

# Situación Europa

Segundo trimestre 2010

## Análisis Económico

- Perspectiva mundial: retos de cara al futuro para una recuperación sostenible.
- La crisis de deuda soberana, la falta de reestructuración del sector financiero y el fin del estímulo fiscal frenarán la recuperación de la demanda interna, pero el crecimiento del comercio mundial y la depreciación del euro servirán para compensarla en parte.
- La política monetaria se mantendrá adecuadamente acomodaticia como mínimo hasta finales de 2011.
- El reto de la consolidación fiscal es importante, aunque el riesgo de que tenga un considerable efecto negativo en el crecimiento es pequeño.



# Índice

1. Perspectiva mundial: retos de cara al futuro para una recuperación sostenible .....	3
2. Fuerzas que definen la recuperación .....	5
Cuadro 1: la evolución de la crisis soberana en Europa .....	7
3. Una recuperación lenta, mientras la incertidumbre aumenta ...	8
4. La política monetaria se mantendrá adecuadamente acomodaticia como mínimo hasta finales de 2011 .....	14
5. El reto de la consolidación fiscal es importante, aunque el riesgo de que tenga un efecto negativo considerable en el crecimiento es pequeño .....	16
Tablas: resumen de previsiones.....	19

**Fecha de cierre: 17 de junio de 2010**

# 1. Perspectiva mundial: retos de cara al futuro para una recuperación sostenible

## **El motor del entorno internacional fuera de la zona euro son los impulsos cíclicos positivos de los países emergentes y EE.UU., aunque todavía persisten algunas dudas acerca de la solidez del crecimiento global**

La situación cíclica ha mejorado significativamente en los últimos trimestres, impulsada por la recuperación de las economías emergentes y de Estados Unidos. El comercio mundial está creciendo al 7% y según nuestras previsiones el crecimiento mundial alcanzará el 4,2% en 2010. No obstante, una serie de acontecimientos han puesto en tela de juicio la solidez del crecimiento global fuera de la zona euro. En las economías avanzadas, las dudas se han centrado en el riesgo de que la retirada de las medidas de apoyo y las reformas de la regulación financiera pudieran obstaculizar la recuperación. Además, la creciente volatilidad de los mercados originada en Europa y una nueva racha de mayor aversión al riesgo podrían hacer mella en la recuperación del sector financiero, con efectos negativos para la actividad económica. El riesgo de recalentamiento de algunas economías emergentes clave (especialmente en Asia) podría traducirse también en una respuesta desordenada de políticas macroeconómicas muy acomodaticias. Por último, el aumento del riesgo geopolítico en la península de Corea a finales de mayo también afectó negativamente a la confianza de los mercados.

## **Tras el impulso a corto plazo de una expansión monetaria y fiscal mundial sin precedentes, la sostenibilidad de la recuperación no se garantiza más allá del 2010, principalmente en los países desarrollados**

Aunque la recuperación económica a comienzos de 2010 es generalizada, su intensidad varía mucho entre países, como consecuencia de los distintos grados en que se han relajado sus políticas monetarias y fiscales. Estas políticas han resultado particularmente útiles para impulsar el crecimiento cíclico de China y Estados Unidos. Al mismo tiempo, las economías emergentes se benefician de la fortaleza de su propia demanda interna. Por consiguiente, en estas economías la recuperación parece más sostenible, mientras que en los países desarrollados, a medida que desaparecen las políticas expansivas, surgen dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación más allá del año 2010.

