

# Situación Europa

Primer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- Se asienta la reducción de las tensiones financieras en la eurozona gracias a la disposición del BCE para intervenir...
- ... y a los avances hacia una unión bancaria
- Nuestra previsión de ligero crecimiento en 2013 (0.3%) se mantiene, gracias a la recuperación prevista en Alemania...
- ...aunque los países de la periferia continuarán en recesión
- Los riesgos continúan sesgados a la baja, aunque su probabilidad disminuye

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos .....	4
3. Avances en la solución de la crisis de la eurozona.....	8
Recuadro 1. Tras el éxito cosechado con el anuncio del programa de compra de bonos (OMT), el BCE afronta otros retos: fragmentación de los mercados, reactivación del crédito y apreciación del euro .....	11
Recuadro 2. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa.....	14
4. Perspectivas para el conjunto de la zona euro .....	17
Observatorio fiscal de la zona euro.....	25
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado.....	28
Recuadro 3. Portugal: contracción económica en el 2012 fue ligeramente mayor a lo esperado ....	32
Recuadro 4. Reino Unido: tras el estancamiento de 2012, se espera una recuperación lenta y sostenida de la actividad en 2013 .....	34
5. Tablas.....	37

Fecha de cierre: 12 de febrero de 2013

## 1. Editorial

En el último Situación Europa en noviembre de 2012 destacábamos que el momento clave en la evolución de la crisis fue el anuncio del BCE durante el verano pasado de su disponibilidad para hacer todo lo necesario para defender al euro. Desde entonces, la mejora de la situación de los mercados financieros ha continuado y, si acaso, ha sido algo más rápida de lo esperado. El anuncio del programa de compra de bonos (OMT) ha sido suficiente para inducir una sustancial reducción de los diferenciales de deuda soberana, que se ha consolidado a principios de 2013, junto con un tímido retorno de flujos de inversión hacia los países de la periferia. En los últimos meses esa tendencia se ha mantenido, a pesar de que más recientemente los diferenciales hayan repuntado ligeramente debido al ruido político en Italia y España.

Hay varios factores que además han contribuido a la consolidación de esta mejora. Desde fuera de la eurozona, la superación del abismo fiscal en Estados Unidos y la recuperación de la actividad algo más rápida de lo previsto en el mundo emergente han reducido los riesgos de shocks externos negativos. Más importantes son quizás los avances en política económica por parte de las autoridades europeas que han demostrado muy claramente su compromiso con el euro. Por un lado, la crisis griega del mes de noviembre se solucionó de manera satisfactoria y dejó patente para los mercados que Europa no estaba dispuesta a arriesgar de nuevo su estabilidad financiera dejando a Grecia abandonar el euro. A Grecia se le ha permitido retrasar su ajuste fiscal dos años más, y se le ha proporcionado financiación adicional para ello, aunque, evidentemente, la sostenibilidad de su deuda pública a largo plazo continúa siendo precaria. Esta tendencia positiva se ha extendido a Portugal, que ha conseguido volver parcialmente a los mercados después de una rápida reducción de su prima de riesgo durante la mayor parte de 2012. Por otro lado, en la cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de diciembre se continuaron los avances hacia una mayor integración bancaria, con una lista de acciones específicas por implementar en 2013 referentes a la supervisión y mecanismo de resolución común que no decepcionó. La otra pata de la integración europea (la unión fiscal) parece haber sido pospuesta, dadas las dificultades políticas para dar pasos hacia la mutualización de la deuda pública en un año electoral en Alemania, aunque es posible que se retome en el futuro. En cualquier caso, la unión bancaria en marcha es un paso clave para restaurar los mercados de financiación europeos, que actualmente se encuentran fragmentados.

Las mejoras en estos campos no se han trasladado todavía a los datos de crecimiento económico de las variables reales, y la eurozona ha continuado en recesión, que incluso ha empeorado en el cuarto trimestre de 2012. Como ya adelantamos en noviembre, este empeoramiento parece ser sólo temporal, y se debe más a un efecto retardado de las dudas que surgieron en el otoño y a la desaceleración transitoria del comercio mundial que a una entrada permanente en recesión. De hecho, los indicadores adelantados de la zona, y en particular de Alemania, apuntan hacia una recuperación en los primeros meses del año. Lógicamente, las economías de la periferia continuarán contrayéndose, ya que están sometidas a la necesidad de reducción de los desequilibrios públicos y a unas condiciones financieras aún lejos de la normalización. Sin embargo, parece que el núcleo de la eurozona podrá crecer este año moderadamente, lo que nos lleva a mantener nuestra previsión de crecimiento del PIB de la eurozona en su conjunto en un 0.3%.

Los riesgos entorno a este escenario están sesgados a la baja, y están relacionados con varios factores. Entre ellos, el incumplimiento de los objetivos fiscales, una mala gestión de la crisis en Chipre o un freno a los avances hacia la unión bancaria pueden devolver a los mercados a una situación de estrés. La posibilidad de una apreciación excesiva del euro podría resultar también en un menor crecimiento de lo esperado.

## 2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos

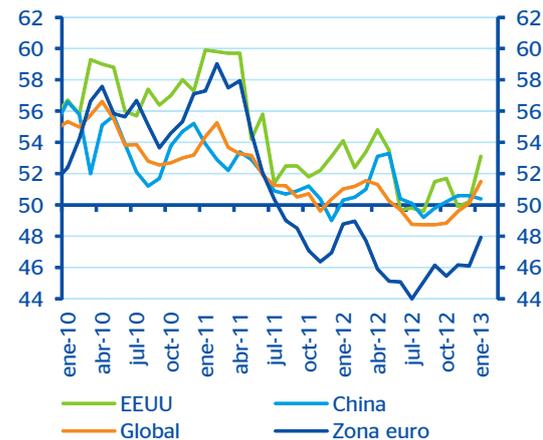
A lo largo de los últimos tres meses han desaparecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, provocando un cierto optimismo. Las tensiones financieras han disminuido a mínimos de dos años (Gráfico 1), en particular en Europa, y casi todos los activos se han beneficiado de este cambio de percepción. Las menores amenazas a la estabilidad de la economía mundial también han aumentado la confianza de consumidores y empresas en distintas regiones (Gráfico 2), con pocas excepciones. Sin embargo, estos rebotes de los indicadores financieros y de confianza todavía no han llevado a mejoras relevantes en actividad. Tal y como muestra nuestro indicador de actividad económica global (BBVA-GAIN), la desaceleración que la economía mundial experimentó en la mayor parte de 2012 llegó a su fin en el cuarto trimestre de ese año. Los datos más recientes refuerzan la perspectiva de aceleración del PIB global, pero desde tasas por debajo de su promedio histórico y a un ritmo moderado. Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB mundial creció en 2012 un 3,2%, frente al 3,9% en 2011.

Gráfico 1  
Indicador BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Indicador de confianza (PMI)



Fuente: Markit y BBVA Research

### La resistencia de la economía ante la incertidumbre y los avances en la implementación de las políticas están detrás de la mejora de la confianza

Los datos muestran que China no afronta una perspectiva de desaceleración intensa. Desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado en línea con nuestras previsiones (Gráfico 3). La inversión explica gran parte del repunte en el PIB, gracias a políticas de estímulo aplicadas más hábilmente en 2012 que en 2009. Por otra parte, también existe un incipiente repunte de las exportaciones, por la mayor demanda de países asiáticos y de Estados Unidos, mientras que las ventas a Europa y Japón siguen poco dinámicas. Además, la transferencia del poder político se ha realizado sin incidencias<sup>1</sup>.

El repunte de la economía china ha sido bien recibido en los mercados, como un soporte clave para la recuperación económica mundial y, en particular, para otras economías orientadas a la exportación y como soporte de los precios de las materias primas, en particular en América

<sup>1</sup>: La nueva dirección ha mostrado su intención de mantener una política continuista con respecto al crecimiento y las reformas. Los objetivos en términos de PIB probablemente serán del 7,5%, igual que para 2012.

Latina. Aunque las perspectivas de crecimiento para China no son tan optimistas como en el pasado, los mercados parecen aliviados de que el riesgo de una desaceleración severa haya disminuido.

Estados Unidos no cayó en el "abismo fiscal" y, de hecho, su economía está resistiendo muy bien la incertidumbre. La caída del PIB en el 4T12 (-0,1% en términos anualizados) no refleja el estado subyacente de la economía<sup>2</sup>. Durante algún tiempo se había sostenido que los consumidores y las empresas podrían ralentizar sus gastos, como reflejo del impacto que los recortes automáticos del gasto y subidas de impuestos por valor de alrededor de un 4% del PIB podrían tener sobre sus finanzas. Sin embargo, el crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres, promediando una tasa de crecimiento ligeramente por debajo de los niveles previos a la crisis (Gráfico 4). Al mismo tiempo, el sector de la vivienda ha ganado dinamismo. Sin embargo, es difícil medir el impacto de la incertidumbre fiscal en los indicadores económicos, especialmente cuando otras políticas, como la política monetaria a través del programa de expansión cuantitativa, pueden haber logrado compensar (parcialmente) el impacto negativo de la incertidumbre fiscal.

El acuerdo fiscal alcanzado a comienzos del año para extender las rebajas de impuestos de 2001, 2003 y 2010 y retrasar dos meses el recorte automático de gastos fue bien recibido por los mercados. Se evita un drenaje mayor en la actividad económica y ayuda a mejorar la sostenibilidad fiscal de los Estados Unidos Sin embargo, el acuerdo no elimina definitivamente la posibilidad de un recorte de gasto que si se aplicara supondría un lastre adicional sobre la economía del 0,8% del PIB. Tampoco hubo un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque se haya retrasado posteriormente, hasta mediados de mayo. Por lo tanto, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar el riesgo de una contracción económica en 2013 y, al mismo tiempo, para contribuir a la sostenibilidad fiscal. Con todo, un gran acuerdo fiscal es improbable, dado que exigiría acuerdos bipartidistas de largo plazo en asuntos sobre los que las divergencias son relevantes.

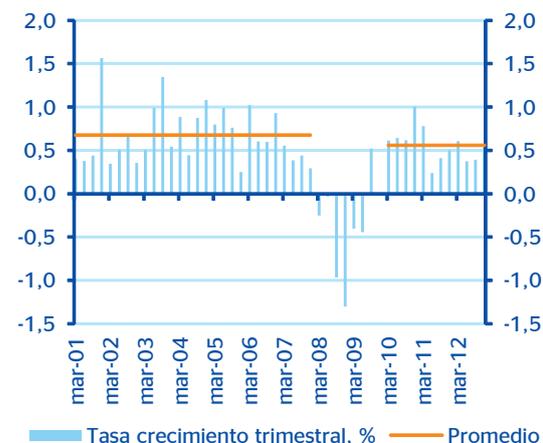
Europa también contribuyó: los avances en el proceso de unión bancaria refuerzan el compromiso para preservar el euro, mientras que el programa de compra de bonos (OMT Outright Monetary Transactions) del BCE parece estar teniendo efectos duraderos frenando el aumento de las tensiones financieras (para más detalles véase sección 3 y recuadro 2).

Gráfico 3  
China: crecimiento del PIB, %



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 4  
EE.UU.: crecimiento del consumo (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

2: La cifra agregada de PIB se vio lastrada por componentes volátiles (stocks y gasto federal en defensa) junto con las exportaciones.

## Se mantienen las perspectivas de una recuperación global sostenida

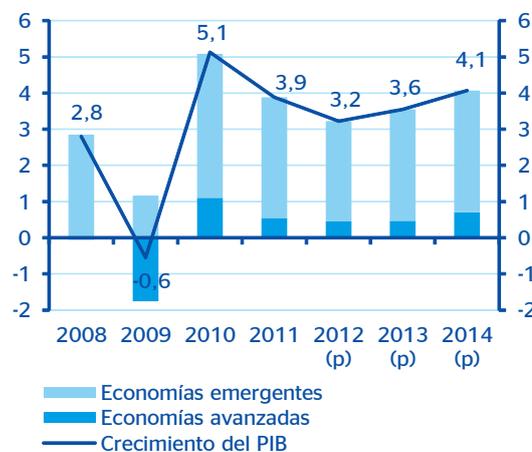
La aceleración en China, el acuerdo parcial sobre el “abismo fiscal” en los Estados Unidos y los efectos del programa OMT del BCE son buenas razones para pensar que la economía mundial ha evitado un escenario de riesgo sistémico, algo que podía estar en parte al menos cotizado por el mercado. Sin embargo, los cambios observados en los fundamentales son menos concluyentes, una recuperación moderada continúa siendo el escenario más probable (Gráficos 5 y 6), y más con unos datos de actividad sin repuntes muy relevantes.

Por un lado, incluso aunque los Estados Unidos hayan evitado el “abismo fiscal”, los políticos estadounidenses todavía tendrán que ponerse de acuerdo sobre algunas cuestiones clave, como el recorte automático de gastos y el techo de deuda. Cualquiera de ellos podría hacer descarrilar el proceso. Incluso si se llega a acuerdos, en 2013 la política fiscal se tornará más contractiva. El sector inmobiliario se está recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante, y el sector externo está lejos de ser dinámico. Por lo tanto, mantenemos los rasgos de nuestro escenario para Estados Unidos, si bien hay margen para posibles sorpresas positivas. En 2013 se espera que la economía de Estados Unidos crezca un 1,8% (frente al 2,2% en 2012) y un 2,3% en 2014.

En la zona euro, se mantienen las previsiones de crecimiento con un ligero repunte de la actividad (0,3% en 2013 tras contraerse un 0,5% en 2012), que precederá a un incremento del 1,3% en 2014. No obstante, los riesgos para el conjunto de la unión monetaria continúan sesgados a la baja, mientras que el desacoplamiento entre los países del centro y la periferia se mantendrá durante todo el periodo de previsión (para un mayor detalle véase sección 3 y 4).

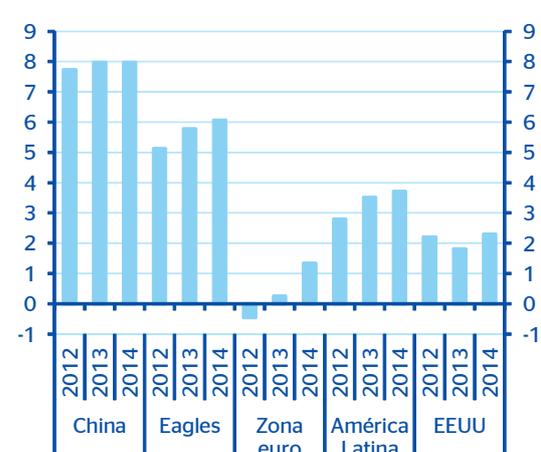
China es probablemente la economía en la que el panorama se ha vuelto más claro en el corto plazo. Las nuevas autoridades se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que supone una clara intención de utilizar una política económica suficientemente expansiva. Las previsiones se revisan ligeramente al alza, hasta una cifra del 8% en 2013 y 2014. La solidez de la economía china y la capacidad de recuperación de la economía de Estados Unidos tendrán un papel fundamental de soporte a la demanda de la mayoría de países emergentes. En América Latina en su conjunto, las previsiones se revisan ligeramente a la baja, debido a la debilidad de Brasil y Argentina. En 2013, la economía latinoamericana crecerá un 3,5%, mientras que en 2014 el crecimiento será del 3,7%, acercándose a su potencial de crecimiento. Por su parte, Asia emergente mostrará un crecimiento más robusto, acelerando su ritmo hasta el 6,6% en 2013, frente al 6,1% en 2012.

Gráfico 5  
**Tasa de crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6  
**Crecimiento del PIB**



Fuente: BBVA Research

## La incertidumbre sobre el panorama económico global sigue siendo elevada, sesgando el balance de riesgos a la baja, si bien parece abrirse la posibilidad de potenciales sorpresas al alza

En general, la mayoría de los riesgos a la baja a nivel global son o están interrelacionados con posibles eventos que pudieran tener lugar en Europa (Sección 3 y 4), si bien también se pueden destacar algunos que pudieran desarrollarse en otras regiones.

