

# Situación Europa

Primer Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **Continúa la lenta recuperación en la eurozona**, gracias a políticas económicas favorables y a un mejor entorno financiero.
- **El crecimiento mundial continuará tirando de las exportaciones**, aunque éstas están menos sesgadas a los países emergentes.
- **La demanda interna da signos de recuperación** y los países de la periferia ya han empezado a crecer.
- **Los exámenes bancarios y la supervisión única en 2014** deberían ayudar a reducir la fragmentación financiera.
- **El BCE mantiene una posición cauta sobre la recuperación** y parece **dispuesto a prevenir una eventual deflación**, que vemos poco probable.

# Índice

1. Editorial .....	3
2. Entorno global: más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados .....	4
3. Eurozona: políticas económicas más favorables y un mejor entorno financiero .....	7
Recuadro 1. BCE, crece la presión para actuar .....	12
Recuadro 2. ¿Por qué los riesgos de deflación en la eurozona son limitados? .....	14
4. Perspectivas: continuará la lenta recuperación .....	17
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado .....	22
5. Tablas .....	25

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2014

## 1. Editorial

La eurozona continúa en la senda de recuperación que comenzó a mediados de 2013, tras una larga recesión de seis trimestres. Los factores que apoyan las mejores perspectivas para 2014 apenas han variado, aunque presentan algunos matices nuevos.

En primer lugar, un entorno externo más positivo, con mejores perspectivas de las previstas hace tres meses en Estados Unidos, crecimiento pujante en el Reino Unido, menores dudas sobre el crecimiento en China (y, por ende, en el resto de Asia), y crecimiento aún fuerte en el resto de los emergentes, salvo aquellos que se han visto sometidos a tensiones recientemente. En segundo lugar, condiciones financieras algo más benignas, sobre todo en la periferia, que se ha visto beneficiada por la entrada de flujos de capitales y la reducción de los diferenciales de tipos a lo largo de 2013. En tercer lugar, un contexto de políticas económicas más favorable que hace un año. La política fiscal ha sido menos restrictiva tras el cambio de actitud de Bruselas en mayo de 2013, que permitió retrasar los objetivos de ajuste del déficit. La política monetaria continúa siendo acomodaticia y, sobre todo, con una comunicación muy cauta por parte del BCE respecto a la recuperación. Por último, los progresos hacia la unión bancaria continúan, y con ello queda dibujado un cuadro más claro sobre las perspectivas de medio y largo plazo de la eurozona. Los acuerdos sobre el mecanismo y fondo de resolución bancaria de diciembre aún no están cerrados con el Parlamento europeo, y prevén una transición lenta hacia un marco de resolución único; sin embargo, son un paso más que permitirá la entrada en funcionamiento de la supervisión única en diciembre, tras un ejercicio de análisis de balances y de *stress tests*, que debería dar lugar a un mapa bancario transparente y recapitalizado a finales de año. En ausencia de una unión fiscal, éste es el instrumento más eficaz para seguir reduciendo la fragmentación financiera que afecta a la eurozona, y para ayudar a la recuperación de los flujos de crédito.

Todos estos factores deberían ayudar a que la recuperación continúe en 2014, siempre de manera moderada, dadas las incertidumbres aún presentes y los elevados niveles de apalancamiento público y privado en muchos países del área. Nuestra previsión de crecimiento para 2014 no ha cambiado, y se mantiene en el 1.1%, para luego acelerarse hasta cerca del 2% en 2015, empezando a cerrar la elevada brecha de producción presente en la eurozona, lo que debería ayudar a empezar a reducir la tasa de desempleo.

Si los factores clave para el crecimiento y las previsiones no han cambiado en esencia, los factores de riesgo sí continúan reduciendo poco a poco su probabilidad. En el contexto externo parece haber una mayor fortaleza de las economías avanzadas y han aparecido dudas en algunos partidos emergentes, aunque el riesgo de contagio generalizado parece pequeño, ya que los mercados están discriminando en base a los fundamentales de los distintos países. Dentro de Europa, los riesgos asociados a la periferia parecen más contenidos, gracias a la mejora de las condiciones financieras y de la confianza mejorada en estas economías, en parte porque han vuelto a tasas de crecimiento positivas. Portugal puede volver a los mercados tras la conclusión de su programa con la troika en mayo (aunque aún no está claro si lo hará con un programa precautorio adicional). Grecia va a negociar pronto la salida a su primer programa, probablemente con condiciones más favorables para su deuda. Mientras tanto en Italia se empiezan a tomar medidas para llevar a cabo reformas políticas y de gasto público.

El nuevo riesgo presente en la eurozona es el de deflación, dado que la tasa de inflación ha sorprendido a la baja en los últimos meses. Según nuestros cálculos, la probabilidad de deflación es reducida (menor del 10%), y un análisis detallado de la dinámica de inflación muestra que la tendencia desinflacionista se produjo en realidad en 2012, más que en 2013. La inflación actual es muy baja, y no facilita las ganancias de competitividad en los países de la periferia ni la reducción de los ratios de deuda de los agentes económicos, pero en un escenario de recuperación lenta debería subir ligeramente, hasta el 1% o algo más allá durante 2014. El principal riesgo es que con una baja inflación, y con la recuperación aún frágil, nuevos *shocks* negativos podrían llevar la inflación a tasas negativas, con el riesgo de degenerar en una espiral deflacionista. Para evitarlo, el papel del BCE para anclar las expectativas en tasas acordadas con su objetivo es esencial, y en este sentido es importante que el banco central mantenga o incluso refuerce su política de conducción de expectativas (*forward guidance*), y que tome si es necesario las acciones "decisivas" que ha preanunciado.

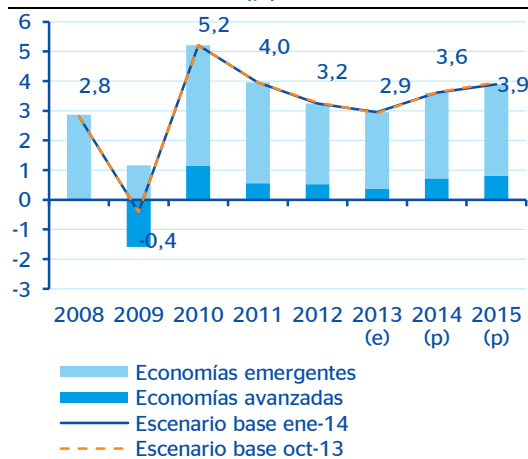
## 2. Entorno global: más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados

### El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente tras el fin de la recesión a mediados de 2013. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

Gráfico 2.1

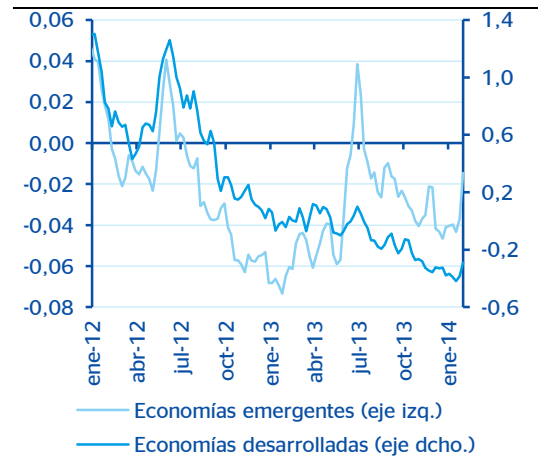
#### Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2.2

#### Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

El diagnóstico del escenario global mejora respecto al que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. El PIB global, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (véase Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses por la compensación de cambios en las expectativas de crecimiento de distintas áreas: al alza en EE.UU., a la baja en algunas economías emergentes y sin cambios relevantes en las previsiones del área del euro en 2014. La previsible aceleración del crecimiento, no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

### EEUU, a una velocidad de crucero suficiente para comenzar a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013, y a finales de año mantenía ya una velocidad de crucero que ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Efectivamente, el crecimiento en el tercer trimestre se aceleró hasta el 1% trimestral, y los datos más recientes de coyuntura

apuntan a que el ritmo en el último trimestre se habría mantenido vigoroso, aunque quizás unas décimas por debajo del anterior.

Hay una mayor certidumbre sobre el tono de la política fiscal, que en 2014 supondrá un menor drenaje al crecimiento económico. En diciembre, se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo. Sólo el efecto directo de la menor intensidad de la consolidación fiscal eleva un par de décimas el crecimiento esperado para 2014. A ello habría que añadir los potenciales efectos, vía confianza, que pueda tener sobre el consumo de hogares y sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas esta reducción de incertidumbre. Con todo, siguen pendientes acuerdos en asuntos que afectan a la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo (gasto en sanidad, pensiones).

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. La Reserva Federal había vinculado el fin de su programa de estímulo monetario a la marcha de la economía. Como se señaló anteriormente, la actividad ha mostrado una tendencia a la aceleración, mientras que se ha producido una disminución de la tasa de paro hasta el 6,7%. Y todo ello con unas perspectivas inflacionistas bien ancladas dentro de los márgenes establecidos por la propia Fed<sup>1</sup>. En consecuencia, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos.

Con todo, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EEUU en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015. Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

## El *tapering* puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a salidas de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos propios que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas domésticas. Aun así, hasta este momento y desde una perspectiva agregada, para el conjunto de los emergentes, la intensidad de las salidas de flujos de capitales de no residentes no está siendo mayor que en anteriores eventos de cambio de expectativas sobre la llegada del *tapering* de la Fed. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio.

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes en el escenario más probable, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable.

---

1: Unas expectativas de inflación a un plazo de entre uno y dos años no superior en 0,5 puntos porcentuales al objetivo de largo plazo del 2%.

## El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos anuncios han de ser valorados como pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

En todo caso, nuestras previsiones de 2014 y 2015 para la economía china se mantienen, confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades. Con todo, el riesgo de un ajuste brusco a la baja del crecimiento sería un evento especialmente dañino dado el tamaño de la economía china y su importancia en el comercio global.

### 3. Eurozona: políticas económicas más favorables y un mejor entorno financiero

#### **En conjunto, la evolución de la economía europea procede en línea con lo previsto, aunque con cambios en el balance de riesgos**

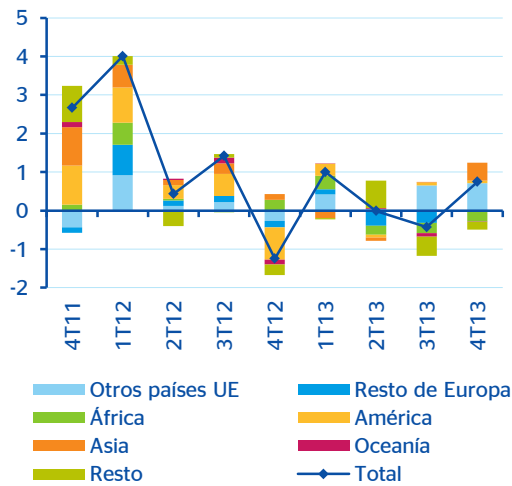
En líneas generales la evolución de la zona euro y sus perspectivas para este año se mantienen con pocos cambios respecto a hace tres meses. El crecimiento del tercer trimestre fue algo menor de lo previsto, con unas exportaciones netas que fueron relativamente débiles, pero se vieron compensadas por una demanda interna mejor de lo proyectado, algo que resulta bienvenido, ya que puede indicar que la recuperación se va a hacer autosostenida. Los indicadores para el cuarto trimestre del año pasado han ido en línea con lo esperado, y los indicadores de confianza sugieren que la recuperación, aunque lenta, se mantiene a principios de 2014.

