

# Situación Europa

Tercer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **Las tensiones financieras se recrudecen** en el segundo trimestre del año y la eurozona entra en recesión.
- **Es urgente que las autoridades europeas aceleren los planes de unión fiscal y bancaria**, e intervengan para reducir las tensiones a corto plazo.
- **Si se aplican las medidas previstas en la cumbre europea y por el BCE**, los problemas de financiación deberían comenzar a remitir después del verano.
- **La zona euro debería crecer muy ligeramente en 2013**, aunque la periferia se mantendrá aun en recesión y los riesgos son a la baja.

# Índice

Editorial.....	3
1. Entorno global: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica.....	5
2. La crisis europea sigue sin resolverse.....	9
Recuadro 1. La dinámica de los saldos TARGET2.....	16
3. Perspectivas para el conjunto de la zona euro.....	18
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado.....	25
Recuadro 2. Portugal: Hacia una recesión más moderada este año y cerca del estancamiento en 2013.....	30
Recuadro 3. Reino Unido: La intensificación de la recesión lleva al Banco de Inglaterra a volver a intervenir con el objetivo de impulsar el crédito en la economía.....	33
4. Tablas.....	36

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2012

## Editorial

El segundo trimestre del año no ha sido positivo para la zona euro, que continúa inmersa en una fuerte crisis financiera y económica, sobre todo en los países periféricos, y ha visto cómo los indicadores macroeconómicos se deterioraban después de un primer trimestre de mejora. La eurozona superó parcialmente una situación difícil en Grecia, donde la reestructuración de la deuda en abril fue seguida por un período de inestabilidad política que, tras dos elecciones generales, ha dado lugar a un gobierno de coalición que está a favor de la permanencia del país en la zona euro y del mantenimiento del programa de reformas. En cualquier caso, la situación de Grecia continúa siendo difícil, ya que va a sufrir una recesión muy profunda este año y la sostenibilidad de su deuda pública a largo plazo aún no está asegurada, a pesar de la reestructuración.

Más allá de Grecia, las tensiones financieras se han recrudecido durante el segundo trimestre y han afectado sobre todo a España e Italia. Las causas de este deterioro financiero se pueden encontrar en las dudas por parte de los mercados sobre la consolidación fiscal, los planes de reestructuración de parte del sistema financiero español, incluso después de la ayuda de recapitalización de 100 mil millones de euros aprobada por la eurozona, y por la percepción generalizada de que las decisiones adoptadas hasta ahora por las autoridades europeas, a pesar de los avances conseguidos, no son suficientes para resolver la crisis.

Las medidas tomadas en la cumbre europea del 28-29 de junio fueron pasos positivos y necesarios, pero no suficientes por lo que no han tenido consecuencias inmediatas sobre las tensiones financieras. La supervisión común del sistema bancario, en principio debería estar aprobado para el mes de diciembre, es un primer paso hacia la unión bancaria, aunque el resto de los elementos necesarios para dicha unión, así como la unión fiscal, quedan para más adelante, con propuestas que se presentarán en octubre y se deberían aprobar en la cumbre diciembre si existe un acuerdo entre los países de la eurozona.

La cumbre de junio se focalizó más en medidas para atajar los problemas del corto plazo. Más allá del plan de medidas de crecimiento, que apenas supone la inyección de dinero fresco, así como la recapitalización directa de los bancos que lo requieran por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) una vez que esté en marcha la supervisión bancaria común ayudará a romper la relación entre deuda soberana y bancaria. La precisión de que las intervenciones en los mercados de deuda soberana del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el MEDE podrá llevarse a cabo sin condicionalidad adicional a la ya establecida por la Comisión en el semestre europeo es un paso más, aunque pequeño, para aliviar las tensiones de la deuda soberana en países como España e Italia, y en cualquier caso requiere la petición previa de ayuda por parte de estos países, y un memorando de entendimiento con Europa. Como se puede ver, las medidas son positivas, pero no de aplicación inmediata, y no han constituido una solución convincente y definitiva ante las dudas del mercado. Sigue sin existir un comprador de última instancia para la deuda soberana, papel que el BCE no cumple; los inversores continúan incorporando un riesgo de tipo de cambio a sus decisiones de inversión dentro de una unión monetaria ante la posibilidad de ruptura del euro, cuya probabilidad consideran mayor tras el episodio griego y la evidencia de que la estrategia adoptada por Europa para reconducir los desequilibrios de la periferia pasa por una fuerte recesión en varios países, que hace más difícil los ajustes. A esto se añaden los retrasos en la aprobación del MEDE en Alemania y las declaraciones de políticos europeos poniendo en duda la validez de lo acordado en la cumbre, lo cual genera ruido en el mercado, que ve altos riesgos de implementación en las decisiones adoptadas.

Ante este panorama, es importante que los países continúen aplicando la hoja de ruta definida a través de los programas de reformas y ajustes, y que se pongan en marcha las decisiones tomadas en junio para aliviarlo más rápidamente posible los problemas de financiación de los soberanos y los agentes privados en la periferia. Las intervenciones en los mercados soberanos pueden tomar distintas modalidades (compras en el mercado primario de deuda, compras en el mercado secundario, avales de las nuevas emisiones de deuda), e incluso se puede potenciar la capacidad de compra de los fondos de rescate otorgando una licencia bancaria al MEDE que sería muy eficaz para aliviar las tensiones de liquidez.

En este contexto, la reunión del BCE del pasado 2 de agosto despejó varias incertidumbres en torno a la posible resolución de la crisis de deuda. El BCE señaló que es probable que reanude las compras de bonos, pero enfatizó que es condición necesaria que los países pidan al fondo de rescate EFSF / ESM apoyo, y que entonces el fondo intervenga en el mercado primario. La petición formal conllevaría la firma de un memorando de entendimiento, y a pesar de que el presidente Draghi anunció que estaría sujeta a una condicionalidad estricta, ésta no debería suponer condiciones adicionales a las recomendaciones establecidas en el marco del semestre europeo, tal y como se decidió en la cumbre de finales de junio. A partir de ese momento, el BCE estará listo para reactivar las compras de bonos en el corto plazo en el mercado secundario. En esa reunión también se presentó una orientación de medidas no estándar (aunque sin detalles, ya que el BCE va a diseñar las distintas modalidades en las próximas semanas), y al hacerlo, envió una fuerte señal de que el BCE hará lo que sea necesario para preservar la moneda común.

La hoja de ruta cada vez se ve más clara, pero los riesgos de implementación son evidentes, y se derivan de la posibilidad de un accidente financiero en algún punto o sector de Europa, con un potencial de contagio elevado a otros países. Sin embargo, ni siquiera en ese escenario creemos factible una ruptura del euro, ya que las autoridades europeas han tomado ya decisiones importantes que dan lugar a una mayor integración económica, y parecen más que dispuestas a intervenir de manera decidida en caso de que sea necesario.

# 1. Entorno global: una desaceleración que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

## **El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo**

Dado el debilitamiento de la economía mundial registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas es determinante para mejorar las perspectivas de crecimiento en 2013. El escenario de crecimiento mundial descrito en esta publicación, en torno al 3,5% durante el periodo 2012-2013, depende tanto del seguimiento y aplicación de las medidas ya aprobadas como de la adopción de medidas nuevas. Estos pasos son necesarios para evitar un "accidente" financiero en Europa<sup>1</sup> y un ajuste fiscal automático en Estados Unidos (EE.UU.), además de para estimular el crecimiento de las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En la zona euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesario que implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EE.UU.

---

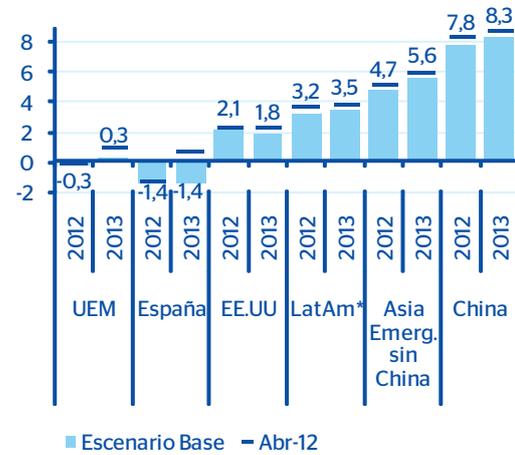
<sup>1</sup>: El "accidente" financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)



\* Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Crecimiento del PIB por áreas (%)



\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research

## La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción de la zona euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, y el uso efectivo de los mecanismos de estabilización europeos (primero del FEEF y, posteriormente, del permanente MEDE) para las intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del BCE, están contribuyendo a moderar las tensiones.

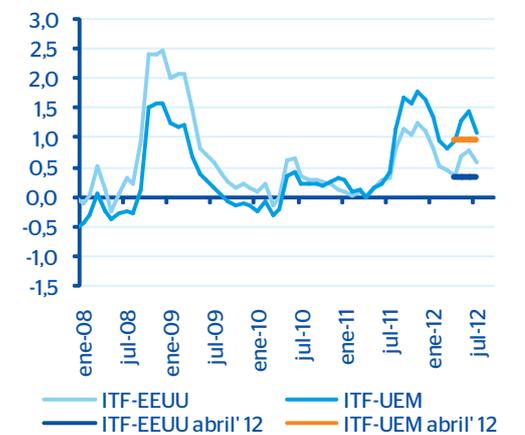
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado de la continuidad de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, dado el riesgo derivado de un proceso de implementación de las medidas aprobadas demasiado largo y sometido a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar

en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no achacable a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3,7% y 3,0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiación doméstica y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2,2% desde el 3,3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

Gráfico 3  
Indicador de tensiones financieras, BBVA Research(\*)



(\*) Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
Tipo de cambio  
dólar-euro y prima de riesgo de España e Italia



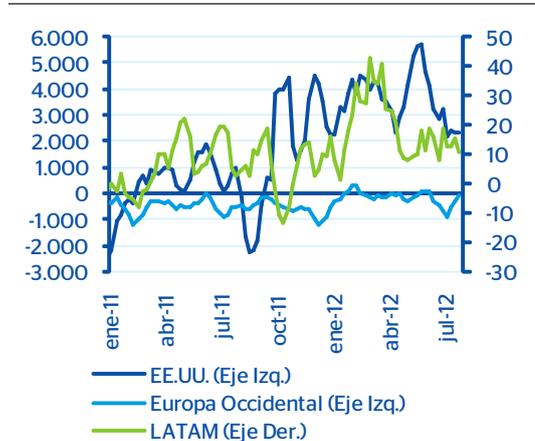
Fuente: BBVA Research y datos EPFR

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8,3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

## El carácter como activo refugio de algunos países de la euro zona se ha visto afectado por una abundante liquidez, acumulación de desequilibrios y la falta de resolución de la crisis europea

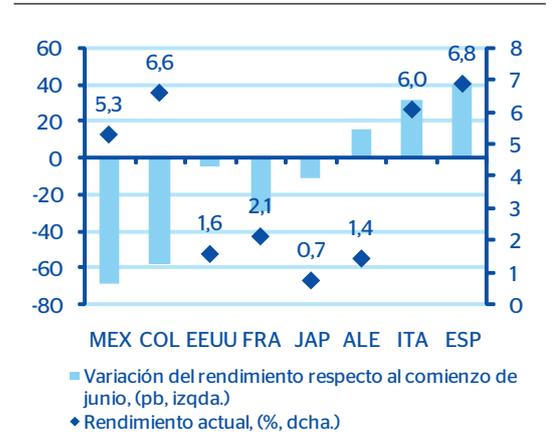
Un entorno como el descrito es muy incierto en su resolución por incluir factores de economía política doméstica, que puede estar poco alineada con los incentivos de resolución de una crisis supranacional. Además, el escenario de riesgo que predomina en el horizonte de predicción sigue caracterizado por situar el foco de riesgo sistémico en las economías más desarrolladas, en especial en la euro zona. En las emergentes, además, mantienen en general una diferenciación positiva respecto a las desarrolladas en cuanto al margen de actuación de sus políticas de demanda, fiscal y monetaria. En consecuencia, las salidas de flujos de Europa y las entradas tanto a EE.UU. como a mercados emergentes, como los latinoamericanos, se están acelerando.

Gráfico 5  
Flujos a deuda soberana  
(miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y datos EPFR

Gráfico 6  
Rendimiento de los bonos de largo plazo (10 años),  
cambios desde el comienzo de junio (pb)



Fuente: BBVA Research

Esos cambios en los flujos financieros son reflejo de la incertidumbre y del foco de riesgo en los mercados desarrollados y han producido un cambio en el carácter de activos de riesgo y activos seguros de ambos mercados. Desde el final de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de EE.UU., el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (EE.UU. y Alemania) ha venido cayendo estando ya en niveles históricamente muy bajos (Gráfico 6). A ello se unió desde final de junio como elemento de impacto adicional en el mismo sentido, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Así, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas de la zona euro y al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes como el mexicano o el colombiano se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, en países con canales de contagio directo, en general, relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.

Con todo, la continuidad de este escenario está sujeta a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionistas o de crecimiento local que justifiquen subidas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aún así, está por ver si las fortalezas domésticas en términos de riesgo de crédito por equilibrio fiscal se perciben como tales ante un evento "a la Lehman". Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia y banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia, además de sin desequilibrios externos significativos, sean considerados libres de riesgo. Por otra parte, una nueva expansión del balance de la Fed puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

## 2. La crisis europea sigue sin resolverse

### Tras superar los riesgos en Grecia, el foco de atención se ha trasladado a España, y por extensión a Italia

Las elecciones en mayo y junio en Grecia estuvieron acompañadas de tensiones financieras elevadas ante el riesgo de salida de Grecia de la eurozona, lo que podría haber tenido un efecto arrastre al resto de los países. Salvado el escollo, el foco de atención se ha trasladado a España, ligado a la reestructuración de su sector financiero a los problemas fiscales. A pesar de la ayuda aprobada por la eurozona para recapitalizar parte del sistema financiero español y de las medidas fiscales adoptadas por el gobierno, el estrés no ha disminuido, y afecta también a Italia. La cumbre Europea de finales de junio adoptó medidas positivas sobre la recapitalización bancaria y la eventual intervención en los mercados del ESM, pero no ha tenido el efecto esperado ante los riesgos de implementación.

### Las elecciones en Grecia han evitado una salida del país de la eurozona en el corto plazo, pero han introducido el riesgo de cambio dentro de la zona euro

Las elecciones griegas de mediados de mayo no dieron lugar a una mayoría suficiente de los dos partidos que habían estado apoyando hasta ese momento al gobierno técnico de Lukas Papademos, por lo que se tuvieron que repetir el 17 de junio. En las semanas previas a las elecciones, las tensiones en los mercados financieros arreciaron ante la posibilidad de victoria de un partido (o la formación de una coalición de gobierno) que no estuviese a favor de respetar en lo fundamental los acuerdos firmados por Grecia con la troika, lo que se interpretó como un riesgo elevado de salida del euro por parte de Grecia en el corto (a pesar de que la mayoría de los partidos griegos están a favor de la continuidad en el euro). Finalmente, tras las segundas elecciones, se ha formado una coalición de gobierno entre Nueva Democracia, Pasok (los dos partidos apoyaban al gobierno previo) e Izquierda Democrática, que conjuntamente obtuvieron mayoría parlamentaria.

El nuevo gobierno, liderado por Antonis Samaras, ha aprobado un programa centrado en privatizaciones, y con recortes adicionales por 11,5 mM € para cumplir con el programa de la troika y está pendiente de renegociar un ajuste fiscal más lento del previsto, para retrasar dos años el objetivo de déficit del 3% del PIB hasta 2016. En principio, aunque la posibilidad de salida del euro de Grecia ha disminuido a corto plazo, los riesgos sobre el país continúan siendo muy elevados, dado que la recesión es mucho mayor de lo previsto (de más del 6% de caída del PIB este año), los objetivos de déficit para este año no se van a cumplir, y en principio las autoridades europeas no están dispuestas a alargar los plazos de ajustes y reformas.

### Las dudas de los mercados han afectado particularmente a España e Italia

Las tensiones financieras de los últimos meses han estado también ligadas a la situación de los grandes países periféricos de la zona euro, Italia y España. Si en el caso de Italia las preocupaciones se relacionan con los problemas que los altos tipos de interés tienen sobre una deuda pública muy elevada (por encima del 120%) y por las dudas sobre la pervivencia del gobierno de concentración nacional que ha llevado a cabo las últimas reformas y ajustes, en el caso de España las dudas se relacionan sobre todo con los problemas de parte del sistema financiero y de déficit público. En este último caso, la constatación de que el déficit público en 2011 fue mucho más elevado del inicialmente previsto (rozando el 9%), lo que supone mayores esfuerzos de ajuste en 2012 y en los años sucesivos, junto a la percepción de las dificultades para reducir gastos en las Comunidades Autónomas, han exacerbado las tensiones.