En Estados Unidos, el riesgo procede de un potencial desacuerdo político sobre cómo abordar el déficit fiscal. Parte del “abismo fiscal” original se ha evitado, pero las otras dos cuestiones (el sequester y el techo de deuda) todavía están pendientes de resolución. Por un lado, las discusiones acerca de estos temas puede ser una fuente de incertidumbre que podría frenar el gasto en consumo y la inversión. Por otro lado, si los acuerdos no se alcanzan, el endurecimiento de la política fiscal podría ser suficiente como para que Estados Unidos volviera a registrar tasas de crecimiento negativas.

También persisten algunas preocupaciones sobre la sostenibilidad del crecimiento de China. La deuda de las entidades locales y el ritmo de crecimiento del crédito de la llamada banca en la sombra son, probablemente, las mayores amenazas financieras para el crecimiento. Incluso en el corto plazo, estas amenazas podrían ser un obstáculo para la implementación de nuevas medidas de estímulo, si ello fuera necesario.

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

### Las condiciones financieras han mejorado sensiblemente en Europa, y los temores a una ruptura del euro parecen quedar atrás

Los últimos tres meses han sido relativamente positivos en los factores que pueden ayudar definitivamente a la zona euro a salir de su crisis. Por un lado, el programa OMT anunciado por el BCE en septiembre parece estar actuando claramente como barrera para el recrudecimiento de las tensiones financieras, incluso aunque no haya sido utilizado por ningún país de la zona euro. Da la impresión de que el mero “efecto anuncio” de esta medida ha ayudado a poner un techo a los diferenciales soberanos, al dejar claro a los mercados que si las tensiones financieras aumentan para uno o varios países, la puesta en marcha del programa va a ser efectiva. La efectividad del programa OMT parece dejar claro que la defensa del euro por parte del BCE ha resultado creíble para los mercados.

Esta mejora de las condiciones financieras ha superado algunas barreras, demostrando que la zona euro es ahora más resistente. Una de ellas ha sido la segunda crisis griega, que quedó resuelta en noviembre a través de un acuerdo por el que el gobierno griego se compromete a tomar medidas para conseguir unos nuevos objetivos de ajuste fiscal más relajados que los anteriores, pero que hacen que su deuda sea sostenible, en principio. El proceso para llegar al acuerdo estuvo rodeado de cierta incertidumbre, que al resolverse propició un nuevo descenso en las tensiones financieras de la zona.

El tercer elemento positivo lo han constituido los avances de gobernanza europea hacia una mayor integración bancaria, que deberían de proporcionar una base sólida que rompa con la fragmentación de los flujos financieros en la zona en el medio plazo.

Los siguientes párrafos resumen estos dos últimos avances, mientras que el recuadro 1 analiza la actuación reciente del BCE y la mejora de las condiciones financieras en la eurozona. Por último, el recuadro 2 analiza el reciente debate en torno a los multiplicadores fiscales generado por el Fondo Monetario Internacional.

### Grecia ha recibido un nuevo paquete de ayuda que asegura su permanencia en el euro al menos a corto plazo

Las elecciones griegas de mediados de año dieron lugar a un gobierno comprometido con las reformas y con la consolidación fiscal necesarias para asegurar la permanencia dentro de la zona euro, pero supusieron un parón en la aplicación de las medidas comprometidas con la troika que implicaron unas necesidades adicionales de financiación para la economía griega. Por otro lado, una recesión más fuerte de la prevista en 2012 y la percepción generalizada de que Grecia no podría reducir su déficit público al 3% del PIB en 2014, como estaba previsto en el programa de rescate, llevaron a la necesidad de una provisión de financiación adicional para poder desembolsar la segunda trancha de dinero del acuerdo vigente.

El nuevo acuerdo se alcanzó en noviembre de 2012, y supone que la nueva senda de déficit alcanzará el 3% del PIB en 2016, en vez de 2014 como estaba antes previsto. Las principales medidas para financiar el acuerdo son la recompra de deuda por parte de Grecia con fondos del MEDE (lo que permitirá reducir la deuda un 11.5% del PIB), menores tipos de interés en los préstamos oficiales (2.5% del PIB) y la renuncia por parte del BCE a los beneficios implícitos de sus tenencias de deuda griega (4.4% del PIB). El objetivo de las negociaciones se centró en hacer la deuda pública griega sostenible a largo plazo, lo que se definió en un principio como un ratio de deuda sobre PIB del 120% en el horizonte de 2020, aunque finalmente se fijó en el 124%. Todo ello, por supuesto, bajo los supuestos de crecimiento, inflación y déficit público del

escenario base elaborado por la troika. Dicho escenario, aunque no es particularmente optimista en sus supuestos de crecimiento, está sometido en todo caso a fuertes riesgos, ya que los efectos de la austeridad fiscal sobre el crecimiento pueden ser más elevados de lo previsto, y Grecia puede dejar de cumplir los requisitos de reformas y de consolidación fiscal restantes. El riesgo político derivado de un posible gobierno en el futuro no comprometido con las reformas también existe.

Por todo ello, el acuerdo alcanzado en noviembre supone un espaldarazo a Grecia y a su nuevo gobierno, que se comprometió a aprobar medidas para asegurar los objetivos de déficit, y aporta una solución a corto y medio plazo para la financiación de Grecia, pero no asegura la sostenibilidad a largo plazo de su deuda, que requiere compromiso continuo con las reformas y salida de la recesión (prevista por la troika en 2014) para entrar en un círculo virtuoso de crecimiento y reducción de deuda. No es descartable tampoco que más adelante, quizás después de las elecciones alemanas en septiembre de 2013, se plantee una reestructuración de la deuda en manos de los acreedores oficiales (Official Sector Involvement), algo que ha sido reclamado por el FMI, pero que finalmente no fue adoptado en el paquete de medidas aprobado.

## **Los avances hacia la unión bancaria han sido positivos y ayudarán a restaurar los flujos de capitales hacia la periferia**

Una parte fundamental de la estrategia de salida de la crisis son las reformas de gobernanza europea para complementar la unión monetaria con una unión bancaria y fiscal que la haga más coherente. La cumbre del 13-14 de diciembre de la UE decepcionó en lo referente a la unión fiscal, pero cumplió con lo esperado en lo referente a la unión bancaria.

En la cumbre se manifestó un claro apoyo político al mecanismo de supervisión única, y se fijó el calendario para los siguientes pasos, a pesar de que la puesta en marcha efectiva de la supervisión común se retrasa hasta la primavera de 2014. El BCE tendrá un papel central en la supervisión común, que afectará a los bancos de un tamaño significativo y aquellos que han sido intervenidos. Por el lado del régimen de resolución común de bancos en crisis, se estableció junio de 2013 como la fecha límite para definir los criterios de recapitalización directa del sistema bancario en caso necesario por parte del MEDE, mientras que se prevé aprobar el mecanismo de resolución común y su sistema de financiación (que será predominantemente privado) durante 2013, en principio, aunque podría haber cierto retraso. No hubo avances sobre el fondo de garantía de depósitos común, que queda como objetivo a medio y largo plazo.

Todo ello debería ayudar a la creación de un sistema bancario único, y a dar seguridad a los inversores privados sobre la solidez de los mecanismos de resolución. La supervisión común ayudará también a romper la fragmentación regulatoria de los sistemas bancarios nacionales, lo que debería contribuir a la revitalización de los mercados interbancarios.

## **No hay novedades respecto a la unión fiscal, aunque la UE ha relajado los objetivos fiscales de varios países periféricos**

La cumbre de diciembre, sin embargo, no hizo ninguna referencia a pasos adicionales hacia una unión fiscal. Hasta ahora, el principal paso dado en este sentido ha sido el Tratado de Estabilidad, que impone a los países firmantes un déficit público estructural de 0.5% del PIB a partir de 2016. El control de las finanzas públicas ha sido también reforzado, con la instauración del "semestre europeo", que adelanta el calendario anual de control presupuestario por parte del Ecofin, y son los nuevos criterios de vigilancia macroeconómica del "six pack". Sin embargo, el debate sobre la mutualización de la deuda pública nacional, ya sea a través de los eurobonos, las euroletras o el mecanismo de redención de deuda propuesto por los institutos alemanes, parece haber sido dejado completamente de lado por el momento, a pesar de que estaba muy desarrollado en los documentos previos a la cumbre elaborados por la Comisión Europea. Dicha mutualización es políticamente difícil de asumir en algunos países de la eurozona, especialmente Alemania, y

vendría acompañada por la cesión de soberanía en la elaboración y control de los presupuestos nacionales, algo que tampoco parece de momento asumible en otros países de la zona. Tras las elecciones alemanas de septiembre de 2013 es posible que se reabra el debate.

Donde sí ha habido un cambio de actitud por parte de las autoridades europeas en los últimos meses es en los objetivos de déficit público, que han sido relajados para Grecia, Portugal y España en diversos momentos durante el último año, debido a la fuerza de la recesión (ver observatorio fiscal). La idea de que cuando los objetivos no se cumplen por razones cíclicas no hay que tomar nuevas medidas de ajuste adicionales, y que es mejor definir los objetivos en términos estructurales en vez de referirlos al déficit nominal, parece haber calado en las instituciones europeas. Sin duda, parte de esta actitud se debe al debate de los multiplicadores fiscales lanzado por el Fondo Monetario Internacional, que a pesar de no ser conclusivo (ver Recuadro 2), parece haber tenido cierta influencia sobre Europa.

## Recuadro 1. Tras el éxito cosechado con el anuncio del programa de compra de bonos (OMT), el BCE afronta otros retos: fragmentación de los mercados, reactivación del crédito y apreciación del euro

La mejora de las condiciones financieras en la zona euro, que se iniciara en el verano de 2012 tras el anuncio del programa de OMT por parte del BCE, ha tenido continuidad en el último trimestre de 2012 y se ha acentuado en el primer mes del año. El mero anuncio del BCE ha sido suficiente no sólo para evitar mayores tensiones en los mercados sino también para generar confianza en la zona euro. En ausencia de sorpresas negativas en Europa, su efecto ha sido más duradero de lo que inicialmente cabría haber esperado. A este entorno más favorable también ha contribuido la reducción de la prima de riesgo global, una vez que se alejó el riesgo del "precipicio fiscal" en Estados Unidos y los indicadores globales de actividad han dado señales de mejoría. En un contexto global de abundante liquidez y con menor aversión al riesgo, la búsqueda de rentabilidades ha empujado a los inversores a tomar algunas posiciones en la escalera de riesgo.

La mejora de las condiciones de mercado ha sido generalizada, tal y como se puede desprender de los siguientes indicadores:

1. Reducción de las primas de riesgo de los países periféricos. Esto ha sido particularmente llamativo para el caso de los países rescatados (Irlanda y Portugal) en los que se ha producido una rápida convergencia a las primas de riesgo de países como España e Italia.
2. Reactivación de las emisiones tanto de emisores soberanos como privados (financieros y no financieros). En el caso de los soberanos, el atractivo de las rentabilidades de la deuda española e italiana ha permitido llevar a cabo un alto volumen de colocaciones, al tiempo que se han reducido los tipos de interés, en media, a los niveles de hace un año. Igualmente destacable ha sido la incipiente vuelta a los mercados de los países rescatados (Irlanda y Portugal) con las primeras emisiones de largo plazo. En general, el atractivo de los países periféricos ha sido patente, con una creciente demanda de inversores extranjeros.
3. En el caso de las emisiones privadas hay que destacar igualmente la reapertura de los mercados para los bancos y empresas no financieras de la periferia, cuya participación en el total de las emisiones se ha elevado notablemente (en el caso de los bancos periféricos, han llegado a representar en enero hasta el 45% de las emisiones totales).
4. Cierta reversión de las salidas de capitales, según se desprende de los datos de balanza de pagos. El anuncio del BCE provocó un freno en la salida de capitales en los países periféricos y, posteriormente,

conforme se ha consolidado una situación de mayor estabilidad en los mercados se empiezan a ver flujos de entrada en países como España.

5. Esto, a su vez, está permitiendo observar una reducción de la dependencia de los países periféricos del BCE como fuente de financiación; esto es, la vuelta gradual de los flujos privados de capital está permitiendo cubrir de forma parcial las necesidades de financiación de algunas de estas economías.
6. Así, los bancos de la zona euro, incluyendo algunas entidades de países periféricos, están ya inmersas en un proceso de repago adelantado de la liquidez tomada del BCE en las subastas a tres años realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Las cifras de repago anunciadas en las primeras semanas ascienden hasta los 145 m.m. €, esto es, en torno al 30% de la liquidez asignada en la primera de las subastas a tres años y superando con creces las expectativas de los analistas; son un buen indicador de que las condiciones de liquidez de los bancos están mejorando sustancialmente.

Como resultado de todo ello, el proceso de fragmentación de los mercados financieros en Europa se ha visto frenado e incluso en los meses recientes se aprecia una mejora gradual, aunque eso no quiere decir que los mercados hayan vuelto a una situación de normalidad, para lo que queda todavía un largo camino. El avance en el proceso de unión bancaria, y en particular la creación de un supervisor bancario único puesto en marcha tras la cumbre europea de diciembre, es un elemento clave para apoyar y consolidar esta tendencia.

El BCE ha jugado un papel clave para superar los momentos de máxima tensión en Europa y disipar los riesgos más extremos; no obstante, el reto está ahora en la reparación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y conseguir que esta mejora de los mercados se traslade a la economía real.

En este sentido, en el corto plazo, varios son los factores a monitorizar:

- Primero, el repago de las LTRO a tres años por parte de los bancos. Si bien en la primera semana hemos visto un repago muy fuerte, en gran parte por condiciones de mercado muy favorables a comienzos de año, pero también tratando de utilizar la devolución de fondos al BCE como un indicador de diferenciación de las entidades para dar señal de fortaleza, el repago en los próximos meses dependerá mucho de las condiciones

de mercado. Así, esperamos un proceso de devolución algo más gradual donde las entidades de menor tamaño, sobre todo de la periferia mientras no tengan un acceso normal a los mercados.

- Segundo, la evolución del tipo del cambio del euro. En los últimos 2 meses el euro ha experimentado una fuerte apreciación frente a la principales divisas. Tal y como el propio BCE recoge en su última reunión de política monetaria, esta evolución obedece, fundamentalmente, a la mejora de la confianza en la zona euro, y los niveles actuales no distan mucho de los niveles promedio de largo plazo. Sin embargo, también es cierto que parte del movimiento observado en algunas divisas obedece al activismo mostrado por algunos bancos centrales de economías desarrolladas, ya sea a través de cambios en la comunicación de política monetaria o incluso reevaluación de objetivos de política monetaria. Mientras el BCE, por su parte, había mantenido hasta ahora una postura más neutral, si bien en adelante el BCE ha dado señales de que esta posición podría cambiar, si el euro sigue apreciándose.