En esta sección se repasan los factores que apoyan el crecimiento en la eurozona. Las políticas económicas a la recuperación se mantienen prácticamente sin cambios. La política fiscal es menos contractiva que hace un año tras el cambio de orientación de Bruselas a mediados del año pasado. El BCE redujo los tipos de interés en noviembre y parece dispuesto a mantener el tono acomodaticio de la política monetaria, preparado sobre todo para responder a los riesgos de inflación. El proceso de unión bancaria continúa adelante, y el año 2014 será clave en traer más transparencia a la situación del sector bancario europeo, comenzar a aplicar la supervisión única y reducir la fragmentación financiera. El entorno externo continuará siendo un soporte clave para el crecimiento, con mejora de las previsiones en Estados Unidos, continuidad del crecimiento en China y el resto de Asia y América Latina, a pesar de las tensiones de las últimas semanas en algunos países emergentes. Estas tensiones, sin embargo, suponen una nueva fuente de riesgo a la baja, que compensa una situación claramente más positiva de los riesgos internos de la eurozona, proveniente fundamentalmente de los países periféricos, que han mejorado sus perspectivas. Por otro lado, la baja inflación hace que el riesgo de acercarse a la deflación sea, aunque lejano, un nuevo factor a tener en cuenta, si bien parece que el BCE está preparado a prevenir.

#### **El crecimiento exterior sigue tirando de las exportaciones, aunque con cambios en el balance de riesgos**

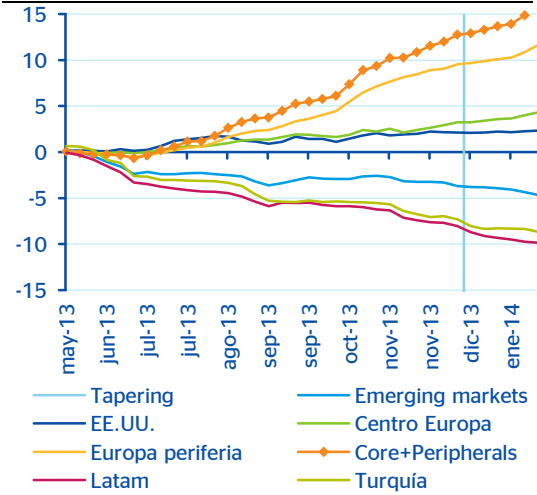
Nuestras previsiones a nivel global apenas cambian respecto a hace tres meses, aunque es evidente que la fuente de crecimiento está más sesgada ahora hacia los países avanzados, especialmente Estados Unidos, donde se revisan al alza las perspectivas de crecimiento para este año en dos décimas (véase la Sección 2). Fuera de la eurozona pero en Europa, el Reino Unido también parece disfrutar de las políticas de estímulo de los últimos años. En ambos países el debate parece girar ahora en torno a la posibilidad de adelantar la retirada de estímulos respecto a lo comprometido en las políticas de conducción de expectativas (*forward guidance*), lo que hace evidente la mejora de la situación. Los países emergentes continuarán creciendo a un ritmo sostenido en su mayoría, una vez se hayan disipado las dudas sobre el crecimiento de China que aparecieron en la primera parte de 2013. El Gráfico 3.1 muestra las exportaciones recientes de la zona euro por destino, en las que se hace evidente la importancia de las que se dirigen a otros países avanzados.

Gráfico 3.1  
UEM: exportaciones (% t/t) y contribución por destino



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Flujos de capital: EE.UU., Europa y países emergentes (flujos sobre total activos, acumulado)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de EPFR

## Las condiciones financieras internacionales, influenciadas por el *tapering* americano y la volatilidad en países emergentes

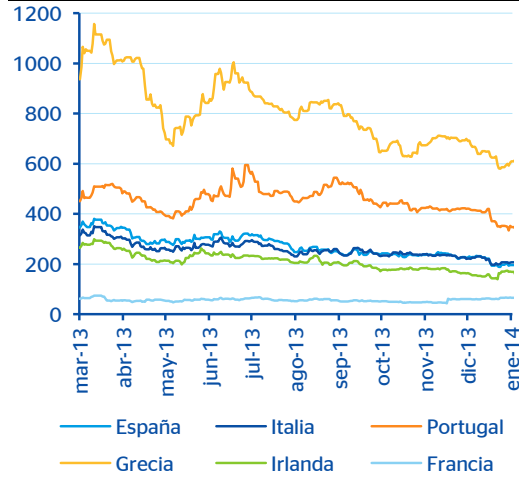
En los últimos meses, los mercados financieros internacionales han estado liderados por dos factores: el anuncio del *tapering* (retirada de estímulos) por parte de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos y el aumento de la volatilidad en los mercados emergentes. En relación al primer factor, la Fed anunció en diciembre el esperado inicio de la reducción de compra de activos. Dicha reducción fue de 10 mM USD y esperamos que las compras continúen reduciéndose al mismo ritmo (de cumplirse la senda esperada de actividad). Por ende, nuestro escenario de retirada de los estímulos monetarios por parte de la Fed se mantiene: una reducción gradual de las compras, con la cual el programa de compra de bonos se acabaría en el último trimestre del año. A diferencia de lo que ocurriera en los meses previos, la política de comunicación de la Fed ha sido más efectiva y, favorecida también por factores externos, está consiguiendo mantener ancladas las expectativas de subidas de tipos de interés y con ello también la parte larga de la curva de tipos.

En relación al segundo factor, la percepción de riesgo en economías emergentes ha aumentado, producto del inicio del *tapering* (sinónimo de moderación de la liquidez global) a lo que se unieron las señales de ralentización cíclica en estos países y, sobre todo, debido a los fuertes shocks idiosincráticos en algunos emergentes. Ello está propiciando, como ya ocurriera en verano del año pasado, una salida de flujos de capitales de los países emergentes (véase el Gráfico 3.2).

La combinación de estos dos factores, unido a la debilidad cíclica en Europa y las crecientes expectativas de actuación del BCE, han dado lugar a una reducción de los tipos de interés en los tramos largos de la curva europea. En los países del centro de Europa, el efecto arrastre de las tasas americanas, junto a la reaparición de cierta demanda de activos refugio, mantiene los tipos de interés del bono alemán por debajo del 1.70%. En los países periféricos, la percepción de riesgo continúa moderándose, lo cual, en un entorno de mayor riesgo en emergentes, está favoreciendo la entrada de capitales en estos países y por tanto presionando los tipos de interés a la baja (véase el Gráfico 3.3).

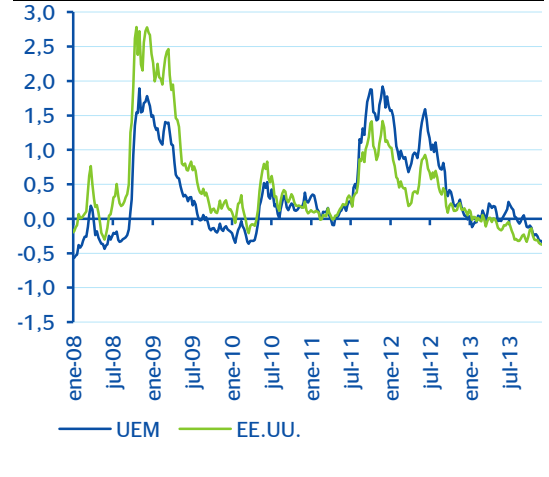


Gráfico 3.3  
Prima de riesgo (spread 10 años) en la periferia



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.4  
Índice tensiones financieras, zona uero y Estados Unidos

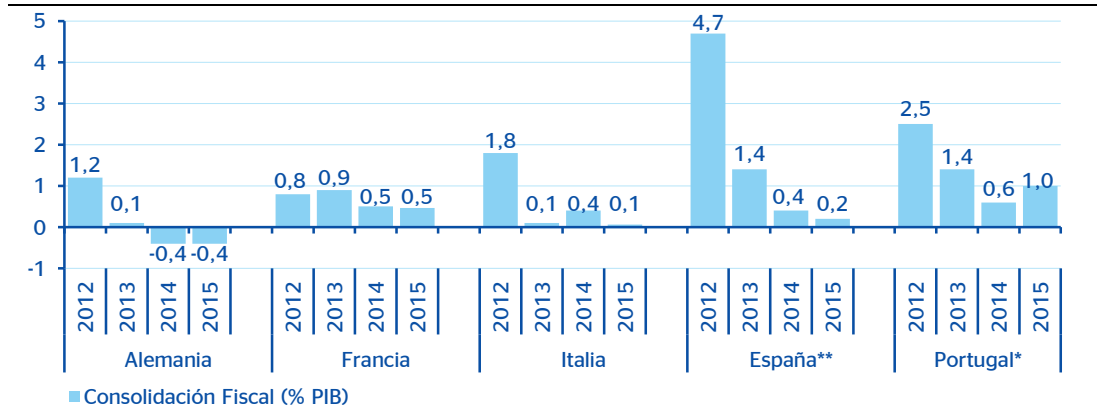


Fuente: BBVA Research

## La política monetaria continúa siendo acomodaticia, y preparada para actuar

La sorpresa que propició el BCE con su bajada del tipo de refinanciación en noviembre (del 0.50% al 0.25%, manteniendo el tipo de depósito al 0%) fue una clara muestra de que el banco central mantiene una política monetaria claramente laxa, siguiendo el cambio de política del verano de 2013, en que introdujo el concepto de conducción de expectativas (*forward guidance*), y reforzado por la comunicación del presidente de Mario Draghi, donde se recuerda constantemente la fragilidad de la recuperación. Más recientemente, en su reunión de enero, el BCE hizo ver que está dispuesto a tomar medidas más “decisivas” ante dos posibles tipos de riesgos: tensiones en los mercados monetarios y deflación (Recuadro 1). Sobre este último punto, nuestro escenario central es el de una inflación que volverá al entorno del 1% en el segundo trimestre del año, y por encima del 1% más adelante, y que el riesgo de inflación negativa es relativamente reducido (de algo menos del 10%), y más aún el de deflación en sentido estricto (Recuadro 2). El hecho de que, además, el BCE esté preparado para prevenirla, reduce aún más su posibilidad. En cualquier caso, es cierto que la inflación actual está muy por debajo del objetivo implícito del BCE (por debajo pero cerca del 2%), y que sólo volverá a esos niveles en 2016 según nuestras previsiones, lo que hace el ajuste de precios relativos entre la periferia y el centro de la eurozona más difícil de conseguir.

Gráfico 3.5  
Consolidación fiscal (% PIB)



\* Portugal: se excluyen medidas temporales en 2012 y 2013.  
\*\* España: se excluye la ayuda financiera al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research

## No hay cambios sustanciales en la política fiscal desde la moderada relajación de mediados de 2013

El Gráfico 3.5 muestra cuál ha sido el tono de política fiscal en los últimos años y en el período de previsión en la eurozona, definido (como es habitual) como el cambio en el déficit primario estructural. Los datos muestran que el esfuerzo de consolidación fiscal en 2013 ha sido menor que en años precedentes, en parte porque ya seguían a dos años de fuertes ajustes, y en parte porque en la primavera pasada la Comisión Europea rebajó los objetivos fiscales para varios países europeos alargando los plazos para reducir los déficit públicos al 3% en uno o dos años para los países en dificultades. Este cambio de política no sólo llevó a una petición de un menor ajuste este año, sino que implícitamente ha llevado a algunos países a someter a sus finanzas públicas a una menor presión, lo que se ha traducido en (pequeñas) desviaciones respecto a los nuevos objetivos de déficit, aún por determinar. Estos factores han tenido probablemente un efecto moderadamente expansivo sobre el crecimiento en comparación con los objetivos precedentes (aunque en términos estrictos la política fiscal ha continuado siendo restrictiva, por la reducción del déficit estructural primario).

