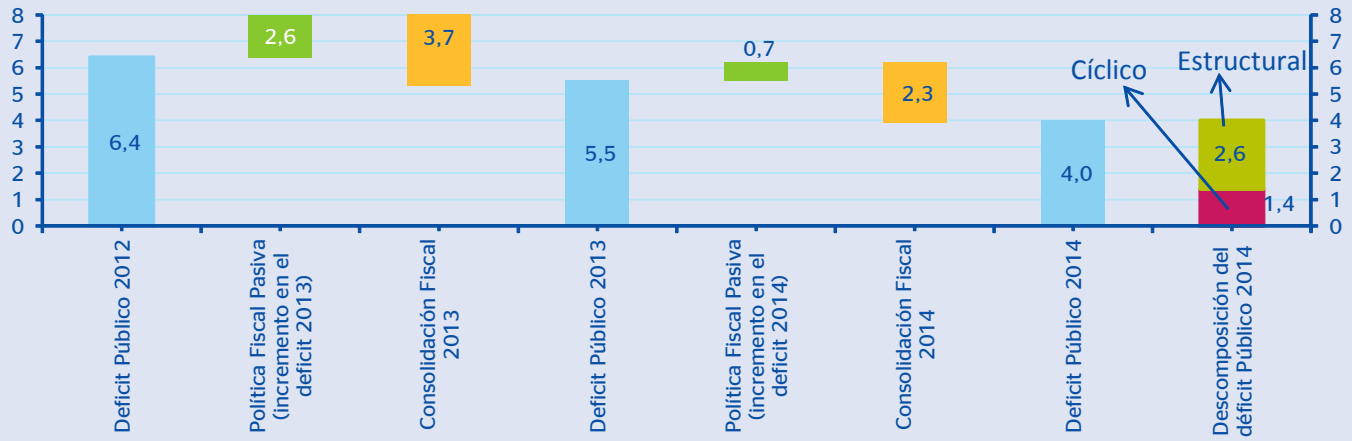


Fuente: BBVA Research

El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Gráfico 34

**Consolidación fiscal 2013-2014 y descomposición del déficit en 2014 (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos del Ministerio de Finanzas

## Recuadro 5. Reino Unido: la política económica apoyará la solidez de la recuperación en el horizonte de previsión

### El PIB rebotó en 2T13, apoyado por la demanda doméstica y los estímulos públicos...

El PIB aumentó un 0,7% t/t en el segundo trimestre, confirmando la solidez de la recuperación tras el aumento del 0,4% t/t del trimestre anterior. No obstante, estos datos, junto con la revisión de los anteriores, mostraron un patrón de crecimiento menos equilibrado de lo que esperábamos hace tres meses, con el rebote de la actividad apoyado por la demanda doméstica (0,7pp), que continuó sustentada por los estímulos públicos en marcha. Por un lado, detrás del aumento de la inversión por segundo trimestre consecutivo (0,8% t/t tras 0,1%) estuvo tanto el fuerte crecimiento de la inversión pública (14,1% t/t) como de la residencial (2,7% t/t), que se sigue beneficiando de varias ayudas del gobierno - Help to Buy y Funding for Lending Scheme -, mientras que la inversión del resto del sector privado volvió a contraerse significativamente (-1,5% t/t), mostrando más evidencia sobre el limitado impacto del FLS sobre esta partida. Por otro lado, el consumo público continuó apoyando la recuperación, al crecer un 0,5% t/t, mientras que el consumo privado se desaceleró ligeramente (0,3% t/t tras 0,5%). Este dinamismo de la demanda doméstica redundó en un repunte de las importaciones (+2,9% t/t tras contraerse alrededor de 1% en los dos trimestres anteriores) y compensó el crecimiento de las exportaciones (3% t/t), resultando en una contribución nula de las exportaciones netas (gráfico 35).

### ... y el dato avanzado del PIB para 3T13 confirma que se mantiene el ritmo de avance

El crecimiento se aceleró hasta un 0,8% t/t en el tercer trimestre del año y continúa mostrando una mejora generalizada por sectores. El sector servicios continuó creciendo a un ritmo estable y robusto del 0,7% t/t. El resto de sectores también mostraron un crecimiento relativamente robusto, con el VAB de la construcción aumentando un 2,5% t/t y el de la industria un 0,5% t/t.

### Los indicadores más recientes sugieren que la solidez de la demanda doméstica es el principal motor de la economía...