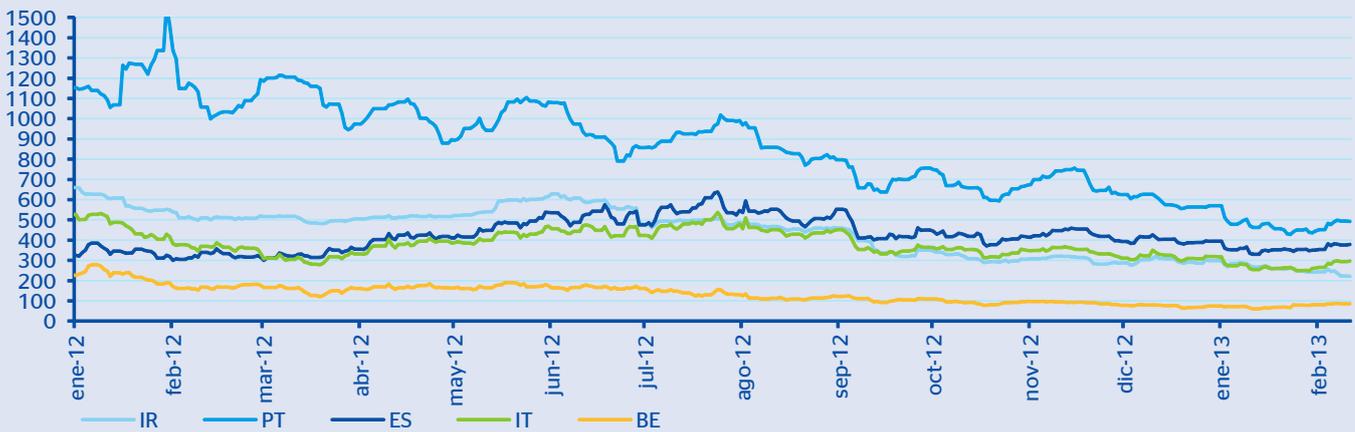
- Tercero, la vuelta a los mercados de los países rescatados, esto es, Irlanda y Portugal y las posibles implicaciones que esto podría tener respecto a la posible activación del programa de compra de bonos del BCE (OMT), que en este caso sería activado para facilitar el acceso de estos países a los mercados .

En los próximos meses cabe esperar que la actual tendencia tenga continuidad, si bien los riesgos sobre el escenario continúan siendo a la baja y, en el corto plazo, los mercados serán sensibles a cualquier evento negativo.

En cuanto a la política de tipos de interés por parte del BCE, seguimos sin esperar cambios durante el período de predicción, y creemos que el tipo de refinanciación se mantendrá en el 0.75% durante 2013 y buena parte de 2014. Los mercados y muchos analistas, que descontaban en parte un descenso adicional de los tipos de interés a finales de 2012, sobre todo tras la reunión del BCE de diciembre en que se revisaron a la baja de manera sustancial las previsiones de inflación y sobre todo de crecimiento, han cambiado su sesgo tras la buena evolución de las condiciones financieras desde finales de año y tras la aparición de indicadores de confianza que apuntan a una recuperación. En su mayoría, ahora no ven dicha reducción de tipos.

Gráfico 7

Diferencial deuda soberana 10 años con respecto a Alemania (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8

**Índice compuesto de fragmentación financiera**



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

Gráfico 9

**Deuda pública italiana y española en manos de no residentes\* (como % total de deuda)**



\* Excluyendo la cartera de inversión del BCE  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Recuadro 2. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa<sup>1</sup>

Uno de los temas más controvertidos durante la actual crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico. En los últimos meses este debate se ha visto sacudido por los resultados del análisis realizado en el *World Economic Outlook* (octubre 2012) del FMI, recientemente ampliado por Blanchard y Leigh (2013). Según estos resultados, los ajustes fiscales podrían estar teniendo un efecto contractivo sobre el PIB mayor del esperado.

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales sobre el nivel de producción suelen medirse a través del multiplicador fiscal, que se define como la variación del PIB en términos relativos a la variación discrecional del déficit público (gasto,  $G^*$ , menos ingresos públicos,  $T^*$ ), una vez eliminada la parte cíclica debida a los estabilizadores automáticos:

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

En un interesante artículo de 2009 en el *Wall Street Journal*, Robert Barro explicaba de manera muy sencilla cómo interpretar el multiplicador fiscal. Cuando el multiplicador es igual a la unidad, si el gobierno compra un avión o construye un puente, la producción total de la economía aumenta exactamente lo suficiente como para fabricar ese avión o construir el puente sin que se reduzca la producción del resto de bienes, manteniendo inalterados el consumo y la inversión del sector privado. Si el multiplicador es mayor que la unidad, para Barro “el proceso es aún más maravilloso”: además de aumentar la producción en ese avión o puente, el PIB aumenta aun más porque lo hace el consumo y/o la inversión privados.

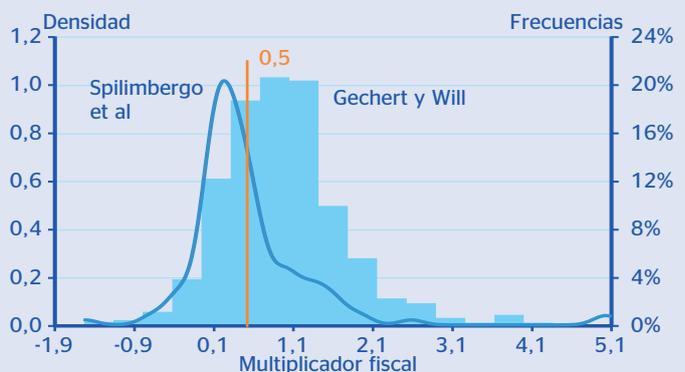
¿Por qué es importante que el multiplicador sea mayor o menor para el ajuste fiscal? Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB podría provocar una disminución de los ingresos superior al ahorro esperado ex-ante con el ajuste. En esa situación, la consolidación fiscal podría ser autodestructiva, por lo que algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) han llegado a defender incluso que habría que aumentar el gasto público para que el déficit disminuya.

En la práctica, la evidencia empírica proporciona valores muy diversos del multiplicador fiscal por varias razones. Primero, porque es difícil aislar los efectos de las políticas de estímulo fiscal de otras perturbaciones que afectan a la economía simultáneamente. Segundo, porque el multiplicador fiscal depende de la composición del estímulo fiscal y de las características específicas de cada economía

ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo. Ejemplos de estas características son el grado de apertura externa, el régimen del tipo de cambio, la respuesta de la política monetaria, la situación de estrés en la que se encuentren las cuentas públicas, la existencia de restricciones de crédito en el sistema financiero, el nivel de endeudamiento externo y del sector privado, el porcentaje de los agentes que consume solo en función de su renta corriente, o si la medida de estímulo a corto se anuncia simultáneamente con medidas de consolidación a largo plazo.

Como ejemplo de la diversidad existente en las estimaciones de los multiplicadores fiscales, el Gráfico 10 muestra la elevada dispersión en los valores que se recogen en dos panorámicas de la literatura. La línea del Gráfico 10 (escala izquierda) es la función de densidad de los multiplicadores que recopilan Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009), cuyo rango va desde -1,5 hasta 5,2, con una media de 0,54. Gechert y Will (2012) analizan una muestra más amplia de 89 estudios con la que realizan un meta-análisis de 754 multiplicadores fiscales, cuya distribución de frecuencias se representa a través de las barras del Gráfico 10 (escala derecha). Estos autores concluyen que el multiplicador varía entre 2,82 (el impacto máximo de un gasto militar, en modelos neo-keynesianos de equilibrio general cuando los tipos de interés alcanzan el límite cero) y -1,3 (efecto de un aumento de transferencias en un modelo de ciclo real cuando las importaciones suponen un 50% del PIB).

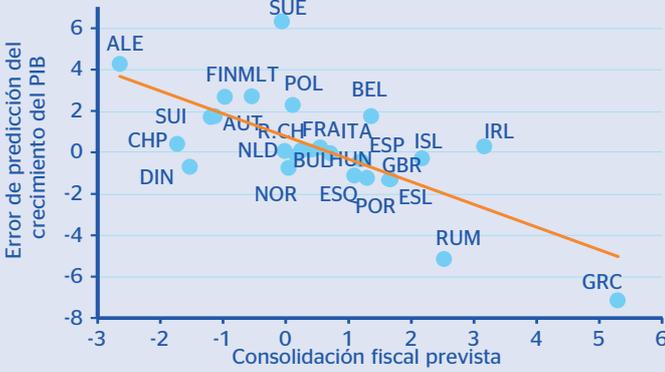
Gráfico 10  
**Multiplicadores fiscales: función de densidad y distribución de frecuencias de dos panorámicas**



Fuente: estimación propia a partir de la panorámica de Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009) y Gechert y Will (2012)

1: Este recuadro resume los resultados de un Observatorio Económico (Andrés y Doménech, 2013) de próxima publicación.

Gráfico 11  
**Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11**



Fuente: Blanchard y Leigh (2013)

Antes de la crisis solía aceptarse como regla general un multiplicador fiscal igual a 0,5. Este ha sido el multiplicador utilizado normalmente para evaluar las consolidaciones fiscales estos años atrás (FMI, 2010). Sin embargo, los resultados de Blanchard y Leigh (2013) han cuestionado este valor al encontrar errores sistemáticos en las previsiones de crecimiento del PIB de 2010 y 2011, que estaban negativamente correlacionados con las previsiones de consolidación fiscal para esos dos años.

La evidencia se resume en el Gráfico 11, utilizando una muestra de 26 países europeos. En el eje horizontal se muestra la consolidación fiscal prevista en 2010 por el FMI para 2010 y 2011, y en el eje vertical el error de previsión en el crecimiento del PIB para esos dos años. Bajo la hipótesis de eficiencia en el uso de la información disponible, el error de previsión no debería estar correlacionado con la consolidación fiscal prevista. Sin embargo, en el Gráfico 11 el coeficiente de regresión entre ambas variables es -1,095 y es estadísticamente significativo (con un t-ratio igual a -4,85).

Puesto que en las previsiones del FMI para el PIB se tienen en cuenta los ajustes fiscales previstos, la conclusión que extraen Blanchard y Leigh es que los multiplicadores han sido superiores. Si en promedio el multiplicador utilizado fue 0,5, la evidencia sugiere que el multiplicador fiscal en 2010 y 2011 podría haber sido igual a 1,6 ( $0,5 + 1,095$ ).

Aunque Blanchard y Leigh interpretan estos resultados con bastante cautela, lo cierto es que la lectura que se ha hecho de los mismos ha llevado a que una mayoría acepte que los multiplicadores fiscales son superiores a la unidad y que la política de austeridad fiscal que están llevando algunos países europeos deba cuestionarse.

¿Cuán robustos son estos resultados? En respuesta a una crítica de Giles (2012a y b), Blanchard y Leigh realizan distintas pruebas de robustez que indican que los resultados dependen de los países y periodos analizados, pero que el multiplicador fiscal es, en general, superior a la unidad y estadísticamente significativo cuando se excluye Alemania y Grecia.

Un análisis más detallado de la evidencia que muestra el Gráfico 11 sugiere que los resultados de Blanchard y Leigh se ven muy influidos por un tercer país: Rumanía. En el Gráfico 12 se analiza la relación entre la consolidación fiscal prevista y el error de predicción en el crecimiento económico para Alemania, Grecia y Rumanía, obteniendo una relación claramente negativa (la pendiente de la recta es igual a -1,49). Por su parte el Gráfico 13 muestra la regresión para los 23 países restantes. En este caso la correlación es mucho más pequeña y ya no es estadísticamente significativa (el coeficiente de regresión disminuye a -0,347). Por lo tanto, en esta muestra de 23 países europeos, entre los que se encuentra España, no puede concluirse que el ajuste fiscal haya afectado al crecimiento de una manera más intensa de la prevista. Los mismos resultados se obtienen cuando se analizan las previsiones de la Comisión Europea, la OCDE y Euro *Intelligence Unit*. En otras palabras, los resultados que se obtienen para Alemania, Grecia y Rumania no pueden generalizarse al resto de países, y sugiere que en esos tres casos concretos es necesario realizar un análisis más detallado de las razones por las que los errores de previsión fueron tan importantes.

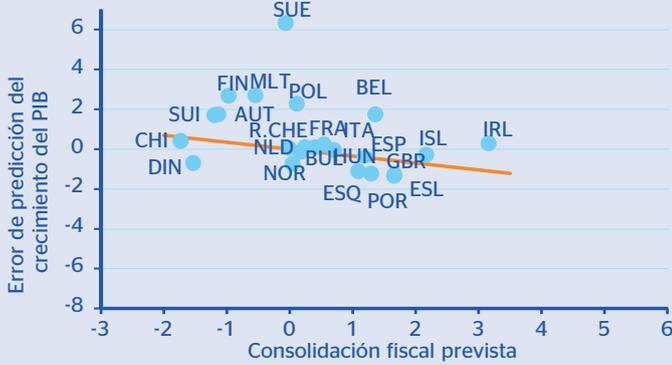
Gráfico 12  
**Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11**



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Gráfico 13

**Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11**



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

En resumen, de los resultados anteriores y de la revisión de la abundante literatura empírica existente se extraen las siguientes conclusiones:

- el multiplicador depende del tipo de medida fiscal: la composición importa,
- el multiplicador depende de las características específicas de cada economía,
- aunque como regla general un multiplicador fiscal entre 0,5 y 1 es una aproximación aceptable, las distintas combinaciones de medidas, países y periodos hace que el multiplicador fiscal tenga un rango de variación muy amplio.

Estos resultados indican que los efectos estabilizadores de las políticas fiscales, sean de estímulo o de ajuste, ha de valorarse cuidadosamente, con un análisis coste/beneficio lo más detallado posible para cada caso concreto, en función de la economía y del momento en el que se aplican.

De igual manera que al inicio de la crisis se defendía que las políticas fiscales expansivas apropiadas deberían ser TTT (el acrónimo en inglés de *Timely, Targeted y Temporary*), ahora las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben ser TTP: *Timely, Targeted y Permanent*. *Timely*, porque

deben llevarse a cabo con un ritmo adecuado para que sean efectivas en la reducción del déficit sin perjudicar más de lo necesario al crecimiento, y creíbles ante los mercados financieros que financian a los gobiernos. *Targeted* porque no todos los gastos (ingresos) públicos han de reducirse (aumentar) por igual, puesto que no todas las políticas de gasto son igualmente eficaces, ni tienen los mismos efectos sobre el crecimiento y sobre la distribución de sus costes entre los agentes económicos. Y *Permanent* porque la única manera de reducir el déficit fiscal estructural es mediante políticas de ajuste con efectos permanentes sobre las cuentas públicas.

**Referencias**

Andrés, J. y R. Domenech (2013): "Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa". Observatorio Económico, BBVA Research (de próxima publicación).

Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". The Wall Street Journal. 22 de enero.

Blanchard, O. y D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.

DeLong, B. y L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

FMI (2010): *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Octubre.

FMI (2012): *World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Octubre.

Gechert, S. y H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMF Working Paper 97-2012.

Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". *Financial Times*, 12 de octubre.

Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinized". *Financial Times*, 12 de octubre.

Spilimbergo, A., S. Symansky y M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

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

### La recesión en la UEM se intensificó en el último trimestre de 2012...

El resurgimiento de la crisis europea a mediados del pasado año lastró la actividad del conjunto de la zona euro a lo largo del segundo semestre, si bien los datos mostraron que el impacto negativo sobre el crecimiento fue algo menor de lo que habíamos anticipado para 3T12 (-0,1% t/t; BBVA Research: -0,3% t/t). Los datos disponibles para 4T12 sugieren que dicho impacto se habría intensificado a finales de 2012, a pesar de la relajación observada en los mercados financieros y la reducción de la incertidumbre tras el anuncio del BCE de su compromiso para respaldar el euro en agosto y, sobre todo, el programa de compra de deuda (OMT) en septiembre.

Este retraso del impacto de las variables financieras y de la reducción de la incertidumbre sobre la economía real también se manifestó en el desacoplamiento observado entre los indicadores de confianza y los reales a lo largo de 2H12. El deterioro de los indicadores de confianza se intensificó a lo largo de 3T12, mientras que los indicadores reales mostraron un comportamiento de la actividad algo más resistente. Los datos cuantitativos estuvieron más en línea con los datos de Contabilidad Nacional, al mostrar una cierta moderación en la caída del PIB en 3T12 con una menor contribución negativa de la demanda doméstica (-0,3pp tras -0,6pp en 2T12) que se compensó en parte con un menor impulso del sector exterior (0,3pp tras 0,5pp en 2T12). Analizando los principales fundamentales que subyacieron a esta evolución<sup>4</sup>, el aumento de las tensiones financieras no supuso un mayor lastre de la economía en 3T12, mientras que el ajuste fiscal en marcha y el deterioro de los fundamentales de crecimiento fueron las principales trabas de la actividad (Gráfico 14).