## Los pasos hacia la unión bancaria, el examen de balances y los tests de stress serán claves durante este año

Otro de los factores que deben ayudar a asentar el crecimiento es el de las reformas institucionales a nivel europeo, que actualmente se han reducido –una vez que se pusieron en marcha el “Six-Pack” y el “Two-Pack”, y se han pospuesto indefinidamente las iniciativas para la unión fiscal– a los progresos hacia la unión bancaria. En esta área, de los cuatro pilares principales –regulación, supervisión, resolución y sistema de garantía de depósitos– los dos primeros ya están en marcha, y en noviembre de este año la supervisión común comenzará de manera efectiva, bajo el liderazgo del BCE. El cuarto pilar, el más complejo, queda para el medio y largo plazo, mientras que sobre el tercero se han dado en la cumbre europea de diciembre pasos importantes hacia un mecanismo y un fondo único de resolución.

Antes de la entrada en pleno funcionamiento del supervisor único, durante 2014 se llevarán a cabo un ejercicio de evaluación de los balances bancarios (AQR en sus siglas en inglés) y un test de stress para conocer el verdadero estado de los bancos, lo que permitirá determinar las eventuales necesidades de recapitalización de entidades individuales, llevarlas a cabo y empezar de manera efectiva la supervisión bancaria con un sistema bancario saneado, transparente y sometido a una supervisión única. Este resultado será probablemente el mayor efecto que tendrá a corto y medio plazo la unión bancaria y permitirá reducir significativamente la fragmentación financiera entre los estados del centro y los de la periferia, condición necesaria para el funcionamiento de la unión monetaria a medio y largo plazo. Los riesgos de que este proceso no se produzca no son menores –el mecanismo único de resolución aún ha de ser aprobado por el Parlamento Europeo, aún en negociaciones con el Consejo y la Comisión Europea; la posibilidad de encontrar elevadas necesidades de recapitalización en algún banco no son nulas; la posibilidad de contagio no está excluida–; pero, en general, el escenario más razonable es que los resultados del ejercicio de AQR y el los test de stress no supongan sorpresas mayores.

## Los riesgos continúan siendo a la baja, y están ahora algo más ligados al entorno externo y menos a los países periféricos

Además de los riesgos citados en el párrafo anterior referentes a los exámenes bancarios y los riesgos de deflación, comentados en el Recuadro 2, la eurozona continúa sometida a otros riesgos bajistas que, aunque menores que los existentes hace seis meses o un año, aún no han desaparecido.

Por un lado, el entorno exterior, que continúa siendo positivo, lo es algo menos desde hace un par de meses, debido a la situación de tensionamiento en algunos países emergentes, en general ligada a sus propios fundamentales económicos o políticos, pero que de momento no

parecen tener un efecto de contagio hacia otras zonas con fundamentales mejores. El crecimiento previsto para China parece seguir siendo robusto, pero, en el caso de no ser así, tendría un impacto considerable sobre las exportaciones europeas.

En cuanto a los riesgos internos, la situación de los países periféricos, aunque ha mejorado significativamente, sigue siendo frágil. El crecimiento no ha hecho más que comenzar (tras varios trimestres de recesión, en algunos casos muy profunda), los desequilibrios fiscales no han desaparecido, y los niveles de apalancamiento público y privado siguen siendo elevados. La situación, por tanto, ante eventuales *shocks* negativos adicionales, sigue siendo de vulnerabilidad. Portugal podrá salir probablemente de su programa de ayuda de la troika acudiendo a los mercados, aunque la posibilidad de un segundo programa -esta vez de ayuda precautoria- no está descartada. Grecia continúa con una deuda pública muy elevada (ahora casi toda en manos de instituciones públicas) que probablemente tratará de renegociar antes de mediados de año, una vez que ha conseguido en 2013 un superávit primario en sus cuentas públicas. Italia está inmersa en negociaciones para cambiar su sistema electoral y asegurar gobiernos más estables, y en un programa de evaluación de su gasto público del que saldrán eventuales reformas, pero mantiene una deuda pública muy alta y tensiones políticas. En cualquiera de estos países y en el resto de la eurozona, una vuelta a la recesión llevaría a una situación difícil, tras la fatiga fiscal y económica después de más de tres años de ajustes.

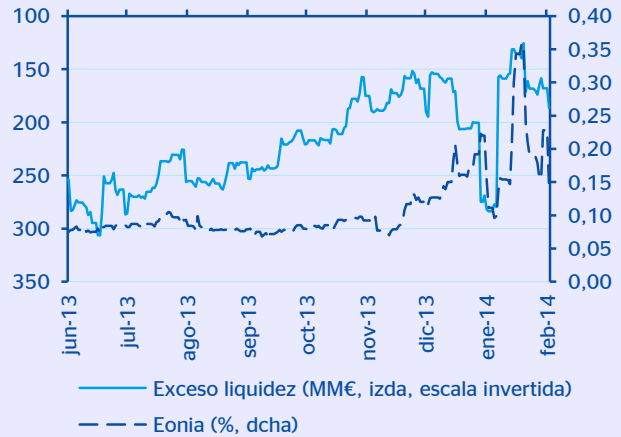
**Recuadro 1. BCE, crece la presión para actuar**

El BCE, tras sorprender en noviembre con un recorte de 25pb en el tipo de interés de referencia y dejando el tipo de depósito a cero, ha mantenido su política inalterada, al igual que ha mantenido el sesgo a la baja en los tipos de interés. Esto es, sin cambio en ninguno de los tres frentes en los que la autoridad monetaria puede actuar: ni en los tipos de intervención, ni en las políticas no estándar, ni tampoco en cambios explícitos de su *forward guidance*.

No obstante, el BCE sí ha modificado gradualmente su comunicación, tratando de hacer más explícita su función de reacción y facilitando la posible adopción de medidas laxas adicionales.

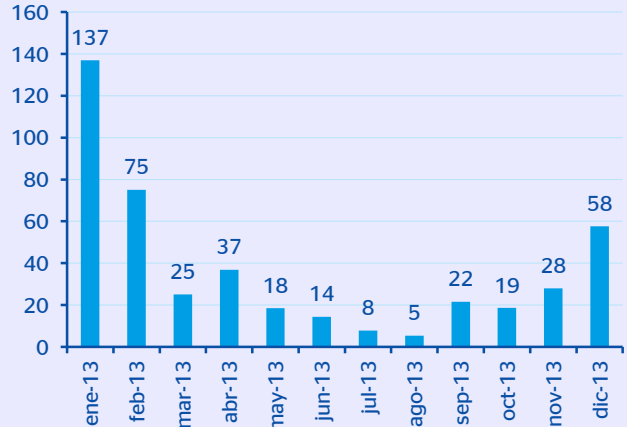
Primero, el BCE ha precisado dos contingencias que podrían desencadenar una acción por su parte: 1) tensiones indeseadas en los mercados monetarios y 2) deterioro de las perspectivas de inflación a medio plazo. Esta comunicación del BCE se produce después de cierto tensionamiento y aumento de volatilidad en los mercados monetarios europeos. Es cierto que dichos eventos están en buena parte asociados a la reducción del exceso de liquidez en el sistema (conforme las entidades financieras aceleran el ritmo de devoluciones de la liquidez tomada en las dos LTROs lanzadas hace dos años) y, que por tanto, en la medida en que tras ello subyaga una decisión voluntaria de las entidades financieras, puede leerse como el inicio de un proceso de normalización de los mercados monetarios. Pero, a pesar que las devoluciones han venido acompañadas de un entorno de financiación más favorable para los bancos europeos, no se puede descartar que la aceleración de los repagos esté asociada al ejercicio de AQR (Asset Quality Review). En cualquier caso, lo cierto es que en el último trimestre, mientras el BCE reducía el tipo de intervención, los tipos en los mercados monetarios se han tensionado (véanse los Gráficos R.1.1 y R.1.2).

Gráfico R.1.1  
**Exceso liquidez en el eurosistema y Eonia (excluyendo distorsiones de fin de mes)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico R.1.2  
**Repago LTROs tres años (MM euro)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

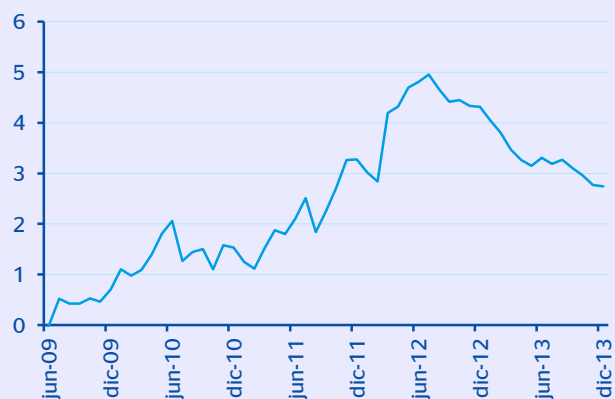
Segundo, respecto a los instrumentos, el BCE ha enfatizado que está dispuesto a utilizar todos los instrumentos disponibles bajo el Tratado de la UEM para hacer frente a cualquiera de las dos contingencias anteriormente mencionadas. Mucho se ha discutido en los últimos meses sobre la probabilidad de que el BCE intervenga en su política monetaria (queda cierto margen de recorte en los tipos de referencia y la posibilidad de llevar el tipo de depósito a terreno negativo), o implemente nuevas medidas de liquidez (ya sea modificando la política de esterilización de los bonos adquiridos bajo el programa de Securities Markets Programme, lanzando algún otro tipo de subasta de liquidez a plazos algo más cortos o incluso iniciando un programa de compra de activos, sean privados o públicos). Pero aun no existe una opción clara de acción. El propio BCE reconoce que no hay un único instrumento para afrontar todos los riesgos considerados, por lo que la elección del (los) instrumento(s) dependerá del riesgo que se quiera contrarrestar.

La opción de reforzar de forma explícita el *forward guidance* ha sido menos discutida por el BCE (al menos de forma pública) si bien, en nuestra opinión, es uno de los instrumentos potencialmente más efectivos en el entorno actual. Con tipos cercanos a cero y una recuperación aun frágil, la posibilidad de hacer política monetaria se restringe significativamente. Es por ello que la opción de atarse de manos a una política laxa futura pasa a ser atractiva, pues es un compromiso que consigue anclar los tipos en el presente. Dicho esto, los riesgos de dicha política no desaparecen: su implementación restringiría la actuación del BCE en el medio plazo, sin contar que un compromiso de esta naturaleza corre el riesgo de ser cuestionado y puesto a prueba por el mercado

Por último, existe un tercer aspecto en la reciente estrategia comunicacional del BCE. Éste también está comunicando que, caso de ser necesario, adoptará medidas decisivas. Esto quiere decir que la autoridad monetaria puede estar ahora más proclive a adoptar una estrategia más agresiva.

En nuestra opinión, una acción como la reducción de los tipos de interés, tal y como descuenta buena parte del consenso de analistas, no es la opción óptima. Más bien, en el entorno actual, en el que se combina: i) una rápida reducción de la liquidez ante la cercanía de la fecha tope de devolución de la liquidez tomada en las LTROs a 3 años, ii) el ejercicio de AQR y Stress test del sistema bancario europeo, iii) la persistencia de cierto nivel de fragmentación en los mercados (véase el Gráfico R.1.3) y iv) una inflación en niveles muy por debajo del objetivo del BCE que mantiene latente el riesgo de deflación, el BCE optaría por una combinación de medidas. Mientras los principales bancos centrales están anclando los tipos de interés de la política monetaria por un periodo de tiempo fijo o ligándolos a la evolución de determinadas variables como la inflación y el desempleo (estableciendo umbrales), el BCE mantiene una versión menos comprometida. Así, consideramos que el reforzamiento explícito del *forward guidance* puede ser una herramienta potente para atajar los riesgos actuales, particularmente en un entorno donde la fragmentación financiera persiste. Para ello, al margen de la utilización de umbrales, una opción para el BCE sería apoyar la liquidez del sistema a un tipo de interés fijo.

