

Situación Europa

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- **Las medidas aprobadas por el BCE** han reducido drásticamente el riesgo de convertibilidad del euro.
- **Los avances hacia una mayor integración bancaria y fiscal requieren un acuerdo político en Europa**, mientras que los países periféricos han de continuar con las reformas a un ritmo adecuado.
- **La economía europea se encuentra en recesión**, pero las tensiones financieras han disminuido gracias a las medidas anunciadas.
- **El crecimiento volverá en 2013**, pero a un ritmo muy lento.
- **La periferia de la eurozona seguirá afectada** por la necesidad de desapalancamiento.
- **La indefinición actual de la UEM y la recesión en la periferia** también lastra el crecimiento en el norte.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Economía global: Las medidas tomadas por los bancos centrales hacen menos probables los escenarios de riesgo	5
3. Avances en la solución de la crisis de la eurozona.....	8
Observatorio fiscal de la zona euro.....	12
4. Perspectivas para el conjunto de la zona euro	15
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado	24
Recuadro 1. Portugal: Los ajustes en marcha harán que persista la recesión económica en 2013.....	30
Recuadro 2. Reino Unido: Tras un crecimiento mayor de lo esperado en el tercer trimestre, se espera una recuperación moderada en 2013 basada en la demanda interna	33
5. Tablas	35

Fecha de cierre: 8 de noviembre de 2012

1. Editorial

El camino hacia la resolución de la crisis europea ha tomado una nueva dirección desde el anuncio por parte del BCE de su disponibilidad para comprar bonos soberanos con el fin de eliminar el riesgo de ruptura del euro. La situación en los mercados financieros ha mejorado, y la probabilidad de que se materialice un escenario de riesgo a través de una fuerte contracción se ha reducido considerablemente. Sin embargo, la crisis está lejos de haber sido resuelta, y las piedras en el camino son aún numerosas. La actuación del BCE ha abierto una ventana de oportunidad que da un mayor margen de maniobra para proseguir la estrategia que ha escogido Europa para resolver sus problemas institucionales.

Dicha estrategia "a la alemana" continúa basándose en tres pilares. Su elemento principal, y lo que la distingue de las estrategias más acomodaticias adoptadas por Estados Unidos y el Reino Unido, es que los países con importantes desequilibrios (fiscales y externos, fundamentalmente) prosigan con los ajustes fiscales para reducir sus niveles de déficit e intenten estabilizar los ratios de deuda pública y, por otro lado, con las reformas estructurales que contribuyan a aumentar su capacidad de competir y su potencial de crecimiento. Las reformas adoptadas hasta ahora por los países periféricos han sido importantes, sobre todo en los mercados laborales, y los esfuerzos fiscales llevados a cabo desde 2010 no tienen precedentes en los países desarrollados, a pesar de que los objetivos de déficit fiscal nominal no se estén cumpliendo a rajatabla. La idea de ralentizar algo el ajuste fiscal, que se está aplicando ya en Italia, Portugal, Grecia y España, parece la adecuada, así como lo sería el concentrarse en objetivos de déficit estructurales más que nominales, evitando compensar los excesos de déficit imprevistos derivados por razones meramente cíclicas.

El segundo elemento de esta estrategia son las reformas de las instituciones europeas que lleven a una mayor integración bancaria y fiscal, que se consideran necesarias para complementar la unión monetaria. En los últimos meses los avances se han centrado en una supervisión común del sistema bancario, que deberá implantarse en la práctica hacia finales de 2013. Apenas ha habido novedades sobre los otros elementos de una unión bancaria (resolución de entidades en crisis, garantía de depósitos). Sobre la unión fiscal, tras el tratado fiscal de principios de año que obliga a los países a equilibrar sus déficit en términos estructurales, tampoco se ha avanzado en la cumbre más reciente, y se puede esperar un diseño más concreto para la de diciembre. Sin embargo, la falta de disponibilidad (por parte de Alemania) para hablar antes de tiempo sobre mutualización de la deuda pública a través, por ejemplo, de un plan que termine en la introducción de eurobonos; y (por parte de Francia) para aceptar un control centralizado de los presupuestos nacionales, no auguran grandes resultados para finales de año. La relajación de las tensiones financieras propiciada por la actuación del BCE hace que los líderes europeos se tomen las reformas institucionales como menos urgentes.

El tercer elemento de la estrategia se centra en la provisión de liquidez a los países en crisis. En este sentido, la entrada en funcionamiento del fondo permanente de rescate (MEDE) durante el mes de octubre se ha visto apuntalada por la resolución favorable al nuevo fondo del Tribunal Constitucional alemán. Pero, más allá del MEDE, la disponibilidad del BCE para apoyar la deuda de los soberanos, siempre bajo estricta condicionalidad y limitándose a restaurar los fallos de transmisión de la política monetaria, genera un respaldo de liquidez creíble y efectivo que el mercado veía necesario dada la limitación de fondos del FEEF y del MEDE, y la necesidad de aprobación de cada nueva ayuda por parte de los parlamentos nacionales.

En su conjunto, esta estrategia intenta conciliar el mantenimiento de la presión para proseguir los ajustes en la periferia, y el respaldo financiero para estabilizar los mercados. Aunque se puede discutir si es la estrategia más adecuada (frente, por ejemplo, a una integración más rápida basada en una senda hacia los eurobonos, o frente a políticas más expansivas en los países que se lo pueden permitir), es probablemente la única posible para mantener los equilibrios políticos entre los distintos países de la zona. El plan trazado está funcionando lentamente, pero se requieren avances adicionales en todos los frentes, y sobre todo evitar accidentes por el camino.

Entre estos últimos el principal es la situación de Grecia, que de salir del euro podría provocar un efecto contagio importante en el resto de la zona (algo que en el corto plazo parece descartable); otro evento potencial sería el incumplimiento de la condicionalidad por parte de los países que pidan ayuda al MEDE y al BCE. Si el BCE retira el apoyo ante incumplimientos menores de los objetivos, se podría perder el acceso al mercado de estos países; en esta situación Europa se puede encontrar sin nuevos instrumentos ante la crisis que se avecinaría.

Aunque persiste una intensa fragmentación de los mercados en la zona euro, la relajación reciente de las tensiones financieras gracias a la caída de los diferenciales en la deuda soberana puede propiciar un cierto empuje a la economía europea en 2013. Los datos más recientes de actividad han sido algo peores de lo esperado, y la eurozona se encuentra en recesión; no obstante, nuestra previsión es que con este empuje la eurozona entrará en una senda de crecimiento lento a principios de año. La actividad estará apoyada por el crecimiento global, que continuará siendo robusto en 2013, sobre todo en los países emergentes, y que se beneficiará por la expansión monetaria recientemente anunciada en Estados Unidos. En conjunto, estimamos que Europa podría crecer en torno al 0.3% en 2013, tras caer un 0.5% en 2012. Por países, se mantendrán las diferencias entre el centro y la periferia. Esta última se verá afectada por unas condiciones financieras más restrictivas, y por ajustes fiscales adicionales.

2. Economía global: Las medidas tomadas por los bancos centrales hacen menos probables los escenarios de riesgo

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5% (3,2% en 2012; 4,1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo a consecuencia de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas: 1) el más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro; 2), la amenaza que pende en los EEUU por el llamado "fiscal cliff", un paquete de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; 3) una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende, a su vez, de China.

El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

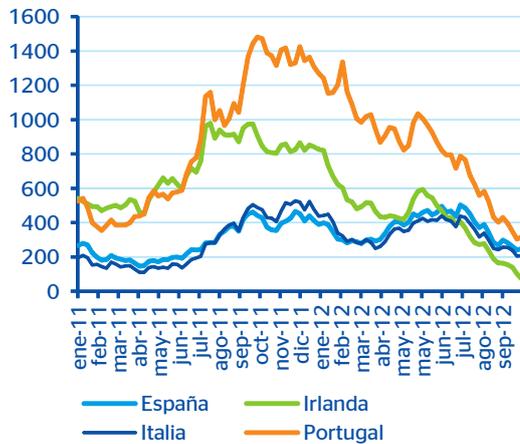
En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades económicas –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado un evento de riesgo sistémico comparable con los financieros acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" hacia un nuevo marco institucional, en el caso de Europa, y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes.

"... cueste lo que cueste..."

Como se describe en el apartado 3, el BCE dio un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública (OMT, por sus siglas en inglés). Bajo cierta condicionalidad, el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda pública. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio, en la cual se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento.

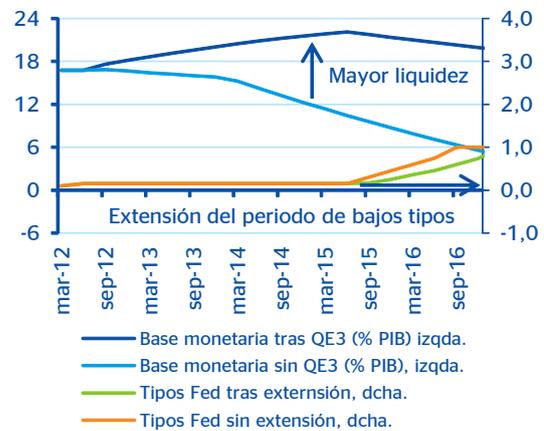
El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, fragmentado con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro (Gráfico 1). Dado que para el banco central esto es "inaceptable", el BCE se ha comprometido con la compra de cantidades ilimitadas de deuda pública de aquellos países que pidan ayuda financiera a través de los fondos europeos (FEFF y MEDE), bajo una "estricta y efectiva condicionalidad".

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras
para países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
QE3 y tipos de interés
(Base monetaria, % PIB, y tipos Fed, %)



Fuente: BBVA Research

“... el tiempo que sea necesario...”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con un mercado laboral con una tasa de desempleo aún elevada. Ello es resultado del proceso de desapalancamiento, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre como reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (*fiscal cliff*).

En ese contexto, la Fed no dudó y en su reunión de septiembre acomodó adicionalmente la política monetaria. El banco central de EEUU anunció que tiene intención de mantener los tipos de interés en los mínimos en los que está por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo que mantenía anteriormente. También anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) (Gráfico 2) con la compra de cédulas hipotecarias (MBS) en vez de deuda pública, en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Además, la Fed continuará con su política acomodaticia todo el tiempo que sea necesario para asegurar el fortalecimiento de la recuperación y del empleo (para más información, ver nuestro [US Fed Watch](#)).

Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al posible ajuste fiscal automático. Como escenario más probable, esperamos que se llegue a un acuerdo para evitar que el paquete completo de recortes tenga lugar, aunque esperamos algún tipo de consolidación fiscal que lastre la economía. Con todo, según nuestras estimaciones, la relajación monetaria podría contribuir en solo unas décimas de punto al crecimiento del PIB en 2013, pero desde 2014 en adelante el efecto será más acentuado. Con respecto a la inflación, el impacto se retrasará y será comparativamente menor. La tolerancia de la Fed a una mayor inflación estará en función del crecimiento y la mejora del mercado laboral.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y, con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación. Nuestras estimaciones muestran que el QE3 (más el “efecto Draghi”) podrían tener un impacto menor que el del QE1 dado el comportamiento en las economías emergentes de primas de riesgo y entradas de capital. En cualquier caso, todo esto dependerá de la respuesta de las políticas domésticas a la entrada de capitales.

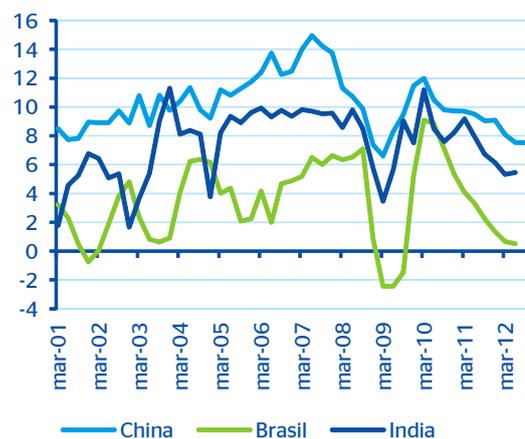
1: El Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos de: medidas de riesgo (CDS a 5 años y corporaciones no financieras, y CDS de deuda financiera), volatilidad (bolsa, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre el tipo interbancario y activos libres de riesgo).

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, tal y como cabría esperar en un proceso de desapalancamiento en marcha aún. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas a través del canal comercial, frenando las exportaciones y el crecimiento del PIB (Gráfico 3).

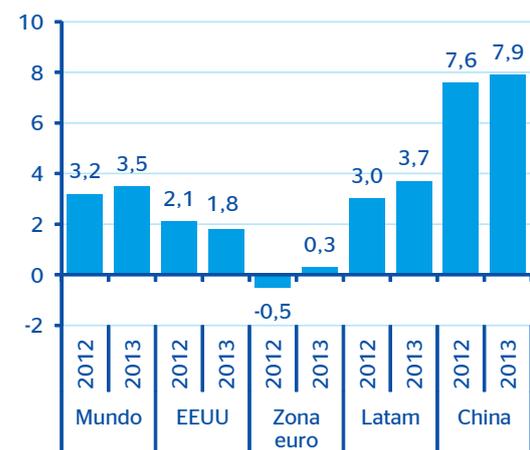
Desde luego este es el caso de las tres mayores economías emergentes: Brasil prácticamente se estancó en la primera mitad del año; el PIB de India creció un 5,3% y 5,5% en tasa interanual en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se ralentizó a una tasa del 7,4%, el crecimiento más bajo desde 2009, aunque los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

Gráfico 3
Economías emergentes: PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han aclarado el panorama sobre la eventualidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. En los EEUU hemos mantenido nuestras previsiones: el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (-0,2 pp en 2012 y -0,4 pp en 2013), aunque en ambos años su tasa de crecimiento permanecerá cercana al 8% ya que esperamos políticas de estímulo que compensen parcialmente la desaceleración. Otras economías emergentes compensarán esa menor actividad: las perspectivas de crecimiento para América Latina se revisan al alza en 2013, cuando la región crecerá al 3,7%, desde una tasa de crecimiento del 3% en 2012. En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación, con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013 (Gráfico 4).

3. Avances en la solución de la crisis de la eurozona

Tensiones financieras elevadas y fragmentación de los mercados a principios del verano

A comienzos del tercer trimestre del año, los mercados financieros, y en particular los mercados de deuda europeos, estuvieron dominados por un nivel de tensión elevado. El principal factor detrás del deterioro de las condiciones de mercado fue, una vez más, el riesgo soberano, en este caso focalizado en España e Italia. En este sentido se produjo una creciente divergencia entre los países del núcleo de Europa y los países de la periferia. Así, los tipos de interés de la deuda soberana en España e Italia alcanzaron niveles superiores a los alcanzados en su momento por los países rescatados, mientras que los países del centro de la zona euro exhibieron tipos de interés reales negativos en los tramos cortos de la curva; no sólo Alemania actuó en este episodio como activo refugio, también adquirieron este estatus de países como Francia o Bélgica. Las tensiones también se reflejaron en otros mercados. La retroalimentación del riesgo soberano bancario volvió a hacerse patente con el aumento de los CDS bancarios. Igualmente, la ausencia de un buen funcionamiento del mercado interbancario y las salidas de capitales en los países periféricos dieron lugar a un aumento de la apelación de los sistemas financieros de estos países al BCE.

El aumento de estas posiciones (TARGET2) en el eurosistema, acreedoras para los países del núcleo y deudoras para los países de la periferia, es una muestra clara del elevado grado de fragmentación financiera en la zona euro. Y los niveles alcanzados por los tipos de interés de la deuda de los países periféricos, muy por encima de lo que explicarían sus fundamentales, eran una muestra de que el mercado estaba descontando en estos tipos de interés algo más que el riesgo soberano: incorporaban también un riesgo de convertibilidad.