En cuanto al sistema financiero, tras las dificultades de Bankia y su nacionalización, el EFSF ha concedido una línea de crédito de hasta 100 mM € para reforzar la solvencia del sistema financiero español, lo que supone un paso claro para la disminución de las tensiones. Esta ayuda se materializará en un préstamo del FEEF al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que se transferirá al MEDE sin estatus prioritario cuando éste esté operativo, tal y como se acordó en la cumbre de junio (ver más abajo). El MEDE estará autorizado para recapitalizar directamente a los bancos, siempre que para entonces se haya establecido algún mecanismo de supervisión única europea. Mientras tanto, el responsable de la devolución del crédito es el Gobierno español.

En cualquier caso, las dificultades de los países periféricos se mantienen. A la relación entre problemas bancarios y deuda soberana, se une el círculo vicioso que se produce entre la recesión, los problemas fiscales y los altos tipos de interés de la deuda, en parte inducido por la falta de éxito de las autoridades europeas en eliminar definitivamente el riesgo de ruptura del euro.

## En la cumbre europea de finales de junio se aprobaron medidas de apoyo a la banca y de intervención en los mercados de deuda, pero los riesgos de implementación son elevados

La cumbre europea de finales de junio intentó solventar las tensiones financieras que afectaban de forma excesiva a los grandes países de la periferia europea, España e Italia. En las semanas previas a la cumbre se hablaba abiertamente de concretar un plan de crecimiento, ya aprobado en la cumbre de marzo, que compensase el sesgo restrictivo de la política fiscal, y de los preparativos de reformas institucionales a largo plazo por parte de los presidentes de la Unión Europea, la Comisión, el BCE y el Eurogrupo, y que incluirían la hoja de ruta para una unión fiscal y sobre todo, una unión bancaria. Finalmente, la cumbre se centró en soluciones que atacaban las dudas a corto plazo del sistema financiero, dejando la mayoría de los temas institucionales para cumbres posteriores en octubre y diciembre.

En concreto, en la cumbre se acordó:

- Los fondos del mecanismo permanente de rescate (MEDE) se podrán utilizar para la recapitalización directa del sistema bancario, una vez se ponga en marcha la unificación del sistema de supervisión bancaria en la zona euro en el que el BCE jugará un papel central. Esta decisión afecta directamente al sistema bancario español, que recibirá fondos del MEDE sin que éstos tengan prelación respecto a otros inversores. La eurozona se compromete también a revisar el caso de los bancos irlandeses a finales de este año, lo cual ha desencadenado una caída muy considerable de las primas de riesgo de la deuda irlandesa. Estas decisiones son importantes para romper el círculo vicioso establecido entre la deuda bancaria y la deuda soberana.
- La intervención del fondo temporal de rescate (FEEF) y del MEDE en los mercados soberanos de deuda, permitida desde la cumbre del verano de 2011, se podrá hacer sin condicionalidad adicional a la ya determinada en las recomendaciones habituales del semestre económico europeo. Sin embargo, los países que requieran dicha intervención deberán solicitarla, y firmar un memorando de entendimiento con la troika. Esta medida debería hacer más fácil dicha intervención, al eliminar la condicionalidad adicional que se requería hasta ahora en las reglas de los fondos de rescate. Italia y España son los países más beneficiados por esta medida (ya que el resto de los periféricos están ya fuera de programa y de momento fuera del mercado en su deuda a largo plazo), y fueron los que presionaron durante la cumbre a favor de esta medida.
- Un programa de relanzamiento del crecimiento de 120 mM € para toda la Unión Europea, equivalentes al 1,1% del PIB de la zona euro. El programa no incluye fondos nuevos por esa cantidad. Sus principales elementos incluyen la recapitalización el Banco Europeo de Inversiones con 10 mM € (lo que puede dar lugar a una capacidad adicional de préstamo de alrededor de 60 mM €) y la utilización más eficiente de fondos estructurales. Su impacto sobre el PIB de la eurozona será muy pequeño.

El presidente Van Rompuy queda encargado de avanzar en el diseño de medidas que conlleven a una unión fiscal y una unión bancaria, más allá de la decisión ya tomada de proceder a un sistema de supervisión común, que debería estar aprobado para finales de 2012. El presidente presentará sus conclusiones preliminares en octubre, y las finales en diciembre de este año.

Las medidas adoptadas, especialmente las reseñadas en los dos primeros puntos, van claramente en la dirección adecuada y deberían permitir una reducción progresiva de las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, no parecen haber sido suficientes, debido a las dudas de los mercados que afectan a varios aspectos. En primer lugar, la implementación de estas medidas no está asegurada. Las declaraciones de algunos políticos en Alemania y otros países del norte de Europa sobre el tiempo que tardará en ponerse en marcha la supervisión común y por tanto la recapitalización directa de los bancos que lo necesiten (para algunos ni siquiera a finales de 2013) son un primer factor que ha introducido ruido en el mercado. El retraso por parte de Alemania en la aprobación del MEDE, que debería haber entrado en funcionamiento a principios de julio pero que está pendiente de su aprobación por parte de Tribunal Constitucional alemán en septiembre, añade un nuevo factor de incertidumbre. Por otra parte, los fondos del MEDE (500 mM € añadidos a la financiación ya comprometida) generan dudas sobre la capacidad de intervención en los mercados de deuda, sobre todo si algún otro país requiere fondos de rescate adicionales. Por último, los plazos para iniciar los procesos de reformas institucionales, que en sí mismos llevarán años en ponerse en marcha, sugieren que las soluciones de mayor integración a largo plazo no van a ser un factor que ayude a superar los problemas del corto plazo a través de un efecto sobre las expectativas; especialmente, si tenemos en cuenta la ausencia de detalles sobre en qué consistirá dicho proceso de integración. En la cumbre no se hizo mención a los eurobonos, ni siquiera en su versión más suave del Fondo de Redención de Deuda temporal propuesto por los sabios alemanes, que hace no mucho estaban en el centro del debate.

En general, el carácter parcial de las medidas adoptadas y las dudas sobre su aplicación que se han generado muy rápidamente después de la cumbre siguen revelando que existe una tensión entre en centro y la periferia de la eurozona. Las discusiones sobre una mutualización de la deuda, ya sea bancaria (a través de un fondo de garantía de depósitos) o soberana (eurobonos) han quedado de momento aparcadas. Las intervenciones en los mercados de deuda están limitadas por las cantidades insuficientes de los fondos de rescate, y su aumento o la participación directa del BCE chocan con los prejuicios sobre monetización de la deuda pública y la necesidad de mantener los incentivos para las reformas prevalentes en el norte de Europa. Mientras tanto, en la periferia prevalece la idea de que los ajustes y reformas que se están aplicando son ya suficientes, y que la disfuncionalidad de los mercados está imponiendo unos costes de financiación y en términos de falta de liquidez muy elevados.

## Las tensiones financieras no han disminuido a pesar de la cumbre

En este contexto, los mercados financieros, en general, y los de deuda periférica, en particular, han experimentado una elevada volatilidad. Las tensiones financieras se han extendido a prácticamente todos los mercados, sin excepción. En particular, los mercados de deuda han sufrido movimientos muy importantes, aunque en direcciones opuestas. Así, se han producido caídas de rentabilidades muy notables en los países del núcleo de Europa, no sólo Alemania, sino que se han hecho también extensivos a otros países como Holanda, Finlandia, Austria, Francia e incluso Bélgica, que incluso han dejado los tipos de interés en los tramos cortos de la curva en el terreno negativo. Este movimiento viene explicado fundamentalmente por los flujos de capitales hacia activos refugio, que se intensifica cuando hay episodios de volatilidad en Europa, y más recientemente se ha visto acelerado por la búsqueda de rentabilidad (positiva) tras la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero por parte del BCE.

Mientras tanto, en los países de la periferia, y en particular España e Italia, los tipos de interés han alcanzado máximos desde la entrada en el euro y el diferencial con Alemania ha tocado también niveles máximos, incluso por encima de los del episodio de crisis precedente (finales de 2011). En este sentido, tanto España como Italia han experimentado en los últimos meses rebajas de rating

por parte de alguna de las agencias calificadoras, lo que las sitúa a escasos escalones de la pérdida del grado de inversión.

Otra nota destacable es que los países rescatados, Irlanda y Portugal han presentado un comportamiento relativamente más favorable que España e Italia, de forma que los bonos portugueses han estrechado el diferencial con Alemania, y en mayor medida lo han hecho los de Irlanda, que incluso se han situado por debajo de España e Italia en algunos tramos de la curva. Irlanda ha colocado letras en el mercado por primera vez desde que fuera rescatada. Esta evolución favorable ha estado claramente relacionada con las referencias a la ayuda al sistema bancario irlandés en la cumbre europea de finales de marzo.

Igualmente, tanto el mercado interbancario y como el primario de emisiones han seguido operando muy alejados de los estándares de normal funcionamiento. En el mercado mayorista, en el segundo trimestre del año se produjo una reducción muy significativa de las emisiones bancarias. Sólo algunos bancos de países del núcleo de Europa aprovecharon la ventana de oportunidad que dieron las subastas de LTRO del ECB y el tono positivo de mercados. En el mercado interbancario no hay señales de reactivación, e incluso tras el recorte del tipo de la ventanilla de depósito al cero por ciento no hay indicios claros de que se esto se esté produciendo. Si bien es cierto que está bajando el dinero depositado en la ventanilla de depósito, en paralelo está aumentando el saldo en cuenta corriente (dado que ahora ambos son indiferentes al ofrecer la misma remuneración). En este sentido, mientras no se reactive el mercado interbancario el BCE sigue actuando como intermediario de la liquidez, lo cual se traduce en una aumento de las posiciones en TARGET2 (ver Recuadro 1). En este sentido, la apelación al BCE de los países periféricos sigue aumentando como reflejo del mal funcionamiento de los mercados.

## El BCE ha bajado tipos marginalmente y parece dispuesto a reactivar las compras de bonos

El BCE está dispuesto a hacer todo lo que se encuentre dentro de sus competencias para ayudar a resolver la crisis de deuda siempre y cuando los gobiernos pidan ayuda al fondo de rescate FEEF/MEDE. En este sentido, se plantea la posibilidad de activar un programa de compra de bonos más potente que el anterior e introducir probablemente otras medidas no estándar de ser necesarias.

En su reunión mensual de agosto el BCE señaló que es probable que reanude las compras de bonos, pero enfatizó que es condición necesaria que los países pidan apoyo al fondo de rescate FEEF / MEDE, aceptando condicionalidad estricta, y que entonces el fondo intervenga en el mercado primario. Esta condicionalidad no supondría medidas macroeconómicas adicionales, pero sí la firma de un memorando de entendimiento entre los países y el FEEF para asegurarse que los países cumplen las recomendaciones dentro del marco del semestre europeo. Sólo de esta manera, el BCE estará listo para reactivar las compras de bonos en el corto plazo en el mercado secundario. El presidente del BCE, Mario Dragui, señaló que las compras tendrán el tamaño adecuado para alcanzar los objetivos, e incluso dijo que era pronto para decir si las compras potenciales "van a ser esterilizados o no", dando a entender la necesidad de mantener por el momento todas las opciones disponibles, sin duda, incluyendo la posibilidad de algún tipo de expansión cuantitativa. En esta reunión también se presentó una orientación de medidas no estándar (aunque sin detalles; el BCE va a diseñar las distintas modalidades en las próximas semanas), entre las cuales podrían encontrarse la compra de activos privados o más LTROs. Draghi también señaló que el BCE hará lo posible por eliminar el estatus preferente del BCE en sus tenencias de deuda soberana, y envió un fuerte mensaje de apoyo al euro. Por tanto, después de esta reunión quedó patente que el BCE está dispuesto a hacer todo lo que está dentro de sus competencias, siempre y cuando los gobiernos accedan a una mayor condicionalidad.

En relación a la política monetaria convencional, el BCE, en la reunión de política monetaria de julio, rebajó el tipo de interés de operaciones de refinanciación (y también el de la ventanilla de depósito y la facilidad marginal de crédito) en 25 puntos básicos, situando los tipos refi por primera vez por debajo del 1%, en el 0.75%. La decisión el BCE derivó del deterioro de las condiciones cíclicas en Europa, donde se percibe que los riesgos a la baja, derivados de la crisis de deuda, han empezado a materializarse. En este contexto, en el que la actividad se está moderando en todas las economías,

incluyendo las del núcleo de la zona, y con riesgos equilibrados en inflación, el BCE apoya una política monetaria más acomodaticia. Aunque no es el escenario central, recortes adicionales en los tipos no pueden descartarse ante un deterioro mayor de la economía y dado que el BCE dejó la puerta abierta en la reunión de agosto.

## Los ajustes fiscales se han reforzado en Italia, Francia y España

En las últimas semanas varias economías de la eurozona (Francia, Italia y España) han anunciado medidas fiscales adicionales con el fin de cumplir las metas establecidas para este año. Estos ajustes no suponen, sin embargo, una contracción fiscal adicional elevada, ya que en buena parte se trata de concretar las medidas necesarias para cumplir con los objetivos de déficit ya presentados por los países en sus planes de estabilidad y crecimiento. Dado que dichos planes ya estaban incorporados en nuestras previsiones, no nos hacen en general modificarlas.

En cualquier caso, esto no quita para reconocer que los ajustes fiscales aplicados son muy elevados en la mayoría de los países, ya que se trata de cifras (en términos de reducción de déficit estructural primario) muy por encima de las aplicadas por la mayoría de los países de la OCDE en los últimos 30 años, tal y como mostrábamos en nuestra anterior publicación. Aunque los efectos de tales ajustes sobre la actividad son inciertos, ya que las estimaciones de las elasticidades del PIB al déficit público son imprecisas, es evidente que en un contexto actual de tensiones financieras la caída de tipos de interés que acompaña las reducciones "virtuosas" de déficit públicos no se está produciendo, lo que hace que los multiplicadores sean más elevados. De ahí las fuertes recesiones esperadas para este año y el que viene para la mayoría de los países de la periferia (ver Tabla 1, más abajo).

## El euro y el precio del petróleo se han debilitado, pero también la demanda externa

En los últimos 3 meses el euro se ha depreciado un 7% frente al dólar y ello como consecuencia de la mayor demanda del dólar como activo refugio, tras la agudización de la crisis de deuda en la zona euro, por la reducción del diferencial de tipos de interés entre Europa y Estados Unidos, y también por el deterioro de las perspectivas de crecimiento a corto plazo en Europa frente a Estados Unidos en los últimos meses. De nuevo aquí, la reducción de los tipos de interés de la ventanilla de depósito del ECB al cero por ciento ha tenido un efecto muy significativo en el menor apetito por los activos denominados en euros. El menor nivel del euro puede tener un efecto marginalmente positivo sobre la actividad algo más allá de lo esperado, y puede generar ciertos riesgos de inflación, aunque en el contexto europeo actual dicho riesgo será mínimo.

En cuanto a los precios del petróleo, su nivel se ha moderado en los últimos meses, gracias a la reducción en las tensiones geopolíticas y a una menor demanda a nivel mundial, lo cual podría tener un efecto mínimamente positivo sobre la actividad. Este se verá compensado, sin embargo, por la ligera caída de la actividad observada en los últimos meses a nivel global (ver Sección 1).