Gráfico R.1.3

**UEM: indicador compuesto de fragmentación financiera**

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

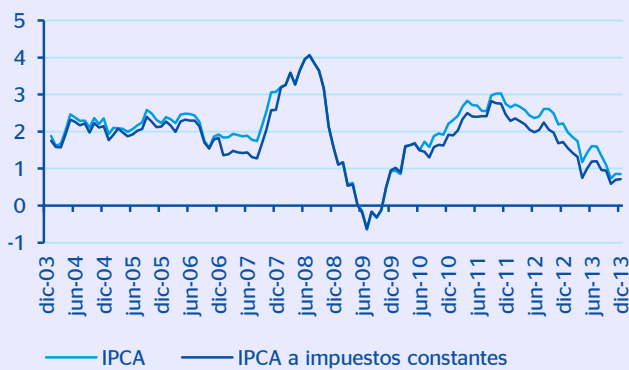
**Recuadro 2. ¿Por qué los riesgos de deflación en la eurozona son limitados?**

**La desinflación real es más un fenómeno de 2012 que de 2013**

La inflación en el conjunto de la zona euro se ha desacelerado algo más de lo esperado en los últimos meses, lo que ha generado preocupación sobre la rapidez e intensidad del proceso desinflacionista en el conjunto del área, a la vez que se reduce el margen de reacción ante potenciales perturbaciones en la economía que pudieran llevar la inflación a tasas negativas.

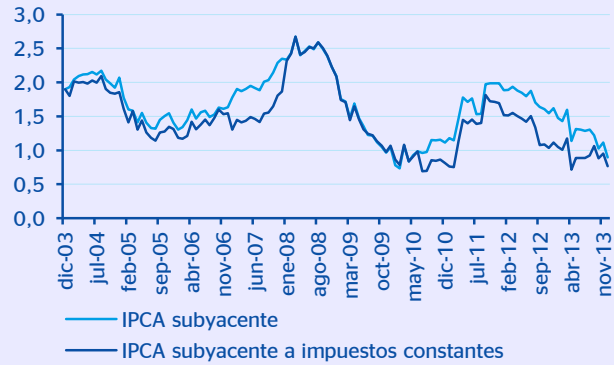
Esta desaceleración de la inflación no parece que haya respondido tanto a una caída reciente de la demanda interna –que ha mejorado desde el segundo trimestre de 2013– cuanto a la desaparición del efecto de las subidas impositivas asociadas a los planes de consolidación fiscal durante los últimos años. El índice de precios ajustado por cambios de impuestos (publicado por Eurostat) permite una valoración de dicho efecto, y muestra que la tasa de inflación (véase el Gráfico R.2.1), calculada con este índice, estuvo fluctuando alrededor de los valores actuales (0,8% a/a) durante el último año y medio, por lo que la desaceleración de la inflación respondió a la caída de la demanda interna al principio de la segunda recesión en la eurozona, a finales de 2011. Hemos extrapolado el impacto de los impuestos sobre la inflación general al componente subyacente (asumiendo que los impuestos tuvieron el mismo impacto en las tasas anuales de todos los componentes), y hemos generado así una serie de inflación subyacente neta de efectos impositivos (véase el Gráfico R.2.2), mostrando la evidencia anterior de manera mucho mas clara.

Gráfico R.2.1  
**UEM: inflación (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

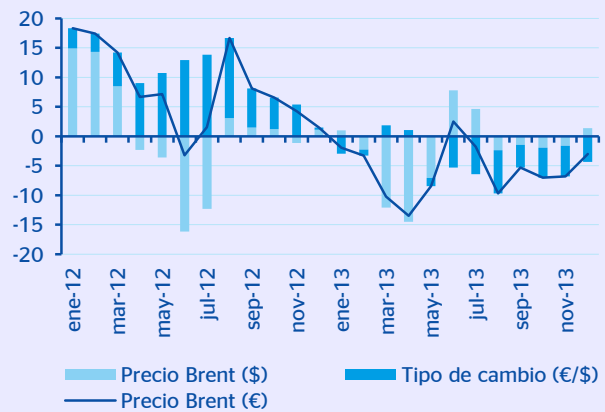
Gráfico R.2.2  
**UEM: inflación subyacente (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

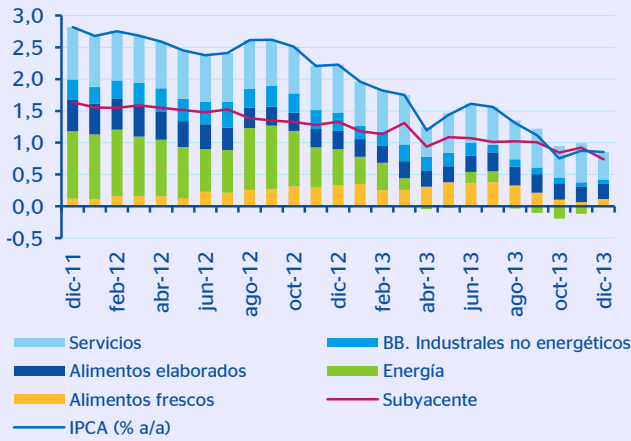
Por otro lado, volviendo al índice general de precios armonizado, también parece evidente que gran parte de la desaceleración reciente de la inflación se ha debido a otro efecto base, el de los precios de la energía, con caídas durante la segunda mitad de 2013, resultado tanto de los menores precios del petróleo como de la apreciación del euro, tras el fuerte aumento observado un año antes (sobre todo por la depreciación del euro) (véanse los Gráficos R.2.3 y R.2.4).

Gráfico R.2.3  
**Precio petróleo y tipo de cambio (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

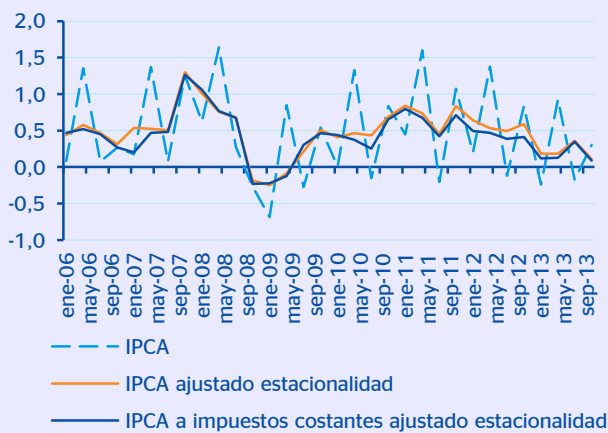
Gráfico R.2.4  
UEM: inflación (% a/a) y contribuciones por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

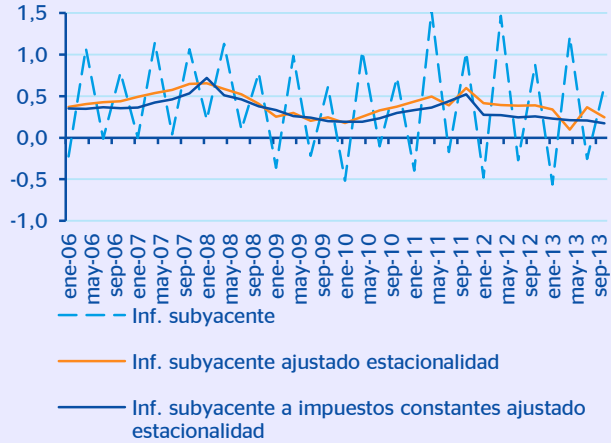
Para intentar descontar todos estos efectos base, hemos analizado las variaciones trimestrales de los precios una vez que las series (con y sin impuestos) se han ajustado de estacionalidad. Estos datos muestran de nuevo que la desaceleración de la inflación se produjo sobre todo a partir de finales de 2011, debido a la fuerte caída de la demanda doméstica. La inflación subyacente limpia de impuestos y de precios de energía cayó bruscamente a principios de 2012 y se ha desacelerado muy suavemente desde entonces, mientras que la general continuó su caída hasta finales de 2012, y en 2013 ha terminado en niveles similares a los de partida (véanse los Gráficos R.2.5 y R.2.6).

Gráfico R.2.5  
UEM: inflación (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico R.2.6  
UEM: inflación subyacente (% t/t)

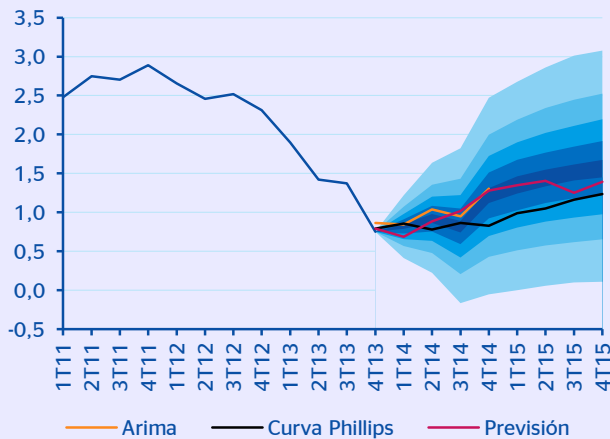


Fuente: Eurostat y BBVA Research

Entre los estados miembros, la desaceleración de la inflación fue generalizada debido principalmente a la caída de los precios energéticos. Aunque también se observó una moderación de la inflación subyacente, aquí las diferencias son más palpables, siendo moderada en los países del centro de Europa y más intensa en la periferia. Esto último se debió principalmente a las mayores subidas impositivas que se llevaron a cabo en estos países, pero también a las reformas estructurales implementadas en los mismos orientadas a ganar competitividad que han redundado en una reducción de la estructura de costes y, por ende, de los precios finales. Esta situación es más que probable que continúe en el horizonte de previsión, pero contrasta con la situación en los países del centro de Europa, especialmente Alemania, donde la solidez del gasto privado junto con las peticiones de salarios más altos –en un contexto de fuerte moderación salarial durante la crisis– podría terminar presionando al alza los precios. Por otra parte, el consumo privado en Francia se ha mantenido relativamente robusto, lo que apunta a que la inflación también se mantendrá estable, para acelerarse algo en el horizonte de previsión. Estas dos economías, que pesan un 47% en el conjunto de la zona, deberían garantizar que, aunque moderada, la inflación de la zona euro se mantenga lejos de la zona peligrosa. En un escenario de recuperación progresiva de la eurozona, la inflación debería aumentar a partir del segundo trimestre.

No obstante, en el horizonte de previsión, las dudas continúan sin disiparse completamente, asociadas en muchos casos a la incertidumbre sobre las presiones inflacionistas, ya que muchas veces además no son observables. La relación entre la evolución de precios y diferentes medidas de actividad (PIB, output gap y cambios de output gap) recogidas en varios de los modelos que utilizamos (curvas de Phillips, una versión del modelo de Smets y Wouters<sup>2</sup> para la zona euro y modelos de series temporales) sugieren en general que parece poco probable que la desinflación se prolongue más allá del primer trimestre de 2014 (probabilidad de menos del 10% de registrar tasas de inflación negativas) (véanse los Gráficos R.2.7 y R.2.8).