La predisposición del BCE para comprar deuda soberana ha supuesto un cambio radical en las perspectivas de solución de la crisis

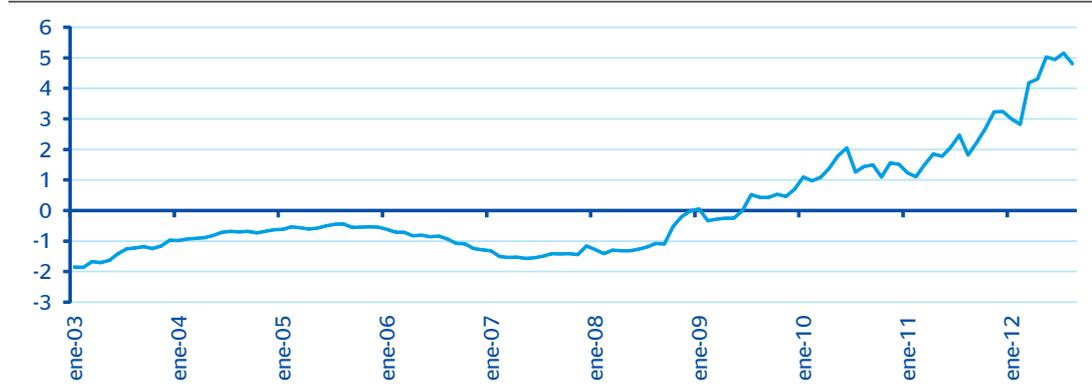
En este entorno, el BCE adoptó dos tipos de decisiones. En primer lugar, en julio, ante el aumento de riesgos a la baja en actividad, redujo los tipos de interés oficiales por debajo del 1%, que hasta hacía poco se había considerado un suelo, hasta el 0,75%; y, en paralelo, al dejar inalterado el corredor en +/- 75 pb para el tipo marginal y de depósito, situó el tipo de depósito en el 0%. Este fue, de hecho, uno de los factores que presionaron adicionalmente a la baja, hasta la zona negativa, a los tipos de interés de los países del núcleo europeo en los tramos cortos. En segundo lugar, y mucho más importante, anunció un nuevo programa (condicional) de compra de bonos (hasta 3 años), el conocido como OMT por sus siglas en inglés, que supone un claro punto de inflexión en la aproximación del BCE a la resolución de la crisis europea. Y ello por dos motivos: primero, porque con ello el BCE reconoce abiertamente que el mercado está poniendo en precio el riesgo de convertibilidad. Lo cual a su vez es un elemento que contribuye a la fragmentación del mercado (Gráfico 5) y que, por tanto, dificulta o imposibilita la transmisión de la política monetaria. Y, segundo, porque con este programa se genera un respaldo ilimitado para los países de la zona euro, a diferencia los fondos de rescate europeos (ya sea el transitorio, FEEF, o el permanente, MEDE) cuyos importes son limitados y han sido cuestionados por el mercado como insuficientes para abordar por sí solos la crisis de deuda. Por ambos motivos, el anuncio del BCE ha de valorarse muy positivamente.

Aun así, el plan del BCE plantea algunas cautelas. Es una intervención condicional, es decir, sujeta a la petición de ayuda al MEDE/FEEF (en concreto, una línea precautoria de condicionalidad reforzada, ECCL+), y cuyo mantenimiento está sujeto también al cumplimiento de las condiciones

acordadas bajo este programa de ayuda. Además, es un intervención acotada al tramo corto de la curva de deuda (vinculada a la política monetaria) y, por tanto, dejando a un lado intervenciones en los tramos largos de la curva de deuda.

Gráfico 5

UEM: indicador fragmentación financiera



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

La reacción de los mercados al anuncio del BCE ha relajado las tensiones y ha mejorado las condiciones de financiación

En cualquier caso, el puro efecto anuncio y la credibilidad del mismo han sido suficientes para reducir la probabilidad de un escenario de riesgo de cola y para atajar las tensiones en los mercados financieros (Gráfico 1). Los tipos de interés de la deuda de los países periféricos se han reducido sustancialmente, hasta los 300 pb en el de dos años, y hasta 200 pb en el de diez años. Igualmente, se ha producido un estrechamiento de los CDS soberano y bancario en los países periféricos, lo que indica una reducción de la probabilidad de impago. La corrección también se ha observado en los tipos de interés de los países del centro de Europa, en este caso al alza, aunque siguen moviéndose en niveles bajos. Con todo, tras la fuerte mejoría inicial en los mercados propiciada por el anuncio del BCE, más recientemente la situación se ha estabilizado y parece difícil ver mejoras adicionales sin que se produzca algún desencadenante.

Las señales también están siendo positivas, aunque todavía son muy incipientes, en relación a la capacidad de financiarse tanto del sector público como del sector privado (bancario y no bancario). En este último caso, en los últimos dos meses se ha apreciado una reapertura parcial de los mercados para las emisiones de bancos y sector corporativo. Así, empieza a apreciarse una ligera normalización de los mercados de emisiones, aunque los costes de financiación son altos y los vencimientos de las emisiones son todavía cortos. En cualquier caso, aunque la reducción de las tensiones financieras y la reapertura de los mercados es un dato positivo, queda un largo trecho para restaurar la normalización de los mercados y reducir el elevado grado de fragmentación actual de los mercados.

La acción del BCE debe servir de apoyo para los avances en otros frentes: mayor integración y reducción de los desequilibrios en la periferia

La decisión del BCE respondió a una situación de máxima tensión en los mercados financieros y sólo tras los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de finales de junio, en la que se sientan las bases para avanzar hacia una mayor integración europea, no sólo monetaria, sino también fiscal y bancaria. El plan del BCE ha de entenderse precisamente como un puente mientras se alcanza un mayor grado de integración en Europa y se reducen los desequilibrios. El BCE ha abierto así una nueva ventana de oportunidad para abordar la crisis de deuda europea, profundizando en dicha integración y reduciendo progresivamente los desequilibrios fiscales y exteriores de los países en crisis. En este sentido, la acción del BCE es una condición necesaria pero ha de verse respaldada con el avance en otros frentes.

Tras el verano se han producido algunos avances en este sentido. Por un lado, el MEDE se ha puesto en marcha en el mes de octubre, tras la ratificación por parte de todos sus países miembros, y en particular por parte de Alemania, que tenía pendiente su aprobación por parte del Tribunal Constitucional, y que tuvo lugar a principios de septiembre. El nuevo fondo de rescate europeo coexistirá por un período limitado con el precedente (FEEF), reforzará los recursos disponibles para nuevas intervenciones (hasta 500 mil millones de euros adicionales) y disfrutará de mayor flexibilidad para su utilización, ya que podrá intervenir en los mercados primarios y secundarios de deuda soberana.

En segundo lugar, la cumbre europea de octubre ha dado algunos pasos, aunque modestos, hacia una mayor integración bancaria y fiscal. Sobre la unión fiscal no ha habido avances sustanciales. La posible mutualización de deuda pública a través de eurobonos o de mecanismos similares (eurobonos o instauración del fondo de redención de deuda propuesto por economistas alemanes), que tanto se debatió en el pasado, no ha sido mencionado en el comunicado oficial y ha desaparecido de las declaraciones recientes de los políticos, incluso como posibilidad en un estadio final de la unión fiscal, aunque no hay que descartar que vuelva a aparecer en los debates que precederán la cumbre de jefes de Estado de diciembre. La contrapartida de dicha mutualización por medio de una disciplina fiscal centralizada, a través de un comisario europeo con poder de veto sobre los presupuestos nacionales, sí fue propuesta por el ministro de finanzas alemán antes de la cumbre, pero no apareció en el comunicado, y es dudoso que sea aceptada fácilmente por países como Francia.

En el terreno bancario, los líderes europeos llegaron a un acuerdo en junio sobre la recapitalización directa de la banca con fondos del MEDE lo que, a su vez, habría roto el bucle de retroalimentación deuda soberana-banca que afecta a los países con sectores financieros débiles, en concreto, Irlanda y España. No obstante, recientemente algunos países han planteado dudas sobre su implantación, y en octubre quedó claro que la recapitalización directa se produciría cuando el nuevo mecanismo de supervisión bancaria común estuviera puesto en marcha. Sin embargo, hasta enero no se conocerá su calendario, de manera que el nuevo órgano supervisor probablemente no estará operativo hasta finales de 2013. En los próximos meses también deberán abordarse otros asuntos relativos a la unión bancaria, aunque existen discrepancias sobre su alcance. De las cuatro áreas potenciales de integración (supervisión conjunta, regulación común, un organismo común para la disolución de entidades bancarias y fondo de garantía de depósitos paneuropeo), las discusiones más avanzadas son las del nuevo mecanismo de supervisión bancaria. El BCE jugará un papel decisivo, aunque no se ha logrado un consenso sobre cómo encajar su posición central con la función de los supervisores nacionales. Las autoridades deberán llegar a un acuerdo sobre otros asuntos, como el poder de representación y voto de países no pertenecientes a la zona euro, la responsabilidad del BCE frente a las instituciones europeas en el marco del mecanismo de supervisión y el estatuto definitivo de la Autoridad Bancaria Europea. Todavía no se han alcanzado acuerdos sobre la resolución de bancos y el fondo común de garantía de depósitos, y no parece que las negociaciones vayan a dar frutos pronto.

A pesar de los avances, persisten los riesgos: la situación de Grecia...

A pesar de los avances realizados, no se han despejado del todo muchas de las incertidumbres. Por un lado, la situación de la crisis en Grecia ha evolucionado positivamente y, al menos en el corto plazo, no se producirá una salida del euro del país heleno; sin embargo, en sus características fundamentales sigue siendo una economía débil.

El nuevo gobierno griego ha elaborado un paquete de medidas fiscales para los dos próximos años por valor de 13,5 mil millones de euros que está a punto de ser aprobado por el parlamento, a la vez que se intenta tomar medidas adicionales en la flexibilización del mercado de trabajo, tal y como requiere la troika. A cambio, muy probablemente la Unión Europea dará a Grecia dos años más de tiempo (hasta 2016) para alcanzar el objetivo de reducir el déficit público por debajo del 3%. Esto supondrá nuevas necesidades de financiación que aún no está claro cómo se cubrirán. En principio, parece que una reestructuración de la deuda en manos oficiales (sobre todo del BCE y del FEEF) no será aprobada en el corto plazo, aunque se podrían suavizar las condiciones de tipos de interés, recurrir a la recompra de deuda en el mercado secundario, o aumentar las emisiones de deuda a corto plazo.

...y la condicionalidad del BCE

Otra fuente de incertidumbre está ligada a la condicionalidad que pediría el MEDE y el BCE a España o Italia en el caso de que pidan ayuda financiera, y sobre todo lo que ocurriría si la condicionalidad no se cumple estrictamente. El presidente del BCE ha señalado que el banco central suspendería sus compras de deuda, pero, probablemente, eso desencadenaría nuevas dudas sobre el carácter irreversible del euro. Este es un factor esencial, puesto que no es descartable que algunos países de la periferia de la zona euro incumplan con sus objetivos fiscales, dada la fatiga fiscal acumulada en los dos últimos años y el contexto recesivo en el que se encuentran estas economías. Ese es el caso de España, cuyo Gobierno se ha comprometido con una reducción del déficit de 1,8pp en 2012 y de 1,3pp en 2013 (excluida la ayuda bancaria), lo que supone esfuerzos fiscales mucho mayores, dado el deterioro cíclico. Nuestro escenario prevé que, a menos que se adopten nuevas medidas fiscales, España incumplirá esos objetivos. Asimismo, si se aplican nuevos planes de consolidación fiscal en la periferia, la recesión podría agudizarse, y si los multiplicadores fiscales son mayores de lo previsto, el cumplimiento de los objetivos se complicaría aún más.

Tabla 1

Observatorio fiscal de la zona euro

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
Alemania						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-4,1	-0,8	-0,5	-0,5	1.
Previsión BBVA				-0,4	-0,4	
	Pago por intereses	-2,5	-2,5	-2,3	-2,2	2.
	Componente cíclico	-0,7	0,2	-0,1	-0,3	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-0,9	1,6	2,1	2,1	
	Ajuste estructural		2,5	0,3	-0,1	
Deuda pública		82,5	80,5	83,3	81,2	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-34,5	-26,2	hasta sep-12		4.
	% PIB	-1,3	-1,0			



1. Dado el buen comportamiento de la ejecución presupuestaria, el gobierno ha revisado los **objetivos fiscales** para 2012-14 comparado con los presentados en el plan de estabilidad de abril. Ahora espera cerrar 2012 con un déficit del 0.5% frente al 1% esperado inicialmente.

2. La expiración de **medidas** de estímulo harán gran parte del trabajo para volver al equilibrio presupuestario.

3. La **deuda** aumentará en 2,5 pp desde el 80,5% registrado en 2011, en parte como consecuencia de las contribuciones al MEDE/FEEF y a la recapitalización del sistema financiero.

4. La recaudación por IVA y sobre la renta ha registrado tasas de crecimiento sólido impulsado por el buen comportamiento del mercado de trabajo y el consumo. De enero a septiembre los ingresos han aumentado en un 5,6% comparado con el mismo período el año anterior, aunque se espera que se ralenticen a final de año debido a la desaceleración de la economía.

Francia

Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	1.
Previsión BBVA				-4,6	-3,3	
	Pago por intereses	-2,4	-2,6	-2,6	-2,7	2.
	Componente cíclico	-1,3	-1,1	-1,6	-2,0	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-3,3	-1,4	-0,4	1,3	
	Ajuste estructural		2,1	1,0	1,8	
Deuda pública		82,3	86,0	90,6	92,4	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-102,8	-97,7	hasta ago-12		4.
	% PIB	-5,1	-4,8			



1. El gobierno mantiene su compromiso de reducir el déficit estructural al 0% en 2016. En el medio plazo, el déficit se reducirá del 4,5% este año al 3% en 2013, lo que supone un ajuste estructural de 2 pp del PIB. Esperamos que este año se cumplirá el **objetivo** de déficit, pero las previsiones macro para 2013 son optimistas.

2. Las **medidas** anunciadas y detalladas para 2013 ascienden a 30.000 millones (1,5% del PIB) repartido de forma equitativa entre familias, grandes empresas y gobierno. Este primer año el ajuste está sesgado hacia un aumento de los impuestos a las rentas más altas y el plan es ir cambiando la composición del ajuste hacia un mayor recorte del gasto. Las grandes empresas verán reducidas las deducciones y tendrán que pagar una mayor impuesto sobre beneficios. Por otro lado, las rentas más altas pagarán 4pp más por en el impuesto de la renta que sera del 45% para ingresos superiores a 150.000 euros brutos anuales y del 75% para aquellas que superen el millón.

3. La **deuda** se mantiene en niveles altos y aumentará como consecuencia de la inclusión de las contribuciones al MEDE/FEEF.

4. Los datos de ejecución presupuestaria hasta agosto apenas muestran mejoría con respecto al año pasado.

Continúa en la siguiente página

Tabla 1

Observatorio fiscal de la zona euro (cont.)

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
Italia						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-4,3	-3,8	-1,7	-0,5	
Revisado sep-12				-2,6	-1,7	1.
Previsión BBVA				-2,6	-1,9	
	Pago por intereses	-4,5	-4,8	-5,4	-5,8	
	Componente cíclico	-0,8	-0,6	-1,5	-1,8	2.
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	0,9	1,6	4,2	5,7	
	Ajuste estructural		1,1	3,2	1,9	
Deuda pública		119,2	120,7	127,3	131,6	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-60,9	-57,9	hasta oct-12		4.
	% PIB	-3,9	-3,6			



1. Los **objetivos** de déficit para 2012 y 2013 se han revisado en octubre, siendo ahora, respectivamente, del -2,6% (antes -1,7%) y del -1,7% (antes -0,5%), dado un peor comportamiento de la actividad económica. Para 2013 estimamos un déficit ligeramente más alto de lo previsto.