Aunque no se conoce la descomposición del PIB por el lado de la demanda, los indicadores disponibles para 3T13 sugieren que se mantiene el apoyo de la demanda doméstica (0,6pp), sobre todo debido a la relativa fortaleza de la inversión y el consumo privado, mientras que el consumo público se podría mantener prácticamente estancado. No obstante, es probable que las exportaciones netas hayan vuelto a apoyar tímidamente la recuperación (+0,2pp).

Por un lado, la ligera mejoría del mercado de trabajo (con el empleo creciendo alrededor de 1% en 1S13 y la tasa de paro bajando alrededor de 0,2pp hasta el 7,7%) unido a los buenos datos económicos han impulsado la confianza de los consumidores, y la reducción de la tasa de ahorro podría haber mantenido el consumo. Así, los datos más recientes muestran un mayor crecimiento de las ventas al por menor hasta septiembre, sugiriendo que el consumo privado debería haber continuado creciendo a una tasa similar a la del trimestre precedente (0,4% t/t).

Por otro lado, la producción industrial hasta agosto volvió a aumentar a un ritmo similar al observado durante 2T13, lo que unido al aumento de la capacidad utilizada de las empresas y unas mejores expectativas de demanda futura, deberían empezar a dejarse notar en una tímida recuperación de la inversión privada.

Por el lado del sector exterior, los datos más recientes de balanza comercial (gráfico 36) muestran que las exportaciones se habrían contraído ligeramente hasta agosto, mientras que las importaciones se habrían mantenido prácticamente estancadas. No obstante, la significativa mejora de los pedidos procedentes del exterior apuntan a una mejora de la evolución de las ventas al por menor al final del periodo, más en línea con nuestra previsión de una nueva contribución positiva de las exportaciones netas de alrededor de 0,2pp.

### ... y la orientación de la política económica debería mantener el ritmo de avance del gasto interno en los próximos trimestres

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 de alrededor de un 0,7% del PIB en el ejercicio fiscal 2013-14 y del 1,1% para el próximo. Los datos de ejecución presupuestaria (gráfico 37) hasta septiembre apuntan a que parece probable que el gobierno alcance el déficit del 6,8% del PIB proyectado por la oficina presupuestaria (OBR), si bien es cierto que la implementación de muchas medidas excepcionales hacen difícil una valoración precisa del desarrollo de las cuentas públicas. En particular, detrás de la reducción del déficit se encuentra principalmente la transferencia de ventas de activos del Banco de Inglaterra y las pensiones del Royal Mail. Esta evolución de las cuentas públicas dará lugar a un aumento de la deuda pública hasta alrededor del 95% del PIB.

Respecto al resto de medidas para promover el crecimiento, la más efectiva parece estar siendo la ayuda a la inversión en vivienda, prorrogada nuevamente en octubre, 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, aunque ya descontado, vino en la política monetaria, con un papel más activo en el apoyo al crecimiento económico y el empleo tras la adopción de una estrategia de conducción de expectativas (forward guidance) en agosto. Tal y como anticipábamos en nuestro anterior informe, mantuvieron el objetivo de inflación (incluyendo tres cláusulas asociados al mismo que condicionan el mantenimiento de esta nueva estrategia y tras haber flexibilizado previamente el periodo de tiempo para que el crecimiento de los precios vuelva a dicho objetivo) y las decisiones de política monetaria (incluidas las no estándar) se ligaron a la evolución de la tasa de paro, situando el umbral en el 7%. El Banco de Inglaterra justificó la elección de este objetivo intermedio por reflejar bien la evolución de la oferta, sobre todo la capacidad ociosa de la economía, al tiempo que es menos volátil que otras variables y es fácil de explicar a los agentes económicos. También se enfatizó en que es un umbral a partir del cual replantearse la orientación de la política monetaria, pero no es un desencadenante para cambiar dicha política. En definitiva, la política monetaria continuará siendo acomodaticia en el horizonte de previsión, como anticipábamos hace tres meses.

#### **La robustez del gasto privado será el principal soporte de la recuperación...**

A pesar de que los determinantes del consumo privado no mejorarán significativamente en el horizonte de previsión, el aumento de la confianza de los agentes económicos no se debería traducir en un aumento de la tasa de ahorro por motivos precautorios (como se observó tras la crisis de 2008) y permitirá que los hogares mantengan el ritmo de gasto que observó durante el primer semestre de 2013. Como resultado, el consumo privado podría repuntar en el conjunto del año hasta el 1,7% y para 2014, debería aumentar nuevamente (1,9%).