Tabla 1

**BBVA Monitor Fiscal de la Zona Euro**

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
<b>Alemania</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-4,3	-1,0	-1,0	-0,5	Dado el mejor comportamiento de las finanzas publicas en lo que va de año, los objetivos para 2012-14 se han revisado al alza tras la presentación del plan de estabilidad. El gobierno alemán espera un déficit del 0.5% en 2012 en lugar del 1%.
Previsión BBVA				-0,6	-0,5	
	Pago por intereses	-2,5	-2,6	-2,4	-2,3	Preveremos que los nuevos objetivos se podrán cumplir sin problemas y no se anticipan riesgos.
	Componente cíclico	-1,0	-0,1	-0,4	-0,5	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-0,8	1,7	2,3	2,3	El fin de los estímulos llevarán a cabo la mayor parte del trabajo para volver a un presupuesto equilibrado.
	Ajuste estructural		2,5	0,5	0,0	
<b>Deuda pública</b>		83,0	81,2	82,0	79,3	El incremento de la deuda en 2012 es consecuencia de la inclusión de las contribuciones al MEDE y al FEEF.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-27,1	-18,2			La ejecución presupuestaria está mostrando un buen comportamiento dado que el pago por intereses ha disminuido y la actividad económica está sostenida.
	% PIB	-1,1	-0,7	hasta jun-12		
<b>Francia</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	El nuevo gobierno mantiene sus compromisos para 2011, pero retrasa un año alcanzar el equilibrio presupuestario.
Previsión BBVA				-4,6	-3,3	
	Pago por intereses	-2,4	-2,6	-2,6	-2,6	El riesgo de cumplimiento son elevados dado que el actual gobierno está discutiendo remplazar medidas previamente anunciadas.
	Componente cíclico	-1,3	-1,1	-1,6	-1,8	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-3,3	-1,4	-0,4	1,2	El nuevo ejecutivo anunció en julio medidas impositivas adicionales por 7,2 mM € (0.3% del PIB) para cubrir la desviación estimada en la ejecución presupuestaria.
	Ajuste estructural		1,9	1,0	1,6	
<b>Deuda pública</b>		82,3	86,0	89,3	90,8	La deuda se mantendrá en niveles elevados.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-68,4	-69,6			La ejecución presupuestaria hasta mayo muestra apenas mejoría respecto al mismo período del año pasado.
	% PIB	-3,4	-3,4	hasta may-12		
<b>Italia</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-4,5	-3,8	-1,7	-0,5	Los objetivos para 2012 y y 2013 se revisaron ligermanten a la baja en el Plan de Estabilidad presentado en abril del -15% al -1.7% y del -0.1% al -0.5% respectivamente como consecuencia del deterioro de la actividad económica.
Previsión BBVA				-1,9	-0,9	
	Pago por intereses	-4,5	-4,8	-5,3	-5,6	A pesar de que algunas de las medidas de ajuste son una fuente de riesgo, como por ejemplo el esperado impacto positivo de la lucha contra el fraude sobre la recaudación, esperamos que la desviación respecto al objetivo sea moderada.
	Componente cíclico	-0,8	-0,6	-1,3	-1,5	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	0,8	1,6	4,7	6,3	En julio se anunciaron medidas adicionales, y junto con otras ya anunciadas pero a implementar en este segundo semestre ayudarán a mejorar el balance.
	Ajuste estructural		0,8	3,1	1,6	
<b>Deuda pública</b>		118,6	120,1	125,3	127,6	La deuda continuará aumentando.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-43,9	-26,8			La ejecución presupuestaria hasta julio continúa mostrando mejoría comparado con el año pasado.
	% PIB	-2,8	-1,7	hasta jul-12		

Continúa en la siguiente página

Tabla 1  
**BBVA Monitor Fiscal de la Zona Euro (cont.)**

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
<b>España</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-9,3	-8,9	-6,3	-4,5	La estimación del déficit de 2011 ha sido revisada al alza en varias ocasiones. El objetivo para 2012 se relajó en 1 pp hasta el 6.3%.
Previsión BBVA				-6,3	-5,0	
	Pago por intereses	-1,9	-2,4	-3,2	-3,4	Prevedemos que el objetivo de 2012 se cumplirá, pero serán necesarias medidas adicionales para alcanzar los objetivos de 2013.
	Componente cíclico	-0,9	-1,0	-1,8	-1,8	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-6,5	-5,5	-1,2	0,1	El gobierno presentó a principios de agosto un plan de ahorro por 102 mM € para el 2012-2S-2014. Las medidas incluyen un incremento del IVA en 3 pp del 18% al 21%, en 2pp el reducido hasta el 10% y la reclasificación de productos del reducido al normal. Además se elimina la paga extra de navidad a los funcionarios.
	Ajuste estructural		1,0	4,2	1,4	
<b>Deuda pública</b>		61,2	68,5	81,7	87,9	La deuda aumentará en 2012 en línea con el déficit registrada el año anterior.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-27,9	-43,1	hasta jun-12		La ejecución presupuestaria de las administraciones central hasta junio apenas muestra mejoría como consecuencia del deterioro en la actividad económica. La mayor parte del ajuste se espera que tendrá lugar en la segunda mitad del año y el ajuste tras el adelanto de las transferencias a otras administraciones públicas.
	% PIB	-2,6	-4,1			
<b>Grecia</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-10,6	-9,3	-6,7	-4,6	Grecia ha revisado a la baja sus objetivos y está solicitando la extensión del programa por al menos 2 años dado que la implementación de las medidas de ajuste no están dando los resultados esperados.
Previsión BBVA				-7,6	-6,8	
	Pago por intereses	-5,8	-7,0	-7,2	-7,1	Prevedemos que alcanzar el objetivo este año será difícil dado que algunas medidas no se están implementando y la actividad económica está más débil de lo inicialmente esperado.
	Componente cíclico	-0,3	-2,1	-4,2	-4,5	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-4,4	0,0	3,8	4,8	El gobierno ha acordado reducir el gasto en 11,5 mM € adicionales para 2013-14. Los detalles de las medidas se anunciarán en la(s) próxima(s) semana(s).
	Ajuste estructural		4,4	3,9	1,0	
<b>Deuda pública</b>		145,0	165,3	165,4	173,4	Grecia prevé recaudar 19 mM € en privatizaciones hasta 2015 y alcanzar los 50 mM € en el medio plazo. Hasta la fecha ha recaudado 1 mM €, pero el objetivo de alcanzar 3,2 mM € este año no ha sido ejecutado. Esto conlleva una mayor deuda de la inicialmente estimada.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-13,1	-12,5	hasta jun-12		La ejecución presupuestaria apenas muestra mejoría.
	% PIB	-6,1	-6,1			
<b>Portugal*</b>						
<b>Objetivo de déficit del gobierno</b>	% PIB	-9,8	-4,2	-4,5	-3,3	El Plan de Estabilidad introdujo cambios menores en sus objetivos, pero en términos generales se mantienen sin cambios.
Previsión BBVA				-4,6	-3,6	
	Pago por intereses	-2,9	-3,9	-4,3	-4,4	No prevedemos mayores problemas para alcanzar el objetivo de este año.
	Componente cíclico	-0,5	-1,0	-1,4	-1,6	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-6,4	0,6	1,2	2,4	Pero los riesgos para 2013 se han elevado tras la decisión del tribunal constitucional sobre la inconstitucionalidad de la eliminación de la paga extra a los funcionarios públicos. El ejecutivo tendrá que encontrar 1,1 mM € adicionales.
	Ajuste estructural		3,5	4,1	1,2	
<b>Deuda pública</b>		93,3	107,8	114,0	117,1	La deuda alcanzará el máximo en 2013.
Ejecución presupuestaria gobierno central	mM €	-4,0	-1,2	hasta jun-12		La ejecución presupuestaria se está comportando de acuerdo a los objetivos y muestra una notable mejoría respecto al mismo período del año anterior. Los ingresos están yendo por debajo de lo esperado dado que la recaudación por IVA ha caído. El control del gasto muestra una notable mejoría, pero se ha visto ensombrecida por el aumento del pago de intereses.
	% PIB	-2,3	-0,7			

(\*) Incluye la transferencia del fondo de pensiones. El seguimiento de la ejecución presupuestaria no está exenta de limitaciones dada la variedad de estadísticas publicadas en diferentes frecuencias, fechas de publicación, cobertura de las diferentes entidades públicas y forma de contabilizar. Con frecuencia mensual la disponibilidad de datos se limita al gobierno central o federal y se contabiliza bajo el criterio de caja, mientras que las cifras para el conjunto de las administraciones públicas se publican trimestralmente bajo el criterio ESA-95 y con un considerable retardo en el tiempo.

Fuentes: Estadísticas anuales Eurostat, Planes de Estabilidad presentados por los gobiernos en Abril-Mayo 2012, institutos nacionales de estadística y cálculos BBVA.

## Recuadro 1. La dinámica de los saldos TARGET2

### Saldos Target2

Los saldos TARGET2 se derivan de la distribución transfronteriza del dinero del banco central dentro de la estructura descentralizada del Eurosistema. Son las deudas entre los bancos centrales nacionales (BCN), que se agrupan en la zona euro por TARGET2 (el sistema de liquidación bruta en la UE). TARGET2 permite a los bancos comerciales en Europa liquidar sus transacciones de pago en una plataforma compartida y en dinero del banco central, y también permite la liquidación de las operaciones de los bancos centrales del Eurosistema. La liquidación de estos pagos transfronterizos en TARGET2 genera saldos internos del Eurosistema que se agregan de forma automática y se compensan al final de cada día. Esto deja a cada banco central con una sola posición neta bilateral (es decir, activo o pasivo) respecto al BCE.

Esta estructura ofrece estabilidad en el sistema financiero europeo, ya que los sistemas bancarios de algunos países que se enfrentan a las salidas netas de pagos necesitan más liquidez de los bancos centrales que los sistemas bancarios de otros países en los que fluye el dinero de los bancos comerciales.

### ¿Cómo se explica la reciente evolución y distribución de los saldos TARGET2?

En la crisis actual, las preocupaciones sobre los países periféricos han contribuido a una reducción significativa de los flujos de capital privado o incluso, más recientemente, a la fuga de capitales. Esto implica que las necesidades de financiación externa en estos países deberían abordarse mediante fuentes de financiación alternativas. En el caso del sistema bancario, significa que los bancos comerciales en los países periféricos se enfrentan a dificultades para acceder a la financiación en el mercado, en algunos casos (como Grecia) exacerbadas por las retiradas de depósitos. Desde 2007, el problema ha sido el deficiente funcionamiento del mercado interbancario europeo, que ha provocado su segmentación. Se trata de un fallo de mercado que está obligando al BCE a intermediar en los flujos interbancarios. La situación se está prolongando y exacerbando por la crisis soberana. Todo esto se ha traducido en un incremento en los saldos internos del sistema.

Hasta mediados de 2007, las cuentas Target2 estaban prácticamente equilibradas. En concreto, la suma de todos los saldos positivos de los bancos centrales nacionales de la zona euro (o, alternativamente, la suma de todos los saldos negativos) se situaba en unos 100 mM €, y la posición neta de cada banco central nacional solía fluctuar en torno a cero. Desde entonces, sin embargo, la posición neta de los bancos centrales nacionales ha mostrado una tendencia sistemática,

como consecuencia del saldo neto de los flujos de pagos (que no se pueden financiar por más tiempo en el mercado interbancario), y, en este sentido, las posiciones intra-SEBC han crecido considerablemente. En particular, las cuentas Target2 casi se han duplicado, desde 436 mM € hasta 842 mM €, entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011. En mayo de 2012, estos saldos eran superiores a 1 billón de euros.

El fuerte aumento de los saldos TARGET2 por lo tanto, también refleja el cambio de distribución en las operaciones de refinanciación en la zona euro desde el inicio de la crisis financiera. Esto ha sido posible gracias a la amplia oferta de liquidez del Eurosistema, como resultado de la adjudicación plena de todas las demandas en las operaciones de refinanciación a partir de octubre de 2008, y más intensamente, como resultado de las dos Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo (OFPML, o LTRO en sus siglas en inglés) a tres años consecutivas celebradas en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Esto significa que los saldos TARGET2 no se deben añadir a la provisión de liquidez del BCE, sino que son la otra cara de la moneda de la concentración de los préstamos del BCE en los países periféricos y de la captación de depósitos del BCE en los países centrales. Estos saldos no afectan a la cantidad de base monetaria disponible, ya que, para un crecimiento de la base monetaria determinado, la distribución de la liquidez es el resultado de que el BCE sigue proporcionando liquidez a una tasa fija y sobre una base de adjudicación completa.

### ¿Por qué preocupa el aumento de los saldos TARGET2?

De acuerdo con datos de mayo, el Bundesbank<sup>2</sup> tiene la mayor posición acreedora (698,6 mM €: 68% del total), mientras que el Banco de España<sup>3</sup> y el Banco Central de Italia son los principales prestatarios (345,1 mM € y 274,6 mM €, 34% y 27%, respectivamente del importe total), seguido del Banco Central de Irlanda (unos 117 mM €).

En cuanto a los riesgos, el tamaño y la distribución de las cuentas TARGET2 a través de los bancos centrales del Eurosistema son, sin embargo, irrelevantes para su exposición de riesgo mediante la provisión de fondos del Eurosistema. Por esa razón, esto no crea ningún nuevo riesgo que no esté ya contenido en las operaciones de refinanciación de política monetaria; por lo tanto, no importa qué banco central nacional ejecute la operación de refinanciación en el Eurosistema, ya que las pérdidas (o ganancias) se repartirán entre los bancos centrales nacionales del Eurosistema. En otras palabras: estas posiciones intra-SEBC son sólo el resultado de la ejecución

2: Datos de junio: 728,6 mM €

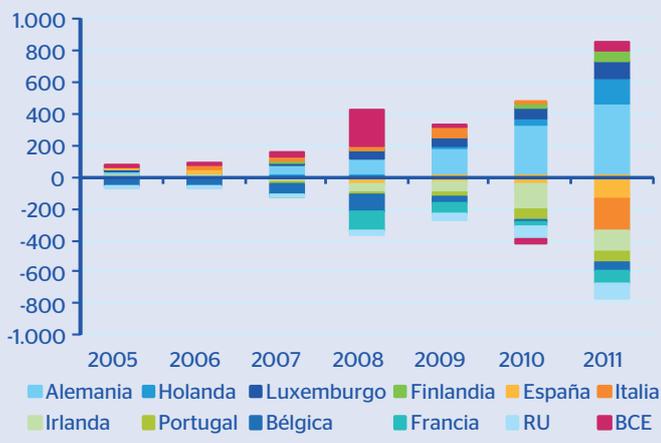
3: Datos de junio: 408,4 mM €

descentralizada de la política monetaria, que no existirían si todos los mostradores de operaciones de los bancos centrales nacionales se trasladaran a Frankfurt y todo el préstamo se realizara directamente por el BCE.

Estas posiciones intra-SEBC sólo se liquidan en el caso de una ruptura del euro. Sólo en este caso, estas posiciones supondrían un problema, tanto para los deudores netos (que probablemente no serán capaces de liquidarlas) como para los acreedores netos (que no recuperarán sus créditos).

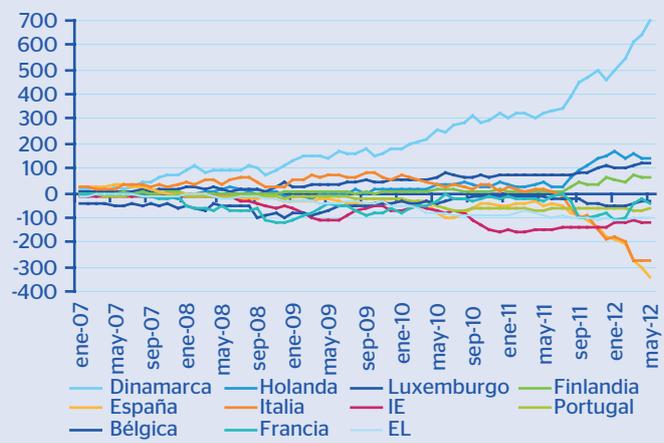
Esta situación de incertidumbre, especialmente en los países periféricos de la zona euro, sugiere que los saldos no se contraerán rápidamente, sino que seguirán aumentando en los próximos meses si deben financiar no sólo el déficit por cuenta corriente, sino también las salidas de capital. A medida que se acumulan las posiciones netas, la oposición en Alemania contra la adjudicación total o las OFPML podría intensificarse, poniendo un límite potencial para el apoyo del BCE a los bancos periféricos, en un momento en que tanto necesitan este apoyo. Todo esto intensifica la urgencia de encontrar formas de reabrir el mercado interbancario.