Sin embargo, los datos disponibles para 4T12 muestran un comportamiento opuesto al observado en el trimestre anterior, con los indicadores de confianza mejorando claramente desde noviembre, ayudados por las mejoras de los mercados y el menor riesgo de ruptura de la zona euro, lo que sugeriría que lo peor de la recesión debería haber quedado ya en 4T12. Y, sin embargo, los indicadores reales perfilan un mayor deterioro de la actividad.

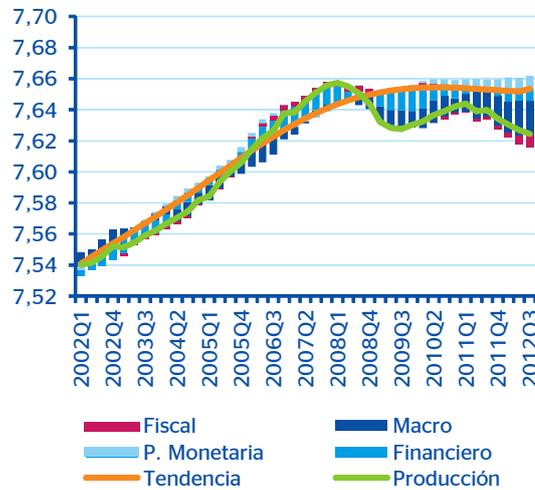
Teniendo en cuenta la información disponible para 4T12, nuestro modelo MICA-BBVA<sup>5</sup> estima una caída del PIB de alrededor del 0,2%-0,3% t/t en 4T12 (Gráfico 15), si bien nuestro escenario macroeconómico contempla una recesión algo mayor, del 0,4% t/t, respondiendo fundamentalmente el peor comportamiento de los indicadores reales (a falta de conocer todavía alguno de ellos para diciembre). En particular, la fuerte caída de las ventas al por menor (-1,5% t/t), junto con el nuevo deterioro del mercado de trabajo y la reducción de la renta disponible apuntan a una mayor contracción del consumo privado (-0,4% t/t) en el último trimestre de 2012. Por otro lado, los datos de la balanza comercial muestran una caída de las exportaciones hasta noviembre (-0,8% sobre 3T12), en parte respondiendo a una cierta desaceleración de las economías emergentes y Estados Unidos, si bien se verá en parte compensado por la mayor contracción de las importaciones (-1,2% sobre 3T12), lo que apunta hacia una menor contribución positiva de las exportaciones netas (0,1pp).

La caída tanto de la demanda doméstica como de la procedente del exterior se han reflejado en una fuerte reducción de la producción industrial (-2,4% t/t) y sugieren, junto con el exceso de capacidad instalada en las empresas, una nueva contracción de la inversión (-0,8% t/t). Finalmente, la consolidación de las finanzas públicas se reflejará en una nueva reducción del consumo público (-0,2% t/t).

4: Para más información ver el recuadro 2 de nuestro informe Europe Economic Outlook 3Q 2011, disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1108\\_Europeeconomicoutlook\\_i\\_tcm348-265250.pdf?ts=622013](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1108_Europeeconomicoutlook_i_tcm348-265250.pdf?ts=622013)

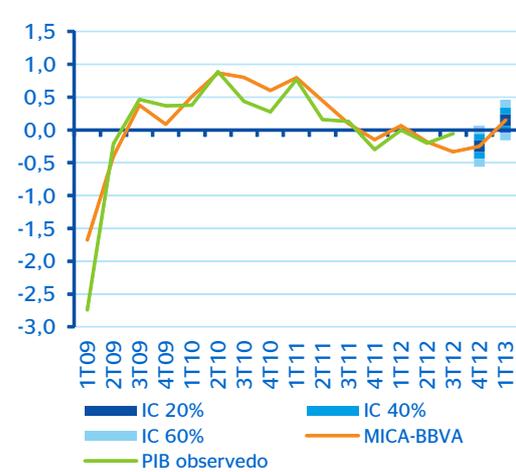
5: Para una descripción detallada del modelo véase el documento de trabajo "The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts", disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1120\\_tcm348-260444.pdf?ts=622013](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1120_tcm348-260444.pdf?ts=622013)

Gráfico 14  
UEM: producción, tendencia y perturbaciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15  
UEM: MICA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

### ...de forma generalizada entre sus estados miembros

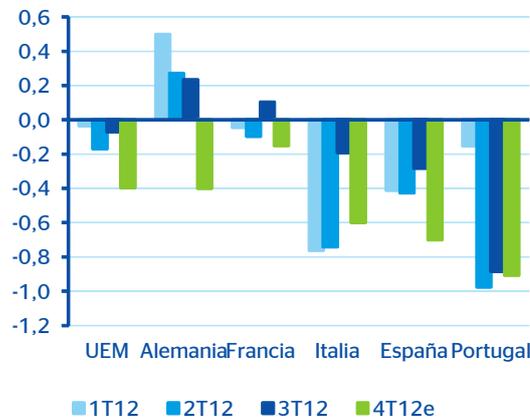
Nuestros modelos estiman que la producción de los países del centro de Europa también se habría contraído en 4T12, con el PIB alemán retrocediendo un -0,4% t/t (0,2% en 3T) y el francés un -0,2% t/t (0,1% en 3T). Además, la recesión se habría intensificado en Italia (-0,6% t/t tras -0,2% en 3T) y España (-0,7% t/t tras -0,3% en 3T), mientras que en Portugal el ritmo de deterioro de la economía se habría mantenido (-0,9% t/t) (Gráfico 16).

### Señales de recuperación a la vista, aunque aún tentativas

Aunque la información para 1T13 es muy limitada (sólo están disponibles datos de confianza de los agentes en enero), empiezan a atisbarse señales de leve recuperación ya a principios de año. En particular, los indicadores de confianza volvieron a sorprender al alza en enero por tercer mes consecutivo (Gráfico 17), liderados por la buena evolución de la economía alemana, principalmente, resultantes de la fortaleza de su demanda doméstica. Además, a la espera de conocer los resultados detallados del 4T12, los datos más recientes apuntan hacia una lectura algo menos negativa de la contracción esperada para ese trimestre, ya que el debilitamiento de las exportaciones en el tramo final de 2012 pudo ser temporal como consecuencia de la desaceleración del comercio observado con algunas economías, principalmente China y Estados Unidos, si bien nuestras previsiones contemplan todavía un crecimiento mundial robusto para este año, incluso algo mejor de lo anticipado hace tres meses.

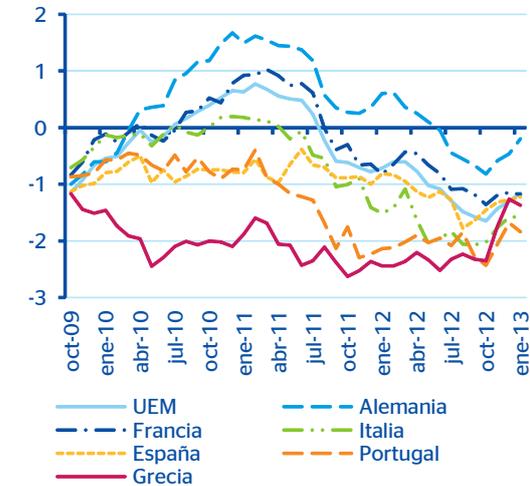
Con información todavía muy limitada, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor de 0,2% t/t ya en el primer trimestre de 2013, en línea con nuestro escenario macroeconómico, algo más optimista que las previsiones oficiales de las instituciones internacionales y que el resto de analistas. No obstante, la divergencia entre países aumentará, ya que estos indicadores apuntan a que la contracción de la economía alemana en 4T12 debería ser temporal a la luz de la robustez de sus fundamentales de crecimiento, mientras las expectativas son más pesimistas para el caso de Francia y, especialmente, para el resto de países, donde el deterioro de los soportes de la demanda doméstica y el impacto negativo de los ajustes de los desequilibrios económicos apuntan a que la recesión se prolongará durante buena parte de 2013.

Gráfico 16  
Crecimiento PIB (% t/t) por países



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 17  
CE sentimiento económico (normalizado)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

## La eficacia del anuncio del BCE fue mayor a la esperada, reflejándose en una mayor caída de las tensiones financieras

La principal sorpresa respecto a los supuestos de nuestras previsiones realizadas hace tres meses ha sido la mayor reducción de las tensiones financieras a finales del pasado año tras el anuncio de la disposición del BCE para la compra de deuda en septiembre. Esta mejora también se vio favorecida por la resolución satisfactoria de la crisis griega. De acuerdo con nuestros modelos, el impacto de esta mayor reducción de las tensiones financieras (Gráfico 18) se reflejaría en un mayor crecimiento, no tanto para 2012 (+0.1pp) como para 2013 (+0.3pp), que compensaría el impacto negativo de la mayor contracción de la economía esperada ahora para finales de 2012 (con un efecto de -0,1pp en el crecimiento medio de 2012 y de -0.2pp en 2013) así como una mayor apreciación del euro, fundamentalmente en el corto plazo (-0,1pp) (Gráfico 19).

Respecto al resto de los factores principales que determinan el crecimiento a corto y medio plazo, no se han producido cambios significativos desde nuestra última publicación. Por un lado, los procesos de consolidación fiscal progresan en línea con lo esperado (véase observatorio fiscal), con la mayoría de los países cumpliendo con los objetivos fijados para 2012, mientras que las medidas anunciadas para 2013 ya estaban contempladas en nuestro escenario anterior, siendo en principio suficientes para alcanzar nuevamente los objetivos de este año, aunque no se puede descartar algún incumplimiento en los países de la periferia. No obstante, las autoridades europeas podrían también terminar siendo algo más flexibles en caso de que se prolongue la recesión. Por otro lado, la caída de los precios del petróleo ha sido algo mayor de lo esperado, aunque el impacto sobre actividad será muy limitado y se reflejará principalmente en una mayor desaceleración de la inflación a lo largo de 2013 (entre -0,1pp y -0,2pp). Finalmente, a la luz de los datos de inflación y actividad, no esperamos cambios en la política monetaria del BCE, que mantendrá los tipos de interés hasta finales del periodo de previsión, mientras que el BCE continuaría preparado para tomar, si fuera necesario, medidas excepcionales para restablecer el funcionamiento del sistema financiero (véase Recuadro 1).

Con todo ello, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico tanto para 2012 como para 2013. No obstante, es conveniente recalcar que este escenario depende crucialmente de la gestión de la crisis de la zona euro en los próximos meses. En particular, estamos suponiendo que las autoridades europeas aprovecharán la ventana de oportunidad abierta con el anuncio del BCE para continuar dando los pasos apropiados para avanzar hacia

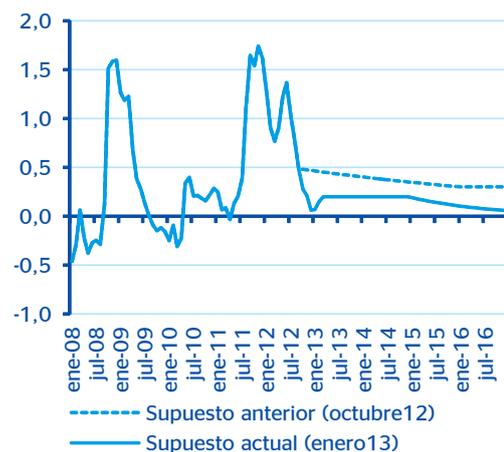
la unión bancaria y, más adelante, una unión fiscal. Así mismo, esperamos que se confirmen y consoliden algunos de los progresos registrados en estos últimos tres meses, como el acceso a la financiación de los mercados de los bancos y algunos países rescatados (Irlanda y Portugal), y se sigan despejando las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en Grecia tras el acuerdo alcanzado a finales de 2012. Por otro lado, los estados miembros, sobre todo los de la periferia, continuarán su proceso de consolidación fiscal y corrección de los desequilibrios tanto domésticos como externos. Con todo ello, nuestro escenario contempla que las tensiones financieras y la menor incertidumbre sobre la supervivencia de la zona euro deberían mantenerse en los niveles actuales, con algunos altibajos, durante todo el periodo de previsión (Gráfico 18).

### Tras la ligera recesión de 2012, la economía prácticamente se estancará en 2013 y crecerá ligeramente por debajo del potencial en 2014

Para el conjunto de 2012, mantenemos nuestra estimación de una contracción del PIB del -0,5%, ya que el impacto positivo de la menor caída de la actividad en 3T12 junto con el mayor alivio de las tensiones financiera compensarán completamente el mayor deterioro de la actividad en el último trimestre del año. Para 2013, el mantenimiento de la relajación de las tensiones financieras y la menor incertidumbre sobre la continuidad de la zona euro deberían ser suficientes para compensar la peor evolución del resto de los factores de crecimiento, así como el efecto arrastre de la caída del PIB en 4T12, 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 este año continúa siendo elevada, de alrededor de un 35%.

Por primera vez, ofrecemos las previsiones de crecimiento para el año 2014, las cuales recogen una consolidación de la recuperación para alcanzar una tasa de crecimiento del 1,3%, ligeramente por debajo del potencial.

Gráfico 18  
UEM: Índice tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 19  
UEM: crecimiento anual y factores



Fuente: BBVA Research

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

La contracción de la actividad económica para el conjunto de 2012 estuvo determinada por la evolución de los componentes de la demanda doméstica. El consumo privado se habría contraído significativamente (-1,2%) arrastrado por la reducción de la renta disponible que los hogares vienen registrando desde el inicio de la crisis (-1.2pp en los tres primeros trimestres de 2012), resultante tanto de la moderación salarial como del aumento de los impuestos y de la inflación.

La ligera recuperación económica proyectada para principios de año apoyará una mejora de la confianza de los hogares y empresas, y debería ser suficiente para estabilizar el mercado de trabajo a lo largo de 2013. A pesar de todo ello, los fundamentales del consumo de los hogares continuarán todavía muy débiles, mientras que se mantendrá el proceso de desapalancamiento de los hogares, principalmente en la periferia, dando como resultado un estancamiento del consumo privado este año (-0,3%).

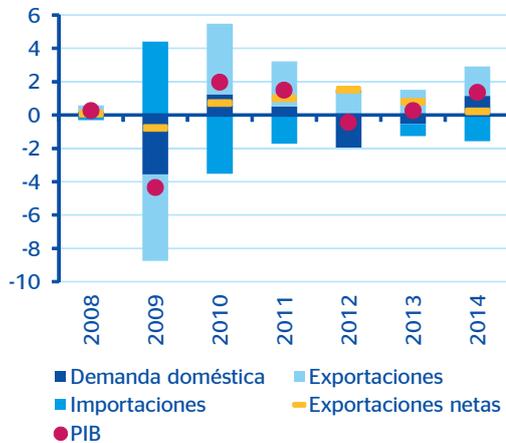
La fuerte debilidad de la demanda privada unida a la desaceleración de las exportaciones terminará reflejándose en una fuerte contracción de la inversión en 2012 (-3,8%), lastrada fundamentalmente por el desplome del gasto en bienes de equipo y transporte, mientras que la caída de la inversión en construcción estuvo ligada principalmente al recorte del gasto público. Además, el fuerte deterioro de las expectativas de demanda futura se habría materializado en una significativa reducción del stock de inventarios, drenando alrededor de 0,5pp al crecimiento del PIB. Aunque menor, para 2013 estimamos una nueva reducción de la inversión (-1,3%), ya que la capacidad instalada de las empresas debería ser suficiente para satisfacer la todavía débil demanda esperada, tanto doméstica como externa, mientras que las todavía restrictivas condiciones de financiación también pondrán un freno a las decisiones de inversión.

Debido a la necesidad de garantizar la estabilidad de las finanzas públicas, el escaso margen de maniobra de la política fiscal terminará por imponer una evolución del consumo público claramente procíclica. Nuestro escenario económico contempla una ligera contracción del gasto público en 2012 (-0,2%), si bien se intensificará en 2013 (-0,5%). Como resultado, el déficit público en el conjunto de la zona euro se reducirá en 1,1pp en 2012 y en 0,7pp en 2013 hasta el 3% y 2,3% del PIB respectivamente, con un aumento del nivel de la deuda pública hasta el 89,6% del PIB en 2012 y del 90,3% en 2013.