2. Las **medidas** adicionales anunciadas en julio para cubrir las desviaciones están ayudando a mejorar el balance con respecto al año anterior. Las medidas presentadas en el presupuesto para 2013 incluyen, por el lado de ingresos, el aumento del IVA en 1 pp a partir de julio. Por el lado de gasto, se realizará un mayor control en el presupuesto de sanidad, congelación en la contratación de funcionarios en 2013-14 y no se adquirirán propiedades, vehículos, se limitarán las consultorías informáticas así como la adquisición de material.

3. Se espera que la **deuda** incremente en 7pp del PIB en 2012, como consecuencia de las contribuciones a los fondos MEDE/FEEF y la recapitalización del sistema financiero. El gobierno italiano espera vender parte de sus activos tanto a nivel nacional como regional con el objetivo de reducir la deuda con los ingresos obtenidos.

4. Los últimos datos de **ejecución presupuestaria** de octubre han decepcionado a la baja, en parte explicado por la contribución al rescate griego. Aunque parte de las medidas anunciadas entran en vigor a final de año, este último registro hace incrementar los riesgos de incumplimiento del ya revisado objetivo.

España

Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-9,7	-9,4	-6,3	-4,5	
Previsión BBVA				-7,2	-5,9	1.
	Pago por intereses	-1,9	-2,5	-3,1	-3,5	
	Componente cíclico	-0,9	-1,0	-1,8	-1,8	2.
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-6,8	-6,0	-2,3	-0,6	
	Ajuste estructural		1,3	4,4	2,1	
Deuda pública*		61,5	69,3	85,2	91,4	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-37,6	-46,2	hasta sep-12		4.
	% PIB	-3,5	-4,4			

* Excluye ayudas al sistema financiero



1. Aunque el esfuerzo de consolidación fiscal está siendo considerable, el deterioro de la actividad y la presión sobre la deuda soberana elevará el déficit de 2012 casi 1pp por encima del **objetivo**. Esta desviación sobre el objetivo de 2012, hace que se reduzca la probabilidad de cumplimiento del objetivo de 2013.

2. El Plan presupuestario 2012-2014 aprobado por el Gobierno contiene **medidas** por importe de 100 mil millones de euros para todo el periodo, de los cuales más del 60% corresponden a 2012. Entre las medidas destacan la subida de los tipos impositivos del IVA en 3 pp del 18% al 21% y en 2pp el reducido, la eliminación de la paga extra de Navidad de los empleados públicos.

3. Teniendo en cuenta las previsiones de déficit y los planes de ayudas a las comunidades autónomas, la **deuda** pública se situará por encima del 85% en 2012 -excluyendo el importe de las ayudas al sector financiero- y del 91,4% en 2013.

4. De cara al tercer trimestre, los datos de **ejecución presupuestaria** del Estado arrojan un déficit acumulado a septiembre del 4,4% del PIB, mejorando en cuatro décimas el déficit del mes anterior. Por su parte las comunidades autónomas registraron hasta agosto de 2012 un déficit del 0,5% del PIB. En ambos casos se observa que los recortes siguen concentrándose en el recorte de la inversión y, en menor medida en los consumos intermedios, y que todavía las medidas discrecionales de subida de la carga impositiva sigue sin mostrar efectos significativos.

Continúa en la siguiente página

Tabla 1
Observatorio fiscal de la zona euro (cont.)

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
Grecia						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-10,6	-9,0	-5,4	-6,1	1.
Previsión BBVA				-7,5	-5,5	
	Pago por intereses	-5,9	-7,2	-7,4	-7,4	2.
	Componente cíclico	-0,3	-2,2	-3,9	-5,0	
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-4,6	-0,1	3,8	6,8	3.
	Ajuste estructural		5,7	4,1	3,0	
Deuda pública		148,3	170,6	175,5	185,0	4.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-20,1	-12,7	hasta sep-12		4.
	% PIB	-9,3	-6,3			
						
Portugal						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-7,3	-5,9	-4,5	-3,0	1.
Revisado sep-12				-5,0	-4,5	
Previsión BBVA				-5,0	-4,5	2.
	Pago por intereses	-2,9	-4,0	-4,5	-4,7	
	Componente cíclico	-0,5	-1,0	-1,5	-1,8	3.
	Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses	-6,4	0,6	1,1	2,0	
	Ajuste estructural		4,7	3,5	3,2	4.
Deuda pública		93,5	108,1	118,8	121,4	
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-6,5	-3,9	hasta sep-12		4.
	% PIB	-3,8	-2,4			
						

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

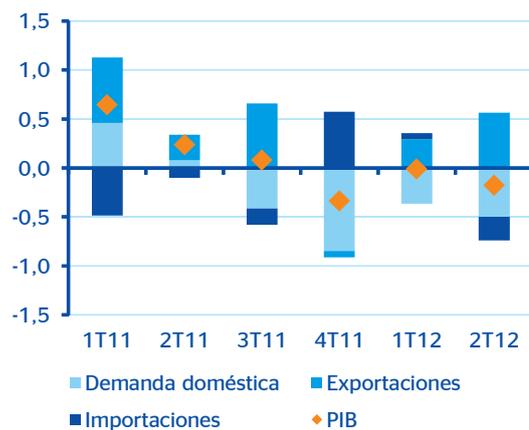
4. Perspectivas para el conjunto de la zona euro

La economía de la zona euro se contrajo en el segundo trimestre...

El resurgimiento de la crisis europea y de las tensiones financieras durante el segundo trimestre, tras no aprovechar la ventana de oportunidad generada por las decisiones del BCE a finales de 2011 y los primeros compases de 2012 así como los avances tanto en el pacto fiscal como en el MEDE, se reflejaron en una caída de la actividad del -0,2% t/t, en línea con lo esperado. El principal lastre de la actividad continuó siendo la demanda doméstica (-0,5pp), si bien también se registró una menor contribución de las exportaciones netas (+0,3pp), no tanto por la evolución de las exportaciones, que continúan creciendo a un ritmo robusto, sino como consecuencia del rebote de las importaciones (Gráfico 6). Analizando los principales fundamentales que subyacen a esta evolución, sólo la política monetaria acomodaticia se reveló como soporte de la actividad, mientras que el proceso de consolidación fiscal drenó crecimiento y no fue compensado por una mejora de las condiciones financieras (Gráfico 7).

Gráfico 6

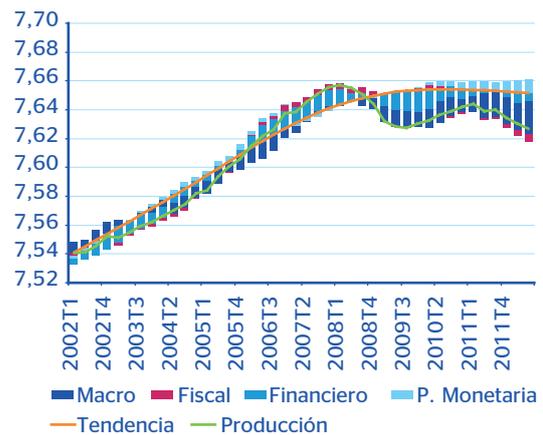
UEM: crecimiento del PIB (% t/t) y contribución por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 7

UEM: producción, tendencia y perturbaciones



Fuente: BBVA Research

Este recrudescimiento de la crisis en la zona euro en el segundo trimestre se dejó notar claramente en todos los estados miembros, si bien de manera diferenciada. Los países del norte de Europa consiguieron escapar de la recesión, aunque el crecimiento se desaceleró en Alemania (+0,3% t/t tras +0,5% t/t en T1) y se estancó en Francia. Por el contrario, la actividad económica en la periferia continuó viéndose negativamente afectada por los fuertes ajustes fiscales en curso y los problemas de financiación, con el PIB desplomándose en Portugal (-1,2% t/t), mientras que en Italia (-0,8% t/t) y España (-0,4% t/t) se contrajo a una tasa similar a la observada a principios de año.

...motivando la reacción de las autoridades europeas y nacionales

Con esta vuelta a la recesión y la escalada de las tensiones financieras se llegó a la reunión de la UE a finales de junio, si bien los resultados de la misma (pasos hacia unión bancaria, supervisión única y posibilidad de utilizar el MEDE para recapitalizar bancos, así como el apoyo a España para reestructurar su sistema bancario) no consiguieron mitigar el resurgimiento de la crisis en la zona euro. Sólo el anuncio de compra de deuda por parte del BCE supuso realmente una sorpresa positiva y un espaldarazo a la irreversibilidad del euro, y, por tanto, se dejó notar en

una reducción de las tensiones financieras durante el tercer trimestre, más acusadamente en septiembre. Además, finalmente Alemania también dio luz verde a la constitución del MEDE.

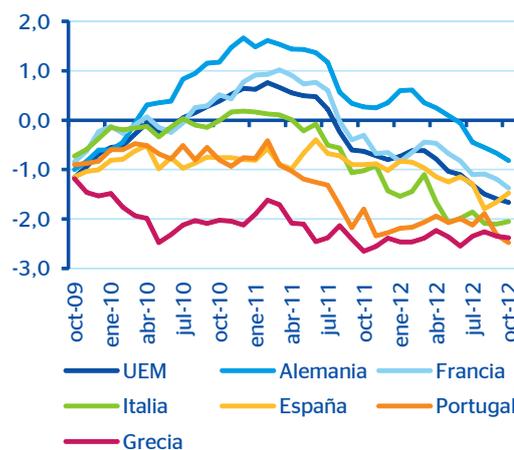
La intensificación de la crisis se ha reflejado principalmente en la caída de la confianza...

No obstante, lo anterior todavía no se está apreciando en los indicadores económicos, sobre todo en los de confianzas. Tanto los datos de la encuesta PMI como los de la Comisión Europea (CE) fueron decepcionantes para el conjunto del tercer trimestre, ya que continúan claramente en terreno contractivo y apuntan a que la caída del PIB en el conjunto de la zona euro se podría haber intensificado. A pesar de ello, estas encuestas también mostraron ciertas diferencias, ya que mientras los PMI parecen indicar que el deterioro de la actividad económica podría haber tocado fondo, los de la CE continúan mostrando una clara tendencia descendente (Gráfico 8).

...mientras que los indicadores cuantitativos muestran un panorama algo menos negativo

La producción industrial aumentó tanto en julio como en agosto, aunque todavía es pronto para confirmar la recuperación de este sector, máxime cuando los pedidos industriales tanto domésticos como procedentes del exterior continuaron deteriorándose y, por lo tanto, no auguran que dicha recuperación gane tracción rápidamente en los próximos meses. En cualquier caso, dicha mejora de la producción podría ser claramente satisfecha por el nivel actual de capacidad instalada, apuntando, por tanto, a que no se habría reflejado en una mejora de la inversión. Por otro lado, las ventas al por menor se mantuvieron prácticamente estancadas desde finales del segundo trimestre hasta agosto, interrumpiendo la caída registrada en ese trimestre y apuntando a que el gasto de los hogares podría haber sido algo más resistente que en el trimestre previo, a pesar del continuo deterioro del mercado de trabajo (aumento de la tasa de desempleo alrededor de 0,2pp hasta el 11,4%) (Gráfico 9).

Gráfico 8
CE sentimiento económico (normalizado)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

Gráfico 9
UEM: datos cuantitativos hasta agosto (media móvil de orden 3)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

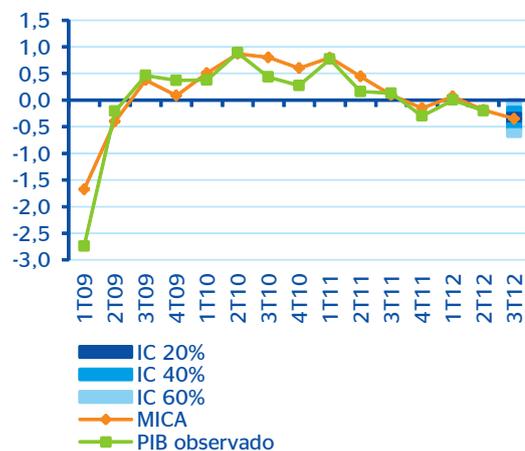
Nueva caída del PIB en el tercer trimestre, lastrado por la demanda doméstica y una menor contribución del sector exterior

Debido a todo lo anterior y al proceso de ajuste fiscal en marcha que se dejará notar en una caída del consumo público, se espera que la demanda doméstica haya continuado lastrando el crecimiento económico en el tercer trimestre. Por países, se espera que la divergencia en la evolución de la demanda doméstica entre la periferia y el centro de Europa persista como consecuencia principalmente de los procesos de ajuste fiscal que están llevando a cabo en los primeros.

Por lo tanto, el principal motor de crecimiento de la economía europea continuarán siendo las exportaciones netas. En particular, en el conjunto de la zona euro las exportaciones crecieron a un ritmo robusto hasta agosto (1,4% t/t sobre 2T), si bien las importaciones se mostraron algo más resistentes (0,4% t/t sobre 2T) que lo que sugiere la evolución de la demanda doméstica, apuntando a que la contribución positiva de las exportaciones netas también podría haber disminuido en el tercer trimestre (tras aportar 0,3pp en 2T). Por países, el soporte de las exportaciones netas está siendo determinante para compensar la caída de la demanda doméstica, fundamentalmente en los periféricos, mientras que la economía alemana continúa beneficiándose del todavía robusto crecimiento de las economías emergentes.

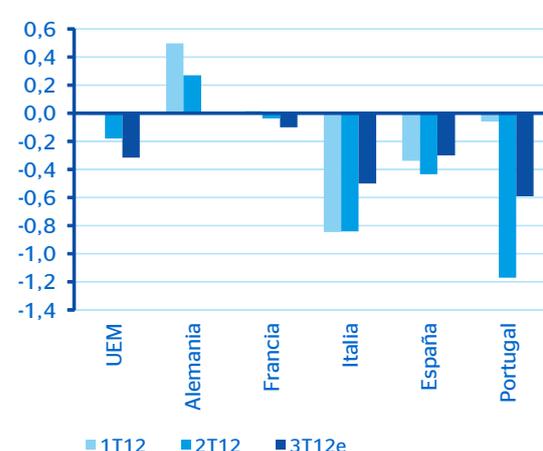
En definitiva, teniendo en cuenta toda esta información, nuestro modelo de corto plazo (MICA-BBVA) estima una caída del PIB para el conjunto de la zona euro de un -0,3% t/t en el tercer trimestre (Gráfico 10). Por países, nuestras estimaciones apuntan a que la economía alemana se habría estancado, mientras que la francesa se habría contraído alrededor de un -0,1% t/t. Por otro lado, tanto la economía española como italiana habrían continuado en recesión, con la economía española contrayéndose (-0,3% t/t) a un ritmo similar al observado en el segundo trimestre y la caída del PIB italiano amortiguándose ligeramente (-0,5% t/t) (Gráfico 11).

Gráfico 10
UEM: MICA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 11
Crecimiento PIB (% t/t) por países



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Aunque la información es muy limitada, la recesión continuará en lo que queda de año

La información disponible para el cuarto trimestre es muy limitada, reduciéndose tan sólo a los datos de confianza tanto de la encuesta PMI como de la CE para el mes de octubre, si bien evolucionaron peor de lo esperado y apuntan a que la economía podría estar contrayéndose en la última parte del año a un ritmo similar al registrado en el tercer trimestre, lo que supone un cierto sesgo a la baja en nuestra previsión de amortiguamiento en la contracción económica a finales de año (-0,1% t/t), si bien todavía es prematuro extraer conclusiones firmes. Por países,

tanto los datos de septiembre como los de octubre aumentaron las preocupaciones sobre el hecho de que lo peor de esta crisis se haya dejado atrás, ya que la situación en la periferia parece estar afectando significativamente tanto a Francia, especialmente, como Alemania.