Estas expectativas de sostenibilidad de la demanda interna, junto con los planes de inversión pública y las expectativas de consolidación de la recuperación en la zona euro y EE.UU. se reflejarán en un aumento de la inversión, en un contexto en el que las condiciones crediticias del sector deberían ir mejorando paulatinamente. A pesar de ello, y debido las fuertes caídas registradas a final de 2012, la inversión en el conjunto de 2013 se contraerá un -1,9% para rebotar fuertemente en 2014 (6,8%).

Finalmente, el consumo público será neutral, y esperamos que se mantenga prácticamente estancado en el segundo

semestre del año. Como resultado, el crecimiento medio anual se situaría en el 0,2% en 2013 (tras el 1,7% de 2012) y se contraerá en 2014 (-0,4%).

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

Los factores que subyacen a la evolución de las exportaciones mejoraron a lo largo de los últimos trimestres, con un mayor dinamismo de las importaciones desde la zona euro y EE.UU así como la depreciación de la libra esterlina (algo más de un 5% tras apreciarse alrededor de un 6,5% en 2012), y ya se dejaron notar en una mejor evolución de las exportaciones de lo que anticipábamos hace tres meses. Ahora esperamos, que las exportaciones crezcan algo más de un 1% este año, prácticamente el doble que las importaciones, por lo que la demanda externa contribuirá con 0,3pp al crecimiento del PIB en 2013 (-0,7pp en 2012). Para 2014, el mayor dinamismo de la demanda doméstica reavivará las importaciones, por lo que la contribución de la demanda externa se reducirá hasta los 0,2pp (grafico 38). Ante esta evolución, nuestro escenario contempla que continúe la corrección del déficit por cuenta corriente desde el 3,8% del PIB en 2012 hasta el 2,8% en 2014.

#### **Crecimiento algo por debajo del potencial con una lenta mejora del mercado de trabajo**

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestras previsiones contemplan un crecimiento del PIB relativamente robusto y sostenido (alrededor del 0,5% ó 0,6% t/t por trimestre), ya que esperamos una ligera moderación del crecimiento en la última parte de este año y el próximo debido al desvanecimiento de algunos estímulos, principalmente la inversión pública, mientras que las condiciones financieras seguirán siendo favorables para sostener el gasto privado. Aunque lo anterior está en línea con los supuestos contemplados en nuestro anterior escenario, la sorpresa positiva observada en el segundo y tercer trimestre nos ha llevado a revisar ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento (alrededor de 0,4pp) hasta el 1,4% en 2013 y del 2,3% en 2014.

No obstante, ante el cambio de estrategia del Banco de Inglaterra, la evolución de la tasa de desempleo es clave para anticipar el momento en que el comité de política monetaria se pueda plantear un cambio en su política. Nuestras previsiones continúan contemplando sólo una lenta mejoría del mercado de trabajo en los próximos trimestres ya que, tras la crisis, el aumento de la jornada laboral y un mayor uso de la capacidad instalada de las empresas frenarán la creación de empleo. Con todo, esperamos que la tasa de desempleo se sitúe por encima del 7% hasta finales de 2015.

**La inflación se moderará lentamente en 4T13 y de manera más intensa a mediados de 2014**

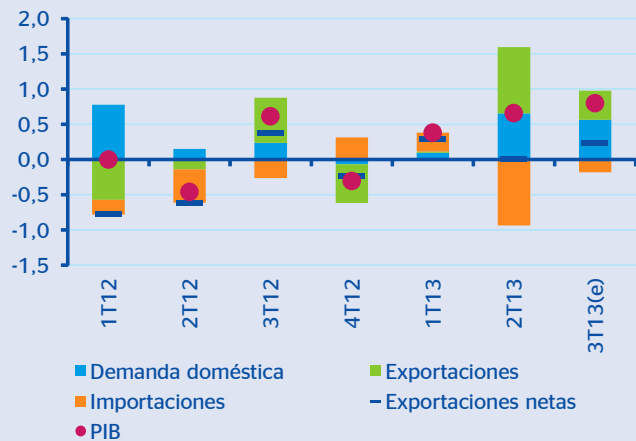
Tras el repunte de la inflación en la primera parte del año (hasta el 2,9% a/a en junio), debido fundamentalmente al fuerte aumento de los precios energéticos ligados a la depreciación de la libra, la inflación general se desaceleró para mantenerse relativamente estable en el 2,7% a/a en el tercer trimestre. Detrás de esta evolución estuvo fundamentalmente la moderación de los precios del componente subyacente (2,3% a/a desde el 2,5%), en línea con lo esperado. Por lo tanto, mantenemos nuestras previsiones de una nueva moderación en el último trimestre del año que será más intensa a partir de mediados de 2014, para acabar el año alrededor del objetivo de inflación. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de

inflación media anual tanto para 2013 como para 2014 en el 2,7% y 2,2% respectivamente.