Gráfico 7  
Saldo neto con Eurosistema/Target<sup>4</sup> (mM €)



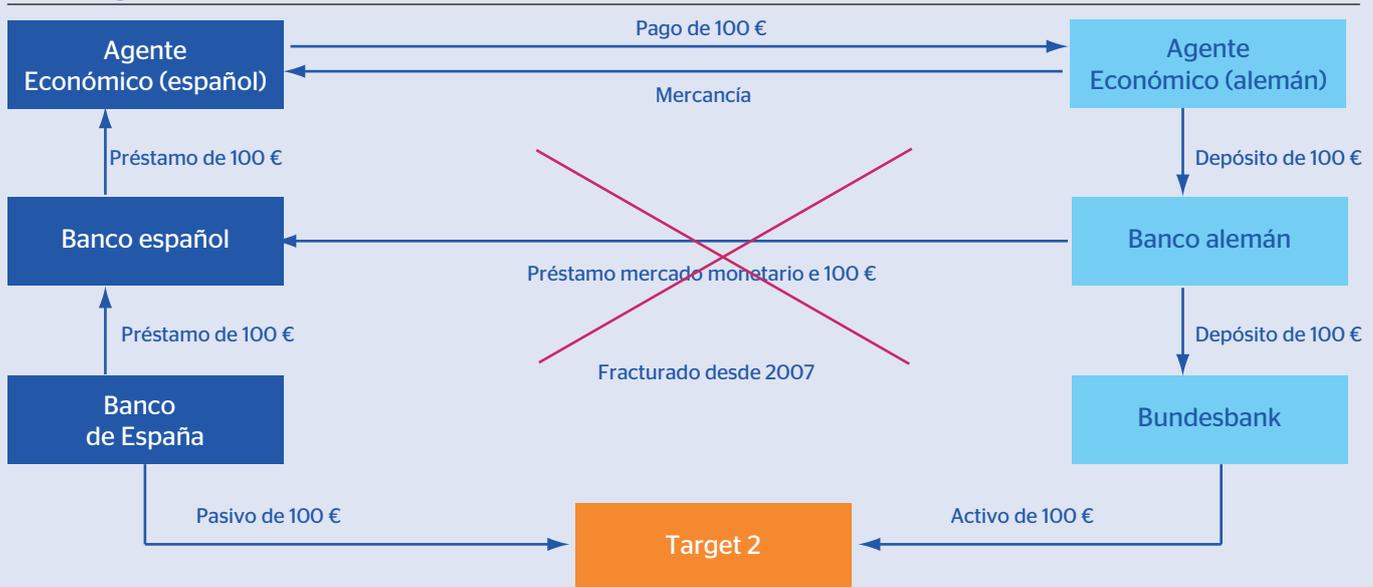
Fuente: Bancos centrales nacionales y BBVA Research

Gráfico 8  
Saldo neto con Eurosistema/Target (mM €)



Fuente: Bancos centrales nacionales y BBVA Research

Gráfico 9  
Saldos Target<sup>2</sup>



Fuente: BBVA Research

4: La exposición interna del Eurosistema tiene dos componentes: Activos/pasivos relacionados con la asignación de billetes en euro dentro del Eurosistema y otros activos/pasivos dentro del Eurosistema (neto). El segundo componente consiste principalmente en los saldos TARGET2 de los bancos centrales nacionales de la zona euro respecto al BCE y que se ha considerado como posición TARGET en esta nota.

### 3. Perspectivas para el conjunto de la zona euro

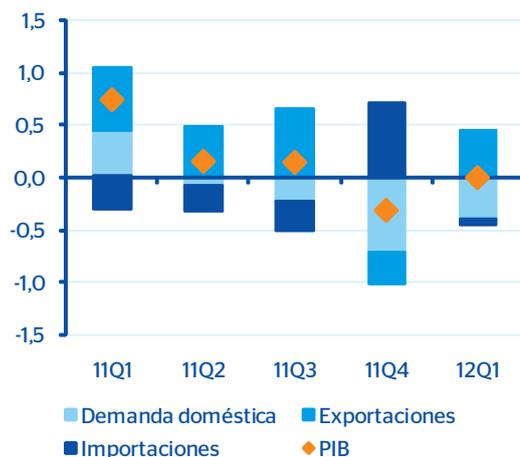
#### La actividad económica se ha contraído de nuevo en el segundo trimestre, tras estancarse en el primero

Las medidas adoptadas por las autoridades europeas a finales de 2011 y en los primeros compases de 2012, que incluyen medidas extraordinarias de liquidez del BCE en diciembre y en febrero, avances tanto en el pacto fiscal como en el MEDE y la aprobación del segundo rescate de Grecia, contribuyeron a estabilizar la actividad económica en el primer trimestre del año. Dichas medidas se materializaron en una significativa reducción de las tensiones financieras (Gráfico 3) y un cierto relajamiento de las condiciones crediticias que redundaron en una mejora de la confianza de los agentes económicos. Con todo ello, el PIB del conjunto de la zona euro se estancó en el primer trimestre, tal y como se esperaba, ayudado por una significativa contribución del sector exterior, ya que mientras las exportaciones continuaron mostrándose robustas, las importaciones reflejaron la fuerte caída de la demanda doméstica (Gráfico 10). Analizando los principales fundamentales que subyacen a esta evolución, sólo la relajación de la política monetaria se reveló como soporte de la actividad, mientras que el proceso de consolidación fiscal drenó crecimiento y no fue compensado por una mejora sustancial de las condiciones financieras (Gráfico 11).

Respecto a los estados miembros, los datos del primer trimestre han revelado una mayor heterogeneidad en la evolución de sus respectivas economías, debido fundamentalmente a las diferencias en las necesidades de consolidación fiscal, en el grado de desapalancamiento de sus economías, en los costes de financiación y en la situación tanto de sus sistemas bancarios como de sus mercados de trabajo. Alemania creció más de lo esperado, un 0,5% t/t, mientras que la economía francesa se estancó y el PIB de Italia y España se contrajo significativamente. En la medida en que las anteriores diferencias todavía continuarán en el futuro, esperamos que dicha heterogeneidad se mantenga en los próximos meses, si bien los datos más recientes sugieren que los países del centro de Europa no son inmunes a la crisis en la periferia.

Gráfico 10

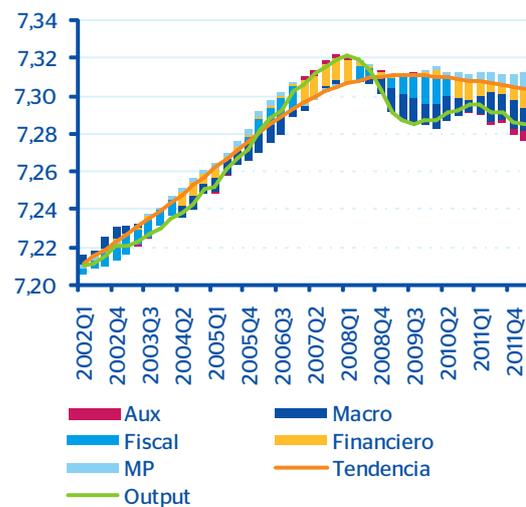
UEM: Crecimiento del PIB (% intertrimestral) y contribución por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 11

UEM: Producción, tendencia y perturbaciones



Fuente: BBVA Research

No obstante, como ya avanzábamos en nuestro anterior informe (Situación Europa, Segundo Trimestre 2012), las medidas anteriores sólo suponían una ventana de oportunidad para intentar mejorar los fundamentales, muy ligados a las condiciones de la deuda soberana, y se ha confirmado que las autoridades europeas no la aprovecharon para diseñar durante el primer semestre medidas

permanentes para la resolución definitiva de la crisis en Europa, lo que se reflejó en el resurgimiento de las tensiones financieras a partir de marzo, hasta alcanzar niveles similares a los observados a finales de 2011 (Gráfico 3).

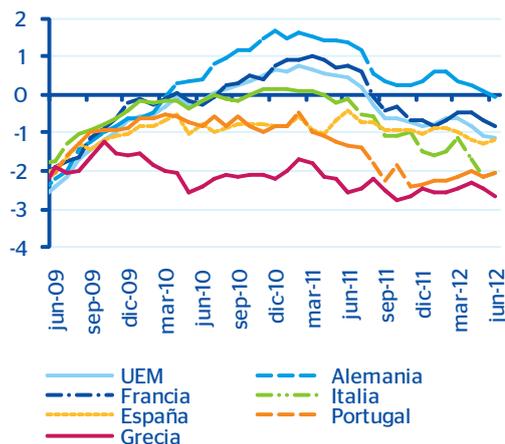
Los datos económicos disponibles hasta el momento recogen lo anterior y apuntan a que la actividad económica habría vuelto a contraerse en el segundo trimestre. Los indicadores de confianza, tanto los de la Comisión Europea (Gráfico 13) como los PMIs, se deterioraron significativamente en abril y mayo, y regresaron a los niveles observados a finales del 2011, cuando el PIB se contrajo un -0,3% t/t, si bien los datos de junio sugieren que el ritmo de deterioro se habría amortiguado en el tramo final del segundo trimestre.

Esta caída de la confianza, junto con la caída de la renta disponible real, derivada tanto del aumento continuo de la tasa de paro como del incremento de los impuestos ligados a los ajustes fiscales y una tasa de inflación todavía elevada, se han dejado notar en un repunte de la tasa de ahorro por motivos precautorios y en una caída del gasto de los hogares. En particular, el nivel de ventas al por menor hasta mayo habría caído alrededor de un -1% respecto al primer trimestre, similar al observado a finales del pasado año cuando el consumo privado se contrajo en un -0,5% t/t.

Por otro lado, las exportaciones también se están resintiendo de la desaceleración de la economía global y hasta mayo acumulan una caída del -0,5% respecto al trimestre anterior. Esta es una de las razones por las que la producción del sector industrial también se esté contrayendo, mientras que tanto la evolución de los pedidos industriales como las pobres expectativas de demanda deberían continuar afectando negativamente a las decisiones de las empresas, reflejándose por tanto en una caída de la inversión y el empleo.

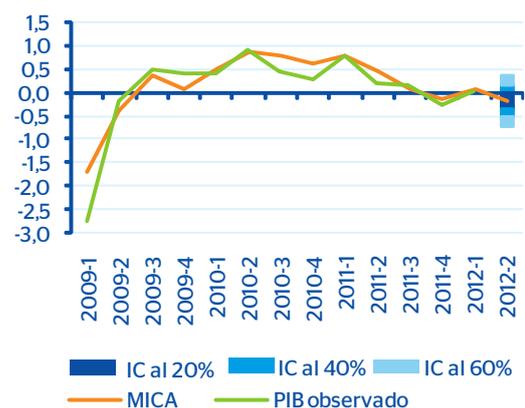
En definitiva, teniendo en cuenta toda esta información, nuestro modelo de corto plazo (MICA) estima una caída del PIB de alrededor del -0,2% t/t en 2T (Gráfico 12), si bien nuestro escenario macroeconómico recoge una caída algo mayor, de alrededor del -0,3% t/t, en línea con el resto de nuestros modelos, y que respondería en parte a que los indicadores coyunturales considerados en el modelo de corto plazo podrían estar recogiendo con un cierto desfase tanto el ajuste fiscal como el fuerte aumento de las tensiones financieras.

Gráfico 12  
CE sentimiento económico (normalizado)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

Gráfico 13  
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

La información disponible para el tercer trimestre es muy limitada, reduciéndose tan sólo a los datos PMIs e indicadores ESI de confianza para el mes de julio, pero éstos apuntan a que la economía de la zona euro continuaría en recesión en el trimestre corriente. No obstante, estos datos, como los de junio, parecen confirmar que el ritmo de deterioro de la actividad podría haberse amortiguado. En particular, el índice PMI compuesto se mantuvo estable, debido a que la mejora de la confianza en el sector servicios habría compensado un nuevo deterioro de las expectativas en el sector

industrial. Por países, se observan también signos preocupantes tanto en Alemania como en Francia, ya que el componente manufacturero apunta hacia una intensificación de la recesión, en parte recogiendo la desaceleración de la demanda global, aunque el sector servicios se ha mostrado más resistente, sugiriendo que la demanda doméstica en estos países debería continuar apoyando el crecimiento.

Finalmente, estos datos de julio también apuntan a que la situación económica en los países periféricos habría tendido a estabilizarse al comienzo del tercer trimestre. Aunque esta información es todavía muy limitada, es consistente con nuestras previsiones que apuntan a que el PIB de la zona euro se contraerá nuevamente en el tercer trimestre, tendiendo a estabilizarse en la última parte del año.

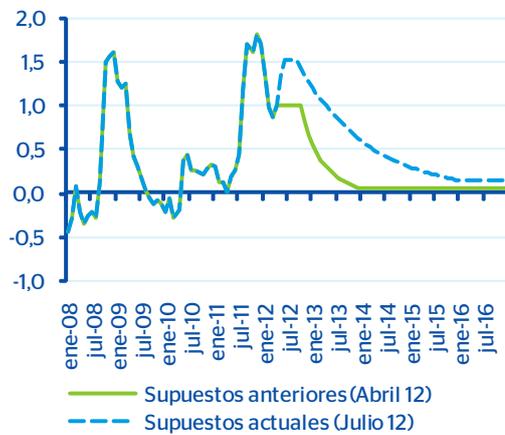
### **El impacto negativo del aumento de las tensiones financieras no se verá compensado por una ligera mejora en el resto de fundamentales**

A lo largo del segundo trimestre se han materializado algunos de los principales riesgos que contemplábamos en nuestro escenario de hace tres meses, en particular el fuerte aumento de las tensiones financieras, que contrasta con nuestro anterior supuesto de que se mantendrían relativamente estables en los niveles mínimos alcanzados durante el inicio del año, para empezar a relajarse en la última parte del año. Lo anterior también se ha reflejado en un mayor deterioro de nuestras previsiones de actividad para el conjunto de la zona euro en el segundo trimestre, para el que ahora esperamos una contracción de alrededor de -0,3% t/t frente al -0,1% t/t anterior, y que supone un efecto arrastre de alrededor de -0,1pp para el crecimiento medio anual en 2012.

Es importante destacar que nuestras previsiones para los próximos dos años dependen crucialmente de la gestión de la crisis en la zona euro. En concreto, estamos asumiendo que los acuerdos de la cumbre de junio serán aplicados, a pesar de los problemas que plantean, así como que la intervención del MEDE en los mercados de bonos, quizás complementada por el BCE, es creíble y resulta en una reducción de las tensiones financieras, que se dejaría notar a partir de septiembre. Por otro lado, la supervisión bancaria común debería permitir una recapitalización directa de los bancos con problemas, favoreciendo a España e Irlanda, mientras que los progresivos avances hacia una unión bancaria y fiscal deberían ayudar a despejar las dudas sobre la continuidad de la Unión Económica y Monetaria.

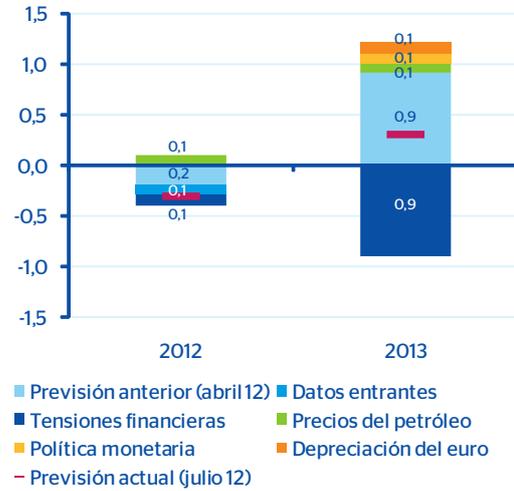
Por lo tanto, el principal cambio en nuestros supuestos es la evolución de las tensiones financieras, ya que ahora esperamos que se mantengan en los altos niveles actuales durante los próximos meses para comenzar a relajarse a partir de septiembre, si bien manteniéndose en niveles superiores a los contemplados hace tres meses (Gráfico 14). De acuerdo a nuestros modelos, este nuevo supuesto supondría una caída del PIB de alrededor de -0,2pp en 2012, en parte recogido ya por los indicadores del segundo trimestre, mientras que el impacto sería mayor para el conjunto de 2013, de alrededor de -1pp (Gráfico 15).