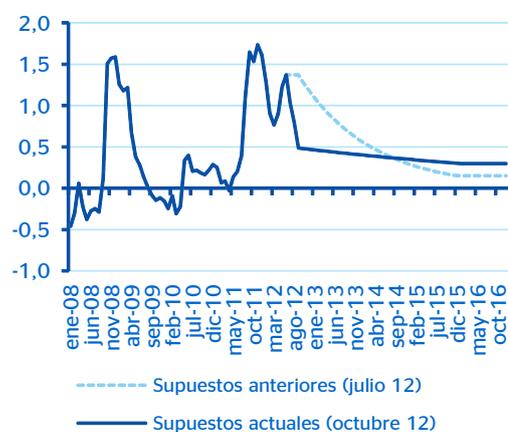
Reducción del riesgo de ruptura del euro, aunque la debilidad de los factores de crecimiento continúan determinando el corto plazo

La intensificación de la crisis en la periferia, por lo tanto, aceleró la toma de decisiones tanto a nivel europeo como nacional, sobre todo en esos países, siendo el anuncio del BCE sobre su disposición para comprar deuda, principalmente, así como la ampliación de colateral elegible, la que supuso una sorpresa positiva, al disminuir los riesgos de ruptura de la unión monetaria, que ya se reflejó en un adelantamiento en la relajación de las tensiones financieras y, también, más intensa de los que asumíamos en nuestro escenario anterior. Por lo tanto, dicha decisión aparte de ser la más determinante a la hora de poner coto a la crisis, también es fundamentalmente en la actualización de nuestras previsiones.

Nuestro escenario económico tanto para lo que queda de año como para el que viene dependen crucialmente de la gestión de la crisis en la zona euro. En concreto, estamos asumiendo que hay una probabilidad alta de que España activará el programa de compra de deuda por parte del BCE antes de que acabe el año y que Italia quizás lo haga poco después. Como resultado, a pesar de los posibles problemas de implementación, la prima de riesgo de ambos países continuará moderándose lentamente, al reducirse drásticamente el riesgo de una ruptura de la unión monetaria. No obstante, dichas primas de riesgo podrían ser compatibles con la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo, sin necesidad de intervención en el mercado primario por parte del MEDE, lo que implicaría que ambos países mantendrían la calificación de grado de inversión. Además, también asumimos que ambos países cumplirán con sus compromisos fiscales o bien se les concederá alguna prórroga para alcanzarlos. Esto último también podría aplicarse en el caso de Grecia, que continuará perteneciendo a la unión monetaria. Finalmente, suponemos que la discusión reciente sobre la supervisión financiera no afectará sustancialmente a los acuerdos alcanzados en la reunión de junio y se permitirá la recapitalización directa a la banca a finales del próximo año, rompiendo el círculo vicioso entre deuda soberana y bancaria.

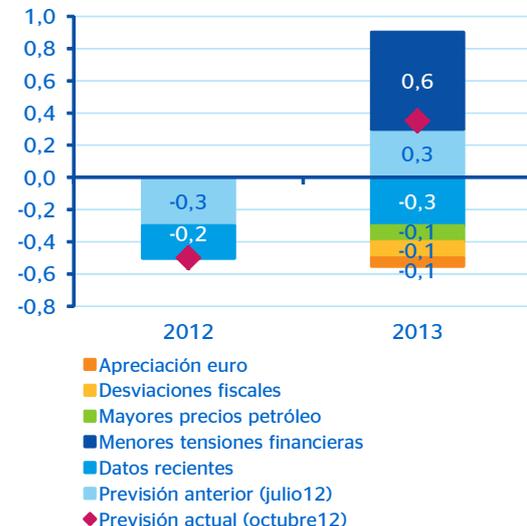
Tanto estas decisiones como la evolución económica en el tercer trimestre han llevado a revisar ligeramente nuestras previsiones de crecimiento a la baja este año y mantenerlas para el año que viene.

Gráfico 12
UEM: índice tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13
UEM: crecimiento anual del PIB y factores



Fuente: BBVA Research

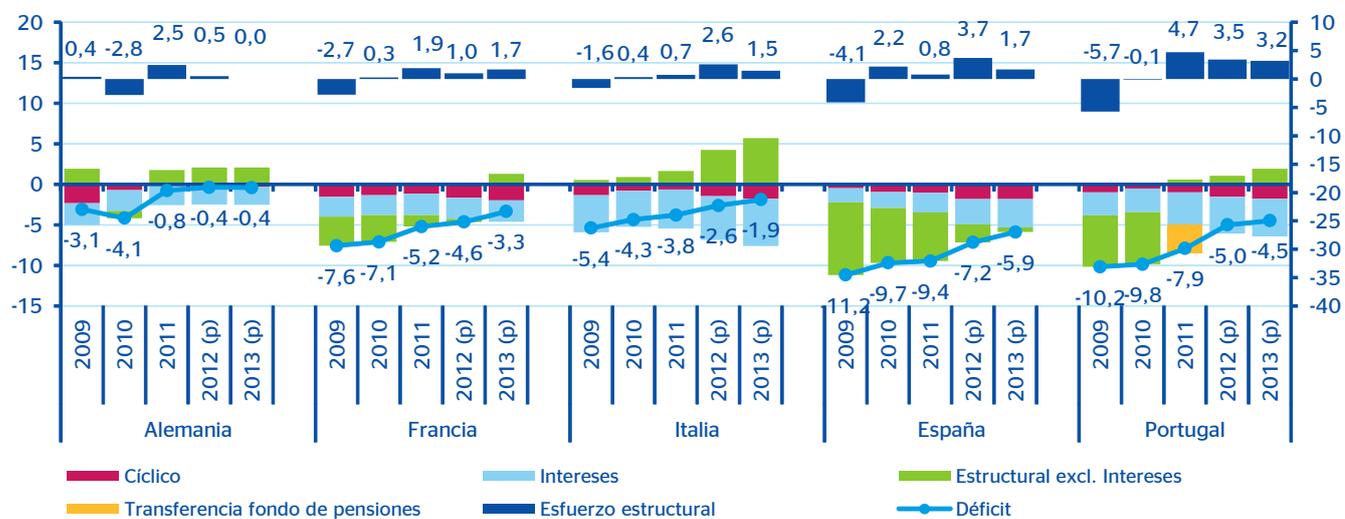
A pesar de que nuestras previsiones anteriores ya incorporaban el mantenimiento de unas elevadas tensiones financieras durante el tercer trimestre, similares a los observados en el segundo, el impacto negativo sobre la actividad económica parece haber sido mayor que el estimado hace tres meses (como se comenta anteriormente) (Gráfico 12). La intensificación y prolongación de la recesión esperada ahora para el segundo semestre de 2012 en el conjunto de la zona euro supone un impacto negativo de -0,2pp para el crecimiento medio anual de 2012 y un efecto arrastre de alrededor de -0,3pp para el conjunto de 2013.

El principal cambio en nuestros supuestos es la evolución de las tensiones financieras para los próximos trimestres, ya que ahora se encuentran en niveles más bajos de los proyectados hace tres meses y, además, esperamos que continúen reduciéndose lentamente durante todo el horizonte de previsión. De acuerdo a nuestros modelos, este nuevo supuesto tendría un impacto muy limitado sobre actividad en lo que resta de año, pero supondría un impacto positivo sobre el PIB de alrededor de +0,6pp en 2013 (Gráfico 13).

El anuncio de compra de deuda por parte del BCE junto con los mensajes de que los actuales niveles de tipos de interés continúan siendo apropiados se ha reflejado en una apreciación del euro algo mayor que la anticipada previamente. Nuestros modelos estiman que dicha apreciación junto con la desaceleración de la demanda global podría suponer una caída de la actividad de alrededor de -0,1pp en 2013. Además, los precios de la materias primas, en particular el del petróleo, volvieron a aumentar en el tercer trimestre, contrastando con nuestra previsión de caída, y ahora se espera que continúen aumentando durante todo el horizonte de previsión, lo que supone que serán alrededor de un 20% superiores y que, por tanto, podrían drenar otros -0,1pp al crecimiento del PIB el año que viene.

Finalmente, el proceso de consolidación fiscal va a seguir pesando sobre el crecimiento, aunque no ha habido grandes cambios respecto a nuestros supuestos de hace tres meses. Una vez más, lo que han hecho los gobiernos nacionales (principalmente en la periferia y en Francia) ha sido básicamente detallar el conjunto de medidas a aplicar para alcanzar los objetivos comprometidos a nivel europeo y compensar las posibles desviaciones respecto a los mismos, resultantes sobre todo de una peores perspectivas económicas (Gráfico 14). 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 (Tabla 1). Como resultado, nuestras estimaciones apuntan a que todo lo anterior podría traducirse en un impacto negativo sobre el crecimiento económico de alrededor de -0,1pp en 2013.

Gráfico 14
Senda de déficit y ajuste estructural (% PIB)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Ligera recesión en 2012, con una economía prácticamente estancada en 2013

Para el conjunto de 2012, lo anterior supone una revisión a la baja de nuestra anterior estimación de caída del PIB en la zona euro de -0,2pp hasta el -0,5%, en línea con la peor evolución de los datos económicos durante el tercer trimestre (-0,3% t/t), si bien esta caída podría haber tocado fondo, con una menor contracción de la actividad económica en el último trimestre del año (-0.1% t/t).

Para 2013, la mayor relajación de las tensiones financieras y la menor incertidumbre sobre la continuidad de la unión monetaria compensarían prácticamente la peor evolución del resto de los factores de crecimiento, por lo que mantenemos nuestra previsión de que el PIB crecerá un magro 0,3% para el conjunto del año. No obstante, la probabilidad de recesión para el año que viene continúa siendo elevada, de alrededor de un 35%.

La demanda doméstica continuará drenando crecimiento, aunque la relajación en los costes de financiación y la mejora de la confianza debería mitigar su caída

La contracción de la actividad económica para el conjunto de 2012 estará determinada fundamentalmente por la evolución de los componentes de la demanda doméstica (Gráfico 15). El consumo privado se contraerá significativamente en el conjunto del año (-1%), arrastrado por la caída de la renta disponible que los hogares vienen registrando desde el inicio de la crisis (alrededor de un 2%), resultante tanto de la moderación salarial como del aumento de los impuestos y de la inflación.

Adicionalmente, el continuo deterioro del mercado de trabajo (casi 4pp desde mediados de 2008) junto con la elevada incertidumbre sobre la resolución de la crisis europea ha motivado que la confianza de los consumidores se haya vuelto a deteriorar recientemente y se mantenga sólo ligeramente por encima de los mínimos históricos registrados durante la recesión de 2009, lo que redundará en un aumento del ahorro por motivos precautorios y por tanto en una caída de su gasto, a pesar de los bajos tipos de interés. A todo lo anterior, también se une la necesidad de desapalancamiento de los hogares, fundamentalmente, en los países de la periferia.

La inversión también se contraerá significativamente en 2012 (-3,6%), lastrada por la fuerte caída del consumo privado y la desaceleración de la demanda global. Además, aunque la producción industrial parece mostrar una incipiente recuperación, el exceso de capacidad instalada y la caída de los beneficios empresariales acotarán un posible impacto positivo sobre la inversión. El sombrío panorama económico ha afectado claramente a las expectativas de las empresas sobre la demanda futura, por lo que también se traducirá en una contribución negativa del stock de inventarios.

En conjunto, para 2013 se espera que el consumo privado se mantenga prácticamente estancado, mientras que la inversión se volverá a contraer, si bien el ritmo de deterioro se amortiguará considerablemente.

Debido a la necesidad de garantizar el sostenimiento de las finanzas públicas, el escaso margen de maniobra de la política fiscal terminará por imponer una evolución del consumo público claramente procíclico. Nuestras previsiones estiman que el consumo público se contraerá ligeramente en 2012, siendo la caída proyectada para 2013 algo más intensa. Como resultado, el déficit público en el conjunto de la zona euro se reducirá en 0,9pp en 2012 y en 0,7pp en 2013 hasta el -3,2% y -2,5% del PIB respectivamente, con un aumento del nivel de la deuda pública hasta el 89,5% del PIB en 2012 y del 90,6% en 2013.

Las exportaciones netas amortiguarán la caída de la actividad en los próximos trimestres

En definitiva, las exportaciones continuarán siendo la única fuente de crecimiento, aunque se desacelerarán marcadamente en el conjunto del año como consecuencia del menor crecimiento esperado para la economía global y una mayor apreciación del euro. Aunque la evolución de la importaciones parece no haber reflejado notoriamente la fuerte caída de la demanda doméstica, éstas se mantendrán prácticamente estancadas en el conjunto de 2012, redundando en una fuerte contribución positiva de las exportaciones netas (+1,3pp) que compensará en parte la contribución negativa de la demanda interna (-1,8pp). En 2013, la demanda externa seguirá teniendo una contribución positiva, aunque menor (+0,5pp), que compensará totalmente la contribución negativa de la demanda doméstica (-0,3pp) (Gráfico 15).

Ante este escenario, nuestras previsiones contemplan que continúe el deterioro del mercado de trabajo en los próximos trimestres, por lo que ahora se espera una mayor destrucción de empleo (-0,8% en 2012 y -0,3% en 2013) y un mayor aumento de la tasa de paro hasta el 11,4% en 2012 y 11,8% en 2013.

Gráfico 15

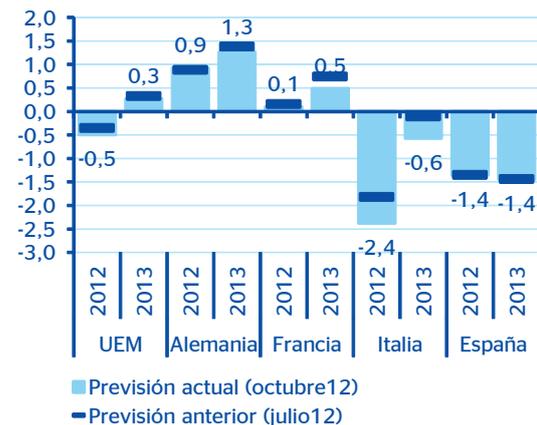
UEM: contribución al crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 16

UEM: previsiones crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

El norte de la eurozona se desacelerará, y la periferia continuará en recesión

La intensificación de la crisis europea en el segundo y tercer trimestre se reflejó en un impacto negativo sobre la actividad que fue generalizada en el conjunto de la zona euro, si bien existen claras diferencias por países que persistirán en los próximos trimestres. Para el conjunto de 2012, el crecimiento en las economías del norte y centro de Europa se desacelerarán significativamente, pero registrarán tasas de crecimiento positivas (Alemania con un 0,9%, fundamentalmente, y Francia con un magro 0,1%), mientras que en los países de la periferia se producirán caídas significativas del PIB (Italia con una caída del -2,4%, España con un -1,4% y Portugal con un -2,8%) (Gráfico 16). Dicha divergencia responde fundamentalmente al impacto de los diferentes procesos de ajuste macroeconómico que tendrán lugar en los países periféricos y que afectarán sustancialmente a los componentes de la demanda doméstica, mientras que el soporte de las exportaciones netas será generalizado en todos los estados miembros.