Para 2014 esperamos una mejora generalizada en la evolución de todos los componentes de la demanda doméstica. La mejora tanto del mercado laboral como la consolidación de la recuperación deberían apoyar un crecimiento del consumo privado de alrededor del 1%, mientras que inversión rebotará (3,3%) para hacer frente a la mayor demanda esperada. Finalmente, estimamos que una vez saneadas en gran medida las cuentas públicas, el consumo público no será un lastre para la economía.

Gráfico 20

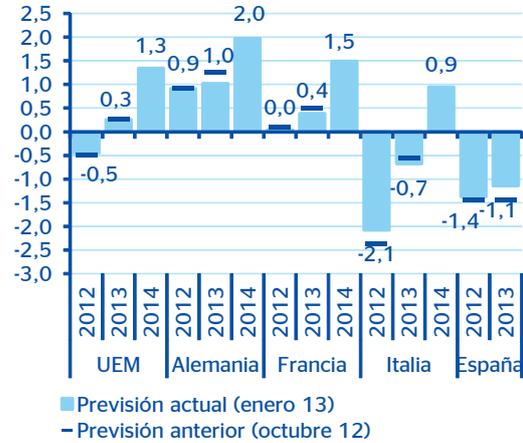
UEM: Contribución al crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 21

UEM: Previsiones crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

## Las exportaciones netas amortiguarán la caída de la actividad en los próximos trimestres, si bien su efecto positivo se irá disipando poco a poco

En 2012, a pesar de la desaceleración de las exportaciones (3,1% desde el 6,5% de 2011), éstas fueron la única fuente de crecimiento en el conjunto de la zona euro, lo que unido a la ligera caída de las importaciones (-0,4%) se materializó en una fuerte contribución positiva de las exportaciones netas (1,5pp) al PIB, compensando en parte el impacto negativo de la demanda interna (-2pp). Para 2013, las exportaciones continuarán beneficiándose del crecimiento sostenido de la economía mundial (3,6%), si bien la apreciación del euro hace que no esperemos un mayor aumento de las exportaciones (3,3%). Además, nuestras estimaciones apuntan hacia una cierta recuperación de las importaciones, lo que resultará en una reducción de la contribución del sector exterior hasta los 0,8pp, suficientes para compensar completamente el menor lastre de la demanda doméstica (-0,5pp). Para 2014, este desvanecimiento del soporte externo continuará (0,2pp), como consecuencia del resurgimiento de las importaciones motivado por la recuperación de todos los componentes de la demanda interna (Gráfico 20).

## El mercado de trabajo no mejorará hasta 2014

Ante este escenario, nuestras previsiones contemplan que el mercado de trabajo podría continuar deteriorándose ligeramente en los próximos trimestres, aunque mostrando ya señales de estabilización a lo largo de 2013. Como resultado, esperamos una moderación de la destrucción de empleo este año (-0,5% tras -0,7% en 2012) que se reflejará en un aumento de la tasa de paro de alrededor de 0,4pp hasta el 11,8%. Para 2014, la consolidación de la recuperación, con la economía creciendo ligeramente por debajo del potencial, nuestras previsiones implican que se volverá a generar empleo (0,4%) que permitirá reducir la tasa de paro hasta el 11,4%.

## El núcleo de la zona euro se desacelerará, mientras que la periferia continuará en recesión en 2013 para crecer tímidamente en 2014

La intensificación de la crisis europea a mediados del 2012 se reflejó en un impacto negativo sobre la actividad que fue generalizado en el conjunto de la zona euro, si bien existen claras diferencias por países. Para el conjunto de 2012, los datos finales de contabilidad nacional mostrarán probablemente que el crecimiento de las economías del norte y centro de Europa se habrá desacelerado significativamente, con Alemania todavía registrando un crecimiento

positivo (0,9% desde el 3,1% de 2011) y la economía francesa estancándose (trás 1,7% en 2011), mientras que en los países de la periferia se habrán producido caídas significativas del PIB (Italia con una caída del -2.1%, España con un -1,4% y Portugal con un -3%) (Gráfico 21 y Estados miembros de la zona euro: análisis detallado).

Además, 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, y haciendo frente a una fragmentación de mercados financieros que hacen que sus costes de financiación sean aún muy elevados. 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% y Francia: 0,4%), mientras que los países de la periferia continuarán en recesión (Italia: -0,7%, España: -1,1% y Portugal: -1.2%). En definitiva, nuestro escenario no contempla una vuelta al crecimiento generalizada a todos los estados miembros hasta 2014, y además continuarán observándose claras diferencias, con los países del centro de Europa creciendo por encima de la media de la zona euro (1,3%), mientras que en los periféricos el crecimiento será más moderado (Gráfico21).

### La inflación estará por debajo del objetivo del BCE ya en el primer trimestre de 2013 y se mantendrá ahí durante todo el horizonte de previsión

La inflación se desaceleró en el último trimestre de 2012 en 0.2pp hasta el 2,3% a/a, algo más de lo esperado (-0,1pp), debido fundamentalmente a una mayor moderación en el crecimiento del precio de los productos energéticos, tras haberse mantenido estable en el 2.5% a/a en 3T12. Respecto a la inflación subyacente, ésta se comportó en línea con lo esperado, desacelerándose en 0,1pp hasta el 1,6% a/a. Como resultado, la inflación media anual para el conjunto del año se desaceleró en 0.2pp hasta el 2,5%, mientras que la subyacente aumentó en 0,1pp hasta el 1,8%.

Los datos avanzados para enero mostraron que la inflación disminuyó nuevamente, en línea con nuestro escenario, hasta el 2% a/a. Para los próximos meses, nuestras previsiones estiman que la inflación continuará desacelerándose hasta abril como consecuencia del efecto base de los menores precios de la energía, para posteriormente fluctuar en torno al 1,6% a/a durante el resto del año. La debilidad de la demanda doméstica se dejará notar también en una disminución de la inflación subyacente, si bien más lenta y moderada. Para 2013, ahora esperamos que la inflación media anual se desacelere hasta el 1,6%, mientras que la subyacente lo hará en menor magnitud hasta el 1,5%. Para 2014, la inflación debería mantenerse relativamente estable ante la ausencia de presiones inflacionistas por el lado de la demanda. No obstante, en las últimas semanas han aumentado ligeramente los riesgos al alza como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y la reciente apreciación del euro.

Gráfico 22

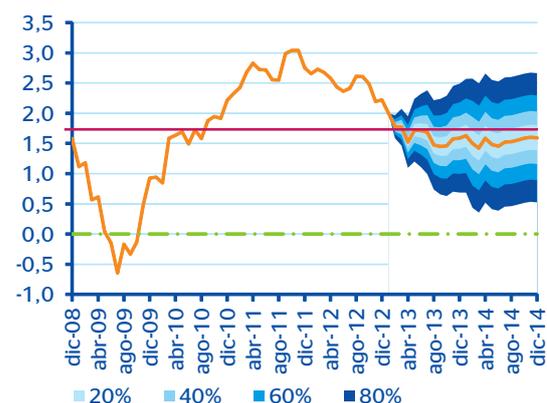
UEM:  
inflación (% a/a) y contribución por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 23

UEM: Inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Los riesgos sobre la actividad económica continúan sesgados a la baja: incumplimiento fiscal, tensiones financieras ligadas a Grecia o Chipre, apreciación del euro

A pesar de que las medidas adoptadas durante el segundo semestre del año pasado redujeron drásticamente el riesgo de ruptura del euro y, por lo tanto, la probabilidad de un escenario de una fuerte recesión en la unión monetaria, el sesgo de nuestras previsiones sigue siendo a la baja.

Por un lado, existen riesgos de que las tensiones financieras puedan resurgir de nuevo, y por varias razones. En primer lugar, la periferia de Europa podría incumplir sus objetivos fiscales. Algunos de los procesos de consolidación fiscal llevados a cabo hasta ahora se han sustentado en medidas transitorias (privatizaciones, transferencias de activos, etc.) que no han reducido de manera permanente el déficit estructural. Si, como respuesta al incumplimiento de objetivos, los gobiernos implementaran más austeridad, la crisis podría intensificarse, aunque este riesgo tiene una probabilidad baja porque la Comisión Europea ha dejado claro que no impondrá ajustes adicionales si las desviaciones respecto a los objetivos responden al deterioro cíclico. A su vez, a pesar del acuerdo alcanzado para reducir la deuda pública en Grecia a finales del pasado año, éste no disipa las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega a medio y largo plazo.

Por otro lado, continuamos viendo riesgos de implementación en los avances logrados a nivel europeo, como la posible activación del programa de apoyo del BCE si no se cumple con la condicionalidad asumida o bien por posibles desacuerdos entre los países centrales y los periféricos. También, estos riesgos podrían derivarse de una posible demora en temas importantes referentes a la unión bancaria.

Otro factor que también puede desempeñar un papel importante es el plan de rescate bancario de Chipre, cuyo detalle aún no está determinado.

Finalmente, la reciente apreciación del euro ha aumentado la preocupación sobre la sostenibilidad del apoyo de las exportaciones, principal factor de crecimiento (sobre todo en la periferia). No se puede descartar que las diferentes autoridades monetarias pudieran empezar a tomar las medidas necesarias para defender sus monedas, lo que podría repercutir en una mayor apreciación del euro antes las señales de pasividad lanzadas por el BCE.

Tabla 1  
**Observatorio fiscal de la zona euro**

		2010	2011	2012	2013	Comentarios	
<b>Alemania</b>							
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-4,1	-0,8	-0,5	-0,5	1.	<p>1. Según los datos provisionales, el gobierno ha cerrado el 2012 con un superávit de 0,1% del PIB frente al objetivo de déficit del 0,5%. Para el 2013 estimamos un ligero déficit (-0,1% del PIB), por debajo del objetivo fijado (-0,5% del PIB), principalmente por un aumento del gasto.</p> <p>2. La estrategia de consolidación para el 2013 consiste en mantener los gastos del gobierno en niveles constantes y utilizar los ingresos tributarios extras para reducir el déficit.</p> <p>3. La información provisional para el 2012 apunta a que el total de nueva deuda del gobierno federal ha alcanzado 22500 millones de euros, cifra inferior a lo inicialmente presupuestado (28100 millones de euros). Cumpliendo así con una antelación de cuatro años los objetivos marcados por el llamado freno a la deuda, referente alemán del pacto fiscal de la Unión Europea.</p> <p>4. El gasto federal en 2012 habría alcanzado los 306,8 mil millones de euros, por debajo de lo presupuestado (311,6 mil millones de euros). Mientras que por el lado de los ingresos, la cifra de 256,1 mil millones de euros habría estado muy cercana a lo inicialmente presupuestado (256,2 mil millones). Este resultado positivo es atribuible al buen desempeño del mercado laboral y especialmente a la consolidación fiscal llevada a cabo por todos los niveles de gobierno.</p>
Previsión BBVA				0,1	-0,1		
	Pago por intereses	-2,5	-2,5	-2,3	-2,2		
	Componente cíclico	-0,8	0,1	-0,2	-0,5	2.	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-0,8	1,7	2,7	2,7		
	Ajuste estructural		2,5	1,0	0,0		
Deuda pública		82,5	80,5	83,3	81,2	3.	
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-36,6	2,5	hasta dic-12		4.	
	% PIB	-1,4	0,1				



**Francia**

Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	1.	<p>1. Mantenemos nuestras previsiones de que el gobierno cumplirá el objetivo de déficit de 4,5% del PIB para 2012. Sin embargo, prevemos que el déficit del 2013 esté ligeramente por encima del objetivo del 3%.</p> <p>2. Las medidas para 2013 ascienden a 30.000 millones (1,5% del PIB) dos tercios de los cuales provienen de mayores impuestos (repartido de forma equitativa entre familias y empresas).</p> <p>3. Estimamos que la deuda pública como porcentaje del PIB alcanzó el 89% a finales del 2012. Para el 2013, prevemos que la deuda siga creciendo, pero esta vez sólo unos 2pp más.</p> <p>4. El déficit en el 2012 habría sido ligeramente inferior al obtenido en 2011, unos 2 mil millones de euros menos (0,2% del PIB), los datos finales serán publicados en marzo.</p>
Previsión BBVA				-4,5	-3,2		
	Pago por intereses	-2,4	-2,6	-2,6	-2,7		
	Componente cíclico	-1,1	-0,8	-1,2	-1,6	2.	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-3,6	-1,8	-0,7	1,0		
	Ajuste estructural		1,8	1,1	1,7		
Deuda pública		82,3	86,0	90,7	92,7	3.	
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-92,7	-91,2	hasta dic-12		4.	
	% PIB	-4,6	-4,5				



Continúa en la siguiente página

Tabla 1

**Observatorio fiscal de la zona euro (cont.)**

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
<b>Italia</b>						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-4,3	-3,8	-2,6	-1,7	1.
Previsión BBVA				-2,8	-2,0	
	Pago por intereses	-4,5	-4,8	-5,4	-5,9	2.
	Componente cíclico	-0,6	-0,5	-0,9	-1,2	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		0,8	1,6	3,5	5,1	3.
	Ajuste estructural		0,8	1,9	1,6	
Deuda pública		119,2	120,7	127,7	132,6	4.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-60,9	-43,4	hasta dic-12		4.
	% PIB	-3,9	-2,8			



1. El déficit público habría alcanzado en el 2012 el 2,8% del PIB, ligeramente por encima del objetivo revisado del 2,6%. Para 2013, estimamos que el déficit se situará otra vez ligeramente por encima del objetivo marcado (-1,7% del PIB) para alcanzar el -2% del PIB, mientras que la incertidumbre se mantiene elevada por el posible impacto de las elecciones.

2. 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 y disminución del número de autoridades locales y regionales y reducción de la financiación a partidos políticos.

3. La deuda se habría incrementado en unos 5,8pp, pasando del 120,7% del PIB en el 2011 al 126,5% en el 2012. Para 2013, estimamos que este ratio seguirá aumentando, quizás en otros 4,9pp.

4. El superávit obtenido usualmente en los meses de diciembre fue este año unos 8500 millones de euros mayor que el obtenido en 2011. Sin embargo, las ventas de SACE y SIMEST (1700 millones de euros) no contabilizan para reducir el déficit según el criterio de Masstricht. Aún así el incremento sin incluir esta venta sigue siendo considerable (6800 millones de euros). Este superávit se atribuye principalmente al segundo tramo del impuesto a la propiedad que cada año es abonado en diciembre.

**España**

Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-9,7	-8,9	-6,3	-4,5	1.
Previsión BBVA*				-7,2	-5,9	
	Pago por intereses	-1,9	-2,5	-3,1	-3,5	2.
	Componente cíclico	-0,9	-1,0	-1,8	-1,8	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-6,8	-6,0	-2,3	-0,6	3.
	Ajuste estructural		0,8	3,7	1,7	
Deuda pública		61,5	69,3	87,2	93,7	4.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-37,6	-46,0	hasta nov-12		4.
	% PIB	-3,5	-4,4			

\* Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras



1. Los últimos datos disponibles (3T12) apuntan a una mayor probabilidad de incumplimiento de la meta establecida para el 2012 (6,3% del PIB). Para 2013, prevemos que se incumpla nuevamente la meta establecida (4,5% del PIB), el déficit rondaría el 5,9% del PIB.

2. Para 2013, no se han presentado medidas adicionales. El gobierno se ha comprometido a crear una agencia fiscal independiente en el primer trimestre de 2013, en base a las recomendaciones de la Comisión Europea. Reforma fundamental para que España se distinga con una mejor institucionalidad y transparencia que permita continuar recobrando la confianza en las finanzas públicas del país.

3. Seguimos manteniendo nuestra previsión de que la deuda pública se situará por encima del 85% en el 2012 -excluyendo las ayudas al sector financiero-, así como las previsiones de deuda para el 2013 (93,7% del PIB) .