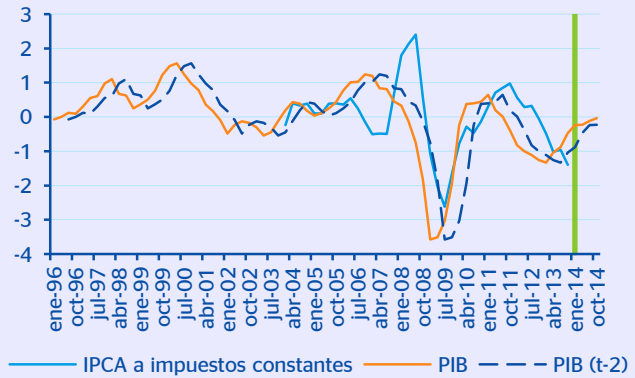
Gráfico R.2.7  
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research a partir modelo Smets&Wouters

Por lo tanto, en nuestro escenario central, con el BCE atento y dispuesto actuar de manera "decidida", en palabras del presidente Draghi, parece bastante difícil que se produzca un episodio de deflación. Incluso aunque tuviese lugar alguna perturbación adicional sobre la economía europea, sería posible que se registrasen tasas de inflación negativas, pero no durante un periodo prolongado de tiempo.

Gráfico R.2.8  
UEM: PIB e inflación (desviaciones respecto a la media)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Pero entonces, ¿cuál podría ser el desencadenante más peligroso que llevara a la zona euro a territorio deflacionista? Sin lugar a dudas, y el BCE es bastante consciente de ello, un cambio de expectativas sobre la evolución de los precios en el medio y largo plazo, ya sea porque se anticipen caídas de precios, o porque los agentes económicos pasen de formarse las expectativas de forma racional a formárselas de manera adaptativa tras un periodo prolongado de tasas de inflación bajas, como resultado de una pérdida de credibilidad en la autoridad monetaria para cumplir con su objetivo de estabilidad de precios. Una vez las expectativas de inflación se acomodan a una situación de menor inflación o de deflación, los típicos mecanismos deflacionarios pueden hacer que la inflación negativa sea un nuevo equilibrio.

Este escenario es poco probable en tanto en cuanto el BCE se muestre vigilante y preparado para responder. Dadas las reticencias del banco central ante la incertidumbre asociada a las medidas no estándar, tanto por su impacto como sobre la retirada, y teniendo en cuenta que la probabilidad de deflación es aún pequeña, probablemente lo más adecuado es el reforzamiento explícito de la política de *forward guidance*, por la importancia de mantener ancladas las expectativas de inflación (véase el Recuadro 1).

2: Smets, F. and R. Wouters, "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", ECB Working Paper Nº 171, August 2002



## 4. Perspectivas: continuará la lenta recuperación

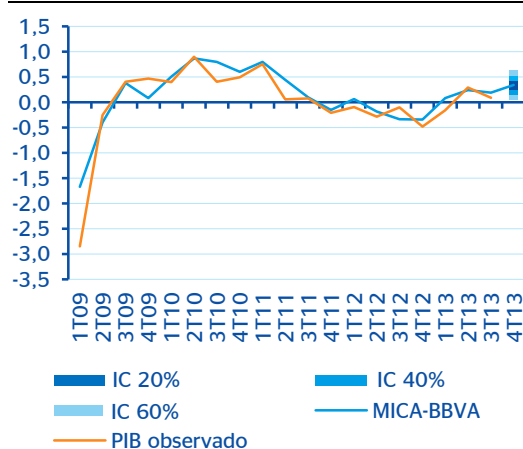
### Continúa la recuperación, con un crecimiento moderado en 2014 que se acelerará en 2015

Los indicadores económicos durante los últimos tres meses apuntan a que la recuperación en la zona euro habría ganado algo de tracción, incluida la periferia, tanto a finales de 2013 como a principios de este año. Por un lado, los indicadores de confianza mejoraron considerablemente y se sitúan alrededor de su media histórica (consistentes con un crecimiento medio del PIB de alrededor del 0,4% t/t en el último trimestre de 2013), mientras que los indicadores reales, sobre todo en noviembre, apuntan en la misma dirección, con la demanda doméstica apoyando el crecimiento y complementando la contribución positiva de las exportaciones netas.

Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA<sup>3</sup> estima, en concreto, un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0,3% t/t en 4T13 en la zona euro (véase el Gráfico 4.1), tras el 0,1% t/t de 3T13, y apunta a que el ritmo de la recuperación se podría mantener relativamente estable en 1T14 (aunque los datos son todavía muy limitados). No obstante, los datos reales de diciembre hacen que sigamos siendo cautos sobre el ritmo de la recuperación. Con esta estimación para 4T13, mantenemos nuestra previsión durante los últimos seis meses de que el PIB de la zona euro se habría contraído un -0,4% en 2013.

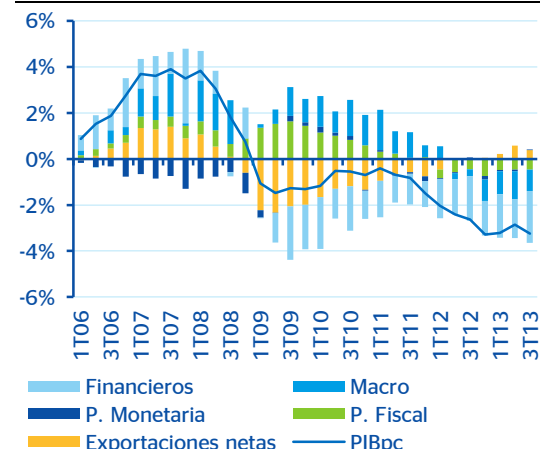
Por países, el crecimiento de Alemania se habría mantenido estable alrededor del 0,3% t/t en el último trimestre de 2013 para crecer un 0,5% en el conjunto del año, mientras que la economía francesa habría avanzado de nuevo (alrededor del 0,2%) y, por lo tanto, habría terminado creciendo un tímido 0,2% el año pasado. En la periferia, el ritmo de recuperación gana impulso en España (0,3% t/t tras el 0,1% t/t en 3T13), mientras que en Italia es probable que ya se haya registrado un ligero crecimiento (0,1% t/t). A pesar de ello, en el conjunto de 2013, tanto la economía española como la italiana se contrajeron bastante, un -1,2% y un -1,8%, respectivamente.

Gráfico 4.1  
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.2  
UEM: descomposición del PIB por población en edad de trabajar (componente cíclico)



Fuente: BBVA Research

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

En general, el desempeño económico a finales de 2013 estuvo en línea con nuestras previsiones de los últimos trimestres, reflejando en parte que la gestión de la crisis en el conjunto de la zona euro se desarrolló de acuerdo a lo esperado (véase la Sección 3), y que se dejó notar en una mejora del ciclo ayudado por la contención de las tensiones financieras, junto con unas políticas más acomodaticias (tanto fiscal como monetaria) así como la mejora de la demanda global<sup>4</sup> (véase el Gráfico 4.2).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro escenario sigue contemplando que la dinámica ya observada en la segunda mitad del pasado año se irá consolidando este año, con la demanda doméstica tomando el relevo de las exportaciones a lo largo de 2014, y mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 1,1% para la zona euro. Por primera vez, presentamos nuestras previsiones para 2015, que recogen que la economía ganará tracción hasta crecer un 1,9%, impulsada principalmente por el aumento de la inversión. Estas previsiones suponen que a finales de 2015 el nivel del PIB tan solo habría alcanzado los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008) y la brecha de producción continuaría siendo negativa.

El crecimiento de la zona seguirá estando liderado por la economía alemana este año, pero esperamos que el crecimiento de Francia y de las economías periféricas converja hacia las tasas registradas en los países del centro de Europa ya en 2015 (véase el Gráfico 4.3).

## La recuperación de la demanda interna se consolidará en 2014, con la recuperación paulatina del consumo privado...

La lenta corrección y recuperación de los determinantes de la demanda interna a lo largo del año pasado ya se reflejó en una gradual mejora de la misma a partir de 2T13, si bien en el conjunto del año su contribución al crecimiento fue negativa (-0,9pp). Dicha recuperación incipiente se irá consolidando a lo largo de 2014 (en el que esperamos que su contribución al crecimiento sea de +0,8pp) y debería tomar paulatinamente el relevo de las exportaciones netas, para convertirse en el principal motor del crecimiento en 2015 (+1,7pp) (véase el Gráfico 4.4).

El consumo privado, aunque moderado, volverá a ayudar al crecimiento del PIB en el horizonte de previsión, también en la periferia. Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento lento que viene registrando desde 2T13 habría continuado a finales de año. La confianza de los consumidores aumentó significativamente hasta alcanzar su media histórica, apoyada por la estabilización del mercado de trabajo durante el último año (en torno al 12%) y por las mejores expectativas para los próximos meses. Esto también se está reflejando en el crecimiento moderado, pero estable, que registraron las ventas al por menor el año pasado, y apunta a que el consumo privado habría vuelto a aumentar alrededor de un 0,1% t/t en el último trimestre de 2013.

Para el horizonte de previsión, los soportes del consumo privado continuarán reforzándose, dado que las mejores expectativas para el mercado de trabajo (creación de empleo algo menor del 1% en 2015) se reflejarán en un aumento de la compensación por empleado en un contexto de baja inflación (1% en 2014 y 1,4% en 2015). Esto redundará en que la renta disponible de los hogares continuará estancada este año (como se viene observando a lo largo de 2013) para ya aumentar en 2015 (0,6%), apoyado además por la paulatina reducción de la tasa de ahorro por motivos precautorios. Con todo esto, tras la contracción en 2013 de un -0,5%, el consumo privado debería aumentar en torno a un 0,7% y un 1,2% en 2014 y 2015, respectivamente. No obstante, este ritmo de crecimiento es claramente inferior a los registrados antes de la crisis (un promedio de 2,3% en el período 1995-2008), reflejando que todavía pesará sobre las decisiones de los consumidores el proceso de ajuste del endeudamiento de los hogares, junto con unas todavía restrictivas condiciones de crédito.

4: De acuerdo a nuestro modelo dinámico de equilibrio general. Para una descripción más detallada del modelo véase Europe Economic Watch, "Bank lending and business cycle in EMU: a slow and fragile recovery" en: [http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Europe\\_Economic\\_Watch\\_190711\\_tcm348-263401.pdf?ts=1122011](http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Europe_Economic_Watch_190711_tcm348-263401.pdf?ts=1122011).

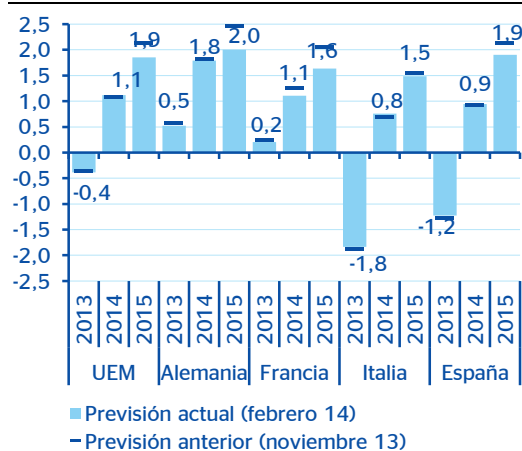
### ... la aceleración de la inversión, sobre todo en 2015...