En resumen, la incipiente recuperación proyectada para el conjunto de la zona euro en 2013 no será generalizada, ya que a pesar de se vayan resolviendo los problemas institucionales a nivel europeo, los países periféricos deberán continuar corrigiendo sus desequilibrios económicos acumulados. Por esta razón, nuestras previsiones contemplan una cierta consolidación de la

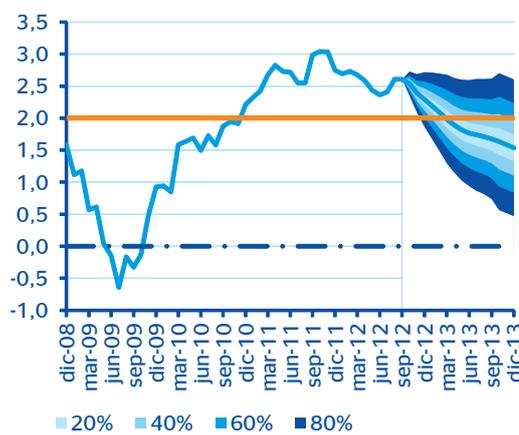
recuperación, aunque lenta, en los países del centro y norte de Europa (Alemania: 1,3% y Francia: 0,5%), mientras que los países de la periferia continuarán en recesión (Italia: -0,6%, España: -1,4% y Portugal: -0,7%) (Gráfico 16).

La inflación se mantendrá alrededor del 2,4% en lo que queda de año...

La inflación en el conjunto de la zona euro aumentó algo más de lo esperado en el tercer trimestre, impulsada por unos precios del petróleo mayores que los anticipados hace tres meses y las subidas impositivas. En particular, tras el aumento observado en agosto (0,2pp) la inflación se mantuvo estable en el 2,6% a/a en septiembre, ya que el incremento de la inflación de los componentes más volátiles se compensó con una desaceleración de la inflación subyacente (-0,1pp hasta el 1,6% a/a). La evolución de los precios energéticos explicó por completo la sorpresa al alza respecto a nuestra previsión para el conjunto del trimestre, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1,8%, tal y como se esperaba. En definitiva, detrás de la alta tasa de inflación actual continúa principalmente la fuerte inflación energética, que explica alrededor del 40% (Gráfico 18).

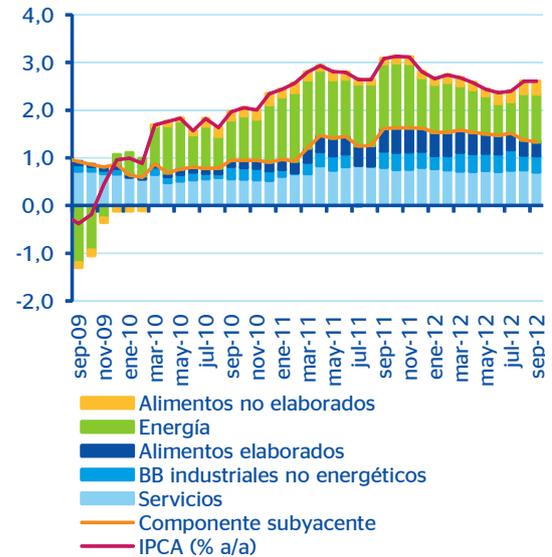
No obstante, los datos hasta septiembre no muestran ninguna evidencia sobre posibles efectos de segunda ronda, mientras que la caída de la demanda doméstica y las sombrías perspectivas económicas para los próximos trimestres deberían evitar que dichos efectos se materialicen en el corto y medio plazo. Para lo que queda de año, esperamos que la inflación se desacelere en octubre, en línea con la estimación preliminar, fluctuando alrededor del 2,4% a/a en el último trimestre del año, mientras que la inflación subyacente se mantendrá estable en el 1,6% a/a. Como resultado la inflación media anual en 2012 se situará en el 2,5% (0,2pp superior a nuestra estimación de hace tres meses) y la inflación subyacente en el 1,8% (Gráfico 17).

Gráfico 17
UEM: Inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 18
UEM: inflación anual y contribuciones



Fuente: Eurostat y BBVA Research

... pero se desacelerará a lo largo de 2013 de manera generalizada en los estados miembros

A pesar de haber revisado las previsiones de inflación ligeramente al alza, nuestros modelos apuntan a que la inflación continuará desacelerándose el año que viene, con la inflación general situándose por debajo del objetivo del BCE a mediados de año (Gráfico 17). Como resultado, ahora esperamos que la inflación media anual se sitúe en el 1,8% en 2013, lo que supone una revisión al alza de 0,4pp respecto a nuestra previsión anterior, de los que 0,3pp se debe a los mayores precios de las materias primas y los restantes 0,1pp, a la subida de los impuestos, responsables del aumento de nuestra previsión de inflación subyacente desde el 1,4% hasta el 1,5%.

Por países, también existen diferencias significativas en la evolución de la inflación, que se situó ligeramente por encima del 2% a/a en Francia y Alemania en septiembre, mientras que en España e Italia aumentó hasta alrededor del 3,5%. Detrás de estas significativas diferencias se encuentran principalmente las subidas impositivas y/o precios administrados ligados a los procesos de consolidación fiscal llevados a cabo en dichos países. En cualquier caso, dichos impactos son temporales, por lo que la desaceleración proyectada para la inflación del conjunto de la zona euro en 2013 será generalizada a todos los estados miembros.

Los riesgos sobre la actividad económica continúan sesgados a la baja

Gracias al anuncio del programa OMT por parte del BCE, la probabilidad de un accidente financiero ha disminuido drásticamente, sobre todo porque el riesgo de ruptura del euro, tal y como es percibido por los mercados, ha disminuido considerablemente. Esto hace que la probabilidad de un escenario de riesgo, con una fuerte recesión en Europa, se haya reducido mucho. Esto no quita para que el sesgo de nuestras previsiones siga siendo a la baja. En concreto, los riesgos bajistas sobre nuestro escenario de crecimiento están asociados a una aplicación deficiente de las medidas de política económica que han ido anunciando las autoridades europeas y los gobiernos nacionales.

En primer lugar, existen riesgos de que los diferenciales de deuda vuelvan a elevarse para los países periféricos, y que aun así España o Italia decidan postergar la petición de ayuda al MEDE, y por extensión al BCE, o que haya retrasos en la provisión de los fondos por parte de países del norte. Adicionalmente, aunque estos países pidan la activación de las ayudas, podrían surgir serios problemas si no cumplieran en algún momento con la condicionalidad asumida, dado que el BCE ha declarado que en los incumplimientos llevarían a la suspensión del programa. Aunque no es seguro que dicha condicionalidad se aplique de manera estricta, no es descartable.

Por otro lado, el problema de Grecia sigue sin estar solucionado, y podría resurgir en cualquier momento si se repiten los episodios pasados de falta de cumplimiento de las reformas o de resultados económicos por debajo de lo esperado.

También existen riesgos a la baja procedentes del exterior de la eurozona, como la materialización de los riesgos a la baja asociados a los problemas fiscales (fiscal Cliff). Por otro lado, tampoco se puede descartar una desaceleración mayor de la esperada de las economías emergentes.

Los riesgos de nuestro escenario de inflación están equilibrados. Existen sesgos al alza derivados de posibles aumentos impositivos ligados a los procesos de consolidación fiscal en curso, así como del alza de los precios de las materias primas (alimentos y energía). No obstante, lo anterior se compensa con los riesgos a la baja que podrían surgir de una mayor contracción de la actividad económica.

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Zona euro: la recesión se prolongará durante el segundo semestre, estancándose prácticamente en 2013

PIB: -0,5% en 2012 +0,3% en 2013

IPCA: +2,5% en 2012 +1,8% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: el resurgimiento de la crisis europea y de las tensiones financieras durante el segundo trimestre se reflejó en una caída de la actividad del -0,2% t/t, en línea con lo esperado. El principal lastre de la actividad continuó siendo la demanda doméstica (-0,5pp), si bien también se registró una menor contribución de las exportaciones netas (+0,3pp), no tanto por la evolución de las exportaciones, que continúan creciendo a un ritmo robusto, sino como consecuencia del rebote de las importaciones.

Estimaciones para el 3T y el 4T: la intensificación de la crisis se ha reflejado principalmente en la caída de la confianza. Tanto los datos de la encuesta PMI como los de la Comisión Europea (CE) fueron decepcionantes para el conjunto del tercer trimestre, ya que continúan claramente en terreno contractivo y apuntan a que la caída del PIB en el conjunto de la zona euro se podría haber intensificado. No obstante, los indicadores cuantitativos muestran un panorama algo menos negativo. La producción industrial aumentó tanto en julio como en agosto, aunque todavía es pronto para confirmar la recuperación de este sector, máxime cuando los pedidos industriales tanto domésticos como procedentes del exterior continuaron deteriorándose. En cualquier caso, dicha mejora de la producción podría ser claramente satisfecha por el nivel actual de capacidad instalada, apuntando, por tanto, a que no se habría reflejado en una mejora de la inversión. Por otro lado, las ventas al por menor se mantuvieron prácticamente estancadas desde finales del segundo trimestre hasta agosto, interrumpiendo la caída registrada en ese trimestre y apuntando a que el gasto de los hogares podría haber sido algo más resistente que en el trimestre previo, a pesar del continuo deterioro del mercado de trabajo. Debido a todo lo anterior y al proceso de ajuste fiscal en marcha que se dejará notar en una caída del consumo público, se espera que la demanda doméstica haya continuado lastrando el crecimiento económico en 3T. Por lo tanto, el principal motor de crecimiento de la economía europea continuarán siendo las exportaciones netas. En particular, las exportaciones crecieron a un ritmo robusto hasta agosto, si bien las importaciones se mostraron algo más resistentes que lo que sugiere la evolución de la demanda doméstica, apuntando a que la contribución positiva de las exportaciones netas también podría haber disminuido en 3T. Con todo ello, nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima una contracción del PIB de -0,3% t/t en 3T. Para T4, la información disponible es muy limitada, reduciéndose tan sólo a los datos de confianza tanto de la encuesta PMIs como de la CE para el mes de octubre, si bien evolucionaron peor de lo esperado y apuntan a que la economía podría estar contrayéndose en la última parte del año a un ritmo similar al registrado en el tercer trimestre, lo que supone un cierto sesgo a la baja en nuestra previsión de amortiguamiento en la contracción económica a finales de año (-0,1% t/t), si bien todavía es prematuro extraer conclusiones firmes.

Perspectivas para 2012 y 2013: la contracción de la actividad económica para el conjunto de 2012 estará determinada fundamentalmente por la evolución de los componentes de la demanda doméstica, que continuará drenando crecimiento, aunque la relajación en los costes de financiación tras el anuncio del BCE y la mejora de la confianza debería mitigar su caída. Por otro lado, las exportaciones netas continuarán amortiguando la caída de la actividad en los próximos trimestres. En definitiva, la peor evolución de los datos económicos durante 3T nos lleva a revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2012 en -0,2pp hasta el -0,5%. Para 2013, la mayor relajación de las tensiones financieras y la menor incertidumbre sobre la continuidad de la unión monetaria compensarían prácticamente la peor evolución del resto de los factores de crecimiento, por lo que mantenemos nuestra previsión de que el PIB crecerá un magro 0,3% para el conjunto del año. No obstante, la probabilidad de recesión para el año que viene continúa siendo elevada, de alrededor de un 35%.

Perspectivas de inflación: la inflación aumentó algo más de lo esperado en 3T, impulsada por unos precios del petróleo mayores que los anticipados hace tres meses y por las subidas impositivas. En particular, tras el aumento observado en agosto (0,2pp) la inflación se mantuvo estable en el 2,6% a/a en septiembre, ya que el incremento de la inflación de los componentes más volátiles se compensó con una desaceleración de la inflación subyacente (-0,1pp hasta el 1,6% a/a). La evolución de los precios energéticos explicó por completo la sorpresa al alza respecto a nuestra previsión para el conjunto del trimestre, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1,8%, tal y como se esperaba. Para lo que queda de año, esperamos que la inflación se desacelere en octubre, fluctuando alrededor del 2,4% a/a en el último trimestre del año, mientras que la inflación subyacente se mantendrá estable en el 1,6% a/a. Como resultado, la inflación media anual en 2012 se situará en el 2,5% (0,2pp superior a nuestra estimación anterior) y la inflación subyacente en el 1,8%. A pesar de haber revisado las previsiones de inflación ligeramente al alza, nuestros modelos apuntan a que la inflación continuará desacelerándose el año que viene, con la inflación general situándose por debajo del objetivo del BCE a mediados de año. Como resultado, ahora esperamos que la inflación media anual se sitúe en el 1,8% en 2013, lo que supone una revisión al alza de 0,4pp respecto a nuestra previsión anterior, de los que 0,3pp se deben a los mayores precios de las materias primas y los restantes 0,1pp, a la subida de los impuestos, responsables del aumento de nuestra previsión de inflación subyacente desde el 1,4% hasta el 1,5%.

Alemania: la demanda doméstica continuará soportando el crecimiento económico

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

IPCA: +2,1% en 2012 +1,8% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: el crecimiento del PIB se desaceleró en 0,2pp hasta el +0,3% t/t, debido principalmente a la menor contribución de las exportaciones netas (0,3pp tras los 0,5pp de 1T), si bien fue compensado en parte por un menor lastre de la demanda doméstica (-0,1pp tras los -0,2pp de 1T). No obstante, hay que destacar que esto último se debió principalmente a que el consumo privado continuó ganando tracción, en línea con el fortalecimiento de sus fundamentales, y a que el consumo público creció nuevamente a una tasa estable y moderada, ya que la inversión se desplomó por segundo trimestre consecutivo (alrededor de -1% t/t en ambos), lastrado sobre todo por aquella destinada a los bienes de equipo.

Estimaciones para el 3T y el 4T: los indicadores de confianza para el conjunto del 3T mostraron una intensificación del deterioro ya registrado durante el 2T, apuntando a que la actividad económica habría continuado desacelerándose, incluso hasta contraerse, como sugiere la caída de los PMI claramente por debajo de los 50 puntos, principalmente arrastrado por el sector industrial, mientras que el de servicios estaría más en línea con un estancamiento. No obstante, los datos en septiembre repuntaron y compensaron en parte la caída observada en los meses anteriores. En general, los datos del resto de encuestas (CE, ZEW e Ifo) apuntan en la misma dirección, siendo incluso algo más pesimistas, ya que todavía no recogen ningún tipo de estabilización y las expectativas para los próximos trimestres volvieron a deteriorarse. Los indicadores cuantitativos muestran señales mixtas. Por un lado, la producción industrial hasta agosto habría aumentado alrededor de 1,5% sobre el 2T, cuando prácticamente se estancó, aunque dada la reciente caída de la capacidad utilizada, es probable que no se deje notar en una mejora significativa de la inversión. Por otro lado, las ventas al por menor acumulan una caída hasta agosto de alrededor de 1% respecto al 2T, sugiriendo que en el tercer trimestre el consumo privado podría haberse moderado, en parte lastrado por la fuerte caída de la confianza de los consumidores tras la intensificación de la crisis en la periferia. Finalmente, los datos del sector exterior apuntan a que el crecimiento de las exportaciones se mantiene robusto, si bien las importaciones aumentan a un mayor ritmo como consecuencia de la fortaleza de la demanda doméstica, y podría verse reflejado de nuevo en un menor soporte de las exportaciones netas en 3T. En definitiva, teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestras previsiones recogen un estancamiento de la economía. Para 4T, los datos se limitan a las encuestas de octubre, pero apuntan a que la debilidad de la economía se prolongará durante la última parte del año.