4. Los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran que el déficit acumulado creció ligeramente en noviembre de 2012 hasta situarse en torno del 4,4% del PIB, alrededor de 2 pp por debajo del objetivo de final de año.

Continúa en la siguiente página

Tabla 1

## Observatorio fiscal de la zona euro (cont.)

		2010	2011	2012	2013	Comentarios
<b>Grecia</b>						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-10,6	-9,0	-7,3	-4,5	1.
Previsión BBVA				-6,6	-4,5	
	Pago por intereses	-5,9	-7,2	-7,2	-6,5	2.
	Componente cíclico	-0,6	-2,4	-3,6	-4,3	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-4,3	0,1	4,1	6,3	
	Ajuste estructural		4,4	4,1	2,2	
Deuda pública		148,3	170,6	157,5	168,4	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-21,1	-12,9	hasta dic-12		4.
	% PIB	-10,1	-6,6			
						
<b>Portugal</b>						
Objetivo de déficit del gobierno	% PIB	-7,3	-5,9	-5,0	-4,5	1.
Previsión BBVA				-5,0	-4,5	
	Pago por intereses	-2,9	-4,0	-4,5	-4,9	2.
	Componente cíclico	-0,5	-0,9	-1,6	-1,8	
Saldo ajustado por ciclo y excl. Intereses		-6,5	0,5	1,2	2,2	
	Ajuste estructural		3,5	3,7	2,7	
Deuda pública		93,5	108,0	118,9	122,0	3.
Ejecución presupuestaria gobierno central mM €		-4,6	-8,3	hasta dic-12		4.
	% PIB	-2,7	-5,0			
						
<p>1. El déficit del estado y las administraciones públicas se habría situado en el 2012 en 6,6% del PIB, cumpliendo así el objetivo pactado con la troika para el 2012. Para 2013, preveemos que se alcance el objetivo de déficit del 4,5% del PIB.</p> <p>2. El presupuesto de 2013 prevé unos ahorros extras de 9400 millones de euros, ahorro proveniente principalmente de la reducción de salarios y pensiones como parte de los 13.5 mil millones de euros del plan de austeridad 2013-14.</p> <p>3. Gracias a la reducción de los tipos de interés aplicados en el primer rescate (2010) y a la ampliación de los plazos de vencimiento de los créditos del segundo rescate (2012), junto a la operación de recompra de 31,9m.m. € de deuda (con un descuento medio del 66,2%), la deuda pública se habría reducido en 2012 en 13,1pp hasta el 157,5% del PIB. El logro de este programa de recompra ha permitido el desbloqueo de la parte de la ayuda correspondiente al FMI (de 44.000 m.m. €).</p> <p>4. El déficit del Estado y las Administraciones Públicas se ha reducido de manera considerable entre enero y diciembre de 2012, hasta los -12,9 € m.m (-6,6% del PIB) desde los -19,7 €m.m registrados en 2011(-9,4% del PIB); con lo que se cumple con los objetivos para 2012.</p>						
<p>1. El esfuerzo fiscal llevado a cabo en el 2012 (alrededor de 3,7% del PIB) fue suficiente para cumplir con el objetivo de déficit del 5% acordado con la troika, aunque aún está pendiente la confirmación de la inclusión de los ingresos obtenidos por la concesión de los aeropuertos (800 millones de euros; alrededor del 0,5% del PIB). Para 2013 el objetivo de 4,5% del PIB se podrá alcanzar con el esfuerzo fiscal proyectado por el gobierno (3,2% del PIB). En este año se tendrán que compensar principalmente las medidas temporales aplicadas en 2012 (aproximadamente 1,7% del PIB), el deterioro del déficit cíclico (0,2% del PIB), reducción del objetivo de déficit (0,5% del PIB) y un mayor pago de intereses estimado (0,4% del PIB).</p> <p>2. El esfuerzo fiscal para el 2013 está basado principalmente en el incremento proyectado de los ingresos fiscales por un valor correspondiente al 2,6% del PIB y una reducción del gasto equivalente al 0,6% del PIB. Entre las principales medidas que sustentan la consolidación fiscal de este año destacan el incremento en la tasa media del impuesto a la renta, el cual pasa del 9,8% al 11,8%; 13,2% si le sumamos la reducción de tramos y la tasa extraordinaria de 4% para los ingresos más elevados, con esta medida se espera recaudar unos 2810 millones de euros (1,7% del PIB); y por el lado del gasto, la reducción del pago de pensiones (de entre 3,5% y 10% para pensiones mayores a 1350 euros) con la cual se pretende disminuir el gasto en unos 420,7 millones de euros (0,3% del PIB).</p> <p>3. El tesoro ha colocado en enero de este año 2500 millones de euros de deuda a 3, 12 y 18 meses a tasas de interés más bajas que las obtenidas en las últimas subastas. En el plazo más corto, 3 meses, se han colocado 300 millones de euros a una tasa de 0,667% en lugar de 1,936% pagados anteriormente; a 12 meses se colocaron unos 1200 millones de euros pagando una tasa de 1,609% en lugar de los 2,101% de la subasta anterior y a 18 meses se logró colocar 1000 millones de euros a una tasa media de 1,963%, por debajo de los 2,99% abonados anteriormente. .</p> <p>4. El déficit público en el 2012 alcanzó los a 8.320 millones de euros, una cifra menor a lo acordado con la troika (9.028 millones de euros). Los ingresos obtenidos por la privatización de Aeropuertos de Portugal (ANA) ayudaron a alcanzar este resultado.</p>						

Fuentes: Estadísticas anuales Eurostat, Planes de Estabilidad presentados por los gobiernos, institutos nacionales de estadística y cálculos BBVA Research

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: los sólidos fundamentales domésticos impulsarán nuevamente la economía ya a principios de 2013, aunque seguirá lastrada por la incertidumbre europea

PIB: +0,9% en 2012 +1,0% en 2013 +2,0% en 2014 IPCA: +2,1% en 2012 +1,8% en 2013 +1,6% en 2014

**Últimos datos oficiales para el 3T12:** la economía se frenó nuevamente debido a la fuerte desaceleración de las exportaciones, mientras que las importaciones se mostraron algo más resistentes al continuar sostenidas por el consumo privado, que fue ganando tracción a lo largo del año (también apoyado por la buena evolución del mercado de trabajo). No obstante, la inversión se mantuvo muy débil. El consumo público, a diferencia de muchos otros estados miembros, fue otro apoyo del crecimiento.

**Estimaciones para el 4T12 y 2012:** los indicadores disponibles apuntan a que la economía se habría contraído significativamente al final de 2012 (-0,4% t/t), posiblemente como consecuencia de un nuevo deterioro de las exportaciones, lastradas por la caída de la actividad en el resto de estados miembros y también por la desaceleración americana y de algunas economías emergentes. En particular, los datos de balanza comercial mostraron una marcada caída de las exportaciones (-2,1% hasta noviembre), que, junto con la caída de los pedidos procedentes del exterior, supusieron una fuerte reducción de la demanda y de la producción industrial (-2,7% t/t). Esto último debería haber afectado negativamente de nuevo a la inversión. El fuerte deterioro de la confianza de los consumidores es probable que se reflejara en un menor consumo privado, en línea con la caída observada en las ventas al por menor (-1,1% t/t). Todo lo anterior supone que el PIB habría crecido un 0,9% en 2012, sostenido principalmente por las exportaciones netas (0,9pp), mientras que a pesar de que el consumo tanto privado como público se mostraron resistentes, la contribución de la demanda doméstica drenó algo de crecimiento (-0,3pp) por la caída de la inversión y la reducción de inventarios.

**Perspectivas para 2013 y 2014:** la continua mejora del mercado de trabajo, aunque con una moderación en la creación de empleo en el horizonte de previsión (aumento de horas y no de personas tras el ajuste inverso precedente), se dejará notar en un aumento de los salarios y, por tanto, de la renta disponible de los hogares en un contexto de moderación de la inflación. Todo ello, y junto con la mejoría de la confianza de los consumidores, debería redundar en un repunte del consumo privado en 2013 y 2014. Mientras tanto, el saneamiento de las cuentas públicas permitirá llevar a cabo una política fiscal neutral en pos de la consolidación de la recuperación. Por lo tanto, este aumento de la demanda doméstica se verá reforzado por un crecimiento mundial robusto que continuará apoyando las exportaciones, de tal manera que para satisfacer tanto el aumento de la demanda interna como externa se requerirá un aumento de la inversión, especialmente significativo en 2014. Todo esto resultará en un crecimiento del PIB en 2013 de alrededor del 1% que ganará impulso a lo largo del 2014 (2%), con un crecimiento más basado en el gasto interior que irá reduciendo el fuerte superávit por cuenta corriente de la economía alemana.

**Perspectiva de inflación:** la inflación se desacelerará ligeramente a lo largo de 2013, tras mantenerse relativamente estable en torno al 2% a lo largo del segundo semestre de 2012, para situarse en el horizonte de previsión ligeramente por debajo del 2%. No obstante, la inflación se mantendrá algo por encima de la media del conjunto de la zona euro, como consecuencia de la fortaleza de la demanda doméstica. Tanto este año como el que viene existirán presiones al alza sobre la inflación derivados de los incrementos salariales, si bien hasta ahora no hay evidencia de que se estén materializando, con la inflación subyacente en niveles bajos (por debajo del 1,5% a lo largo de 2H12).

**Sector público:** según los datos provisionales, el gobierno ha cerrado el 2012 con un superávit de +0,1% del PIB, por primera vez desde el 2007, frente al objetivo de déficit del -0,5% del PIB. Comparado con el año anterior, el gobierno central redujo considerablemente su déficit, mientras que los gobiernos locales y en especial los fondos de la seguridad social han alcanzado un superávit considerable, como ya lo habían logrado en el 2011. Esta buena evolución de las cuentas públicas refleja principalmente el buen comportamiento de los ingresos y unos menores gastos sostenidos por la resistencia de la demanda doméstica y la continua mejora del mercado de trabajo. Para el 2013 estimamos un ligero déficit (-0,1% del PIB), en la medida en que el gasto público continuará soportando el crecimiento, también marcado por las elecciones que se celebrarán este año.

## Francia: la vulnerabilidad de la demanda doméstica marcará el débil crecimiento de 2013, que no mostrará signos claros de recuperación hasta 2014

PIB: +0,0% en 2012 +0,4% en 2013 +1,2% en 2014 IPCA: +2,2% en 2012 +1,5% en 2013 +1,5% en 2014

**Últimos datos oficiales para el 3T12:** el PIB creció un magro 0,1% t/t en 3T12, confirmando el estancamiento de la economía durante los tres primeros trimestres de 2012. Este crecimiento estuvo sostenido por el consumo, tanto privado como público, pero fue compensado por la caída de la inversión. Respecto al sector exterior, el crecimiento de las exportaciones se aceleró por segundo trimestre consecutivo, aunque se mantienen débiles, mientras que las importaciones se contrajeron (lastradas por la caída de la inversión y de bienes intermedios), lo que resultó en una contribución positiva de las exportaciones netas de 0,3pp.

**Estimaciones para el 4T12 y 2012:** los datos disponibles para 4T12 apuntan que la producción se contrajo al final del año (-0,2% t/t), si bien posiblemente de manera más moderada que en el conjunto de la zona euro (-0,4% t/t), mostrando una vez más la relativa resistencia de la economía francesa durante la crisis europea. Teniendo en cuenta esta información, mantenemos nuestra previsión de estancamiento de la economía en 2012, si bien con ligeros cambios en la composición y revelando signos algo más preocupantes de cara al desempeño económico en el horizonte de previsión. Por un lado, el consumo privado se estancó por segundo año consecutivo, mientras que la inversión se desaceleró, frenada por las peores expectativas de demanda futura. No obstante, a pesar de la desaceleración de las exportaciones, las importaciones prácticamente se habrían estancado, de manera que la contribución positiva de la demanda externa habría evitado una mayor caída de la actividad. En definitiva, sólo el consumo público habría continuado creciendo a buen ritmo, si bien en la medida que dicho soporte se vaya desvaneciendo ante la necesidad de reducir el déficit público, aumentarán las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación en el corto plazo.

**Perspectivas para 2013 y 2014:** el continuo deterioro del mercado de trabajo a lo largo del pasado año junto con el posible agotamiento del soporte del sector público redundará en una clara reducción del gasto interno, lo que unido a la disminución de los beneficios empresariales y el menor grado de apertura de la economía francesa se dejará notar en la debilidad de la inversión. Por lo tanto, la demanda doméstica se mantendrá prácticamente estancada en 2013 (+0,2pp), mientras que el apoyo del crecimiento robusto de la economía global sólo se dejará notar en una ligera contribución positiva de las exportaciones netas (+0,2pp). Por lo tanto, no será hasta 2014 cuando la economía vuelva a ganar impulso (1,5%), sostenida por el típico patrón de crecimiento de esta economía: un rebote de la demanda doméstica (1,4pp), con una contribución prácticamente nula del sector exterior (0,1pp).

**Perspectivas de inflación:** la inflación se desaceleró marcadamente en 4T12 para situarse en el 1,5% a/a en diciembre, claramente por debajo de la inflación media del conjunto de la zona euro. Lo anterior responde no sólo a la caída de la demanda, sino también a la menor dependencia energética de la economía francesa. Dada la debilidad del gasto de los hogares para todo el horizonte de previsión, así como la ausencia de presiones por el lado de la oferta por el deterioro del mercado de trabajo, nuestras previsiones recogen que la inflación se debería mantener relativamente estable en estos niveles (1,5%) tanto en 2013 como en 2014.

**Sector público:** los datos preliminares de ejecución presupuestaria de 2012 apuntan a que el gobierno habría alcanzado su objetivo de déficit de 4,5% del PIB este año. Sin embargo, se estima que la deuda pública se habrá incrementado hasta alcanzar el 89% del PIB. Para 2013, el objetivo del gobierno es reducir el déficit hasta el 3% del PIB, aunque nuestras previsiones contemplan un déficit algo mayor debido a que las proyecciones macroeconómicas del presupuesto son algo más optimistas que las nuestras (0,8% frente al 0,4% de crecimiento del PIB de BBVA Research). El ajuste fiscal para este año asciende hasta los 30.000 millones de euros (1,5% del PIB), dos tercios de los cuales provienen del aumento de impuestos (repartido de forma equitativa entre familias y empresas).

## Italia: la recesión se atenuará durante la primera mitad de 2013. Moderado crecimiento en 2014

PIB: -2,1% en 2012 -0,7% en 2013 +0,9% en 2014 IPCA: +3,3% en 2012 +2,0% en 2013 +1,7% en 2014

**Últimos datos oficiales para el 3T12:** aunque la contracción del PIB se moderó significativamente (-0,2% t/t tras -0,7% t/t en 2T12), sorprendiendo al alza, la composición del crecimiento continuó mostrando la fragilidad de la economía, con todos los componentes de la demanda doméstica contrayéndose fuertemente, sólo sostenido por las exportaciones netas gracias al desplome de las importaciones.

**Estimaciones para el 4T12 y 2012:** la información disponible para 4T12 sugiere que la recesión se habría intensificado (-0,6% t/t) a finales de 2012, lastrado nuevamente por el mayor deterioro de la demanda doméstica. En particular, la caída de las ventas minoristas junto con la de la confianza del consumidor señalan que se mantiene el ritmo de deterioro del consumo de los hogares. Esta menor demanda se reflejó en la fuerte reducción de la producción industrial (-2,1% hasta noviembre), que debería haber continuado pesando sobre las decisiones de inversión. Sólo las exportaciones netas deberían haber amortiguado la caída de la actividad, aunque es probable que las exportaciones también terminaran resintiéndose del empeoramiento de la situación en el resto de estados miembros. Estas previsiones para 4T12 suponen que el PIB se habría contraído un -2,1% en 2012, 0,3pp menos de lo anticipado hace tres meses por la sorpresa al alza en 3T12, determinado por la fuerte contracción de la demanda doméstica (-4,9pp) que sólo fue compensado parcialmente por un ligero crecimiento de las exportaciones y el desplome de las importaciones, resultando en una contribución positiva del sector exterior (2,8pp). A lo largo de 2012, por tanto, continuó el ajuste de los desequilibrios económicos acumulados antes de la crisis, con el déficit comercial reduciéndose en más de 1,5pp hasta el 1,6% del PIB, mientras que el déficit público ya se habría situado por debajo del 3% del PIB.