Gráfico 14  
UEM: Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

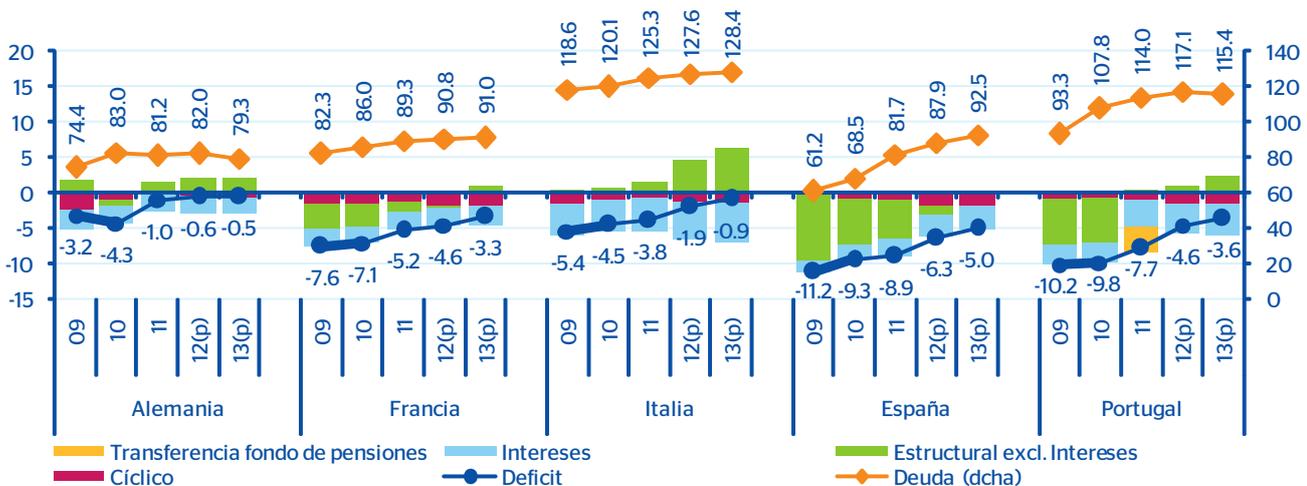
Gráfico 15  
UEM: Crecimiento anual del PIB y factores



Fuente: BBVA Research

El proceso de consolidación fiscal va a seguir drenando crecimiento, aunque no ha habido grandes cambios respecto a nuestros supuestos de hace tres meses. Lo que se ha hecho por parte de los gobiernos nacionales ha sido básicamente detallar el conjunto de medidas a aplicar, para alcanzar los objetivos comprometidos a nivel europeo (Gráfico 16). En particular, los países periféricos han intensificado el esfuerzo fiscal, mientras que en otras economías, como Alemania, el ajuste será menor que el esperado, ya que sus cuentas públicas están prácticamente equilibradas gracias a ingresos cíclicos mayores de lo previsto. Como resultado, el esfuerzo fiscal en el conjunto de la zona euro sería similar al implementado durante 2011, cuando el déficit se redujo en 2.1pp hasta el 4.1% del PIB. No obstante, dicho proceso continuará lastrando el crecimiento económico (Gráfico 11), sin haber sido compensado por la ganancia derivada de una mayor estabilidad en los mercados financieros.

Gráfico 16  
Sendas de déficit y deuda pública (% PIB)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Finalmente, algunos cambios positivos en otros factores deberían compensar ligeramente el efecto anterior del aumento de las tensiones financieras. En primer lugar, una desaceleración mayor que la anticipada en los precios del petróleo que podría redundar en un aumento del crecimiento económico, sobre todo para el año que viene, de alrededor de +0.1pp. En segundo lugar, el BCE recortó en 25pb el tipo de interés de referencia cuyo efecto, aunque marginal, podría apoyar el crecimiento económico en alrededor de +0.1pp el próximo año. Finalmente, el desacoplamiento entre la economía europea y norteamericana también se ha reflejado en una depreciación del euro algo mayor de lo que esperábamos hace tres meses, hecho que también podría contribuir con una o dos décimas al crecimiento económico para 2013.

## Tras la ligera recesión en 2012, la economía se recuperará más lentamente de lo previsto en 2013

Teniendo en cuenta la evolución de los factores anteriores, la actualización de nuestras previsiones recoge una recesión algo más pronunciada en el segundo trimestre de este año, que continuará en el tercero, si bien algo más moderada, para terminar el año con un crecimiento nulo.

Para el conjunto de 2012, lo anterior supone una mínima revisión a la baja respecto a la caída del -0,2% estimada hace tres meses, con una probabilidad de recesión que continúa aumentando, de alrededor del 75%. Dicha revisión a la baja responde básicamente a la intensificación de las tensiones financieras durante el segundo trimestre de este año que podría drenar hasta -0.2pp de crecimiento en el conjunto del año (-0.1pp ya recogidos en los datos del segundo trimestre), pero que se compensaría en parte con el impacto positivo de unos menores precios del petróleo y un euro más depreciado (alrededor de +0.1pp).

Para 2013, ahora esperamos que el mantenimiento de unas tensiones financieras más altas redunde en un crecimiento muy débil durante el primer semestre de ese año, ganando algo de impulso en el segundo. Como resultado, el crecimiento medio anual se revisa a la baja en -0,6pp hasta un magro 0,3%, aunque con una probabilidad de recesión no despreciable de alrededor del 35%.

## La demanda externa seguirá siendo el motor de la economía

La recesión vendrá determinada fundamentalmente por la evolución de los componentes de la demanda doméstica (Gráfico 17). El consumo privado se contraerá significativamente tras el tímido avance registrado en 2011, arrastrado por la caída de la renta disponible que los hogares vienen registrando desde mediados del año pasado, resultante tanto de una moderación de los salarios así como de un aumento de los impuestos y una lenta moderación de la tasa de inflación. Adicionalmente, el aumento de la incertidumbre sobre la situación en la zona euro junto con el continuo empeoramiento del mercado de trabajo han motivado el desplome de la confianza de los consumidores, que redundará en un aumento de la tasa de ahorro por motivos precautorios y por tanto en una caída de su gasto, a pesar de la bajada de los tipos de interés. A todo lo anterior, también se une el proceso en curso de desapalancamiento de los hogares, fundamentalmente, en los países de la periferia.

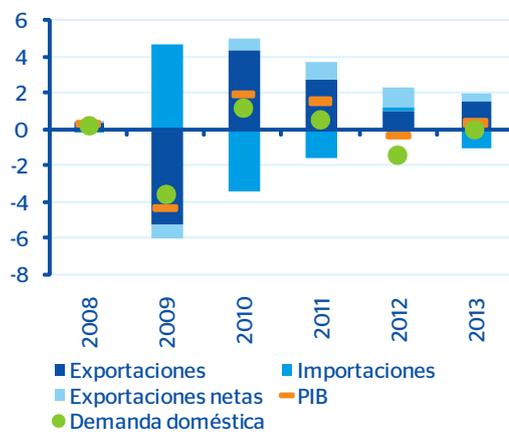
La caída del consumo privado, junto con la reciente desaceleración de la economía global, el exceso de capacidad instalada y la caída de los beneficios empresariales también está lastrando la inversión a lo largo de 2012, por lo que se espera que se contraiga significativamente. En 2013, se espera que tanto el consumo como la inversión privada se mantengan prácticamente estancados. Dada esta debilidad de la demanda privada doméstica, así como el deterioro de sus fundamentales, las restricciones crediticias derivadas del proceso de recapitalización bancaria tendrán un impacto limitado sobre la actividad económica a lo largo de 2012 (Situación Europa, Cuarto Trimestre 2011), aunque podría suponer un freno en la consolidación de la recuperación el próximo año. A diferencia de la crisis pasada, cuando había margen de maniobra para aplicar políticas expansivas, el ajuste fiscal en marcha para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas también terminará reflejándose en una caída del consumo público. En particular, el déficit público en el conjunto de la zona euro se reducirá en 1pp hasta el 3,1% del PIB en 2012, con un aumento del nivel de deuda pública, que se mantendrá ligeramente por debajo del 90%. En 2013, los ajustes fiscales aún en marcha supondrán una nueva caída del consumo público.

Por lo tanto, las exportaciones continuarán siendo la única fuente de crecimiento, si bien se desacelerarán marcadamente en el conjunto del año como consecuencia del menor crecimiento esperado para la economía global, aunque la mayor depreciación del euro continuará sosteniendo la competitividad de las empresas exportadoras. La fuerte caída esperada para la demanda doméstica también se reflejará en una caída de las importaciones, redundando en una fuerte contribución de la demanda externa al crecimiento en 2012 (+1,1pp) que compensará en parte la contribución negativa de la demanda interna (-1,5pp). En 2013, la demanda externa seguirá teniendo una contribución positiva, aunque menor (+0,4pp), gracias al mayor crecimiento de la demanda global.

Ante este escenario, nuestras previsiones contemplan un deterioro del mercado de trabajo en los próximos trimestres, por lo que se espera ahora una mayor destrucción de empleo (-0,7% en 2012 y -0,2% en 2013) y un aumento de la tasa de paro hasta el 11,2% en 2012 y 11,5% en 2013.

Gráfico 17

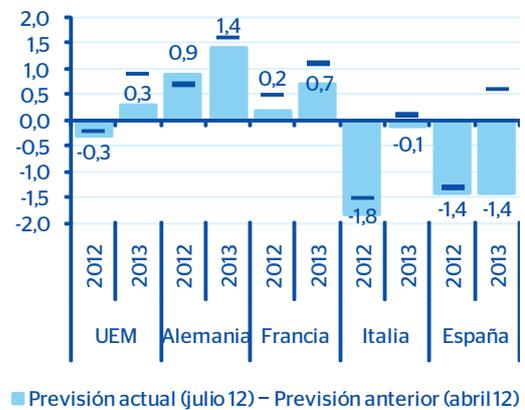
UEM: contribución crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 18

UEM: previsiones crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

## El norte de la eurozona se desacelera, y la periferia seguirá en clara recesión

La intensificación de la crisis en la periferia se dejará notar en el conjunto de la zona euro, de manera que esta evolución económica será generalizada en todo los estados miembros (ver Tabla 2), si bien, como se ha observado en los últimos trimestres, se mantendrán importantes diferencias entre los países este año. Los del norte y centro de Europa se desacelerarán significativamente, pero registrarán tasas de crecimiento positivas (Alemania y Francia), mientras que en los países periféricos se producirán caídas significativas del PIB (Portugal, Italia y España) (Gráfico 18). Dicha divergencia se deberá fundamentalmente al impacto de los diferentes procesos de ajuste macroeconómicos en marcha, que afectarán sustancialmente a los componentes de la demanda doméstica, mientras que las exportaciones continuarán siendo el principal soporte de crecimiento en todos ellos.

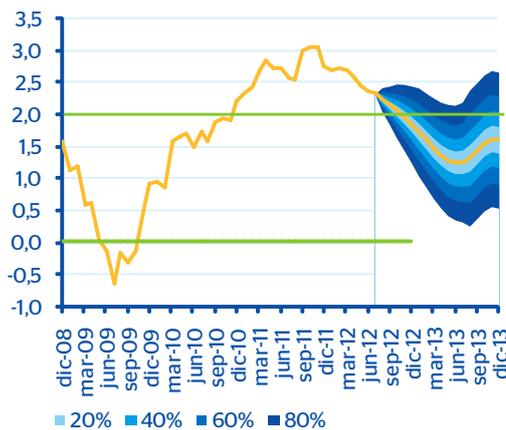
En 2013, la incipiente recuperación esperada para el conjunto de la zona euro no será generalizada, ya que a pesar de que se vayan solucionando los problemas institucionales a nivel europeo, los países de la periférica deberán continuar corrigiendo sus desequilibrios económicos acumulados. De esta manera, nuestras previsiones contemplan una cierta consolidación de la recuperación, aunque lenta, en los países del centro y norte de Europa, mientras que los países de la periferia continuarán en recesión (Gráfico 18).

## Inflación que se instalará por debajo del 2% a partir de finales de año

Respecto a la evolución de los precios, nuestras previsiones apuntan hacia una lenta desaceleración de la inflación en el conjunto de la zona euro en los próximos meses para terminar el año ligeramente por debajo del objetivo del BCE del 2% a/a. Para 2012, hemos revisado ligeramente a la baja la previsión de inflación media anual, en 0,1pp hasta el 2,3%, debido fundamentalmente a la desaceleración de los precios del petróleo, en contraste con nuestras previsiones de un aumento de los mismos de hace tres meses. Dada la debilidad de la demanda doméstica, la inflación subyacente también continuará moderándose en los próximos meses, para terminar el año fluctuando alrededor del 1,7% a/a, con una tasa media anual del 1,8%. En 2013, la desaceleración continuará, y tanto la tasa general como la inflación subyacente registrarán una tasa anual media de alrededor del 1,4% (Gráfico 19).

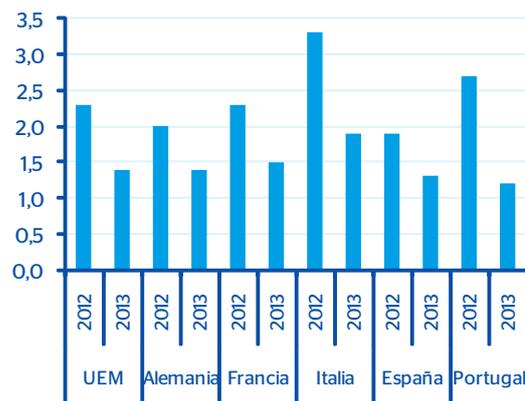
Por países, también se observarán diferencias significativas en la evolución de la inflación (Gráfico 20), ya que mientras las presiones a la baja sobre los precios proveniente de la debilidad de la demanda doméstica es generalizada, las mayores tasas de inflación en algunos países de la periferia (Italia y Portugal) responden básicamente al impacto de las subidas impositivas ligadas a los procesos de consolidación fiscal.

Gráfico 19  
UEM: inflación IPCA (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 20  
UEM: previsiones inflación por país



Fuente: BBVA Research

## Los riesgos sobre la actividad económica continúan sesgados a la baja

Los riesgos a la baja sobre nuestro escenario de crecimiento son muy variados, pero todos dependen de posibles eventos que den lugar a un fuerte aumento de las tensiones financieras y de la aversión al riesgo. Aunque continúa el riesgo de una posible salida de Grecia, actualmente la principal fuente de incertidumbre está asociada a la implementación de los acuerdos alcanzados en la cumbre de junio, incluyendo la aprobación final por parte de Alemania del MEDE (prevista para septiembre), el rápido establecimiento de un mecanismo de supervisión bancaria común que dé paso a la recapitalización directa por parte del MEDE de algunos bancos, y la aprobación de una hoja de ruta para una mayor integración creíble y ambiciosa. En el caso de agravamiento de las tensiones, es importante también que las autoridades europeas (el FEEF, MEDE o BCE) aseguren la provisión de liquidez en los principales mercados de financiación.

Finalmente, existen ciertos riesgos relacionados con el entorno exterior (precios de las materias primas y una desaceleración de la demanda global más rápida de la esperada) que no pueden ser descartados. Sin embargo, también existen algunos sesgos al alza, tales como una respuesta más rápida por parte de las autoridades europeas en los próximos meses, con una acción más decisiva para implementar algunos de los acuerdos ya alcanzados.

En cuanto a los riesgos de nuestro escenario de inflación, éstos están equilibrados. Existen sesgos al alza derivados de posibles aumentos impositivos ligados a los procesos de consolidación fiscal en curso así como al aumento de los precios de las materias primas (especialmente alimentos), mientras que una mayor depreciación del euro podría redundar en una mayor inflación importada. No obstante, lo anterior se compensa con los riesgos a la baja que podrían surgir de una mayor contracción de la actividad económica.

Tabla 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado****Zona euro: recesión en 2012, impulsada por un IS más negativo**

PIB:	-0,3%	en 2012	+0,3%	en 2013	IPCA:	+2,3%	en 2012	+1,4%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** el PIB se ha estabilizado en el 1T12 (0%), superando las expectativas, gracias al apoyo del sector exterior continuado. El volumen comercial se ha acelerado (exportaciones: +1,0%, importaciones: +0,1%), después de la desaceleración en el 4T11, lo que ha contribuido positivamente al crecimiento (+0,4 pp). La demanda interna fue más débil, y sólo el consumo privado se mantuvo estable, después de una caída del -0,5% t/t en el 4T11, mientras que la caída de la inversión fue más acusada (-1,4% frente a 0,4%, respectivamente). El crecimiento más fuerte en Alemania (+0,5% t/t) y la contracción más moderada en varios países de la periferia fueron responsables de este resultado mejor de lo esperado.

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** las estimaciones para el 2T y el 3T sugieren que la economía de la zona euro ha entrado en territorio de crecimiento negativo. La confianza se ha deteriorado significativamente durante el 2T12, y, en este sentido, los indicadores PMI y ESI apuntaron hacia un debilitamiento de la actividad tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, aunque con moderación hacia el final del trimestre. La producción industrial se recuperó ligeramente en mayo, después de los malos datos de abril, aunque permaneció más débil respecto al 1T. Se produjo una leve mejoría en la confianza del consumidor durante el 2T, aunque el reciente repunte de las ventas minoristas no pudo compensar el descenso registrado en abril, mientras que el desempleo alcanzó un récord en junio (11,9%). El comercio exterior parece ser el componente más resistente, con volúmenes cada vez mayores y superávits comerciales significativos durante el 2T. Respecto a los diferentes países, parece que Alemania también ha entrado en terreno negativo en el 2T. Nuestro modelo de previsión del PIB a corto plazo (MICA-BBVA) sugiere que la actividad económica se ha contraído un -0,2% t/t, aunque los riesgos se inclinan a la baja (-0,3% t/t). Esto implica una ligera revisión a la baja en comparación a nuestro último informe de mayo (-0,1% t/t). Para el 3T, los únicos datos disponibles para julio (PMI e indicadores de confianza) apuntan a una actividad menos negativa en el sector servicios, mientras que el sector manufacturero se deteriorará de nuevo probablemente, incidiendo negativamente en la inversión.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** para este año, esperamos una contracción del PIB de la zona euro del -0,3%, y, en este sentido, la demanda interna supondrá un lastre al crecimiento, y compensará con creces la ganancia esperada de las exportaciones netas. La fuerte caída prevista de la inversión (-2,9%) será la principal razón que genere una contribución negativa al crecimiento de la demanda interna de -1,5 pp. Para 2013, prevemos un repunte más moderado, impulsado por la demanda externa (+0,4 pp), mientras que la demanda interna se estabilizará (0,0 pp).