**En este contexto, el Banco de Inglaterra mantendrá probablemente los tipos de interés hasta finales de 2015**

A pesar de que ahora nuestro escenario contempla una recuperación algo más rápida (e igual de robusta) con una inflación moderándose hasta alcanzar el objetivo a finales del año que viene, dada la nueva función de reacción del Banco de Inglaterra ahora esperamos que mantengan el tipo de interés de referencia en el 0,5% hasta finales de 2015 (en vez de hasta principios de dicho año), mientras que creemos que todavía se ha reducido más la probabilidad de que extiendan las medidas no estándar de política monetaria.

Gráfico 35  
**Crecimiento PIB trimestral (%) y contribuciones (pp)**



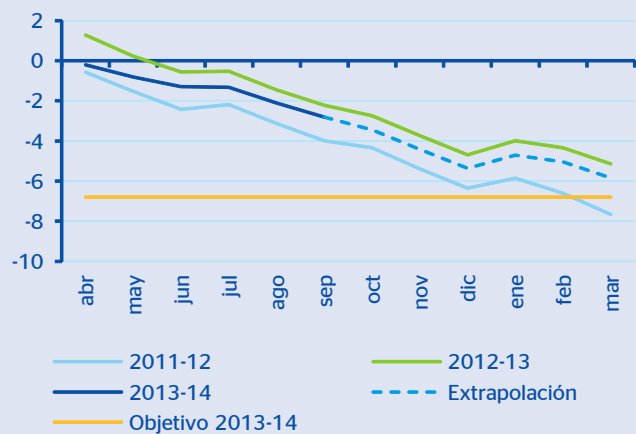
Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 36  
**Balanza comercial. Exportaciones e importaciones (% 3m/3m)**



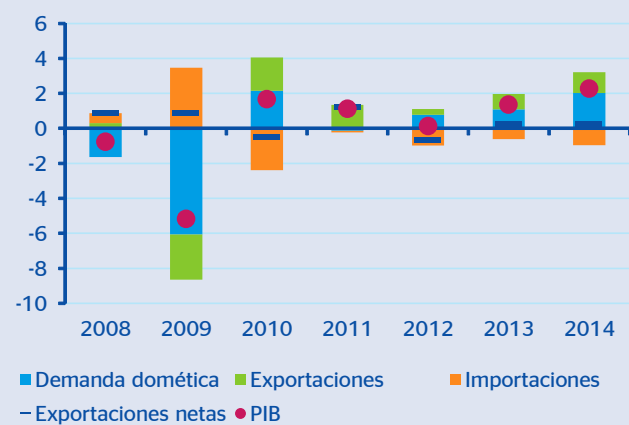
Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 37  
**Necesidad de financiación del sector público excluyendo intervenciones financieras (% del PIB)**



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 38  
**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
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,1</b>
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,5	0,7
Consumo público	0,6	-0,1	-0,5	0,2	0,4
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,7	-3,8	-3,6	2,2
Inventarios (*)	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (*)	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,8</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	11,4	6,7	2,7	1,7	3,9
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,6	-0,8	0,4	3,7
Demanda externa (*)	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
<b>Precios</b>					
IPC	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	1,2
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	-0,5	0,3	-0,7	-0,9	0,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,1	10,2	11,4	12,0	12,0
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4
Deuda pública (% PIB)	85,4	87,3	90,6	94,5	95,0
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,1	1,2	2,1	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	1,6	2,3
UEM	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,6	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	0,2	1,2
Italia	1,7	0,6	-2,6	-1,9	0,7
España	-0,3	0,4	-1,6	-1,3	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,1	1,4	2,3
América Latina *	6,0	4,0	2,5	2,4	3,1
México	5,1	4,0	3,6	1,2	3,1
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,6	2,8
EAGLES **	8,4	6,6	5,0	4,8	5,2
Turquía	9,2	8,5	2,2	3,7	3,6
Asia-Pacífico	8,2	6,0	5,3	5,2	5,3
Japón	4,7	-0,6	2,0	1,9	1,5
China	10,4	9,3	7,7	7,7	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,6	3,7	3,4	3,6
Mundo	5,1	4,0	3,3	2,9	3,6