**Perspectivas para 2013 y 2014:** para 2013, el PIB volverá a contraerse un -0,7% en el conjunto del año, si bien la recesión se amortiguará durante el primer semestre para dar paso a una tímida recuperación a partir de entonces. Los factores de crecimiento continúan siendo muy débiles y continuarán lastrando el crecimiento. En particular, la tasa de desempleo podría aumentar algo más en los próximos trimestres, mientras que la inflación seguirá por encima del 2% buena parte del año, lo que se reflejará nuevamente en una caída del consumo privado. Con estas expectativas sobre la demanda y la incertidumbre sobre el impacto de la consolidación fiscal, nuestras previsiones contemplan una nueva caída de la inversión, aunque a un ritmo menor. Respecto al soporte de las exportaciones netas, esperamos que éste vaya disminuyendo a lo largo del año, debido sobre todo a la menor caída de las importaciones. En 2014, la recuperación debería consolidarse, si bien anticipamos un crecimiento moderado de alrededor del 1%, ya que todavía no se han tomado medidas estructurales contundentes que acaben con los problemas del bajo crecimiento potencial en la economía italiana.

**Perspectivas de inflación:** La inflación se moderó significativamente en 4T12, en alrededor de 0,8pp hasta el 2,6% en diciembre, como consecuencia de la desaparición del efecto base de la subida del IVA en septiembre de 2011. Para este año, esperamos que la inflación continúe desacelerándose a lo largo del año, pero continuará manteniéndose claramente por encima de la media del conjunto de la zona euro, entre otros motivos por la subida del IVA anunciada para mediados de año y a pesar de la fuerte caída esperada de la demanda doméstica.

**Sector público:** El déficit público habría alcanzado en el 2012 el 2,8% del PIB, ligeramente por encima del objetivo revisado del 2,6%. Para 2013, estimamos que el déficit se situará otra vez algo por encima del objetivo marcado (-1,7% del PIB) para situarse en el -2% del PIB, mientras que la incertidumbre se mantiene elevada por la incógnita de la política fiscal del nuevo gobierno. Las medidas presentadas en el presupuesto de 2013 incluyen, por el lado de los ingresos, el aumento del IVA en 1pp a partir de julio. Por el lado del 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 ni vehículos, y también se limitarán las consultas informáticas así como la adquisición de material. Además, se controlará la financiación y el número de autoridades locales y regionales.

**España: La recesión tocará fondo en 2013 y dará paso a un crecimiento moderado en 2014<sup>6</sup>**

PIB: -1,4% en 2012 -1,1% en 2013 +1,1% en 2014 IPCA: +2,4% en 2012 +2,0% en 2013 +1,1% en 2014

**Últimos datos oficiales para el 3T12:** la economía se contrajo un -0,3 % t/t, ritmo de deterioro similar al observado en el primer semestre del año y menor al que apuntaban las previsiones de primavera. Por el lado de la demanda, se mantuvieron los rasgos básicos de la composición del crecimiento: tanto el consumo privado como la inversión cayeron nuevamente, si bien a un ritmo menor, mientras que la contracción del consumo público se intensificó. Esto se reflejó en una contribución algo menos negativa de la demanda doméstica (-1,1pp). A pesar de la solidez de las exportaciones, el repunte de las importaciones supuso que la contribución de las exportaciones netas disminuyera ligeramente (0,8pp).

**Estimaciones para el 4T12 y 2012:** los datos aún preliminares publicados por el Instituto Nacional de Estadística señalan que la economía española se habría contraído en el 4T12 algo menos de lo que se anticipaba al principio del trimestre (-0,7% t/t frente a un -0,9% t/t), lo que situaría la caída para el conjunto de 2012 en torno al -1,4% a/a. Los indicadores parciales de coyuntura disponibles confirman una aceleración de la contracción de la demanda doméstica en 4T12 (-1,6pp), originado por las medidas fiscales implantadas, mientras que la demanda externa habría seguido siendo el principal motor de la economía (0,9pp). Aunque es de carácter temporal, la intensificación de la recesión también se reflejó en un aumento del desempleo de 1pp hasta el 26% al final del año.

**Perspectivas para 2013 y 2014:** los primeros datos disponibles para 1T13 apuntan a que la actividad continuará contrayéndose, pero a un menor ritmo del registrado a finales de 2012 (MICA-BBVA: hasta el -0,2 ó -0,3% t/t). Se espera una contracción del PIB en torno al -1,1% en 2013. Para 2014, la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos y la menor presión que se espera tenga la política fiscal (que ayudará a que la demanda interna deje de contribuir negativamente al crecimiento), junto con la consolidación de las exportaciones como soporte del crecimiento auguran un aumento del PIB del 1,1%. No obstante, continúa habiendo riesgos a la baja dada la supeditación de esta previsión a la consolidación de la mejora de la confianza en la economía europea y, en particular, en la española. A lo largo de 2013, la tasa de paro superará el 26%. En 2014, sin embargo, se espera que la tasa de paro se reduzca ligeramente, especialmente durante la segunda mitad del ejercicio.

**Perspectivas de inflación:** los precios de consumo sorprendieron a la baja en 4T12, situándose el promedio para 2012 en 2,4% la inflación general y en 1,6% la inflación subyacente. Se espera que esta moderación en el crecimiento de los precios continúe en 2013 y 2014 (+2,0% y +1,1%, respectivamente), ya que no se observan presiones inflacionistas de demanda.

**Sector público:** el déficit público se redujo en 2012 a pesar del deterioro cíclico de la economía. No obstante, los datos disponibles (hasta 3T12) indican que esta reducción fue modesta, por lo que la probabilidad de incumplimiento del objetivo de déficit, fijado en el 6,3% del PIB, ha aumentado. El déficit acumulado de las administraciones públicas se incrementó 1,5pp a lo largo de 3T, situándose en el -5,2% del PIB. Se espera que el ajuste fiscal se haya intensificado durante el 4T12, pero probablemente el ejercicio se cierre con un déficit en torno al 7,2% del PIB. Además esta desviación también reduce la probabilidad de cumplimiento del objetivo tanto en 2013 como en 2014. Según nuestras previsiones, en ausencia de medidas adicionales, el déficit de 2013 se situaría en torno al 5,9% del PIB (1,5pp por encima del objetivo), desviación que se arrastraría hasta 2014. Pese a todo ello, el saldo estructural público (es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico), se situaría alrededor del objetivo del 0% del PIB ya en 2014, acumulando casi 7pp de corrección en tan sólo tres años.

6: Para más información, véase la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2013 disponible en: <http://www.bbvarsearch.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/observatorios/observatorioecon/index.jsp>

### Recuadro 3. Portugal: contracción económica en el 2012 fue ligeramente mayor a lo esperado

#### Los datos disponibles para el cuarto trimestre apuntan a una contracción de la economía portuguesa del 3% para el 2012

Como para la mayoría de los países de la eurozona, la actividad se ha contraído a finales de año algo más de lo previsto. Nuestro modelo de corto plazo (MICA-BBVA) sugiere que el PIB cayó un 0,9% t/t en el 4T12; es decir, una contracción aproximada de 3% para el 2012, algo más de lo anticipado hace tres meses (-2,8%). Los datos negativos de ventas al por menor (-6,3% t/t en 4T12) y el nuevo deterioro del mercado de trabajo (con la tasa de paro aumentando alrededor de 0,3pp en 4T12 hasta el 16,5% en diciembre) sugieren que la demanda doméstica habría vuelto a lastrar significativamente la economía en el último trimestre de 2012. Por otro lado, el crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado

#### Las perspectivas para el 2013 empeoran ligeramente, con el sector exterior como principal soporte de crecimiento

Durante el año en curso la economía portuguesa continuará estando en recesión, aunque en menor medida que en 2012. Los principales factores recesivos serán la continuación del ajuste fiscal y las tensiones financieras aún elevadas, que presionarán a la baja la demanda interna, y que se verán de nuevo compensadas sólo en parte por el crecimiento de las exportaciones, que deberá recuperarse gracias al mayor crecimiento de Alemania y a la pujanza de la demanda desde fuera de Europa.

De este modo, estimamos que en el 2013 el PIB se contraerá un 1,2% (frente a una previsión de contracción previa de 0,7%). La revisión responde básicamente a una mayor caída del consumo privado y, en menor medida, del público (muchas de las medidas de consolidación fiscal han sido incluidas en nuestra previsión de hace tres meses). La demanda interna en el 2013 continuará lastrando la economía (-2,5pp), aunque a un ritmo más moderado en comparación con nuestras estimaciones para el 2012 (-6,9pp). El sector exterior seguirá amortiguando la caída, vía aumento de exportaciones (1%) y disminución de importaciones (-0,2%). Nuestras proyecciones preliminares apuntan una leve recuperación para el 2014 (0,8%) soportado básicamente por el repunte de la inversión (4,1%) y una estabilización del consumo privado (0,1%) (Gráfico 26).

#### Cumplido el objetivo de déficit del 5% para el 2012

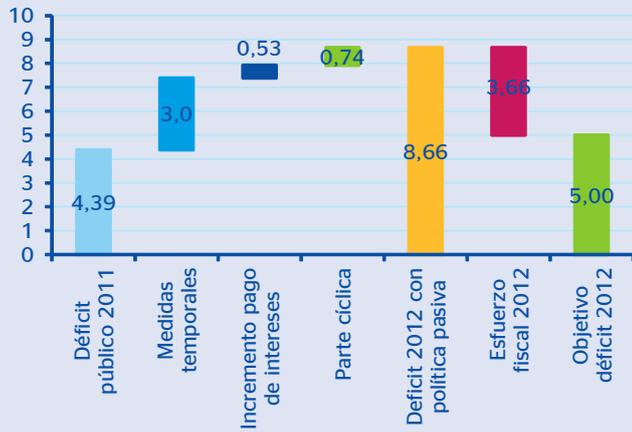
El esfuerzo fiscal llevado a cabo en el 2012 (alrededor de 3,7% del PIB) fue suficiente para cumplir con el objetivo de déficit del 5% acordado con la troika, aunque aún está pendiente la confirmación de la inclusión de los ingresos obtenidos por la concesión de los aeropuertos (800 millones de euros; alrededor del 0,5% del PIB). Dicho esfuerzo fiscal ha consistido principalmente en medidas de reducción de gasto (suspensión de la revalorización de las pensiones, 0,4% del PIB, y reducción de personal, 0,2% del PIB), aunque también se ha basado en medidas únicas, como la mencionada concesión de aeropuertos (Gráfico 24).

#### La consolidación fiscal en el 2013 sustentada principalmente por una mayor recaudación de ingresos.

Para el 2013 el objetivo de 4,5% del PIB se podrá alcanzar con el esfuerzo fiscal proyectado por el gobierno (3,2% del PIB). En este año se tendrán que compensar principalmente las medidas temporales aplicadas en 2012 (aproximadamente 1,7% del PIB), el deterioro del déficit cíclico (0,2% del PIB), reducción del objetivo de déficit (0,5% del PIB) y un mayor pago de intereses estimado (0,4% del PIB) (Gráfico 25).

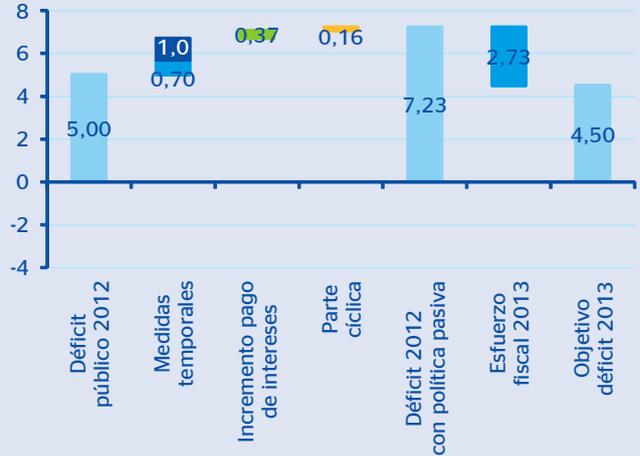
El esfuerzo fiscal para el 2013 está basado principalmente en el incremento proyectado de los ingresos fiscales por un valor correspondiente al 2,6% del PIB y una reducción del gasto equivalente al 0,6% del PIB. Entre las principales medidas que sustentan la consolidación fiscal de este año destacan el incremento en la tasa media del impuesto a la renta, el cual pasa del 9,8% al 11,8%; 13,2% si le sumamos la reducción de tramos y la tasa extraordinaria de 4% para los ingresos más elevados, con esta medida se espera recaudar unos 2810 millones de euros (1,7% del PIB); y por el lado del gasto, la reducción del pago de pensiones (de entre 3,5% y 10% para pensiones mayores a 1350 euros) con la cual se pretende disminuir el gasto en unos 420,7 millones de euros (0,3% del PIB).

Gráfico 24  
Portugal: Déficit 2012



Fuente: BBVA Research

Gráfico 25  
Portugal: Déficit estimado 2013



Fuente: BBVA Research

Gráfico 26  
Portugal: Contribución al crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: BBVA Research

#### Recuadro 4. Reino Unido: tras el estancamiento de 2012, se espera una recuperación lenta y sostenida de la actividad en 2013

##### Nueva caída de la actividad en 4T12, causada no sólo por factores temporales,...

El PIB se contrajo un -0,3% t/t en el último trimestre del año, algo más de lo esperado (BBVA Research: -0,1% t/t). Parte de la recaída ya estaba prevista, ya que el efecto transitorio del impulso de juegos olímpicos en 3T12 debía revertirse en 4T12. Sin embargo, incluso descontando este efecto, la economía se habría contraído alrededor de un -0,1% t/t (Gráfico 27).

Aunque todavía no se conoce la descomposición del PIB por el lado de la demanda, los indicadores disponibles para 4T12 sugieren que el principal freno de la economía podría haber sido una nueva caída de las exportaciones, lastradas fundamentalmente por la intensificación de la recesión en la zona euro (45% del total de exportaciones), pero también por la desaceleración de la economía norteamericana (16% del total), así como la apreciación de la libra esterlina respecto al euro a lo largo del pasado año (alrededor de un 7%). Esto último también se habría dejado notar en un significativo deterioro de la balanza por cuenta corriente (en 2pp hasta el -3,6% del PIB en 2012).

Respecto a la demanda interna, ésta podría haberse mantenido estancada, debido a la desaceleración del consumo privado en línea con la ligera caída de las ventas al por menor (-0,6% t/t), mientras que la inversión podría haber crecido nuevamente tras las caídas registradas en los trimestres anteriores, en la medida en que la capacidad utilizada por las empresas ya se encuentra por encima de su media histórica. Finalmente, el consumo público también habría drenado algo de crecimiento en la parte final del año, tras el fuerte rebote observado en el primer trimestre.

##### ... lo que ha dado lugar a un estancamiento de la economía en 2012, pero con indicios de una ligera recuperación a la vista ya en 1T13

Como resultado, la economía británica se habría estancado en 2012, ya que la relativa robustez de la demanda interna (0,9pp) habría sido compensada por la caída de la demanda externa (-0,9pp).

Los primeros datos de actividad para 1T13 (sólo confianzas para enero), apuntan a un panorama algo más positivo. La encuesta de confianza de la Comisión Europea, sobre todo, así como la confianza del consumidor GfK, señalan un mayor soporte de la demanda doméstica, si bien no muestran signos claros de una mejor evolución de los pedidos exteriores.