A pesar de la recuperación paulatina del consumo, todavía sigue siendo fundamental el apoyo de la demanda global para tirar de la inversión, lo que, junto con la relajación de las condiciones crediticias, redundará en un aumento significativo de este componente en 2015. En concreto, la inversión ya ha registrado tasas de crecimiento moderadas en los dos trimestres centrales de 2013, principalmente aquella destinada a los bienes de equipo, más beneficiada de la robustez de la demanda global, mientras que el deterioro de la inversión en construcción se fue moderando, incluso para crecer ligeramente ya en 3T13. Los indicadores más recientes apuntan a que esta tendencia debería continuar en los próximos trimestres (con aumentos significativos de la producción de bienes intermedios y de equipo, y mejora de los pedidos), aunque todavía muestre cierta debilidad este año (1,6% tras -3,1% en 2013, según nuestras previsiones) por la todavía alta incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda futura y las restrictivas condiciones crediticias. No obstante, en la medida en que éstas continúen relajándose (con la unión bancaria en marcha y la conclusión de los ejercicios de evaluación del sistema bancario), que continúen aumentando los beneficios empresariales y con la capacidad utilizada en sus niveles históricos, esperamos un claro rebote de la inversión en 2015 (5%). A pesar de esta aceleración, el ratio de inversión todavía continuaría en mínimos históricos a finales del horizonte de previsión (19%, alrededor de 3pp por debajo de los niveles de antes de la crisis), tras la fuerte caída de la inversión registrada desde 2008.

### ... y una ligera recuperación del consumo público

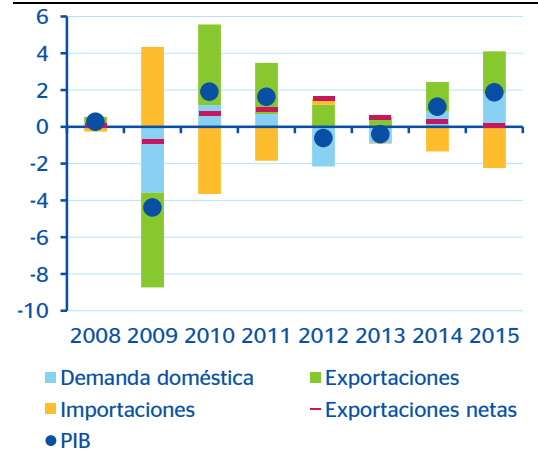
Finalmente, el menor ritmo del ajuste fiscal también apoyará el crecimiento en el horizonte de previsión. La relajación de los objetivos fiscales en varios estados miembros a mediados del pasado año estuvo en parte detrás de la mejora cíclica de la economía, especialmente en la periferia, donde desapareció el lastre del consumo público o, al menos, se moderó, junto con el efecto indirecto positivo que posiblemente tuvo sobre la confianza. Con todo esto, el consumo público podría haber aumentado alrededor de un 0,3% en 2013 en el conjunto de la zona euro y esperamos que aumente algo más tanto en 2014 como en 2015 (0,5% y 0,7%, respectivamente). A pesar de ello, la política fiscal continuará siendo restrictiva en el horizonte de previsión, si bien el esfuerzo fiscal para alcanzar el objetivo del equilibrio estructural de las cuentas públicas será menor que el realizado en 2012 y 2013.

Gráfico 4.3  
UEM: previsiones crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4  
UEM: contribución al crecimiento del PIB (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## Las exportaciones netas irán perdiendo importancia relativa ya en 2014, aunque las ventas al exterior continuarán siendo robustas y determinantes para el crecimiento

Algunos de los factores detrás de la moderación de las exportaciones a lo largo de 2013 ya se desvanecieron en la parte final del año, como la desaceleración transitoria de la demanda global de principios de año (que acabó con un menor crecimiento mundial en 0,3pp respecto a 2012, hasta, el 2,9% en 2013) o la apreciación del euro durante el segundo semestre del año (alrededor de un 5,3% nominal efectivo), que en parte se compensó por la baja inflación en la zona euro vía diferenciales de precios (4,4% en términos reales). Los datos más recientes de balanza comercial apuntan que las exportaciones (hasta noviembre) habrían aumentado nuevamente a finales del pasado año (0,7% en octubre-noviembre sobre 3T13), impulsada por las ventas a otros países de la Unión Europea (2,3%) y Asia (2%). Estas cifras están en línea con nuestro escenario, que recoge un crecimiento relativamente robusto de las exportaciones (1% t/t y 1,2% en 2013) mayor que el de las importaciones (0,8% t/t y 0,2%), dado que la demanda doméstica es aún débil, por lo que las exportaciones netas volverán a contribuir positivamente al crecimiento trimestral del PIB en 4T13 (0,1pp, tras -0,4pp en 3T13 y 0,5pp en el conjunto de 2013). Los datos de pedidos procedentes del exterior disponibles hasta enero apuntan a que esta tendencia debería proseguir en los próximos meses.

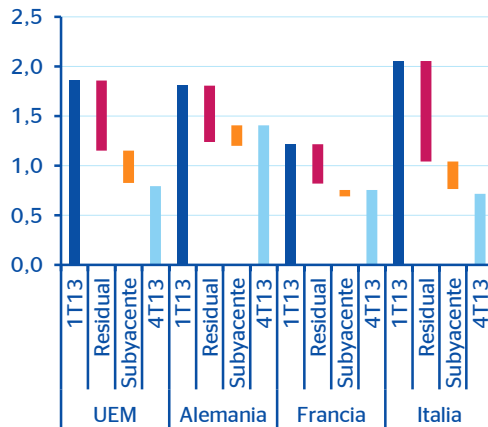
En el horizonte de previsión, las exportaciones deberían crecer nuevamente a un ritmo relativamente fuerte (nuestra previsión es de 3,5% en 2014 y 4,9% en 2015, frente al crecimiento medio del 6% entre 1995 y 2008) sustentadas por la aceleración del crecimiento mundial, en particular de los principales socios comerciales de la unión monetaria. En concreto, las exportaciones a los países de Europa que no pertenecen a la zona euro representan alrededor del 46% del total de las exportaciones y se espera que en el horizonte de previsión crezcan por encima del 2%, mientras que las destinadas a Asia (con un crecimiento esperado algo por encima del 5%) representan un 23% y las destinadas al continente americano, donde se espera un crecimiento robusto, algo menos del 20%. A lo anterior, se une el debilitamiento del euro que esperamos en los próximos trimestres junto con el diferencial positivo de precios, dadas las bajas tasas de inflación en la zona euro.

La robustez de las exportaciones será determinante en el aumento de la inversión, pero el mayor dinamismo de las importaciones irá reduciendo el peso de la contribución de las exportaciones netas al crecimiento hasta los 0,3pp y los 0,2pp en 2014 y 2015, respectivamente, desde los 0,5pp de 2013 (véase el Gráfico 4.4).

## La estabilización del mercado de trabajo se prolongará en 2014, con un crecimiento moderado del empleo en 2015

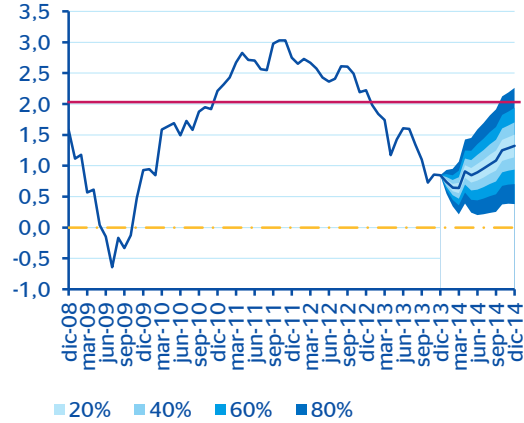
La estabilización del mercado de trabajo durante el último año (alrededor del 12%) ha ido mostrando señales algo más optimistas con el paso de los trimestres. Así, mientras que en la primera parte del año la estabilización de la tasa de desempleo reflejó una caída de la población activa que compensó la destrucción de empleo, durante el segundo semestre el empleo podría haberse estancado o haber aumentado ligeramente (0,1% t/t en 3T13), si bien la mejora de las expectativas habría animado a un parte de la población a volver a buscar empleo, aumentando la población activa. Nuestro escenario recoge que esta tendencia continuará a lo largo de este año, con el empleo y la población activa creciendo alrededor de un 0,1% y que se reflejará en una tasa de desempleo relativamente estable, en un 12% en el conjunto del año tras el 12,1% de 2013. Para 2015, la aceleración del crecimiento y de la demanda interna junto con la significativa reducción de la incertidumbre debería animar la contratación de trabajadores por las empresas, esperando un crecimiento del empleo del 0,7% y una reducción de la tasa de paro hasta el 11,6%.

Gráfico 4.5  
UEM: inflación (% y/y)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4.6  
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## La inflación se mantendrá por debajo del 1% durante el primer semestre de 2014 y claramente por debajo del objetivo del BCE en el horizonte de previsión

La inflación se desaceleró significativamente, y más de lo esperado, en el último trimestre de 2013 hasta el 0,8% a/a, desde el 1,3% a/a observado en 3T13. Detrás de esta desaceleración estuvo la caída de los precios de los productos energéticos y la moderación de la inflación de los alimentos no elaborados (ambos explican 0,3pp de la desaceleración), pero también una ligera moderación en el crecimiento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados (que explican a partes iguales los restantes 0,2pp) hasta situar la inflación subyacente en el 1% a/a en 4T13 (véase el Gráfico 4.5).

A lo largo de todo 2013 continuó la moderación de los precios que se inició a finales de 2012, tras haberse mantenido la inflación tanto general como subyacente relativamente estable alrededor del 2,5% a/a y del 2,3% a/a, respectivamente, durante 2011 y gran parte de 2012. Este comportamiento responde principalmente a la desaparición de los efectos base originados por las diferentes subidas impositivas implementadas en varios estados miembros, principalmente en la periferia, asociados a los programas de ajuste fiscal que se llevaron a cabo a mediados de 2010 y 2011 (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España) y 2012 (España). Como resultado, la inflación media anual se situó en el 1,4% en 2013 (2,5% en 2012) y en el 1,3% la subyacente (1,8% en 2012).

Si se descuenta de la evolución de los precios el impacto de las subidas impositivas para analizar la respuesta de los mismos a la actividad económica, se puede observar que la inflación tanto general como subyacente fluctuó alrededor de las tasas anuales actuales (0,9% a/a) desde el segundo trimestre de 2013 (véase el Recuadro 2).

Por esto, aunque revisamos significativamente a la baja nuestra previsión de inflación general y subyacente para este año hasta el 1% y el 0,9%, respectivamente (desde 1,4% y el 1,2% de hace tres meses), dado nuestro escenario de crecimiento y los supuestos de política económica que incorporamos (un BCE listo para actuar y mantener ancladas las expectativas de inflación), creemos que el proceso desinflacionista no irá más allá del primer trimestre de este año, con tasas anuales de inflación que podrían desacelerarse en una o dos décimas hasta marzo tras el 0,7% a/a avanzado para enero (véase el Gráfico 4.6). Posteriormente, esperamos que la inflación aumente ligeramente a partir del segundo trimestre y de manera más notable a final de año, hasta alcanzar tasas de alrededor del 1,2%/1,3% a/a, por lo que la probabilidad de que se registren tasas de inflación negativas este año sigue siendo moderada, de alrededor del 10%, si bien el sesgo para este escenario continúa siendo a la baja. Para 2015, esperamos que tanto la inflación general como la subyacente aumenten ligeramente hasta el 1,4% y el 1,2%, respectivamente.

## Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

### Alemania: sólida recuperación sustentada por la robustez tanto de factores domésticos como externos

PIB: +0,5% en 2013, +1,8% en 2014, +2,0% en 2015

**Datos recientes:** tras la volatilidad del PIB a finales de 2012 y principios de 2013 (-0,5% t/t en T13, 0% t/t en 1T13 y 0,7% t/t en 2T13), debido a factores temporales, el crecimiento se mantuvo estable en 2S13 (BBVA Research: 0,3% t/t en 4T13 tras 0,3% t/t en 3T13). La continua mejora del mercado de trabajo se reflejó en un significativo aumento de la renta disponible y de la confianza de los consumidores, y aunque contrasta con unos datos menos optimistas de las ventas al por menor, sugieren que el consumo privado habría continuado creciendo a tasas modestas. Por otro lado, los datos de producción industrial tanto de bienes intermedios como de equipo también sugieren que el aumento de la inversión desde 2T13 se estaría consolidando, soportado también por pedidos externos. Esto está en línea con los datos de balanza comercial que mostraron una aceleración del crecimiento de las exportaciones hasta noviembre (sobre todo las destinadas a la zona euro, Estados Unidos y Asia), mayor que el de las importaciones, y que apuntan a una nueva contribución positiva de las exportaciones netas. Los indicadores de confianza sorprendieron al alza en los últimos meses, especialmente las manufacturas y los pedidos del exterior, situándose significativamente por encima de la media histórica (crecimiento medio del PIB: 0,4% t/t) y apuntando a que la recuperación estaría ganando tracción en 1T14, poniendo un sesgo al alza en nuestra previsión de crecimiento del 0,4% t/t.

**Perspectivas para 2013, 2014 y 2015:** a pesar de la moderación del crecimiento en 2013 hasta el 0,5% (0,9% en 2012), descontando los factores temporales descritos más arriba, la economía avanzó a un ritmo robusto y mostró ya síntomas de que la consolidación tanto de la demanda doméstica como de la global están llevando a materializarse los planes de inversión. El mayor crecimiento global así como el debilitamiento del euro esperado para este año permitirán que las exportaciones continúen creciendo a un ritmo robusto en el horizonte de previsión. Esto unido al crecimiento del gasto de los hogares, sustentado por las buenas condiciones del mercado de trabajo y una inflación moderada, facilitarán el rebote de la inversión, favorecida además por las expectativas de bajos tipos de interés durante un periodo prolongado.

**Inflación:** descontando la volatilidad en la evolución de los precios debido a cambios metodológicos, la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable en el 1,5% a/a en 4T13, mientras que la general se desaceleró hasta el 1,3% a/a (tras haberse mantenido estable alrededor del 1,7% a/a los meses anteriores del año) debido principalmente a la caída de los precios de los productos energéticos. Para los próximos meses, esperamos que la inflación se mantenga relativamente estable alrededor de la inflación avanzada para enero del 1,2% a/a, para aumentar ligeramente a partir de abril y resultar en una inflación media anual del 1,5% en 2014 y del 1,7% en 2015.

**Política fiscal:** Los últimos datos de ejecución presupuestaria, disponibles sólo para el gobierno federal, apuntarían a que el saldo fiscal del gobierno general registró un ligero superávit en 2013 (0,1% del PIB). Las cuentas federales registraron en 2013 un déficit de €-22,3mm (-0,8% del PIB), unos €-3,1mm (-0,1% del PIB) por debajo del objetivo. Para el 2014 y 2015, preveemos que las cuentas fiscales del gobierno general nuevamente registren ligeros superávits (0,2% del PIB y 0,3% respectivamente); por otra parte, la deuda disminuiría a razón de 2,5 puntos por año hasta alcanzar 74,5% del PIB en 2015.

### Francia: la incertidumbre continúa y se dejará notar en un crecimiento moderado en el horizonte de previsión

PIB: 0,2% en 2013, 1,1% en 2014, 1,6% en 2015

**Datos recientes:** Desde mediados de 2012 la evolución de la economía ha sido muy irregular, alternando aumentos con caídas de la actividad, que resultaron en el estancamiento del PIB en los últimos dos años, sin señales claras de recuperación. No obstante, desde el segundo trimestre de 2013 se han observado señales algo más positivas, sobre todo el aumento de la inversión -maquinaria y transporte-, mientras que el consumo privado siguió mostrándose resistente y el retraso del ajuste fiscal permitió un mayor apoyo del consumo público. Los indicadores más recientes apuntan a que el consumo privado y la inversión habrían crecido nuevamente en 4T13 (aunque el estancamiento de las ventas al por menor contrasta con el fuerte aumento del gasto de los hogares), mientras que los datos de producción industrial también apuntan a una mejora de la actividad. Respecto al sector exterior, la caída de las exportaciones se habría moderado, mientras que se espera una significativa caída de las importaciones. Con todo, se espera que la menor contribución negativa de las exportaciones netas compense en parte la desaparición de la significativa contribución de inventarios, en línea con nuestro escenario de un crecimiento del 0,2% t/t en 4T13. Los indicadores de confianza muestran señales mixtas en los últimos meses, pero estarían mejorando respecto al último trimestre del pasado año, por lo que espera que la recuperación continúe a un ritmo relativamente estable en el primer trimestre del año (0,3% t/t).

**Perspectivas para 2013, 2014 y 2015:** Tras el magro crecimiento esperado para 2013 (0,2%), nuestro escenario contempla que las señales de recuperación observadas en los últimos trimestres se consolidarán a lo largo del año. La mejora de la confianza de los agentes económicos, apoyado también en parte por la menor incertidumbre sobre la situación en el conjunto de la zona euro, se dejará notar en un mayor crecimiento del consumo privado y en la recuperación de la inversión. No obstante, a diferencia de la economía alemana, la inversión se beneficiará menos de la robustez de la demanda global, ya que las exportaciones continúan orientadas fundamentalmente a los estados miembros, con menor peso tanto de aquellas destinadas a los países del centro de Europa como a las economías emergentes, por lo que esperamos un crecimiento mucho más moderado tanto de las exportaciones como de la inversión en el horizonte de previsión. Finalmente, el apoyo del consumo público se reducirá ante la implementación de una política fiscal algo más restrictiva encaminada a cumplir con los objetivos fiscales.

**Inflación:** Tras la desaceleración observada a finales de 2012 y el primer trimestre de 2013, tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron relativamente estables fluctuando alrededor del 0,8% a/a observado a finales de 2013. A pesar del aumento del IVA en enero de este año, éste parece haber sido moderado, y dada la debilidad de la demanda es probable que se traslade solo una pequeña parte a los precios finales. Con todo esperamos que la inflación aumente ligeramente y se mantenga fluctuando alrededor del 1% en lo que queda de año.

**Política fiscal:** Las últimas previsiones del gobierno presentadas en octubre pasado, indicaban un déficit de -4,1% del PIB para el 2013, 0,4pp por encima del objetivo (-3,7% del PIB), los últimos datos de ejecución presupuestaria confirmarían esta previsión. Para el 2014 y 2015, preveemos que el déficit se irá reduciendo hasta el -3,6% y -2,9%, respectivamente. En 2015 el déficit estructural se situaría en -2% del PIB, lo que supone una consolidación fiscal de 2pp, tras el -4% estimado para en 2012. La deuda alcanzaría un máximo del 95,1% del PIB en 2014, para caer al 93,7% en 2015, tras el 93,4% esperado para 2013.

## Italia: lenta salida de la recuperación sustentada por la demanda externa, que ganaría impulso en 2015

PIB: -1,8% en 2013, +0,8% en 2014, +1,5% en 2015

**Datos recientes:** Tras ocho trimestres en recesión, la caída de la actividad se fue moderando en la primera mitad de 2013 para estancarse en el tercer trimestre. Detrás de este comportamiento estuvo principalmente el apoyo de las ventas al exterior, pero también el menor lastre tanto del consumo privado como de la inversión. Los indicadores disponibles apuntan ya hacia un ligero crecimiento en el cuarto trimestre. Por un lado, la producción industrial mostró un sólido crecimiento hasta noviembre, mientras que el aumento de los pedidos (también los domésticos) anticipa la sostenibilidad de la recuperación del sector, y debería continuar reflejándose en el incipiente aumento de la inversión. Los datos de ventas al por menor sugieren que el gasto de los hogares continuará muy débil, aunque no se atisba que empeore a pesar del ligero deterioro del mercado del trabajo. Por lo tanto, el crecimiento trimestral esperado en el último trimestre de 2013 habría estado sustentado en la contribución positiva del sector exterior, debido sobre todo a la caída de las importaciones, con las exportaciones mostrando ciertos signos de debilidad, pero con mejores perspectivas tras el marcado rebote de los pedidos procedente del exterior. Finalmente, los indicadores de confianza mejoraron significativamente en los últimos meses, especialmente en diciembre, con los PMIs apuntando a tasas de crecimiento más robustas impulsadas por la recuperación del sector industrial que se beneficiará de la demanda global.

**Perspectivas para 2013, 2014 y 2015:** La lenta salida de la recesión resultó en una fuerte contracción del PIB en 2013, pero las mejores expectativas de la demanda global y la consolidación del crecimiento en la zona euro apoyará una recuperación impulsada por las exportaciones en el horizonte de previsión, favorecidas además por el moderado aumento de los precios domésticos. Respecto a la demanda doméstica, nuestro escenario contempla que tanto el consumo privado como la inversión mejoren gradualmente en los próximos trimestres, si bien las decisiones de los agentes continuará lastrada por la incertidumbre política así como por las adversas condiciones de financiación, a pesar de que el progreso hacia la unión bancaria irá reduciendo paulatinamente la fragmentación de los mercados financieros. Finalmente, el ajuste fiscal continuará pesando sobre el crecimiento, con una nueva reducción del consumo público en 2014.

**Inflación:** la inflación se estabilizó en torno al 0,7% a/a en los últimos meses de 2013 desde tasas anuales relativamente estables de alrededor del 1,3% en los dos trimestres anteriores. Esta evolución de los precios respondió principalmente la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos, mientras que la desaceleración de la inflación subyacente fue mucho más moderada, hasta alrededor del 1% a/a a finales del pasado año. Estos datos muestran un impacto moderado de la subida del IVA en octubre, dada la debilidad de la demanda doméstica. Para los próximos meses, esperamos una tasa de inflación alrededor de los bajos niveles actuales para aumentar ligeramente durante el segundo semestre y promediar una inflación media anual del 0,8% y del 1,2% en 2014 y 2015, respectivamente.

**Política fiscal:** Los datos más recientes de ejecución presupuestaria muestran un déficit por encima del objetivo del 3%. Sin embargo, una vez excluidos los gastos extraordinarios que no contabilizan para el procedimiento de déficit excesivo (pago de deudas de la administración pública y participación en la ampliación de capital a favor del Banco Europeo de Inversiones, entre otros), el déficit podría quedar finalmente cerca del objetivo del 3%. Prevedemos que en 2014 y 2015 el déficit siga disminuyendo, hasta alcanzar -2,5% y -1,9%, respectivamente. El ajuste del déficit estructural en 2013 rondará medio punto de PIB si finalmente cumplen con el objetivo del 3%, con lo cual el esfuerzo fiscal necesario para un equilibrio estructural quedaría en 1,5% del PIB. Por otra parte, la deuda alcanzaría en 2013 el 133,2% del PIB, se mantendría prácticamente estable en 2014, y debería descender al 131,5% en 2015.

## España: 2013 fue el año de transición hacia un nuevo ciclo expansivo

PIB: -1,2% en 2013, +0,9% en 2014, +1,9% en 2015

**Datos recientes:** La economía española ligó dos trimestres consecutivos de variaciones positivas en la actividad durante la segunda mitad de 2013 y cerrará el cuarto trimestre con un crecimiento del PIB en torno al 0,3% t/t. En todo caso, este cambio de tendencia fue insuficiente para evitar una caída del PIB del -1,2% en 2013. La contracción de la actividad se debió enteramente al retroceso de la demanda nacional, a pesar de haber vuelto al terreno expansivo en el segundo semestre. Por el contrario, la demanda externa neta habría amortiguado nuevamente el deterioro, a pesar de la corrección transitoria a la baja observada en la parte final del año. De cara al primer trimestre de 2014, la información disponible sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad (MICA-BBVA entre el 0,3% t/t y el 0,5% t/b).