Perspectivas para 2012 y 2013: los factores de crecimiento de la economía alemana, aunque se ha demostrado que no es inmune a la crisis en la periferia, se mantienen robustos y, por lo tanto, continuarán apoyando el crecimiento económico en el horizonte de previsión. La continua mejora del mercado de trabajo debería redundar en una mejora de la confianza de los consumidores una vez se modere la crisis europea, y junto con el aumento de la renta disponible del sector familias que no acumuló grandes desequilibrios, se materializará en un crecimiento robusto del consumo privado tanto en 2012 como en 2013. Adicionalmente, el rápido reequilibrio de las cuentas públicas permitirá llevar a cabo una política fiscal neutral tanto este año como el que viene. Por otro lado, el todavía robusto crecimiento de las economías emergentes continuará soportando las exportaciones, si bien éstas se desacelerarán marcadamente tras el fuerte crecimiento observado en los años anteriores. Dada la significativa reducción de la capacidad utilizada durante 2012, la demanda esperada, tanto interna como externa, podrá ser satisfecha sin necesidad de más inversión en lo que queda de año, también lastrada por la elevada incertidumbre sobre el panorama europeo. Por lo tanto, la inversión se contraerá fuertemente en 2012, pero volverá a crecer en 2013. Finalmente, la fortaleza de la demanda doméstica tendrá su contrapartida en el aumento de las importaciones que, como resultado, redundará en una reducción paulatina de la contribución de las exportaciones netas, sobre todo en 2013. En resumen, nuestras previsiones de crecimiento se mantienen, recogiendo un crecimiento del PIB alemán del 0,9% para 2012, que se acelerará ligeramente hasta el 1,3% en 2013.

Perspectivas de inflación: el aumento de los precios de la energía durante el tercer trimestre supuso una interrupción en la lenta desaceleración que se venía observando de la inflación general durante el trimestre anterior, para mantenerse en el 2,1% a/a en septiembre. Sin embargo, la inflación subyacente ha disminuido marcadamente hasta situarse en el 1,2% a/a. Al igual que en el conjunto de la zona euro, el repunte de los precios energéticos nos ha llevado a revisar ligeramente las previsiones al alza, de manera que ahora esperamos una inflación media anual del 2,1% en 2012 y del 1,8% en 2013, manteniéndose por tanto este año claramente por debajo de la media del conjunto de la zona euro.

Sector público: los datos de ejecución presupuestaria hasta septiembre continúan mostrando un buen desempeño. Los ingresos fiscales han aumentado un 4,2% respecto al año anterior reflejo de un saludable mercado de trabajo y un consumo sólido. A pesar de que las autoridades anticipan una ralentización de los ingresos en los próximos meses, el objetivo para este año (revisado al alza hasta situarse en el -0,5% del PIB) debería alcanzarse sin problemas. La deuda aumentará en 2,5 pp del PIB desde el 80,5% registrado en 2011 como consecuencia de la inclusión de las aportaciones a los fondos de rescate.

Francia: la vulnerabilidad de la demanda doméstica se reflejará en un recuperación más lenta en 2013

PIB: +0,1% en 2012 +0,5% en 2013

IPCA: +2,3% en 2012 +1,7% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: la actividad continuó estancada por tercer trimestre consecutivo, con la demanda externa drenando nuevamente crecimiento y la interna compensándola. No obstante, ésta última mostró más debilidades, en la medida en que respondió principalmente al crecimiento del consumo público y a la contribución de inventarios, mientras que el consumo privado se contrajo ligeramente y el rebote de la inversión no fue suficiente para compensar la fuerte caída observada en el trimestre previo.

Estimaciones para el 3T y el 4T: a pesar de que la confianza se mantuvo relativamente estable a principios del 3T, sobre todo en comparación con lo observado en otros estados miembros, se desplomó significativamente y más de lo esperado en septiembre, apuntando a que la economía se podría haber contraído en 3T. Además este empeoramiento fue generalizado por sectores, y se reflejó en todas la encuestas. Como también se ha observado en el conjunto de la zona euro, los datos cuantitativos no reflejan un empeoramiento de la actividad tan acusado. Por un lado, la producción industrial rebotó en julio y, especialmente en agosto, aunque estuvo sostenido por una partida muy volátil como la del transporte, mientras que el deterioro de la confianza industrial y la caída de los pedidos no auguran una recuperación inminente. Por otro lado, las ventas al por menor también aumentaron más de lo esperado en julio, si bien se diluyó en parte con los datos de agosto, mientras que el gasto al consumo creció tímidamente. No obstante, estos datos no apuntan hacia una nueva contracción del consumo privado en 3T, por lo que se podría haber mantenido estancado, condicionado en parte por el continuo deterioro del mercado de trabajo (+0,4pp hasta el 10,8%). Algo más positiva ha sido la evolución del sector exterior, con unas exportaciones que se han acelerado respecto al trimestre anterior, mientras que las importaciones parece que se habrían resentido de la debilidad de la demanda interna, pudiendo resultar en una contribución menos negativa del sector exterior. No obstante, nuestra estimación es de una caída del PIB en 3T del -0,1% t/t. Igual de preocupantes son los datos de octubre, que apuntan a que la actividad podría contraerse nuevamente, si bien los indicadores de la CE y los PMI muestran señales mixtas, con los primeros deteriorándose más y los segundos recuperándose ligeramente, si bien claramente por debajo de los 50 puntos.

Perspectivas para 2012 y 2013: uno de los principales cambios respecto a nuestras previsiones de hace tres meses, ha sido el empeoramiento de algunos de los soportes de la demanda doméstica, como el significativo deterioro del mercado de trabajo a lo largo del año así como la fuerte caída de la confianza, en particular la del consumidor. A esto se une el aumento de impuestos anunciado para el año que viene y la eliminación de algunas deducciones. Todo ello terminará traducándose en una caída de la renta disponible de las familias. Adicionalmente, la necesidad de sanear las cuentas públicas apunta a que el soporte del consumo público se irá desvaneciendo en lo que queda de año y sobre todo el que viene. Por estos motivos, ahora esperamos que el consumo privado se estanque o incluso se contraiga ligeramente este año, con un crecimiento muy moderado en 2013, mientras que el consumo público también se estancará, tras crecer un 0,8% en 2012. La inversión se ha mostrado algo más resistente que en otros países de su entorno, si bien el crecimiento tanto este año como el que viene será muy moderado, lastrado por lo caída de los beneficios empresariales y las peores expectativas sobre la demanda futura. Esto último también podría reflejarse en una significativa caída de los inventarios, tras la fuerte reconstrucción observada el pasado año. Finalmente, como se ha venido observando en los años anteriores, la economía francesa no se ha beneficiado tanto del crecimiento de la demanda global, y además dicho impacto fue compensado en parte por la fortaleza de las importaciones impulsadas por el dinamismo del gasto interno. A pesar de ello, se espera que las exportaciones netas contribuyan con 0,4pp este año y 0,1pp en 2013 al crecimiento del PIB, compensando los -0,3pp de la contribución de la demanda doméstica en 2012 y añadiéndose a los 0,4pp proyectados para 2013. Como resultado, aunque continuamos esperando que el PIB prácticamente se haya estancado este año (0,1%), hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión para 2013, en 0,3pp hasta el 0,5%.

Perspectivas de inflación: a diferencia de lo observado en el conjunto de la zona euro, la inflación se mantuvo estable en el 3T en el 2,3% a/a, en línea con lo esperado, mientras que la inflación subyacente se desaceleró en 0,1pp hasta el 1,8% a/a. Detrás de este comportamiento se encuentra fundamentalmente la menor dependencia energética de la economía francesa. En los próximos meses, la inflación continuará desacelerándose lentamente, resultando en una inflación media anual del 2,3% en 2012, igual que nuestra previsión anterior, si bien hemos revisado ligeramente al alza, aunque en menor medida que la del conjunto de la zona euro, la inflación para 2013 hasta el 1,7%, impulsada por los mayores precios para las materias primas que esperamos ahora.

Sector público: los detalles de las medidas de ajuste se presentaron el pasado 28 de septiembre. El gobierno se ha comprometido a reducir el déficit estructural al 0% en 2016, en un horizonte temporal más corto se espera que el déficit pase de un 4,5% del PIB en 2012 al 3% el año próximo, lo que supone un ajuste estructural del 2% del PIB. Las medidas anunciadas y detalladas ascienden a 30.000 millones (1,5% del PIB) repartido de forma equitativa entre familias, grandes empresas y gobierno. Este primer año el ajuste está sesgado hacia un aumento de los impuestos a las rentas más altas y el plan es ir cambiando la composición del ajuste hacia un mayor recorte del gasto. Las grandes empresas verán reducidas las deducciones y tendrán que pagar una mayor impuesto sobre beneficios. Por otro lado, las rentas más altas pagarán 4pp más por en el impuesto de la renta que será del 45% para ingresos superiores a 150.000 euros brutos anuales y del 75% para aquellas que superen el millón. Dado el optimismo de las previsiones macro —el gobierno estima un crecimiento del 0,8% en 2013 (BBVA: 0,5%)— y el riesgo de que las medidas no tengan el impacto deseado tanto en recaudación como en recorte de gasto, es probable que sean necesarias medidas adicionales. Desde el plano institucional, se ha aprobado el Pacto Fiscal en el parlamento.

Italia: la recesión se intensifica y se prolongará en 2013

PIB: -2,4% en 2012 -0,6% en 2013

IPCA: +3,4% en 2012 +2,3% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: la evolución de la economía ha estado claramente marcada por el resurgimiento de la crisis de deuda en la periferia. La actividad se contrajo marcadamente por tercer trimestre consecutivo (-0,8% t/t), arrastrado fundamentalmente por la demanda doméstica que restó 1pp al PIB. Al contrario de lo que se observa en otras economías de la periferia, las exportaciones se han desacelerado marcadamente y no están siendo tan determinantes para compensar la falta de demanda interna, si bien debido a la fuerte caída de las importaciones, la contribución del sector exterior amortiguó ligeramente la caída de la actividad, al contribuir con 0,2pp.

Estimaciones para el 3T y el 4T: los indicadores de confianza para el conjunto del 3T sugieren que la actividad se volvió a contraer en dicho trimestre, pero moderándose con respecto a los tres trimestres anteriores. En la misma dirección apuntan los indicadores cuantitativos disponibles hasta agosto. Por un lado, el deterioro de la producción industrial parece haberse detenido, tras la fuerte contracción que se venía observando durante el último año, aunque el rebote registrado en agosto podría estar ligado a factores estacionales y los indicadores de confianza no vislumbran que dicha recuperación se sostenga. Por otro lado, las ventas al por menor continúan muy débiles, por lo que el continuo deterioro del mercado de trabajo, el aumento de los impuestos y la todavía alta tasa de inflación, habrían continuado haciendo mella en el gasto de los hogares. Por su parte, el consumo público es probable que continúe reduciéndose como consecuencia del fuerte ajuste fiscal en marcha, mientras que la fuerte caída del gasto del sector privado continuará lastrando la inversión. Respecto al sector exterior, las exportaciones parecen haber ganado algo de tracción, aunque las importaciones también se mostraron más resistentes, por lo que el soporte de las exportaciones netas podría haberse reducido. Con todo ello, nuestras previsiones recogen una caída del PIB en 3T de -0,5% t/t. Para 4T, las confianzas de octubre apuntan que la recesión podría volver a moderarse en el tramo final del año.

Perspectivas para 2012 y 2013: la peor evolución de la actividad económica durante el primer semestre del año, junto con el fuerte aumento de las tensiones financieras que se prolongó durante buena parte de 3T y las nuevas medidas anunciadas por el gobierno para cumplir con sus compromisos fiscales, nos ha llevado a revisar a la baja las previsiones de crecimiento tanto para 2012 como 2013. Ahora esperamos una mayor contracción del PIB, de -0,6pp, hasta el -2,4% en 2012, determinado por el desplome de todos los componentes de la demanda doméstica (-4,7pp), sin ser compensado por una mejora sustancial de las exportaciones netas (2,3pp). Para 2013, el ajuste fiscal en marcha y los todavía elevados costes de financiación junto con unas condiciones crediticias aún restrictivas y el empeoramiento del mercado laboral continuarán pesando significativamente sobre la economía italiana. No obstante, nuestras previsiones ya estiman una incipiente recuperación en la última parte del año que viene, lo que no impedirá que el PIB se contraiga en el conjunto de 2013 un -0,6%.

Perspectivas de inflación: la inflación se desaceleró en 3T alrededor 0,2pp hasta el 3,4% a/a, debido al agotamiento del efecto de la subida del IVA en septiembre de 2011, si bien dicho efecto se vio en parte compensado por el aumento de los precios de las materias primas. En cuanto a la inflación subyacente, ésta también se desaceleró hasta el 2,4% a/a desde el 2,6% a/a de 2T. El mayor incremento de los precios de las materias primas nos hace revisar ligeramente al alza nuestra previsión de la inflación media anual para 2012 en 0,1pp hasta el 3,4% y también la de 2013, en 0,4pp hasta el 2,3%, manteniéndose por tanto todavía por encima de la media del conjunto de la zona euro como consecuencia de la subida del IVA anunciada para julio del próximo año.

Sector público: gracias a la revisión a la baja del objetivo del -1,7% al -2,6% del PIB el Gobierno debería alcanzar el objetivo sin problema, pero los últimos datos de ejecución presupuestaria hasta octubre han mostrado un peor desempeño de lo esperado. El gobierno de Monti ha presentado al parlamento los detalles del presupuesto para 2013 para alcanzar el nuevo objetivo del -1,7%. Entre las medidas de gasto se llevará a cabo un mayor control en la asignación de subsidios, control del gasto sanitario, congelación salarial a los empleados públicos, además no se realizarán adquisiciones inmobiliarias, ni la compra o alquiler en leasing de vehículos, se limitarán las consultorías informáticas y se tomarán medidas para garantizar una mayor eficiencia en el gasto de la luz. La transferencia a las autonomías se recortará en 1bn€. Las medidas de ingresos, el impuesto sobre la renta se reducirá a aquellas personas que tienen ingresos por debajo de 28.000 euros brutos anuales. Al contrario de lo anteriormente anunciado, el IVA aumentará en tan sólo 1 punto porcentual a partir de julio, pasando el tipo general del 21% al 22% y el reducido al 11%. El gobierno también ha mostrado su firme compromiso de alcanzar un superávit primario con carácter estructural en línea con la implementación de la Regla Fiscal que entrará en vigor en 2014.

Portugal: los ajustes en marcha harán que la recesión económica persista en 2013

PIB: -2,8% en 2012 -0,7% en 2013

IPCA: +2,9% en 2012 +1,2% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: el ajuste fiscal en marcha, junto con el desapalancamiento del sector privado y el empeoramiento de la confianza y del mercado de trabajo, se dejaron notar en una mayor caída de la demanda doméstica (-2,7pp tras los -0,1pp en 1T). No obstante, las caídas tanto del consumo privado (-0,8% t/t) como del público (-0,1% t/t) se amortiguaron respecto a 1T, pero la inversión (-19,3% t/t) se desplomó mucho más de lo esperado. Aunque las exportaciones netas aumentaron su contribución al crecimiento del PIB (+1,5pp), los datos de 2T revelaron señales algo menos optimistas, ya que el crecimiento de las exportaciones se desaceleró hasta +0,7% t/t, por lo que dicha contribución positiva se debió principalmente a la fuerte caída de las importaciones (-3,3% t/t).