##### El mercado de trabajo continuará apoyando el gasto de los hogares en el horizonte de previsión

La robustez del mercado de trabajo, con una economía estancada, sorprendió positivamente a lo largo del 2012. Hasta el 3T12, el empleo aumentó alrededor de un 1%, sobre todo el temporal (2,3%), reflejándose en una reducción de la tasa de paro de alrededor de medio punto desde principios de 2012 hasta el 7,7% observado en noviembre (Gráfico 28). Esto también ha propiciado un aumento de los salarios (alrededor de un 3%), que aunque en parte limitados por la caída de la productividad (algo más de un 1% hasta 3T12), fueron superiores a la inflación (que se desaceleró en casi 2pp a lo largo del año), lo que resultó en un aumento de la renta disponible real de los hogares (1,8% en los tres primeros trimestres de 2012). No obstante, a pesar de la entrada en funcionamiento del fondo para aumentar el crédito (FLS) a mediados de año, el crédito a las empresas continúa contrayéndose (-3,2%) y el del consumo también (-1,5%). El FLS sólo se refleja en un aumento del crédito para la compra de vivienda (1,1%), aunque esperamos que las condiciones de acceso al crédito continúen siendo restrictivas.

Para el horizonte de previsión, esperamos que el mercado de trabajo siga resistiendo, a pesar de una cierta moderación en el ritmo de generación de empleo, que junto con el aumento de los salarios, contribuirán a mantener el gasto de los hogares. No obstante, la confianza del consumidor sigue en niveles muy bajos, y aunque irá aumentando según se vaya consolidando la recuperación, hace que unido a todo lo anterior no anticipemos una fuerte recuperación del consumo privado en 2013 (1,2% tras el 1% de 2012). Para 2014, el consumo de los hogares repuntará nuevamente, hasta el 2%, si bien todavía por debajo de las tasas de crecimiento registradas antes de la crisis.

##### La mejoría en la zona euro podría suponer un menor lastre para la economía británica y un rebote de la inversión en 2013 y sobre todo 2014

Para 2013, nuestras previsiones recogen una recuperación de las exportaciones (2,3% tras -0,4% en 2012), sostenido por la incipiente recuperación del conjunto de la zona euro así como por la depreciación esperada de la libra (alrededor del 6%). Además, también se verán apoyadas por la robusta recuperación de la economía norteamericana. En cualquier caso, es conveniente señalar que esta evolución de las exportaciones supone un riesgo para nuestro escenario, dada la pérdida de competitividad que ha venido mostrando la economía británica con un aumento de los costes laborales de alrededor del 3% en 2012 y un 12,5%

acumulado desde el inicio de la crisis en 2008. Aunque el crecimiento de las importaciones también se acelerará, la demanda externa terminará drenando menos crecimiento (-0,2pp frente -0,8pp en 2012). Además, el aumento de las exportaciones impulsará también la inversión (3,8%), soportada por el aumento de las expectativas de demanda futura, tras estancarse en 2012 (Gráfico 29).

### **Se mantiene el plan de reducción de déficit, pero se retrasa el objetivo de reducción de la deuda**

En diciembre, el gobierno presentó el informe sobre el estado de las cuentas públicas junto con las proyecciones de la Oficina Presupuestaria (OP). En este informe se mostró que las necesidades de financiación en 2012-13 se redujeron considerablemente, alrededor de 11000 millones de libras (0,8% del PIB) como consecuencia de la transferencia por parte del Banco de Inglaterra del exceso de liquidez del programa de compra de activos. La OP estima que el déficit se reducirá en el ejercicio 2012-13 hasta el 5,1% del PIB desde el 7,9% del ejercicio fiscal anterior, si bien hay que destacar que incorpora importantes medidas temporales, además de la transferencia del Banco de Inglaterra: 28 m.m. de la transferencia de "Royal Mail" (1,8% del PIB) y 3,5 m.m. de la venta de la licencia 4G (0,2% del PIB). Sin embargo, los datos de ejecución presupuestaria hasta diciembre fueron decepcionantes, alcanzando ya prácticamente el déficit proyectado por la OP para todo el año fiscal, de tal manera que una extrapolación simple de los datos observados un año antes mostraría un déficit alrededor de 0,5% del PIB mayor (Gráfico 30).

Para el año fiscal 2013-14, las necesidades de financiación adicionales ascenderán hasta los 2 m.m. de libras, de los cuales en diciembre ya se presentaron medidas por valor de la mitad (repatriación de impuestos de Suiza y recorte del gasto de los departamentos gubernamentales) que serán además más que suficientes para compensar la eliminación del impuesto de los carburantes y el aumento del mínimo personal exento, así como un aumento del gasto en inversión pública. Teniendo en cuenta estas nuevas medidas, se estima que el déficit podría volver a aumentar hasta el 6,1% del PIB. No obstante, los presupuestos definitivos para el siguiente año fiscal no se presentarán hasta marzo.

El gobierno se mantiene firme con el programa de consolidación fiscal para reducir el déficit por debajo del 3% en 2016-17. Sin embargo, se anunció que no se cumplirá con el objetivo de reducción del nivel de deuda pública en 2015-16, sino que se pospondrá un año para no tener que aumentar los recortes, anunciando por tanto un año más de austeridad.

### **Lenta recuperación en 2013, ganando impulso en 2014 para crecer en torno a su potencial**

La consolidación fiscal será el principal lastre para el crecimiento económico durante el horizonte de previsión, lo que se reflejará en una caída del consumo público tanto en 2013 (-1,1%) como en el 2014 (-1,7%).

Debido al peor comportamiento de la economía en el tramo final de 2012, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento este año en 0,3pp hasta el 1%, si bien continúa recogiendo una recuperación lenta, pero sostenida, que ganará impulso a mediados de este año para registrar un crecimiento de alrededor del 2% para 2014, en torno a su crecimiento potencial, sostenido por la robustez de la demanda doméstica (1,7pp) y un mayor soporte del sector exterior (0,2pp). A pesar de todo ello, la producción registrada a finales del horizonte de previsión tan sólo se encontraría en torno a los niveles alcanzados antes de la crisis.

### **La inflación se mantendrá por encima del objetivo hasta 2014**

A pesar de la fuerte desaceleración de la inflación en 2012 hasta el 2,8% desde el 4,5% de 2011, volvió a repuntar hasta el 2,7% en diciembre, respondiendo fundamentalmente al aumento de los precios del componente subyacente. Teniendo en cuenta el ligero aumento del precio de las materias primas, sobre todo petróleo, así como una depreciación de la libra junto con el aumento de los costes laborales, ahora esperamos que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2013 (2,5%), si bien continuará moderándose hasta alcanzar un crecimiento medio anual en torno al objetivo en 2014 (2%).

### **Este escenario apunta hacia el mantenimiento de la orientación de la política monetaria en 2013**

A la vista de este escenario, tanto de crecimiento como de inflación, esperamos que el Banco de Inglaterra mantenga su orientación de la política monetaria en 2013, con el tipo de interés de referencia en el 0,5% y el programa de compra de activos congelado (375m.m. libras). Los motivos son varios.

En primer lugar, el mantenimiento de la inflación por encima del objetivo desde 2006 continúa haciendo mella en la credibilidad de la autoridad monetaria, por mucho que se haya abierto el debate sobre la idoneidad del objetivo de inflación, profundizado con las declaraciones del próximo gobernador. En segundo lugar, porque también han aumentado las dudas sobre la efectividad de las medidas no estándar en un contexto de ruptura de los canales tradicionales de transmisión de la política

monetaria. Esto último, hará que el Banco de Inglaterra puede además esperar a ver cómo funciona el fondo puesto en marcha a mitad de 2012 para aumentar el crédito al sector privado (FLS).

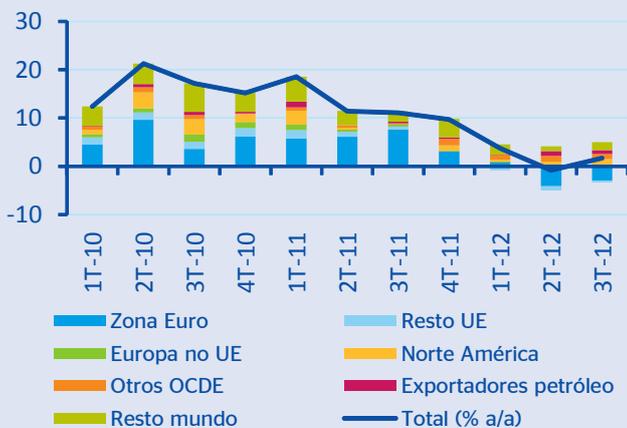
En cualquier caso, sí que hay señales más claras sobre que la estrategia de salida no parece inminente en el corto plazo, como muestra la reinversión de la amortización de

las compras de activos por valor 6,6m.m. de libras en marzo.

Para 2014, de confirmarse la consolidación de la recuperación y la inflación en torno al objetivo, es probable que el Banco de Inglaterra pueda comenzar a subir el tipo de interés de referencia a partir del segundo trimestre

Gráfico 27

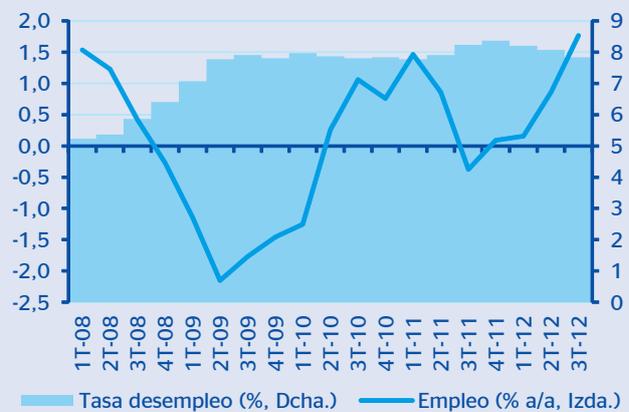
**Reino Unido: Contribución al crecimiento anual de las exportaciones por destino**



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 28

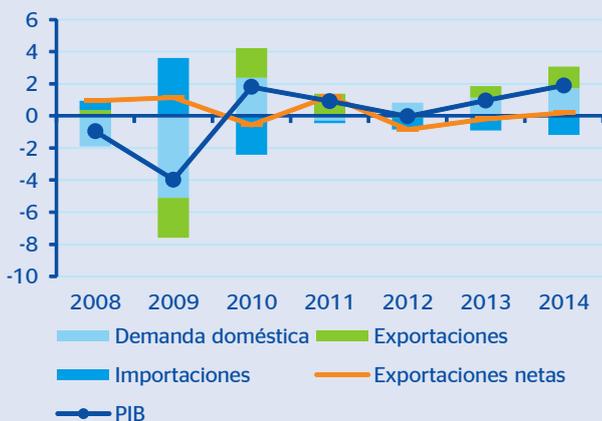
**Reino Unido: Mercado de trabajo**



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 29

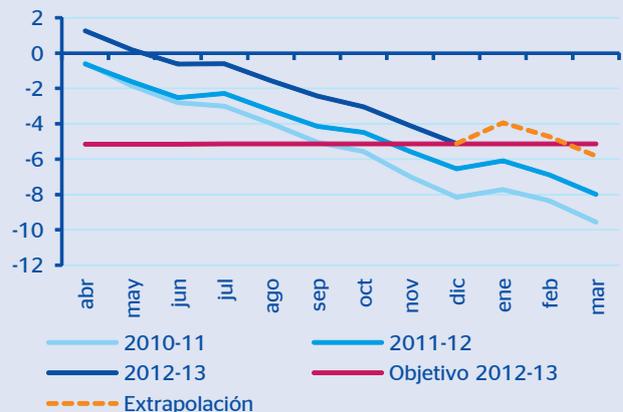
**Reino Unido: Contribución al crecimiento anual (pp)**



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 30

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



Fuente: ONS y BBVA Research

## 5. Tablas

Tabla 2

## Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PIB a precios constantes</b>	-4,3	2,0	1,5	-0,5	0,3	1,3
Consumo privado	-0,9	0,9	0,1	-1,2	-0,3	0,9
Consumo público	2,6	0,7	-0,1	-0,2	-0,5	0,2
Formación bruta de capital fijo	-12,7	-0,3	1,6	-3,8	-1,3	3,3
Inventarios (*)	-0,9	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-3,6	1,2	0,5	-2,0	-0,5	1,2
Exportaciones (bienes y servicios)	-12,4	11,0	6,5	3,1	3,3	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	-11,0	9,5	4,3	-0,4	1,8	3,8
Demanda externa (*)	-0,8	0,7	1,0	1,5	0,8	0,2
<b>Precios</b>						
IPC	0,3	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
IPC subyacente	1,3	1,0	1,7	1,8	1,5	1,5
<b>Mercado laboral</b>						
Empleo	-1,8	-0,5	0,5	-0,7	-0,5	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	11,8	11,4
<b>Sector público</b>						
Déficit (% PIB)	-6,3	-6,2	-4,1	-3,0	-2,3	-1,8
Deuda pública (% PIB)	79,6	85,5	87,3	89,6	90,3	89,9
<b>Sector exterior</b>						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,2	0,0	0,1	1,1	1,3	1,4

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

## Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)**

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

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

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

\* 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: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

**Variables financieras**

<b>Tipos de Interés Oficiales (Final período)</b>	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,75	1,25
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,75
UEM	1,33	1,39	1,29	1,31	1,34
Reino Unido	1,55	1,60	1,59	1,52	1,53
China (RMB por USD)	6,77	6,46	6,31	6,16	6,02

Fecha cierre de previsiones: 11 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

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

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

(\*) 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	2014
Consumo privado	0,2	0,3	1,5	0,3	-0,1	0,3	1,2
Consumo público	1,2	2,6	1,7	0,8	1,4	0,0	0,7
Formación bruta de capital fijo	0,1	-10,4	1,0	2,6	0,3	0,2	2,6
Inventarios (*)	0,3	-1,3	0,1	1,0	-0,9	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones	-0,6	-11,8	9,2	4,6	2,5	2,4	4,3
Importaciones	0,6	-9,5	8,4	5,3	0,2	1,7	3,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>

(\*) 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	2014
Consumo privado	-0,8	-1,6	1,2	0,1	-4,2	-1,7	0,3
Consumo público	0,6	0,8	-0,6	-0,8	-1,1	-2,0	-0,5
Formación bruta de capital fijo	-3,8	-11,7	2,0	-1,3	-8,9	-1,8	2,8
Inventarios (*)	0,0	-1,1	1,2	-0,5	-0,5	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,6</b>
Exportaciones	-2,8	-17,7	11,2	6,7	1,7	2,3	4,3
Importaciones	-2,9	-13,6	12,3	1,2	-8,3	-1,0	3,6
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>
<b>PIB</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>

(\*) 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	2014
Consumo privado	1,3	-2,3	2,5	-3,8	-5,3	-2,1	0,1
Consumo público	0,3	4,7	0,1	-4,3	-4,4	-2,1	0,3
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-8,6	-3,1	-10,7	-13,8	-5,6	4,1
Inventarios (*)	0,0	-1,1	0,9	-0,7	0,0	0,1	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,7</b>
Exportaciones	-0,1	-10,9	10,2	7,2	3,7	2,8	4,2
Importaciones	2,3	-10,0	8,0	-5,9	-6,8	-0,6	4,0
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>

(\*) 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	2014
<b>Consumo privado</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3</b>
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,0	-7,2	-1,8
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-9,0	-6,8	2,6
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,1	-1,5	6,4
Construcción	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-10,2	0,3
Vivienda	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-7,1	-8,3	2,1
Otras construcciones	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-15,5	-12,2	-1,6
Inventarios (*)	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,3	7,6	3,3	6,3	8,2
Importaciones	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-4,7	-4,4	5,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>1,1</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 13

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de 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

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

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

**Con la colaboración de:**

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

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

---

**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  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

**Economías Desarrolladas:**

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

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

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

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

**Sistemas Financieros y Regulación:**

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

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

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

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

**Áreas Globales:**

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

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

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

**Market & Client Strategy:**

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

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

Crédito Global  
**Javier Serna**  
javier.serna@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