**Perspectivas de inflación:** la inflación de precios al consumidor se redujo al 2,4% en mayo-julio, después de permanecer en el 2,7% en el 1T. Seguimos esperando una moderación más lenta de los precios en los próximos meses, con una inflación por encima del objetivo del BCE durante el próximo trimestre y de nuevo en torno al 2% a finales de año. Es probable que la inflación subyacente ceda ligeramente y se mantenga en niveles del 1,7% a/a durante el segundo semestre del año, mientras que los riesgos para este escenario están equilibrados en general.

**Sector público:** durante los últimos dos meses varios países, incluyendo Francia, Italia y España, han anunciado nuevas medidas fiscales con el objetivo de alcanzar los objetivos para este año y el próximo. Respecto a la ejecución del presupuesto hasta la fecha, no hemos observado una notable corrección respecto al mismo periodo del año anterior. Por lo tanto, las medidas no han sido suficientemente efectivas, debido principalmente a que su impacto previsto en los ingresos o el gasto fueron muy optimistas, el crecimiento ha sido menor de lo esperado, y los pagos de intereses han aumentado.

Continúa en la siguiente página

Tabla 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont).****Alemania: la demanda interna será el motor del crecimiento durante otros dos años**

PIB:	+0,9%	en 2012	+1,4%	en 2013	IPCA:	+2,0%	en 2012	+1,4%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** Alemania experimentó un repunte significativo de la actividad en el 1T12 donde el PIB creció un 0,5% t/t. El sector exterior es el responsable de la mayor parte de la mejora, con las exportaciones netas contribuyendo con 0,9 pp al crecimiento (con importaciones estables y expansión de las exportaciones). En el ámbito interno, el consumo (tanto público como privado) fue más fuerte, pero la inversión se redujo sustancialmente, lo que generó una contribución ligeramente negativa al crecimiento (-0,3 pp).

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** la confianza en la economía se deterioró fuertemente durante el 2T, en línea con el sentimiento más pesimista del sector privado. El sector manufacturero lideró los acontecimientos negativos. El sector servicios, aunque más resistente, también ha entrado en contracción al final del 2T, como indican los datos PMI. En cuanto a la actividad real, la producción industrial mantiene la tendencia al alza, con la excepción de abril, cuando los nuevos pedidos también experimentaron una caída significativa. El gasto del consumidor, según datos de ventas minoristas, continuó debilitándose durante el 2T, pero la caída fue más moderada respecto al trimestre anterior. El desempleo sigue siendo bajo, pero se moderó en junio hasta el 5,4% tras permanecer estable en el 5,6% durante cada mes del año 2012 hasta mayo. En cuanto a la confianza, los hogares se volvieron más pesimistas a lo largo del 2T. Las razones principales para la disminución de la confianza deben estar relacionadas con los acontecimientos externos y el pesimismo general generado por la extensión de la crisis europea. En el frente exterior, los volúmenes comerciales siguen siendo fuertes, y las exportaciones siguen liderando las tasas de crecimiento, lo que deriva en superávits comerciales importantes. Para 3T, los datos de PMI sugieren que el sector servicios se está recuperando, mientras que manufacturas continúa la senda de deterioro en julio. A su vez, el indicador de sentimiento ha caído por primera vez por debajo de su media de largo plazo, tanto el componente servicios como manufacturero han registrado caídas importantes.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** la mayor resistencia de la economía alemana ante la crisis nos lleva a una nueva revisión al alza de nuestra previsión de PIB para 2012 hasta el 0,9%, principalmente con una contribución al crecimiento de la demanda interna (0,6 pp) y también de la demanda externa (0,3 pp). Esperamos que tanto el consumo público como el privado sigan creciendo, aunque a un ritmo más lento, ya que el mercado de trabajo mantiene su impulso, la confianza se mantiene en niveles satisfactorios y el déficit se situó en niveles más bajos de lo esperado. La inversión está cediendo sustancialmente en 2012 (+0,3%), como resultado del debilitamiento de la actividad industrial, pero se prevé que se recupere durante 2013 (+3,3%). Los volúmenes de operaciones seguirán creciendo este año y el próximo, pero las importaciones tomarán la iniciativa en 2013, a medida que la demanda interna permanece fuerte. Por lo tanto, las exportaciones netas continuarán apoyando el crecimiento este año (0,3 pp), pero pasarán a ser planas en 2013, dejando a la demanda interna como el único factor que contribuye al crecimiento (1,4 pp). Para 2013 en general, esperamos ahora un menor crecimiento del PIB del 1,4%.

**Perspectiva de inflación:** el IPCA ha cedido durante el 2T, cayendo al 2,0% en junio, como consecuencia del descenso de los precios del petróleo, mientras que los precios de los alimentos empujan en la dirección opuesta. La inflación subyacente también ha disminuido, situándose entre el 1,4% y 1,7% en el 2T. Para 2012 en general, seguimos anticipando una tasa de inflación del 2,0%, mientras que para 2013 hemos revisado nuestra previsión ligeramente a la baja hasta el 1,4%.

**Sector público:** la ejecución del presupuesto del gobierno federal continúa mostrando el buen comportamiento del año anterior. Como resultado, el gobierno alemán ha revisado a la baja su objetivo de déficit para 2012 hasta el 0,5% del PIB (frente al 1% del PIB del plan de estabilidad de abril). Esta mejora se debió principalmente al aumento de los ingresos y la disminución del gasto en pensiones, prestaciones por desempleo y menor pago en concepto de intereses. Se estima que la deuda pública aumentará, principalmente como consecuencia de las contribuciones a los fondos de rescate FEEF/MEDE.

**Francia: crecimiento moderado en 2012 tras mantenerse plano en el 1T**

PIB:	+0,2%	en 2012	+0,7%	en 2013	IPCA:	+2,3%	en 2012	+1,5%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** en línea con las expectativas, la economía durante el 1T12 se estabilizó, escapando de la contracción una vez más, y, en este sentido, la contribución de la demanda interna y externa se compensaron entre sí. El consumo privado se recuperó un poco (+0,2%), después de la caída en el 4T11, mientras que la inversión fue menor en un 0,7%, situando la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB en 0,1 pp. Durante el mismo período, las importaciones se recuperaron, mientras que el crecimiento de las exportaciones disminuyó, lo que generó una contribución negativa de las exportaciones netas (-0,1 pp), después de 0,3 pp en el 4T11.

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** en el transcurso del 2T, Francia ha ido tomando una posición más pesimista acerca de la situación económica, lo que hizo retroceder la confianza a los niveles registrados a finales del 4T, a pesar de estar en una situación general relativamente estable en comparación con el 1T. Los resultados positivos del PMI en el 1T se invirtieron, para mejorar sólo un poco en junio, gracias a la mejoría del sector servicios. En la industria, a raíz de una caída de la confianza, la actividad pasó a ser negativa en mayo, después de que tanto los nuevos pedidos como los existentes aumentaran al inicio del 2T. La confianza del consumidor y la actividad han sido fuertes durante todo el 1S, con restricciones en el comercio minorista sólo a comienzos del 2T, aunque el desempleo subió ligeramente en mayo, después de mantener la estabilidad durante cuatro meses. Los datos disponibles para el 3T (PMI) indican una caída menos negativa en la actividad del sector privado, gracias a la estabilización del sector servicios, mientras que la confianza muestra una mayor caída en servicios comparado con el de la industria en julio.

Continúa en la siguiente página

Tabla 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont.)****Francia: crecimiento moderado en 2012 tras mantenerse plano en el 1T**

PIB:	+0,2%	en 2012	+0,7%	en 2013	IPCA:	+2,3%	en 2012	+1,5%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Perspectivas para 2012 y 2013:** debido a la evolución peor de lo esperado en la economía y la austeridad adicional introducida por el gobierno, hemos revisado a la baja nuestras proyecciones para este año y el próximo. Ahora esperamos un crecimiento del PIB del 0,2% (frente al 0,5% anterior) este año, con una contribución similar de la demanda interna y externa (+0,1 pp), mientras que para 2013 creemos que la demanda interna tomará el relevo (+0,7 pp).

**Perspectivas de inflación:** el IPCA ha cedido gradualmente durante el 1S, lo que refleja la desaceleración en el aumento de los precios del petróleo en el 2T. Durante el trimestre, la inflación general y la subyacente se situaron en línea a lo previsto, permaneciendo prácticamente estables en el 2,3% y el 1,9% a/a respectivamente. Nuestra previsión para el IPCA por lo tanto sólo se revisó un 0,1 pp hasta el 2,3% en 2012, la misma tasa registrada en 2011, aunque ahora esperamos una inflación algo menor para 2013 (+1,5%).

**Sector público:** la ejecución del presupuesto del gobierno central no es muy positiva, ya que sigue un comportamiento muy similar al del año pasado. El análisis por partidas muestra que los ingresos están por debajo de los objetivos, en parte porque la economía se ha debilitado y en parte porque el impacto de las medidas se sobreestimó. Una auditoría independiente estima que este año se produciría un descuadre de 7.100 millones EUR (0,3 pp del PIB) este año, por lo que el gobierno anunció nuevas medidas por parte julio. El objetivo para este año se sitúa en un déficit del 4,4% del PIB, después del 5,2% en 2011.

**Italia: continuará en recesión por lo menos dos años**

PIB:	-1,8%	en 2012	-0,1%	en 2013	IPCA:	+3,3%	en 2012	+1,9%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** la economía italiana continuó contrayéndose en el 1T12, con una caída del PIB del -0,8% t/t, superior a lo previsto, con una disminución de la demanda interna, y, aunque la actividad comercial descendió, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento, ya que la caída de las importaciones fue más pronunciada. El consumo se mantuvo moderado (-0,6%) y la inversión experimentó otra fuerte caída (-3,6%).

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** los datos estimados indican que la confianza en la economía cayó aún más durante el 2T, en línea con la perspectiva pesimista de la confianza empresarial. Sin embargo, la actividad industrial real, después de haber sido negativa al inicio del 2T, comenzó a crecer en mayo y podría continuar expandiéndose, como sugiere la encuesta ESI en junio. Respecto a los servicios, la perspectiva parece más sombría, ya que la confianza se deterioró en cada mes del 2T. Las perspectivas para el consumo son mixtas, con un descenso de la confianza a lo largo del 2T, una tasa de paro que ha aumentado hasta alcanzar el 10,8% en junio (+0,2pp en un mes) pero una mejora de la actividad minorista en mayo. El índice de manufacturas de julio muestra que la actividad en el sector privado continúa contrayéndose fuertemente mientras que el indicador de sentimiento rebotó, explicado por un aumento del optimismo en servicios entre los consumidores.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** el gran ajuste fiscal realizado en Italia está pesando sobre la demanda, y la contracción económica fue más fuerte de lo esperado, debido a la intensificación de la crisis. Por lo tanto, hemos actualizado nuestra previsión de PIB a una caída más fuerte en torno al -1,8% en 2012 (desde -1,5% anterior) y la economía no volverá a crecer hasta 2014. Como efecto inmediato de las medidas impuestas por el gobierno, se espera que el consumo retroceda significativamente este año (-2,3%) y con menor intensidad en 2013 (-0,6%), lo que, junto con las débiles perspectivas de inversión, contribuirá muy negativamente al crecimiento en 2012 (-3,3%). El repunte esperado en la inversión (+0,2%) el próximo año generaría una contribución menos negativa (-0,5%). En el frente externo, aunque el crecimiento comercial se moderará, las exportaciones netas impulsarán el crecimiento en los dos años, aunque sin poder compensar el efecto negativo de los factores internos.

**Perspectivas de inflación:** la inflación también se mantuvo sin variaciones en el 2T, con una media del 3,6% a/a, reflejando principalmente la subida de impuestos. Si nos ajustamos a estos factores, la tasa se modera en torno al 2,5%, pero todavía existe incertidumbre sobre los aumentos adicionales de impuestos dentro de un año a partir de ahora. Todos estos hechos nos llevan a revisar al alza nuestra previsión para 2012 hasta el 3,3%, aunque mantenemos sin cambios nuestra proyección de 2013 (1,9%).

**Sector público:** hay una mejora notable en la ejecución del presupuesto por el gobierno central hasta julio, en comparación con el mismo período en 2011, aunque varias administraciones locales se enfrentan a problemas. Sin embargo, las medidas anunciadas recientemente, junto con las medidas adoptadas en diciembre de 2011, deberían ser suficientes para acercarse al objetivo de déficit del 1,7% del PIB en 2012, tras situarse en el 3,8% el año anterior. Los nuevos recortes del déficit ascienden a 26.000 millones EUR hasta finales de 2014, que se distribuyen en 4.500 millones EUR en 2012, 10.500 millones EUR en 2013 y 11.000 millones EUR en 2014. Las medidas de gasto de este año tienen por objeto evitar el aumento del IVA en un 2%, que se ha aplazado hasta mediados de 2013.

Continúa en la siguiente página

Tabla 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont.)****Portugal: recesión más moderada, aunque sin vuelta al crecimiento hasta 2014**

PIB:	-2,6%	en 2012	-0,3%	en 2013	IPCA:	+2,7%	en 2012	+1,2%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** el PIB prácticamente se estancó en el 1T (-0,1% t/t), superando las expectativas de una caída más fuerte, ya que la inversión sorprendió con una subida del 3,2%. Por el contrario, tanto el consumo privado como el público siguieron cayendo (-2,1% y 0,6% respectivamente), lo que refleja el fuerte ajuste realizado en la actualidad. Las exportaciones netas no variaron, ya que las importaciones siguieron muy de cerca a las exportaciones.

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** la confianza económica se mantiene en niveles bajos, pero siguió subiendo durante el 2T. En la industria, el sentimiento se está volviendo más positivo y el repunte de la actividad sólo se detuvo durante un mes al inicio del 2T. Los servicios no pudieron mantener la tendencia y cedieron terreno a lo largo del 2T. La tendencia alcista en la confianza del consumidor empezó a verse reflejada en las ventas minoristas sólo en mayo, después de dos meses consecutivos de disminución de los volúmenes, mientras que el desempleo sigue en niveles muy altos y en aumento, según la opinión generalizada. El modelo MICA-BBVA sugiere una contracción del PIB del -1,1% t/t en el 2T. Para 3T el indicador de confianza de la comisión cayó en julio como consecuencia de un mayor pesimismo en el sector industrial.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** teniendo en cuenta la estimación de MICA para el 2T (-1,1%) y que mantenemos nuestra senda de crecimiento trimestral para el 3T (-0,6%) y el 4T (-0,3%), la contracción anual del PIB debería ser del -2,6%, en lugar del -2,9% proyectado previamente, y continuar con una contracción moderada en 2013, con la demanda externa impulsando siempre el crecimiento (3,5 pp y 1,4 pp en 2012 y 2013, respectivamente). Se prevé que el consumo privado y la inversión se contraigan con fuerza en 2012, con una caída más suave en 2013.

**Perspectiva de inflación:** después de permanecer en niveles altos durante el 1T, la inflación comenzó a moderarse, con un IPCA medio del 2,8% a/a en el 2T y una inflación subyacente en el 1,6%. Si bien los efectos de la subida de impuestos en 2010-2011 deberían estar desapareciendo, hay una alta probabilidad de que el gobierno ejerza mayor presión fiscal con el fin de lograr los objetivos, lo que podría generar un efecto negativo en el índice de precios. Nuestras previsiones sugieren que la inflación siga disminuyendo hasta el 2,7% este año y caiga a un nivel tan bajo como el 1,2% en 2013.

**Sector público:** el déficit público de enero a junio se estima en 3.200 millones EUR, en comparación con el dato aproximado de 6.000 millones EUR en el mismo período del año pasado. La fuerte caída, sin embargo, se debió a un aumento de los ingresos extraordinarios de 2.700 millones EUR de la transferencia de los fondos de pensiones de los bancos al gobierno. De otro modo, los ingresos fiscales cayeron un 3,1% en el 1S12, compensados parcialmente por una caída en el gasto de un 2,2% aproximadamente. El buen comportamiento en el gasto (es decir, reducción del consumo público, compra de bienes y servicios) se ve ensombrecido por el aumento de la factura de tipos de interés y gastos de capital.