**Perspectivas para 2013, 2014 y 2015:** La mejora de los fundamentales justifica la consolidación de la recuperación a lo largo del próximo bienio. La actividad crecerá en torno al 0,9% en 2014 y se acelerará hasta el 1,9% en 2015, ritmos de crecimiento que serán suficiente para la creación de empleo de manera sostenida desde el inicio de la crisis, pero que no permitirán reducir la tasa de paro de forma significativa. El mayor crecimiento de la economía global, y la de la zona euro en particular, junto con la diversificación geográfica y la depreciación del tipo de cambio efectivo real -apoyada por la devaluación interna y la política monetaria acomodaticia en Europa- reafirmarán la evolución diferencialmente positiva de las exportaciones españolas. A nivel doméstico, se anticipa un tono de la política fiscal menos contractivo que el observado en 2013 y, sobre todo, que en 2012. Asimismo, la restauración de la confianza, la recuperación del empleo, la reducción del coste de financiación, el efecto arrastre de las exportaciones y, por último, el avanzado estado en que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán la recuperación de la demanda interna.

**Inflación:** Los datos del cierre de 2013 confirmaron que el repunte de los precios del consumo observado en la parte inicial del ejercicio económico no respondía a presiones inflacionistas en el mercado interno, sino a factores exógenos a la demanda, tales como el aumento del IVA y el de algunos precios regulados en el otoño de 2012. Una vez disipados estos factores, tanto la inflación general como la subyacente se desaceleraron rápidamente en el segundo semestre del año, hasta alcanzar respectivamente el 0,3% a/a y el 0,2% a/a en diciembre (1,4% a/a en promedio para el conjunto de 2013 en ambos casos). Para el horizonte de previsión, se espera que la inflación continúe en niveles reducidos (0,5% en 2014 y 1% en 2015).

**Política fiscal:** Pese a que se espera que el ajuste fiscal haya continuado durante 4T13, es probable que no sea suficiente como para corregir los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos durante los trimestres precedentes, y el incremento esperado tanto de los intereses como de las prestaciones sociales (excluidas las prestaciones por desempleo). Se estima un déficit en 2013 en torno al 7% del PIB, casi medio punto por encima del objetivo (6,5%). No obstante, los efectos positivos de la recuperación junto con el impacto de las medidas de ajuste durante estos años permitirán que el déficit en 2014, excluidas las ayudas al sector financiero, se sitúe en torno al 5,8% del PIB, en línea con el objetivo. Para 2015, en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit se mantendría en torno al 5% del PIB, por encima del -4,2% acordado para dicho año.

## 5. Tablas

Tabla 5.1  
Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>
Consumo privado	0,3	-1,4	-0,5	0,7	1,2
Consumo público	-0,1	-0,5	0,3	0,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	1,8	-3,9	-3,1	1,6	5,0
Inventarios (*)	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	6,7	2,7	1,2	3,5	4,9
Importaciones (bienes y servicios)	4,7	-0,8	0,2	3,3	5,1
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>Precios</b>					
IPC	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4
IPC subyacente	1,7	1,8	1,3	0,9	1,2
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	0,3	-0,7	-0,8	0,1	0,7
Tasa desempleo (% población activa)	10,2	11,4	12,1	12,0	11,6
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4	-2,1
Deuda pública (% PIB)	88,2	93,0	95,6	96,1	95,7
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,1	1,2	2,1	2,1	2,0

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2  
Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,8	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,2	1,1	1,6
Italia	0,6	-2,6	-1,8	0,8	1,5
España	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,9	2,6	2,4
América Latina *	4,0	2,6	2,2	2,5	2,6
México	4,0	3,7	1,2	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,2	2,5	1,9
EAGLES **	6,7	5,0	4,8	5,2	5,4
Turquía	8,5	2,4	3,9	1,5	5,2
Asia-Pacífico	6,0	5,3	5,2	5,3	5,4
Japón	-0,4	1,4	1,7	1,5	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Asia (exc. China)	3,7	3,5	3,4	3,7	4,0
Mundo	4,0	3,2	2,9	3,6	3,9

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela  
\*\* Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía  
Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014  
Fuente: BBVA Research



Tabla 5.3  
**Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)**

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3,1	2,1	1,5	2,3	2,4
UEM	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4
Alemania	2,5	2,1	1,6	1,5	1,7
Francia	2,3	2,2	1,0	1,0	1,2
Italia	2,9	3,3	1,3	0,8	1,2
España	3,2	2,4	1,4	0,5	1,0
Reino Unido	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
América Latina *	8,0	7,5	8,9	11,6	10,7
México	3,4	4,1	3,8	4,3	3,4
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,1	5,6
EAGLES **	6,0	4,2	4,2	4,4	4,2
Turquía	6,2	8,7	7,6	8,2	5,3
Asia-Pacífico	4,9	3,1	2,9	3,5	3,5
Japón	-0,3	0,0	0,3	2,1	1,5
China	5,4	2,6	2,6	3,3	3,5
Asia (exc. China)	4,5	3,4	3,1	3,7	3,6
Mundo	5,1	4,1	3,8	4,1	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.4  
**Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-3,0	-2,7	-2,5	-2,5	-2,1
UEM	0,1	1,2	2,1	2,1	2,0
Alemania	5,7	7,0	7,0	6,1	6,5
Francia	-2,0	-2,3	-1,7	-1,8	-1,7
Italia	-3,1	-0,7	0,7	1,0	0,8
España	-3,8	-1,1	0,9	1,6	1,7
Reino Unido	-1,6	-4,6	-3,6	-2,8	-2,3
América Latina *	-0,9	-1,5	-2,2	-2,1	-2,0
México	-0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-1,6
Brasil	-2,1	-2,4	-3,6	-3,4	-3,2
EAGLES **	0,5	0,2	0,3	0,4	0,6
Turquía	-9,9	-6,9	-7,4	-5,8	-6,3
Asia-Pacífico	1,5	0,9	1,2	1,4	1,7
Japón	2,0	1,0	1,2	1,5	2,0
China	1,9	2,3	2,3	2,5	3,0
Asia (exc. China)	1,3	0,0	0,5	0,6	0,8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.5  
Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-8,7	-6,8	-4,2	-3,4	-2,2
UEM	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	0,1	0,2	0,3
Francia	-5,3	-4,8	-4,1	-3,6	-2,9
Italia	-3,8	-2,8	-3,3	-2,5	-1,9
España *	-9,1	-6,8	-7,0	-5,8	-5,1
Reino Unido **	-7,8	-6,3	-5,7	-5,8	-4,5
América Latina ***	-2,3	-2,5	-2,7	-3,8	-2,9
México	-2,7	-3,2	-2,9	-4,1	-3,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,2	-3,9	-3,2
EAGLES ****	-1,9	-2,3	-2,2	-2,4	-2,3
Turquía	-1,4	-2,1	-1,2	-2,2	-1,6
Asia-Pacífico	-3,7	-3,7	-3,7	-3,4	-3,2
Japón	-10,0	-9,5	-10,0	-8,5	-8,0
China	-1,1	-2,1	-1,9	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-5,4	-4,8	-4,8	-4,0	-3,7

\* Sin ayudas al sector financiero

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.6  
Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	0,75	0,25	0,25	0,50
China	6,56	5,75	6,00	6,00	6,50
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	2,8	1,8	2,3	3,2	3,7
UEM	2,6	1,6	1,6	2,0	2,5
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,78	0,75	0,77	0,75
UEM	1,39	1,29	1,33	1,30	1,33
Reino Unido	1,60	1,59	1,56	1,57	1,62
Japón	79,7	79,8	97,6	110,0	117,1
China (RMB por USD)	6,46	6,31	6,20	5,97	5,85

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Tabla 5.7

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	0,7	0,3	1,0	2,3	0,7	1,1	1,4	1,6
Consumo público	3,2	3,0	1,3	1,0	1,0	0,5	1,0	0,9
Formación bruta de capital fijo	0,6	-11,6	5,2	7,1	-1,3	-0,5	4,5	5,1
Inventarios (*)	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	2,3	-13,0	14,8	8,1	3,8	0,5	3,9	4,3
Importaciones	3,0	-7,8	12,3	7,5	1,8	0,9	4,5	4,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</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>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.8

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	0,2	0,4	1,5	0,5	-0,3	0,3	0,9	1,2
Consumo público	1,2	2,6	1,8	0,5	1,4	1,7	0,6	0,6
Formación bruta de capital fijo	0,1	-10,4	1,2	3,0	-1,2	-2,3	1,8	2,5
Inventarios (*)	0,3	-1,3	0,2	1,1	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones	-0,6	-11,9	9,0	5,6	2,5	0,6	2,2	3,8
Importaciones	0,6	-9,5	8,6	5,3	-0,9	0,7	1,9	2,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</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>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.9

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-0,8	-1,6	1,5	-0,3	-4,2	-2,5	0,1	1,2
Consumo público	0,6	0,8	-0,4	-1,1	-2,6	-0,3	-0,5	0,5
Formación bruta de capital fijo	-3,8	-11,8	0,5	-1,6	-8,4	-5,7	0,7	2,2
Inventarios (*)	0,0	-1,1	1,1	-0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones	-2,8	-17,7	11,2	6,9	1,9	0,1	3,6	4,1
Importaciones	-2,9	-13,6	12,3	1,4	-7,5	-3,2	1,6	3,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.10

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	1,3	-2,3	2,5	-3,3	-5,3	-1,7	0,2	0,7
Consumo público	0,3	4,7	0,1	-5,0	-4,7	-2,3	-1,9	-0,5
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-8,6	-3,1	-10,5	-14,4	-7,8	1,4	3,0
Inventarios (*)	0,0	-1,1	0,9	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-6,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>
Exportaciones	-0,1	-10,9	10,2	6,9	3,2	6,0	5,3	4,9
Importaciones	2,3	-10,0	8,0	-5,3	-6,6	2,5	3,3	4,1
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.11

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-0,6	-3,7	0,2	-1,2	-2,8	-2,4	0,9	1,3
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-1,2	-1,1	1,3
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,9	0,2	5,2
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	0,8	6,0	7,8
Construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-10,2	-3,8	3,1
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-8,4	-3,4	5,0
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-11,8	-4,2	1,5
Inventarios (*)	0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,7	7,6	2,1	5,2	6,5	6,7
Importaciones	-5,2	-17,2	9,3	-0,1	-5,7	0,3	5,2	7,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5.12

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-1,0	-3,6	1,0	-0,4	1,5	2,3	2,2	2,1
Consumo público	2,2	0,6	0,5	0,0	1,6	0,4	0,5	-0,2
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,7	-2,0	6,7	5,8
Inventarios (*)	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,5	0,7	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>
Exportaciones	1,1	-8,7	6,7	4,5	1,1	0,5	2,7	4,2
Importaciones	-1,7	-10,7	7,9	0,3	3,1	0,9	1,8	3,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</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>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

*Economista Jefe de Economías Desarrolladas*

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

Europa

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

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

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

**Pablo Budde**  
pablo.budde@bbva.com

**Massimo Trento**  
massimo.trento@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Financieros

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

**María Martínez**  
maria.martinez.alvarez@bbva.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

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

Análisis transversal de Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

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

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

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

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

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

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

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

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

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

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

*Áreas Globales:*

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

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

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

*Sistemas Financieros y Regulación:*

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

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

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

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

Política de Recuperación y Resolución  
**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global  
**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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