Estimaciones para el 3T y el 4T: a pesar del resurgimiento de la crisis en otros países periféricos y los ajustes adicionales anunciados por el gobierno, la confianza se mantuvo relativamente estable en el conjunto de 3T, si bien en niveles muy bajos y mostrando un acusado deterioro en septiembre. No obstante, los datos de actividad muestran un panorama algo menos pesimista, con una producción industrial que rebotó un 2,3% t/t, mientras que las ventas al por menor también hicieron lo mismo aumentando en un 1,5% t/t. Aunque este comportamiento es probable que sea transitorio y los factores de la demanda doméstica son muy frágiles, estos datos apuntan a que podría haber supuesto un menor lastre para la actividad que en 2T. Por otro lado, los datos del sector exterior hasta septiembre continúan mostrando un crecimiento robusto de las exportaciones, pero también unas importaciones algo más resistentes, por lo que la contribución positiva de las exportaciones netas podría haberse reducido. Como resultado de todo lo anterior, nuestro modelo MICA-BBVA estima que el ritmo de caída de la actividad se estaría amortiguando en 3T (-0,6% t/t). Para 4T, sólo se dispone de los datos de octubre de confianzas de la CE, que anticipan que la economía continuará contrayéndose, sin mostrar ningún signo de estabilización, lo que implicaría algunos sesgos a la baja en nuestras previsiones.

Perspectivas para 2012 y 2013: las estimaciones a corto plazo van en línea con nuestro escenario macroeconómico, que recoge una contracción del PIB de -2,8% en el conjunto de 2012 (algo más optimista que la del -3% proyectada en el último informe de la troika y respecto a lo estimado previamente). Para 2013, hemos revisado a la baja nuestra proyección en 0,4pp hasta el -0,7%, como consecuencia del impacto que tendrán las nuevas medidas fiscales anunciadas recientemente, así como por un posible efecto arrastre negativo de la economía española y el entorno global, aunque también se podría beneficiar de un mejor clima de los mercados financieros y un menor nivel de tensiones gracias a las medidas anunciadas recientemente por el BCE. Según nuestras previsiones, la demanda interna seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento, con un fuerte descenso 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 cambio, se espera que las exportaciones netas continúen con su contribución positiva, aunque a un ritmo más lento en cada uno de los años.

Perspectivas de inflación: las subidas impositivas 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 económica y, sobre todo, el desplome de la demanda doméstica. Además, las recientes subidas de los precios de las materias primas frenaron la desaceleración que la inflación venía experimentando en la primera parte del año, debido al agotamiento de las subidas impositivas un año antes, aumentando ligeramente en 0,2pp en 3T hasta el 3,0% a/a, mientras que la inflación subyacente continuó reduciéndose marcadamente hasta el 1,4% a/a. Como resultado, ahora esperamos que la inflación media anual se sitúe en el 2,9% en 2012, 0,2pp superior a la estimada anteriormente, si bien continuamos esperando una significativa desaceleración durante 2013, resultando en una inflación media anual del 1,2%.

Sector público: a mediados de octubre, tras la aprobación del sexto tramo de ayuda por parte de la troika, el gobierno anunció los detalles del presupuesto de 2013 para alcanzar el nuevo objetivo de déficit del -4,5% del PIB. El monto total de las medidas asciende a 5.300mm€ (3,2% del PIB). Esta cantidad tiene como finalidad cubrir (a) la reducción del déficit de 0,5pp entre 2012 y 2013, (b) la compensación de algunas medidas de carácter temporal implementadas en 2012, que equivalen a un 1% del PIB, (c) el aumento esperado del pago por intereses (0,1pp) y (d) el deterioro del escenario macroeconómico (1,6pp del PIB). En general, el presupuesto para 2013 parece suficiente para alcanzar los objetivos, aunque está muy sesgado hacia una mayor recaudación vía impuestos.

España: la economía continuará en recesión hasta 2013

PIB: -1,4% en 2012 -1,4% en 2013

IPCA: +2,5% en 2012 +2,3% en 2013

Últimos datos oficiales para el 2T de 2012: la economía española se contrajo un -0,4% t/t, en línea con lo esperado, sin mostrar grandes novedades en lo que respecta a su composición. La evolución de la economía volvió a estar marcada por el avance de la demanda externa neta, que contribuyó en 0,9pp; mientras que la demanda doméstica continuó drenando crecimiento (-1,4pp).

Estimaciones para el 3T y el 4T: a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el INE señala que la economía se habría contraído un -0,3% t/t en 3T, encadenando cuatro trimestres consecutivos de caídas. Los indicadores parciales de coyuntura conocidos hasta la fecha apuntan a que se mantiene la corrección a la baja en la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica que, en su conjunto, habrían drenado 1,1pp al crecimiento del PIB. Así, la composición del crecimiento habría vuelto a estar marcada por el avance de la demanda externa neta, que habría contribuido en 0,7pp, como consecuencia del notable crecimiento de las ventas al exterior empero de la corrección al alza de las importaciones. Para 4T, los determinantes de crecimiento continúan mostrando una acusada debilidad y advierten la continuidad de la contracción económica.

Perspectivas para 2012 y 2013: a pesar de los avances en las reformas estructurales tanto en Europa como en España, los determinantes de la evolución económica siguen siendo consistentes con una retracción de la actividad en torno al -1,4% tanto en 2012 como en 2013, manteniendo nuestras previsiones anteriores. En particular, se prevé que el impacto en la actividad tanto de la mayor presión al alza en los precios del petróleo, como de la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la zona euro sea compensado por una menor prima de riesgo respecto a lo que anticipábamos hace tres meses. Por componentes, a pesar del notable dinamismo de la demanda externa, su avance será insuficiente para compensar el deterioro de la demanda doméstica en el horizonte de previsión. En este escenario, el empleo continuará disminuyendo durante el último trimestre de 2012 y el conjunto de 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de paro, que se situará alrededor del 26% a finales del año que viene a pesar de la caída esperada de la población activa.

Perspectivas de inflación: durante 3T, tanto la inflación general como la subyacente repuntaron con fuerza hasta el 3,4% a/a y el 2,1% a/a en septiembre. Lejos de responder a presiones inflacionistas en el mercado interno, dicha evolución se debió a factores exógenos a la demanda, tales como la presión al alza en el precio de las materias primas, el incremento del copago farmacéutico a partir de julio y el aumento del IVA en septiembre. Como resultado, la inflación media anual se situará en el 2,5% en 2012, mientras que dichas subidas impositivas junto con los mayores precios de las materias primas serán los responsables de que sólo se desacelere ligeramente en 2013, hasta el 2,3%, manteniéndose por encima de la media del conjunto de la zona euro.

Sector público: la política de consolidación puesta en marcha por el Gobierno ha mostrado unos resultados un tanto modestos en el primer semestre del año, quedando todavía pendiente más de 2,5pp de ajuste para cumplir con el objetivo de estabilidad del -6,3% del PIB aprobado para final de año. Aunque es previsible que el ajuste se esté intensificando durante la segunda mitad del año, ya que una gran parte de las medidas anunciadas entran en vigor en dicho periodo (subida del IVA, eliminación de la paga extra de Navidad o algunas medidas contenidas en los planes económico-financieros de las comunidades autónomas), no es probable que sea suficiente para corregir los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos. Con todo, se espera que, excluyendo las ayudas financieras a la banca, el déficit de las administraciones públicas se sitúe a final de año en torno al 7,2% del PIB, por encima del objetivo. La magnitud de esta desviación hace que se reduzca la probabilidad de cumplimiento del objetivo de 2013. El déficit tendrá que reducirse en 2,7pp del PIB en el próximo año, a lo que habría que añadir el efecto del deterioro económico - que se estima podría situarse por encima del -0,8pp del PIB. Por lo tanto, para alcanzar el objetivo de déficit a finales de 2013, el volumen total de las medidas de ajuste fiscal necesarias debería situarse en torno a los 3,5pp del PIB, de los cuales hay anunciadas ya unos 2,3pp, por lo que en ausencia de medidas adicionales, el déficit de 2013 se quedaría en torno a 1,5pp por encima del objetivo (-4,5% del PIB).

Recuadro 1. Portugal: Los ajustes en marcha harán que persista la recesión económica en 2013

Los datos disponibles para 3T apuntan a que el ritmo de caída de la actividad se estaría amortiguando (-0,6 t/t) tras la fuerte contracción registrada en 2T (-1,2% t/t). El sector exterior continúa siendo el principal soporte, ya que las exportaciones siguen creciendo a un ritmo robusto a pesar de la desaceleración de la demanda global, mientras que las importaciones registran importantes caídas debido a la debilidad de la demanda doméstica. Para el conjunto de este año prevemos una caída del PIB del -2,8%, algo más moderada que la previsión del gobierno y la troika. Para 2013, hemos revisado a la baja nuestra previsión y ahora esperamos una contracción del -0,7%, en lugar del -0,3% anterior, como consecuencia de las nuevas medidas de ajuste fiscal anunciadas, con un fuerte sesgo al aumento impositivo, un fuerte deterioro del mercado de trabajo, una menor confianza de los consumidores y un crecimiento global más lento. No obstante, el programa de compra de deuda del BCE debería suponer una reducción adicional de los costes de financiación, con consecuencias no tanto para un sector público intervenido, sino para el sector privado, que se podría beneficiar de un tono general más positivo de los mercados financieros en el conjunto de los países periféricos.

La troika ha dado luz verde al sexto tramo de la ayuda y ha relajado los objetivos de déficit fiscal para los dos próximos años, concediendo más margen para el ajuste. El gobierno luso ha presentado los presupuestos para 2013 adaptándose a los nuevos objetivos, pero aún con todo ha anunciado medidas adicionales para compensar la caída en actividad económica, el mayor pago por intereses y la expiración de algunas de las medidas de 2012. Por último, se mantiene el calendario previsto para que Portugal vuelva al mercado a partir de mediados de 2013. El mejor tono de los mercados financieros tras el anuncio de intervención del BCE hace que este objetivo sea ahora más plausible que hace tres meses.

El PIB se contrajo un -1,2% t/t en 2T, como se esperaba, lastrado por la fuerte caída de la demanda doméstica

El ajuste fiscal en marcha, junto con el desapalancamiento del sector privado y el empeoramiento de la confianza y del mercado de trabajo, se dejaron notar en una mayor caída de la demanda doméstica (-2,7pp tras -0,1pp en 1T). No obstante, las caídas tanto del consumo privado (-0,8% t/t) como del público (-0,1% t/t) se amortiguaron respecto al primer trimestre, pero la inversión (-10,3% t/t) se desplomó mucho más de lo esperado. Aunque las exportaciones netas aumentaron su contribución al crecimiento del PIB (+1,5pp), los datos del 2T revelaron señales algo menos optimistas, ya que el crecimiento de las exportaciones se desaceleró hasta el +0,7% t/t, por lo que dicha contribución positiva se debió principalmente a la fuerte caída de las importaciones (-3,3% t/t).

Los datos disponibles para el tercer trimestre apuntan a que el ritmo de deterioro se habría amortiguado

A pesar del resurgimiento de la crisis en otros países periféricos y los ajustes adicionales anunciados en Portugal, la confianza se mantuvo relativamente estable en el conjunto del trimestre, si bien en niveles muy bajos y mostrando un acusado deterioro en septiembre. No obstante, los datos de actividad muestran un panorama algo menos pesimista, con una producción industrial que rebotó un 2,3% t/t a pesar de la fuerte caída registrada en septiembre, mientras que las ventas al por menor también hicieron lo mismo en un 1,5% t/t. Aunque este comportamiento es probable que sea transitorio y los factores de la demanda doméstica son muy frágiles, estos datos apuntan a que podría haber supuesto un menor lastre para la actividad que en 2T.

Para T4, sólo se disponen de los datos de octubre de confianzas de la CE, que anticipan que la economía continuará contrayéndose, sin mostrar ningún signo de estabilización, lo que implicaría algunos sesgos a la baja en nuestras previsiones. Finalmente, los datos de sector exterior hasta septiembre continúan mostrando un crecimiento robusto de las exportaciones, pero también unas importaciones algo más resistentes, por lo que la contribución positiva de las exportaciones netas podría haberse reducido.

El apoyo de la demanda exterior muestra signos de agotamiento desde el fuerte registro de comienzos de año

Los datos de sector exterior de septiembre muestran que, a pesar de que las exportaciones continúan desacelerándose, todavía crecen a un ritmo fuerte, mientras que las importaciones se han mostrado algo más resistentes, pero todavía débiles. No obstante, esperamos que el sector exterior continúe apoyando el crecimiento y a la vez permita una rápida corrección del déficit del sector exterior. En particular, el déficit de la balanza comercial acumulado en los 12 meses hasta agosto es de -4.397 miles de millones de euros, lo que equivale a un 2,6% del PIB. El ajuste ha sido considerable desde el máximo del -12,8% alcanzado en enero de 2009, y se ha acelerado en los últimos meses, explicado principalmente por la mejora en la balanza de bienes, donde las exportaciones han mantenido un buen ritmo de crecimiento gracias a las destinadas a países emergentes. Las importaciones, por su parte, han moderado el ritmo de caída iniciado en el segundo trimestre de 2011. La balanza de servicios también ha mantenido un buen tono, aunque la exportación de servicios muestra signos de moderación.

Nuestro modelo MICA-BBVA estima una contracción adicional del PIB en T3

Con la información parcial disponible hasta ahora sobre el tercer trimestre del año, y que se refiere sobre todo a los indicadores de confianza, esperamos una caída del PIB de -0,5% t/t en T3,

Las perspectivas para 2012 se mantienen, pero empeoran ligeramente para 2013

Las estimaciones a corto plazo van en línea con nuestro escenario macroeconómico, que recoge una contracción del PIB de -2,7% en el conjunto de 2012 (algo más optimista que la del -3% proyectada en el último informe de la troika y respecto a lo estimado previamente). Para 2013, hemos revisado a la baja nuestra proyección del -0,3% al -0,7% como consecuencia del impacto que tendrán las nuevas medidas fiscales anunciadas recientemente, así como a un posible efecto arrastre negativo de la economía española y el entorno global; aunque también se podría beneficiar de un mejor clima en los mercados financieros y un menor nivel de tensiones gracias a medidas anunciadas recientemente por el BCE.

Según nuestras previsiones, la demanda interna seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento (-5,4 pp en 2012), con un fuerte descenso 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 cambio, se espera que las exportaciones netas continúen con su contribución positiva, aunque a un ritmo más lento en cada uno de los dos años.

Las perspectivas de consumo continúan sin ser positivas, a pesar de que están en línea con el desapalancamiento necesario de los hogares (no olvidemos que el elevado desequilibrio externo de Portugal durante la década pasada venía en buena parte explicado por una tasa de consumo muy elevada). El mercado laboral se mantiene en un difícil proceso de ajuste, con un aumento gradual del desempleo (+1,4 pp en 2012 hasta el momento). Las subidas 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. Las recientes subidas de los precios de las materias primas frenaron la desaceleración que la inflación venía experimentando en la primera parte del año, debido al agotamiento de las subidas impositivas un año antes, aumentando ligeramente en 0,2pp en 3T hasta el 3,0% a/a, mientras que la inflación subyacente continuó reduciéndose marcadamente hasta el 1,4% a/a. Como resultado, ahora esperamos que la inflación media

anual se sitúe en el 2,9% en 2012, 0,2pp superior a la estimada anteriormente, si bien continuamos esperando una significativa desaceleración durante 2013, resultando en una inflación media anual del 1,2%.