**España: Recesión en 2012 y lenta recuperación en 2S13**

PIB:	-1,4%	en 2012	-1,4%	en 2013	IPCA:	+1,9%	en 2012	+1,3%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 1T de 2012:** el PIB siguió cayendo en el 1T12, un -0,3% t/t. El desglose del PIB muestra que la demanda interna continuó impulsando la caída (-3,2 pp), sobre todo por el descenso de la inversión, mientras que la demanda externa se mantuvo firme, aunque su contribución disminuyó (de 3,2 pp a 2,8 pp).

**Estimaciones para el 2T y el 3T:** a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) señala que la economía española se habría contraído un -0,4% t/t en el 2T12, encadenando tres trimestres consecutivos de crecimiento negativo. De confirmarse esta estimación, la evolución coyuntural durante ese trimestre se habría situado en línea con nuestras expectativas (BBVA Research: -0,4% t/t; MICA-BBVA -0,3% t/t), que de forma temprana alertaban que la tasa de crecimiento para el conjunto del trimestre volvería a ser negativa, y que nuevamente advierten que el deterioro de la actividad continuará durante el trimestre actual. Adicionalmente, los indicadores parciales de coyuntura conocidos en la fecha de cierre de este informe apuntan a una nueva corrección a la baja de la demanda doméstica en el 2T12 y, en consecuencia, de las importaciones, que indican que la composición del crecimiento volvería a estar marcada por el avance de la demanda externa neta y la contribución negativa de la demanda interna.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** en síntesis, se prevé que la economía española continúe en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en torno al -1,4% para el conjunto del año 2012. Adicionalmente, bajo las actuales circunstancias se espera que la recuperación económica se retrase hasta la segunda mitad de 2013, año que previsiblemente se cerrará con una contracción de igual magnitud a la registrada para 2012. No obstante, si bien es cierto que las innovaciones en el escenario anteriormente descritas ya suponen una revisión negativa de las previsiones de crecimiento para 2013, es necesario resaltar que los riesgos de una contracción mayor siguen siendo elevados.

Continúa en la siguiente página

Tabla 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont.)****España: Recesión en 2012 y lenta recuperación en 2S13**

PIB:	-1,4%	en 2012	-1,4%	en 2013	IPCA:	+1,9%	en 2012	+1,3%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Perspectivas de inflación:** durante el segundo trimestre del año, tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron relativamente estables en torno al 2,0% a/a y al 1,2% a/a, respectivamente. Sin embargo, detrás de dicha estabilidad sí que se observaron movimientos significativos en los precios al consumo de los distintos grupos especiales que conforman el IPC. Así, de la inflación general registrada a finales del segundo trimestre (1,9% a/a en junio), 1,4 pp son atribuibles al componente energético y a los alimentos, mientras que tan sólo 0,5 pp a los servicios y los bienes industriales no energéticos que, en línea con la debilidad de la demanda doméstica, siguen constatando la ausencia de presiones inflacionistas. Por su parte, los registros del IPCA señalan que durante 2T del año el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España en torno a los -0,6 pp.

**Sector público:** los datos de ejecución presupuestaria anticipan que la mayor parte del ajuste de la demanda pública se llevará a cabo en el segundo semestre del año. El déficit del conjunto de administraciones públicas alcanzó el 1,4% del PIB en el 1T12, resultado de los efectos negativos del deterioro económico sobre las cuentas públicas, en especial, sobre los ingresos tributarios. Por niveles de administración, tan sólo la central registró déficit en el primer trimestre del año (-1,9% del PIB), que se vio parcialmente compensado por el ligero superávit alcanzado en el resto de administraciones (equilibrio presupuestario en el caso de las comunidades autónomas), todas ellas favorecidas por los adelantos de transferencias realizados por la administración central.

De cara al segundo trimestre, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado arrojan un déficit acumulado a junio de 2012 del 4,0% del PIB, 0,5pp por encima del objetivo de final de año. El adelanto de las transferencias a otras administraciones públicas explican parte del aumento del déficit respecto al año anterior. El consumo registra cierta moderación, principalmente por el recorte de consumos intermedios, pero la evolución de los ingresos es adversa. No obstante, dado que una buena parte de las medidas de consolidación fiscal que atañen a las comunidades autónomas se definieron a partir de los planes de reequilibrio presentados en mayo, es previsible que el mayor impacto sobre el déficit se observe durante la segunda mitad del año.

Fuente: BBVA Research

**Recuadro 2. Portugal: Hacia una recesión más moderada este año y cerca del estancamiento en 2013**

La actividad económica en Portugal continúa contrayéndose, dado que el ajuste macroeconómico sigue adelante y que la demanda interna se está reduciendo como consecuencia del gran esfuerzo de consolidación fiscal, aunque se espera que la desaceleración sea menos fuerte de lo previsto dados los resultados mejores de lo esperado en el 1T y el continuo apoyo de la demanda externa. Por lo tanto, prevemos una caída más moderada del PIB para este año (-2,6% en lugar de -2,9%) y una contracción moderada del -0,3% para 2013.

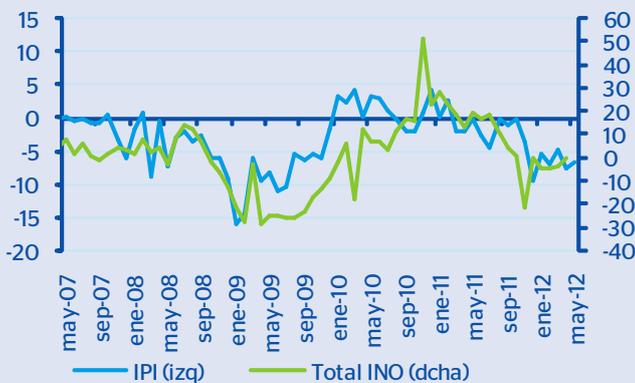
**Los indicadores apuntan a una fuerte contracción en el 2T impulsada por factores internos...**

La moderada caída de la actividad económica en el 1T12, -0,1% intertrimestral, se debió a una evolución menos negativa de lo previsto de la demanda interna y una contribución todavía resistente de las exportaciones netas. Sin embargo, como sugieren los indicadores adelantados, se espera que la contracción durante el 2T12 haya sido más fuerte, lo que refleja una caída más pronunciada de la demanda interna y una desaceleración de las exportaciones. En particular, por el lado doméstico, la confianza económica mejoró sólo ligeramente después del sustancial movimiento alcista registrado en el 1T y aún permanece en niveles bajos. La inversión supone un lastre sobre la actividad, sobre todo porque el sector de la construcción está registrando fuertes caídas tanto en la producción y como en los niveles de confianza. La encuesta de inversión del INE en abril mostró que la inversión disminuirá previsiblemente de nuevo un -16,7% en 2012, después del -15,8% esperado para 2011 que

a su vez resultó menos negativo situándose en el -14%, con el empeoramiento de las perspectivas de ventas como el principal factor limitante, seguido por la incertidumbre en torno a los tipos de interés. Respecto a la producción industrial, después del aumento registrado en cada mes en el 1T, volvió a retroceder en abril y no se compensó totalmente en mayo (-6,5% y +4,1%, respectivamente). En este sentido, la confianza en el sector servicios se deterioró de manera significativa, con una pérdida de 2 puntos, tras estabilizarse en el 1T. Como nota positiva, la evolución de la facturación del sector servicios ha pasado a ser positiva en abril y mayo.

Las perspectivas de consumo tampoco son positivas, a pesar de que están en línea con el desapalancamiento necesario de los hogares. La confianza del consumidor está mejorando constantemente, mientras que el mercado laboral se mantiene en un proceso de ajuste costoso, con un aumento gradual del desempleo (+0,6 pp en 2012 hasta el momento). Además, las ventas minoristas siguen siendo muy volátiles, y, en este sentido, siguen un patrón de descensos y subidas intermensuales. Los aumentos de impuestos durante los últimos años no sólo han afectado negativamente a la renta disponible de los hogares, sino que también han mantenido la inflación en niveles más altos de lo que cabría esperar, considerando la actual contracción de la economía. Sin embargo, el IPCA ha cedido gradualmente en los últimos meses, alcanzando en promedio un 2,8% interanual en el 2T, tras un 3,3% en el 1T, con la inflación subyacente en 1,6% y 2,0% respectivamente.

Gráfico 21  
Portugal: sector industrial (% interanual)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

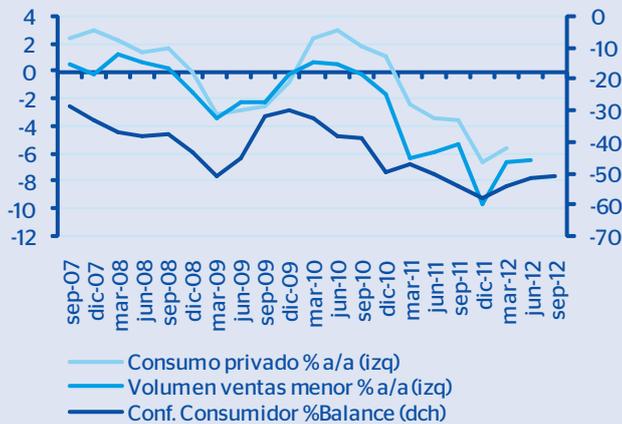
Gráfico 22  
Portugal: confianza ESI



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

Gráfico 23

**Portugal:**  
consumo privado, ventas minoristas y conf. consumidor



Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

**...aunque el apoyo de la demanda exterior muestra signos de debilidad desde el fuerte registro de comienzos de año**

El sector exterior continuó apoyando el crecimiento durante el 2T, pero menos que anteriormente. Las exportaciones han crecido y las importaciones han retrocedido a lo largo de 2012 hasta la fecha respecto al año anterior, aunque el aumento de las exportaciones se moderó en mayo. Por otra parte, durante el 2T, las variaciones intermensuales de las importaciones se recuperaron y comenzaron a crecer, mientras que, al mismo tiempo, las exportaciones experimentaron una caída en mayo, lo que generó un aumento del déficit comercial. Por último, la media móvil tres meses, el crecimiento de las exportaciones también se desaceleró (1,4% media móvil de 3 meses hasta abril, 0,8% hasta mayo).

Teniendo en cuenta toda esta información, nuestro modelo MICA-BBVA sugiere una caída del -1,1% intertrimestral en el 2T, aunque mantenemos nuestra previsión de crecimiento trimestral en el 3T (-0,6%) y el 4T (-0,3%). El efecto derivado de unos datos mejores de lo previsto en el 1T significa que la caída del PIB debería ser menor en 2012 en general respecto a lo estimado previamente.

**Las perspectivas para 2012 y 2013 mejoran ligeramente**

Según nuestras previsiones, la demanda interna seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento (-6,0 pp en 2012), con una fuerte caída del consumo privado y público, aunque se espera que la caída se modere en 2013. La mayor caída se experimentará en la inversión, tanto este año como el próximo. En contraste, se espera que las exportaciones

Gráfico 24

**Portugal: inflación IPC armonizado (% interanual)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

netas continúen con su contribución positiva, aunque a un ritmo más lento en cada uno de los dos años.

Ante estas noticias positivas relacionadas con la economía portuguesa, la troika, el Banco de Portugal y el gobierno portugués han revisado sus previsiones al alza. La troika espera ahora una contracción del PIB del -3% (desde -3,3% anterior), y percibe un crecimiento positivo aunque muy bajo en 2013. El Banco de Portugal espera ahora mejores resultados para 2012 (-3,0% desde -3,4% de la revisión de primavera), aunque dejó sin revisar sus proyecciones para 2013. Por último, el gobierno estima ahora que el crecimiento del PIB en 2013 será del 0,2%, muy por debajo del 0,6% estimado en abril, y revisó al alza su previsión sobre el desempleo, hasta un máximo del 16% en 2013 (antes el máximo se situaba en el 14,5 % en 2012).

**Cuarta revisión de la troika, una vez más alaba los esfuerzos de Portugal**

La misión de la troika completó su cuarta revisión a principios de junio, ofreciendo un balance positivo y destacando su continua confianza en la viabilidad de los objetivos fiscales. Al mismo tiempo, animó al país a continuar con las reformas estructurales (es decir, mercado laboral, competitividad de precios) como medio para impulsar el crecimiento a largo plazo. El desempleo, que los acreedores internacionales estiman que aumentará hasta el 16% en 2013, se considera como un gran desafío, pero se percibe como un resultado de la transición hacia una economía más orientada a la exportación (y como resultado de las rigideces del mercado laboral). La próxima revisión está programada para septiembre.

**La ejecución presupuestaria está mejorando, pero los riesgos para cumplir con el objetivo de déficit están aumentando dada la debilidad de los ingresos**

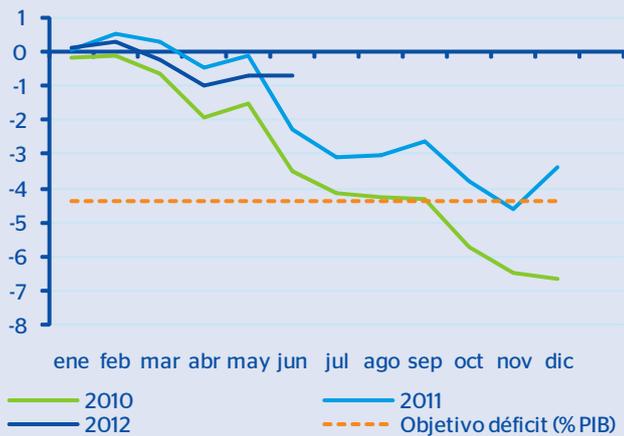
El déficit del Estado hasta junio ha mostrado una mejora importante con respecto al año pasado -3,2 m.m. € frente a -6 m.m. €. Incluyendo los superávits registrados por los fondos autónomos y por la seguridad social, la mejora a nivel central sigue siendo notoria, (-1,2 m.m. de €, frente a -3,8 m.m. de €), aunque se explica principalmente por la inclusión de la transferencia de fondos de pensiones del sistema bancario, estimado de -2,7 m.m. de €. Sin esos ingresos extraordinarios, no existe mejora respecto a hace un año en estas fechas.

El análisis por partidas muestra que los ingresos por impuestos directos e indirectos se están por debajo de

los objetivos. Así, los ingresos corrientes han caído un 1,4% con respecto al mismo periodo del año pasado. Por el lado del gasto, el gasto corriente se redujo ligeramente, en un 0,5%. Aunque la mayoría de las categorías registró caídas importantes, en línea con la consolidación de las medidas adoptadas (por ejemplo, el gasto en salarios se redujo en 16,8% y los subsidios en un 25%), el incremento en pago por intereses se ha elevado en un 20% y ha contrarrestado el buen comportamiento de los otros gastos. En definitiva, el objetivo de reducir el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas desde el 7,7% en 2011 (4,2% si incluimos el ingreso extraordinario por la transferencia de pensiones de Portugal Telecom) hasta el 4,5% (objetivo del gobierno) es cada vez más difícil.

Gráfico 25

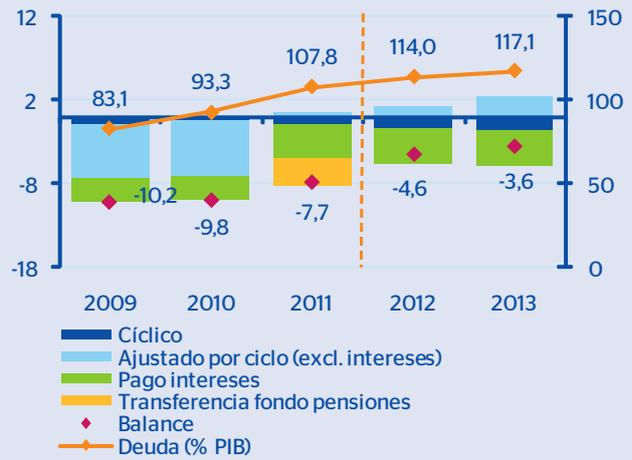
Portugal: ejecución presupuestaria (% PIB)



Fuente: DGO y BBVA Research

Gráfico 26

Portugal: saldo presupuestario y deuda pública (% PIB)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

### Recuadro 3. Reino Unido: La intensificación de la recesión lleva al Banco de Inglaterra a intervenir de nuevo con el objetivo de impulsar el crédito en la economía

Si bien los indicadores de actividad económica no muestran signos claros de recuperación, la eliminación de ciertos factores temporales adversos registrados durante el segundo trimestre debería apoyar el crecimiento económico durante la segunda parte del año, aunque no será suficiente para evitar que el PIB termine contrayéndose ligeramente en el conjunto del año. Por un lado, el sector exterior está acusando la intensificación de la crisis en la zona euro, mientras que el gasto privado difícilmente tomará el relevo en la recuperación debido al lento proceso de desapalancamiento del sector privado. Ante esta situación y debido al escaso margen de maniobra de la política fiscal, el Banco de Inglaterra ha decidido unánimemente en su reunión de julio volver a intervenir en el mercado financiero con medidas para impulsar el crédito y, a la vez, aumentar el programa de flexibilización cuantitativa. En el plano fiscal, los primeros datos de ejecución presupuestaria muestran una ligera mejoría, aunque se anticipa que se produzcan desviaciones respecto del objetivo.