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research



Tabla 3

**Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)**

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

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

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	-8,9	-8,7	-6,8	-4,0	-3,4
<b>UEM</b>	-6,2	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4
Alemania	-4,1	-0,8	0,2	0,0	0,0
Francia	-7,1	-5,3	-4,8	-4,1	-3,6
Italia	-4,3	-3,8	-2,8	-3,0	-2,5
España *	-9,6	-9,1	-6,8	-6,8	-5,8
Reino Unido **	-10,2	-7,8	-6,3	-6,0	-5,9
<b>América Latina ***</b>	-2,5	-2,3	-2,5	-2,6	-2,6
México	-3,4	-2,6	-3,1	-2,4	-2,3
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-3,2	-3,7
<b>EAGLES ****</b>	-2,5	-1,9	-2,3	-2,2	-2,0
Turquía	-3,6	-1,4	-2,1	-1,2	-2,1
<b>Asia-Pacífico</b>	-3,6	-3,7	-3,7	-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	-5,4	-4,8	-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: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

**Variables financieras**

<b>Tipos de Interés Oficiales (Final período)</b>	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	2,35	3,25
UEM	1,00	1,00	0,75	1,63	2,06
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,2
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,1
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,75	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,33	1,31
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,64	0,64
Japón	87,8	79,7	79,8	97,3	109,9
China (RMB por USD)	6,77	6,46	6,31	6,19	6,02

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre 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	0,7	0,3	1,0	2,3	0,7	1,1	1,4
Consumo público	3,2	3,0	1,3	1,0	1,0	0,9	1,3
Formación bruta de capital fijo	0,6	-11,6	5,2	7,1	-1,3	-1,0	4,1
Inventarios (*)	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	-0,6	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>
Exportaciones	2,3	-13,0	14,8	8,1	3,8	0,9	4,2
Importaciones	3,0	-7,8	12,3	7,5	1,8	1,2	4,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>

 (\*) 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	0,3	0,9
Consumo público	1,2	2,6	1,8	0,5	1,4	1,5	0,6
Formación bruta de capital fijo	0,1	-10,4	1,2	3,0	-1,2	-2,1	1,7
Inventarios (*)	0,3	-1,3	0,2	1,1	-0,8	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
Exportaciones	-0,6	-11,9	9,0	5,6	2,5	1,2	4,0
Importaciones	0,6	-9,5	8,6	5,3	-0,9	0,6	3,3
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>

 (\*) 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	-0,3	-4,2	-2,6	0,1
Consumo público	0,6	0,8	-0,4	-1,1	-2,6	-0,8	-0,5
Formación bruta de capital fijo	-3,8	-11,8	0,5	-1,6	-8,4	-6,0	0,7
Inventarios (*)	0,0	-1,1	1,1	-0,1	-0,6	-0,2	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,1</b>
Exportaciones	-2,8	-17,7	11,2	6,9	1,9	-0,2	3,6
Importaciones	-2,9	-13,6	12,3	1,4	-7,5	-4,2	1,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>
<b>PIB</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,7</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>

 (\*) 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	-3,3	-5,4	-2,4	-0,3
Consumo público	0,3	4,7	0,1	-5,1	-4,8	-2,2	-1,4
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-8,6	-3,1	-10,5	-14,3	-8,3	2,1
Inventarios (*)	0,0	-1,1	0,9	-0,2	0,2	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,2</b>
Exportaciones	-0,1	-10,9	10,2	6,9	3,2	6,9	5,3
Importaciones	2,3	-10,0	8,0	-5,3	-6,6	2,4	3,0
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>

 (\*) 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
<b>Consumo privado</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,1</b>
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-1,7	-1,6
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-6,4	0,7
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	1,0	6,5
Construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-11,0	-3,2
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-9,0	-0,7
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-12,6	-5,3
Inventarios (*)	0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,1</b>
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,7	7,6	2,1	4,6	6,3
Importaciones	-5,2	-17,2	9,3	-0,1	-5,7	-1,0	3,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,9</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>

 (\*) 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	1,2	1,7	1,9
Consumo público	2,2	0,6	0,5	0,0	1,7	0,2	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,9	-1,9	6,8
Inventarios (*)	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,5	0,3	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	1,1	-8,7	6,7	4,5	1,0	2,7	3,8
Importaciones	-1,7	-10,7	7,9	0,3	3,1	1,8	2,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>

 (\*) Contribuciones al crecimiento  
 Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

## 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

+34 91 374 75 28

**Massimo Trento**

massimo.trento@bbva.com

*Con la colaboración de:*

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

**Tatiana Alonso**

tatiana.alonso@bbva.com

**María Martínez**

maria.martinez.alvarez@bbva.com

## 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@bancofrances.com.ar

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

### *Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

### *Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

### *Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@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

Política de Recuperación y Resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

**Matías Viola**

matias.viola@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