Quinta revisión de la troika, una vez más alaba los esfuerzos de Portugal y relaja los objetivos fiscales

La misión de la troika completó su quinta revisión a finales de octubre, y volvió a ofrecer un balance positivo. Tras la evaluación de la corrección de otros desequilibrios, como el del déficit por cuenta corriente la troika ha relajado los objetivos fiscales, y en línea también con la percepción de la "fatiga" fiscal sufrida por los países periféricos en general. Una vez más, 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 presupuesto para 2013 suficiente para alcanzar objetivos, pero está muy sesgado hacia una mayor recaudación vía impuestos

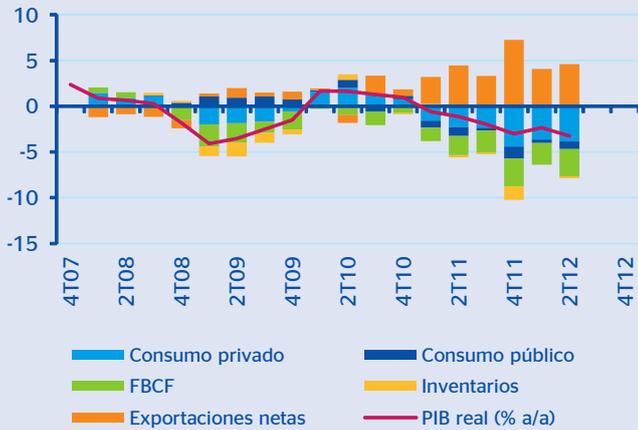
A mediados de octubre, tras la aprobación del sexto tramo de ayuda por parte de la troika, el gobierno anunció los detalles del presupuesto de 2013 para alcanzar el nuevo objetivo del -4,5%. El monto total de las medidas ascienden a 5.300m.m.€ (3,2% del PIB). Esta cantidad tiene como finalidad cubrir (a) la reducción de déficit de 0,5 pp entre 2012 y 2013; (b) la compensación de algunas de las medidas de carácter temporal implementadas en 2012, que equivalen al 1% del PIB; (c) el aumento esperado del pago por intereses (0,1pp) y (d) al deterioro del escenario macroeconómico (1,6pp del PIB).

El escenario macroeconómico que baraja el gobierno es el del FMI, es decir, de una caída de la actividad del 1%, algo más negativo que nuestra previsión.

La reacción a estos presupuestos ha sido negativa, en parte por inercia tras los planes iniciales (y finalmente no adoptados) de aumentar las cotizaciones sociales de los trabajadores y reducir las de las empresas, una suerte de devaluación interna fuertemente contestada por varios partidos políticos, e incluso criticada desde dentro de la coalición de gobierno. En cuanto a la evolución de ejecución presupuestaria, los datos disponibles hasta septiembre muestran una mejoría respecto al año pasado, pero se debe principalmente a la transferencia de los fondos de pensiones de la banca. Por partidas, se observa que por el lado de gasto la contención ha sido efectiva, pero que se ha visto ensombrecida por un mayor gasto en intereses. Por el lado de los ingresos, la recaudación vía impuestos ha caído reflejo de un mayor impacto del esperado sobre la actividad económica.

Gráfico 19

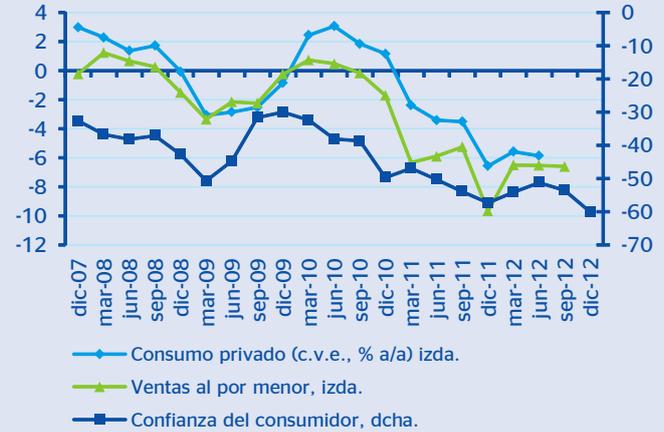
Portugal: Crecimiento del PIB y contribución por componentes (% a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 20

Portugal: Consumo privado, ventas al por menor y confianza del consumidor



Fuente: Comisión Europea, INE y BBVA Research

Gráfico 21

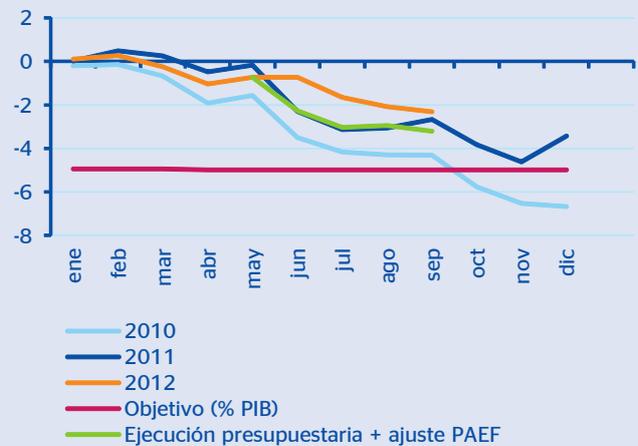
Portugal: Sector exterior



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 22

Portugal: Ejecución presupuestaria (% PIB)



Fuente: DGO y BBVA Research

Recuadro 2. Reino Unido: Tras un crecimiento mayor de lo esperado en el tercer trimestre, se espera una recuperación moderada en 2013 basada en la demanda interna

El crecimiento del tercer trimestre sorprende al alza

El dato de crecimiento de PIB del 1% t/t ha supuesto una sorpresa positiva. Este fuerte repunte se explica en parte por el impacto de las olimpiadas mayor de lo previsto, aunque evidentemente este es un efecto temporal que no indica una recuperación sostenida de la actividad.

Los primeros datos de actividad de octubre muestran un debilitamiento. Tanto los PMIs de manufacturas como de servicios han caído, hasta situarse en 47,5 y 50,6 respectivamente. El PMI de construcción mantiene el tono. La confianza Gfk del consumidor se mantiene débil y en octubre se han revertido las ganancias de los últimos meses y se sitúa en -30. Esta encuesta muestra que las familias están especialmente preocupadas por su futura situación financiera. El crédito tanto a familias como a empresas continúa sin mostrar signos de recuperación. En el cuarto trimestre el programa "Funding for Lending Scheme" anunciado por el gobierno para impulsar el crédito privado empieza a funcionar, pero es improbable que su efectividad se manifieste en tan corto plazo.

El mercado de trabajo recupera el tono, pero la productividad del trabajo disminuye

La tasa de paro ha registrado una caída de 0,5pp desde finales de 2011, hasta situarse en el 7,9%. La creación de empleo ha sido sostenida a lo largo del año, pero se espera que se ralentice en 4T, junto con la caída de la actividad. En cualquier caso, el buen comportamiento del mercado de trabajo no está acompañado por un incremento de la actividad, lo que se traduce en una caída de la productividad del trabajo. Una posible explicación del aumento del empleo es la caída de los salarios, que impulsan a la contratación por parte de las empresas, pero que no se ven acompañados por un aumento del consumo o de la demanda, como consecuencia del ajuste fiscal y la incertidumbre. En cualquier caso, las últimas encuestas indican que el boom de empleo podría haber llegado a su fin.

El deterioro de la demanda global se pone de manifiesto en la caída de las exportaciones

El déficit comercial de amplió en agosto hasta alcanzar los 9,8 m.m. de libras, como consecuencia de la caída de las exportaciones, no sólo a la zona euro, sino también a Estados Unidos. Las encuestas empresariales de septiembre y octubre ya apuntan a que este deterioro se está intensificando, ya que los pedidos a la exportación continúan cayendo. La contribución del sector exterior al crecimiento del PIB se espera que sea plano en Q3.

Se espera que el presupuesto contenga medidas de ajuste adicionales

La ejecución presupuestaria de abril a septiembre muestra una notable mejoría respecto al ejercicio anterior, pero se debe principalmente al fondo de pensiones transferido de "Royal Mail" en abril. Excluyendo las transferencias, la ejecución presupuestaria apenas muestra mejoría, pero muestra una mayor resistencia de lo inicialmente esperado al deterioro del ciclo económico. A pesar del intenso debate sobre la conveniencia de un ajuste fiscal tan intenso, se espera que el presupuesto que se presentará a comienzos de diciembre contenga medidas adicionales de ajuste.

La inflación se modera, pero se mantiene por encima del 2%

A pesar de disminuir hasta el 2,2% en septiembre, la inflación se mantiene de forma persistente por encima del 2% y la reciente subida de los precios de los carburantes hace prever que se mantendrá en estos niveles hasta finales de año.

Las perspectivas para 2013 son de una recuperación de la demanda interna

Nuestras previsiones de crecimiento para 2013, tras un 2012 que cerrará en negativo (-0,1%) por el deterioro de las exportaciones netas (-0,9 puntos), son de una recuperación, basada en el consumo y la inversión, y apoyada por el programa de expansión cuantitativa del Banco de Inglaterra y por el efecto base positivo de finales de este año. En concreto, esperamos una recuperación del consumo privado hasta el 1,5%, desde un 0,7% este año, y de un 5,3% de la inversión. Las exportaciones se recuperarán tímidamente, pero más lo harán las importaciones, por lo que se espera una contribución neta todavía negativa de la demanda externa. La inflación debería moderarse adicionalmente hasta el 2% en media para el conjunto de 2013.

La reciente mejora de las perspectivas económicas retrasa la ampliación del programa de flexibilización cuantitativa

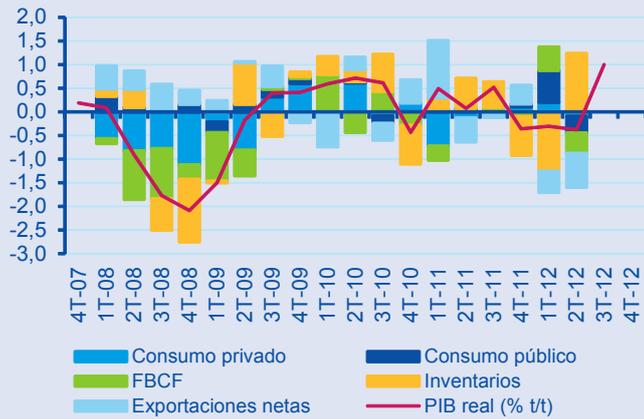
Las compras de la última ronda de flexibilización monetaria culminarán en noviembre, por lo que la discusión sobre la conveniencia de ampliar el programa sigue sobre la mesa, aunque dado el buen comportamiento de la actividad económica en 3T parece que ha remitido la urgencia y no esperamos que en la próxima reunión de noviembre se amplíe el objetivo. Los miembros del comité de política

monetaria están mostrando sus dudas sobre la efectividad de los últimos tramos para estimular la demanda.

Esperamos que el objetivo se mantenga en 375 m.m. de GBP y el tipo de interés en el 0,5%.

Gráfico 23

Reino Unido: contribución al crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 24

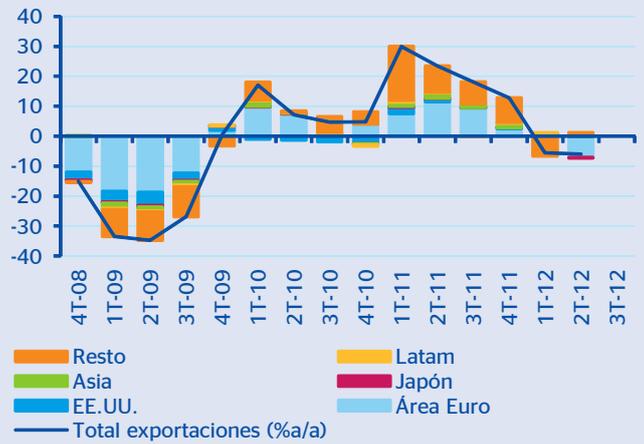
Reino Unido: mercado de trabajo



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 25

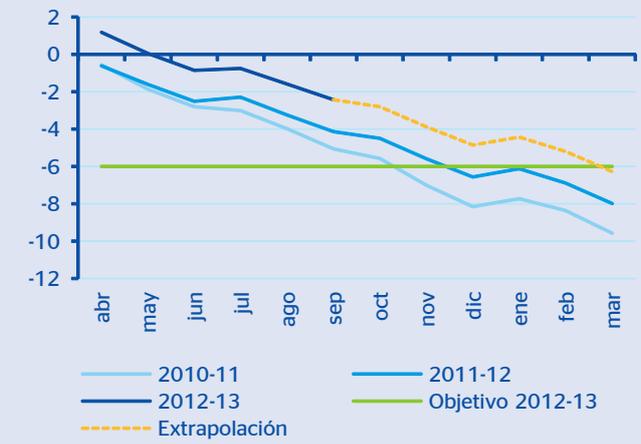
Reino Unido: crecimiento exportaciones contribución por destinos



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 26

Reino Unido: necesidad de financiación del sector público excluyendo intervenciones financieras (% del PIB)



Fuente: ONS and BBVA Research

5. Tablas

Tabla 2

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
PIB a precios constantes	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Consumo privado	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,0
Consumo público	2,6	0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Formación bruta de capital fijo	-12,7	-0,3	1,6	-3,6	-0,6
Inventarios (*)	-0,9	0,6	0,1	-0,5	0,0
Demanda interna (*)	-3,6	1,2	0,5	-1,8	-0,3
Exportaciones (bienes y servicios)	-12,4	11,0	6,4	3,1	3,2
Importaciones (bienes y servicios)	-11,0	9,4	4,2	0,1	2,2
Demanda externa (*)	-0,8	0,7	1,0	1,3	0,5
Precios					
IPC	0,3	1,6	2,7	2,5	1,8
IPC subyacente	1,3	1,0	1,7	1,8	1,5
Mercado laboral					
Empleo	-1,8	-0,5	0,5	-0,8	-0,3
Tasa desempleo (% población activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	11,8
Sector público					
Déficit (% PIB)	-6,3	-6,2	-4,1	-3,2	-2,5
Deuda pública (% PIB)	79,6	85,5	87,3	89,5	90,6
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,2	0,4	0,4	1,2	1,2

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

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	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Alemania	-5,1	4,0	3,1	0,9	1,3
Francia	-3,1	1,6	1,7	0,1	0,5
Italia	-5,5	1,8	0,5	-2,4	-0,6
España	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Reino Unido	-4,0	1,8	0,9	-0,1	1,3
América Latina *	-2,2	6,2	4,3	3,0	3,7
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
Brasil	-0,3	7,6	2,7	1,6	4,2
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,2	5,8
Turquía	-4,9	9,2	8,5	3,0	4,5
Asia-Pacífico	4,1	8,2	5,8	5,2	5,5
China	9,2	10,4	9,2	7,6	7,9
Asia (exc. China)	0,8	6,7	3,5	3,7	3,9
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,2	3,5

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

* Sin ayudas al sector financiero

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	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	5,75
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,1
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,1
Tipos de Cambio (Promedio)					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,59	1,66
China (RMB por USD)	6,83	6,77	6,46	6,32	6,26

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

(*) Contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Tabla 9

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

(*) Contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Tabla 10

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

(*) Contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Tabla 11

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	-5,4	-1,3
Consumo público	0,3	4,7	0,9	-3,8	-2,5	-1,9
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-8,6	-4,1	-11,3	-15,3	-5,6
Inventarios (*)	0,0	-1,1	0,1	-0,5	-0,1	0,0
Demanda Interna (*)	0,9	-3,6	0,9	-6,2	-6,9	-2,1
Exportaciones	-0,1	-10,9	8,8	7,5	4,7	4,0
Importaciones	2,3	-10,0	5,4	-5,3	-6,5	0,3
Exportaciones netas (*)	-1,0	0,6	0,5	4,5	4,1	1,4
PIB	-0,1	-2,9	1,4	-1,7	-2,8	-0,7
Inflación	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,9	1,2

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 12

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 13

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@grupobbva.com

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

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

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

Sonia López Senra
Sonia.lopez.senra@bbva.com
+34 91 537 79 36

Con la colaboración de:

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

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

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

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

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@bbvauk.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