#### La actividad económica se contrajo bruscamente en la primera parte del año, si bien como consecuencia de factores temporales

La economía británica continúa en recesión por tercer trimestre consecutivo, registrando una fuerte caída del PIB en el segundo trimestre (-0,7% t/t), significativamente mayor de lo anticipado. Tras esta caída en la actividad, se encuentra principalmente la contracción del sector de la construcción (-5,3% t/t) y del sector industrial (-1,3% t/t), mientras que la actividad en el sector servicios se mantuvo prácticamente estancada (-0,1% t/t). Por lo tanto, dicha evolución parece sustentar la visión de que detrás de estos resultados se encuentran algunos factores temporales, como las adversas

condiciones climáticas y el menor número de días laborables, y que por lo tanto la actividad debería repuntar en la segunda parte del año, aunque todavía no hay prácticamente información disponible para el trimestre corriente que permita confirmarlo. No obstante, hay que destacar que todavía existen algunos determinantes que podrían limitar dicho repunte de la actividad. El principal es que el repunte del consumo privado en la primera parte del año no parece sostenible, dado el fuerte ajuste fiscal anunciado. Por otro lado, la evolución en los próximos trimestres estará muy condicionada por la evolución de la crisis de la zona euro.

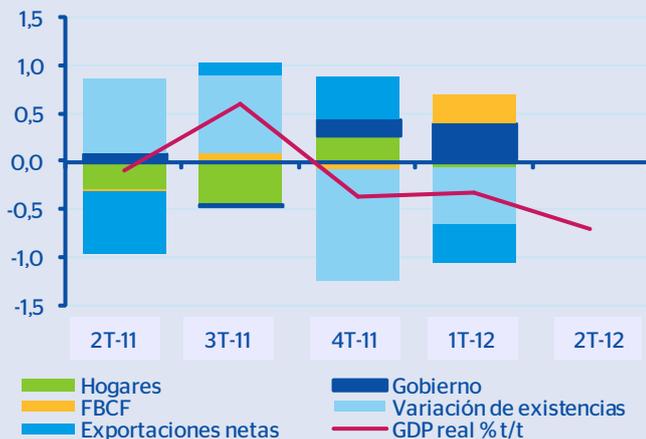
Como consecuencia de todo lo anterior, hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2012 en 0,9pp, de manera que la actividad se contraerá ligeramente (-0,4%), tras el +0,8% en 2011 impulsado por el sector exterior. Tras el rebote de la actividad en el tercer trimestre, esperamos que las tasas de crecimiento vuelvan a valores más normales en la parte final del año, para tender a consolidar una moderada recuperación a lo largo de 2013 (+1,3%).

#### El mercado de trabajo continúa debilitado

El empleo continúa mostrando mensajes contradictorios. La tasa de paro según el criterio OIT ha disminuido al 8,1%, tras mantenerse en el 8,2% en los últimos 2 meses, pero a su vez las peticiones de subsidio de desempleo continúan aumentando. Además, los salarios muestran un aumento moderado, por lo que en términos reales continúan disminuyendo. Entre los factores que explican esta moderación están la congelación salarial en el sector público y la fuerte reducción de los bonus en el sector financiero. La debilidad en el mercado de trabajo, junto con un aumento de la incertidumbre podría terminar afectando al ritmo del proceso de desapalancamiento de las familias.

Gráfico 27

Reino Unido: crecimiento del PIB (% intertrimestral) y contribución por componentes



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 28

Reino Unido: mercado de trabajo



Fuente: ILO, ONS y BBVA Research

**El sector exterior pierde dinamismo**

A pesar de haber sido el principal motor de crecimiento durante 2011, en el primer semestre el sector exterior ha restado 0,4 décimas al crecimiento. De cara a los próximos meses, no se espera una notable mejoría dada la elevada exposición de las exportaciones a la zona euro y porque, a pesar de que otros mercados están ganando relevancia, la ralentización en la recuperación global supondrá un riesgo adicional. Por otro lado, las importaciones han mostrado un mayor dinamismo que las exportaciones, en parte debido al mantenimiento de la inversión, por lo que es probable que las exportaciones continúen lastrando al crecimiento.

**La desaceleración de la inflación se intensifica**

La inflación ha disminuido de manera sostenida en lo que va de año a un mayor ritmo que el esperado, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, así como de unas rebajas de fin de temporada más agresivas de lo habitual. Por este motivo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de inflación para el conjunto del año al 2.5% (desde el 2.9%).

**El Banco de Inglaterra interviene de nuevo y aumenta la flexibilización cuantitativa**

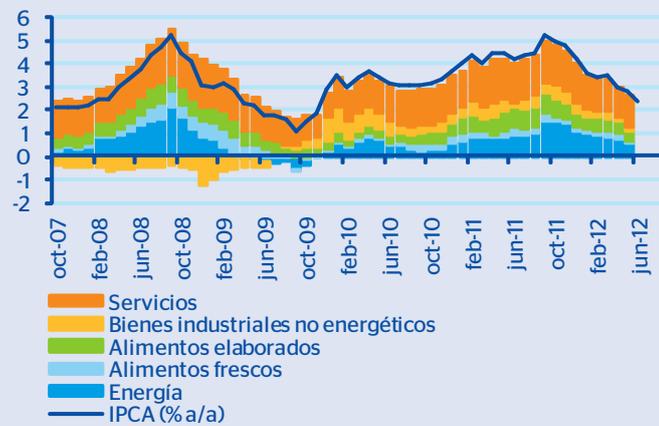
Como consecuencia del deterioro de la actividad económica y la reciente escalada en la crisis soberana de la eurozona, a mediados de junio la autoridad monetaria decidió intervenir en los mercados financieros. En primer lugar mediante la implementación de un paquete de medidas para impulsar el crédito, a través de la reducción de los costes de financiación

de los bancos mediante la provisión de fondos por un período prolongado y a un precio por debajo del mercado. A cambio, las entidades adquieren el compromiso de financiar a las empresas. En segundo lugar, en el mes de julio en la reunión de política monetaria, los miembros del comité votaron a favor de ampliar la compra de activos dentro de su estrategia de flexibilización cuantitativa en 50.000 millones, hasta alcanzar los 375.000 millones de libras (24% del PIB). A pesar de que la efectividad de estas medidas hasta ahora ha sido cuestionada es probable que de aquí a final de año el programa de compras continúe aumentando, sobre todo teniendo en cuenta la intensificación de la recesión y los pocos instrumentos de política de demanda disponibles. En principio, prevemos un aumento en otros 50.000 millones de aquí a final de año, y un mantenimiento de los tipos de interés a los niveles actuales hasta al menos el inicio de 2014.

**La ejecución presupuestaria muestra mejoría gracias a la transferencia de fondo de pensiones**

Tras cerrar el ejercicio fiscal 2011-12 con un déficit del 8.2% el gobierno tiene como objetivo cerrar el ejercicio actual con un déficit del alrededor del 6.0%. Para alcanzar el objetivo este año, el gobierno cuenta con la transferencia del fondo de pensiones del "Royal Mail" (28 mM £ en abril) y un conjunto de medidas fiscalmente neutras con las que se pretende impulsar el crecimiento, y que tienen como objetivo simplificar el sistema impositivo y atraer la inversión. Los datos de ejecución presupuestaria del ejercicio fiscal actual hasta junio muestra una sustancial mejoría respecto al mismo período el año pasado, aunque la debilidad de la economía británica genera dudas sobre el cumplimiento del objetivo de déficit.

Gráfico 29  
**Reino Unido: inflación**



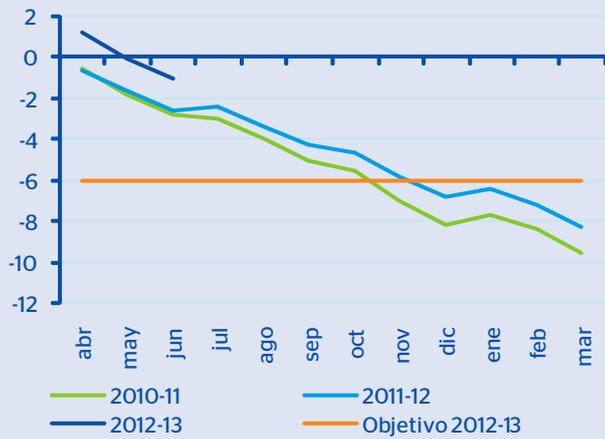
Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 30  
**Reino Unido: objetivo del programa de recompra de activos (mM £)**



Fuente: Banco de Inglaterra y BBVA Research

Gráfico 31  
Reino Unido: ejecución presupuestaria excluida la intervención financiera (en % del PIB)



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 32  
Reino Unido: saldo presupuestario y deuda pública (% PIB)



Fuente: ONS, Gobierno de Reino Unido y BBVA Research

## 4. Tablas

Tabla 3

## Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PIB a precios constantes</b>	-4,4	1,9	1,5	-0,3	0,3
Consumo privado	-1,1	0,9	0,2	-0,6	0,0
Consumo público	2,6	0,7	-0,3	-0,4	-0,5
Formación bruta de capital fijo	-12,4	-0,2	1,6	-2,9	-0,1
Inventarios (*)	-0,9	0,6	0,2	-0,5	0,1
Demanda interna (*)	-3,6	1,2	0,5	-1,5	0,0
Exportaciones (bienes y servicios)	-12,7	11,0	6,3	2,2	3,4
Importaciones (bienes y servicios)	-11,4	9,4	4,1	-0,4	2,8
Demanda externa (*)	-0,8	0,7	1,0	1,1	0,4
<b>Precios</b>					
IPC	0,3	1,6	2,7	2,3	1,4
IPC subyacente	1,3	1,0	1,7	1,8	1,4
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	-1,8	-0,5	0,3	-0,7	-0,2
Tasa desempleo (% población activa)	9,6	10,1	10,2	11,2	11,5
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,3
Deuda pública (% PIB)	79,6	85,5	87,3	89,1	89,4
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,3	-0,1	0,0	0,9	1,4

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,1	2,4	1,8	2,1	1,8
UEM	-4,4	1,9	1,5	-0,3	0,3
Alemania	-5,1	3,6	3,1	0,9	1,4
Francia	-3,1	1,6	1,7	0,2	0,7
Italia	-5,5	1,8	0,5	-1,8	-0,1
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,4	-1,4
Reino Unido	-4,0	1,8	0,8	-0,4	1,3
América Latina *	-0,6	6,6	4,5	2,9	3,8
México	-6,1	5,4	4,0	3,7	3,0
EAGLES **	4,0	8,4	6,6	5,4	6,1
Turquía	-4,9	9,2	8,5	3,2	4,1
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,7	5,4	5,8
China	9,2	10,4	9,2	7,8	8,3
Asia (exc. China)	1,0	6,5	3,4	3,8	4,1
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,4	3,7

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

## Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0,4	1,6	3,1	2,0	1,9
<b>UEM</b>	0,3	1,6	2,7	2,3	1,4
Alemania	0,2	1,2	2,5	2,0	1,4
Francia	0,1	1,7	2,3	2,3	1,5
Italia	0,8	1,6	2,9	3,3	1,9
España	-0,3	1,8	3,2	2,1	1,5
Reino Unido	2,2	3,3	4,5	2,5	2,0
<b>América Latina *</b>	10,6	8,5	9,1	10,1	8,9
México	5,3	4,2	3,4	4,0	3,5
<b>EAGLES **</b>	2,8	5,3	6,0	4,3	4,4
Turquía	6,3	8,6	6,5	8,8	5,3
<b>Asia-Pacífico</b>	0,3	3,6	4,8	3,3	3,4
China	-0,8	3,3	5,4	3,0	3,6
Asia (exc. China)	1,1	3,8	4,3	3,4	3,2
<b>Mundo</b>	2,2	3,8	5,1	4,2	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

## Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-2,7	-3,1	-3,1	-3,0	-3,1
<b>UEM</b>	-0,3	-0,1	0,0	0,9	1,4
Alemania	5,9	6,1	5,8	5,4	5,5
Francia	-1,5	-1,7	-2,2	-1,9	-1,7
Italia	-2,0	-3,5	-3,2	-2,2	-1,7
España	-4,8	-4,5	-3,5	-1,2	0,7
Reino Unido	-1,7	-3,3	-1,9	-2,2	-1,3
<b>América Latina *</b>	-0,1	-0,9	-0,8	-1,6	-1,8
México	-0,7	-0,3	-0,8	-1,3	-1,4
<b>EAGLES**</b>	2,6	1,6	0,9	0,5	0,4
Turquía	-2,3	-6,4	-10,0	-7,5	-7,4
<b>Asia-Pacífico</b>	3,5	3,3	1,8	1,4	1,6
China	5,2	4,0	2,8	2,5	2,8
Asia (exc. China)	2,3	2,0	1,1	0,7	0,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-9,9	-8,9	-8,7	-7,7	-5,0
UEM	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,3
Alemania	-3,2	-4,3	-1,0	-0,6	-0,5
Francia	-7,6	-7,1	-5,2	-4,6	-3,3
Italia	-5,4	-4,5	-3,8	-1,9	-0,9
España	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-5,0
Reino Unido	-11,5	-10,1	-8,2	-8,4	-6,7
América Latina *	-3,1	-2,0	-2,1	-1,8	-1,1
México	-2,6	-3,5	-3,0	-2,8	-2,8
EAGLES**	-3,8	-2,5	-2,3	-2,1	-1,9
Turquía	-5,5	-3,6	-1,4	-1,8	-1,6
Asia-Pacífico	-4,8	-3,6	-3,7	-3,7	-3,4
China	-2,8	-2,5	-1,1	-1,8	-1,8
Asia (exc. China)	-6,1	-4,5	-5,5	-4,9	-4,4

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

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

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

**Variables financieras**

<b>Tipos de Interés Oficiales (Final período)</b>	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	5,75	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,5
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,5
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,79	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,27	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,58	1,66
China (RMB por USD)	6,83	6,77	6,46	6,31	6,18

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 9

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 10

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 11

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 12

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

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

 (\*) Contribuciones al crecimiento  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 13

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Consumo privado</b>	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-2,8
Consumo público	5,9	3,8	0,2	-2,2	-4,8	-4,1
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-16,5	-6,2	-5,1	-9,4	-5,6
Equipo y otros productos	-2,8	-22,0	5,3	1,5	-8,9	-4,4
Construcción	-5,7	-15,4	-10,1	-8,1	-10,7	-6,7
Vivienda	-9,1	-22,0	-9,8	-4,9	-6,7	-8,3
Otras construcciones	-1,6	-7,7	-10,4	-11,2	-14,6	-5,1
Inventarios (*)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,7</b>
<b>Exportaciones</b>	<b>-1,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>13,5</b>	<b>9,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7,2</b>
Importaciones	-5,1	-16,9	8,9	-0,1	-6,5	0,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>

 (\*) Contribuciones al crecimiento  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 14

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

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

 (\*) Contribuciones al crecimiento  
 Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:**
*Economista Jefe de Economías Desarrolladas*

**Rafael Doménech**  
 +34 91 537 36 72  
 rdomenech@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

**Elvira Prades**  
 +34 91 537 79 36  
 elvira.prades@bbva.com

**Katerina Deligiannidou**  
 aikaterini.deligiannidou@bbva.com

Economic Scenarios  
**Julián Cubero**  
 juan.cubero@bbva.com

Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
 s.castillo@bbva.com

España  
**Camilo Ulloa**  
 camiloandres.ulloa@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

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
 juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
 gsorensen@bbva.com

Chile  
**Alejandro Puente**  
 apuente@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
 juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
 hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
 oswaldo.lopez@bbva.com

México  
**Adolfo Albo**  
 a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero (I)**  
 juan.cubero@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
 r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
 miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
 mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
 nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
 sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
 arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
 david.tuesta@bbva.com

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

*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
 s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
 juan.cubero@bbva.com

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

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
 ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
 ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
 javier.serna@bbvaReino Unido.com

Tipos de Interés, Divisas y  
 Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
 luisen.rodriguez@grupobbva.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