## **Se incrementan las divergencias en cuanto a las futuras estrategias de salida de las políticas monetarias: un enfoque gradual en EE.UU. y diversas estrategias en las economías emergentes**

Se prevé un incremento muy gradual de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Se espera que la Reserva Federal inicie un movimiento alcista de los tipos a comienzos de 2011, con tipos de interés que se situarían ligeramente por encima del 1% a finales del mismo año. Aunque el crecimiento económico podría resultar lento en 2010 y años posteriores, el riesgo de que se produzca un retroceso importante de las dinámicas actuales es bastante limitado en EE.UU., donde se vislumbran incipientes presiones inflacionistas. En el caso de las políticas monetarias de las economías emergentes, no hay duda sobre la necesidad de adoptar un sesgo restrictivo a causa de los riesgos crecientes de recalentamiento en algunos países. Dadas las divergencias cíclicas, las estrategias de salida variarán de un país a otro. En algunos, si el ajuste de la política monetaria y otras medidas no se ponen en práctica en breve, aumentarán los desequilibrios macroeconómicos.

**Los mercados financieros han marcado los límites de las políticas fiscales anticíclicas. Las economías con una elevada deuda pública y un limitado desapalancamiento del sector privado resultan extremadamente vulnerables a la evolución alcista de los tipos de interés y a las mayores primas de riesgo**

A pesar del enorme paquete de rescate de Europa, las primas de riesgo siguen siendo elevadas en un clima de incertidumbre acerca de las vías de consolidación fiscal. Un claro resultado de la fragilidad del panorama actual ha sido el creciente contagio a otros países. La historia económica está plagada de ejemplos de contagio excesivo de unos países a otros después de una crisis. En tales casos, la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas tienen mayor peso que las diferencias en los factores fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no parece estar totalmente justificado ni por el canal financiero directo activado por la crisis griega ni por ninguna similitud en los fundamentales. Aunque su justificación podría someterse a debate, para afrontar las presiones de los inversores internacionales se impone la necesidad imperiosa de incrementar la credibilidad de algunos países.

**La consolidación fiscal a largo plazo es el mayor reto de los países desarrollados, especialmente en un momento en que el aumento del riesgo percibido ha exacerbado el nerviosismo de los mercados financieros**

Existe una creciente preocupación acerca de las consecuencias que tendría a largo plazo el aumento de los niveles de deuda pública. Inevitablemente, esta situación daría lugar a presiones alcistas sobre los tipos de interés reales y a un incremento de las primas de riesgo durante un período prolongado. Aunque la reciente situación de contagio desaparezca gradualmente, prevalecerá cada vez más la discriminación entre países en función de la credibilidad de su política fiscal. En sistemas reacios a mayores riesgos, los mercados financieros exacerbaban su comportamiento de cara al futuro.

**La ausencia de una reestructuración decisiva en el sector bancario y el futuro proceso regulador podrían poner en peligro la recuperación**

La incertidumbre que surge desde el sector financiero tiene básicamente dos focos. Por un lado, la lenta reestructuración de la industria financiera, particularmente en Europa, provocará una recuperación sin crédito. Esta es una preocupación creciente, ya que tanto la historia como la evidencia empírica demuestran la importancia de los canales de crédito en las primeras etapas de las recuperaciones económicas. Por otro, existe mucha incertidumbre con respecto a la actual reforma de la regulación. El resultado más probable es que se exijan aumentos significativos en los requisitos de capital y liquidez, lo que podría obstaculizar la capacidad del sector bancario para proporcionar crédito en los próximos años.

## 2. Fuerzas que definen la recuperación

**Se esperaba que la retirada del estímulo fiscal en Europa hiciera disminuir el crecimiento a comienzos de este año. Ahora, la necesidad de consolidación de los presupuestos de las administraciones públicas, acelerada por la presión de los mercados en algunos países, frenará el crecimiento, pero no mucho**

El debate sobre la política fiscal ha cambiado rápidamente, pasando de la preocupación sobre una profunda depresión mundial que tenía que combatirse en parte mediante estímulos fiscales a la preocupación acerca de unas deudas y déficits públicos excesivos. A finales de 2008, con la profunda recesión del comercio y la actividad mundial que estaba teniendo lugar, se creó un consenso sobre la necesidad de un estímulo fiscal fuerte tanto a nivel global como a nivel europeo, con cierta reticencia inicial en Alemania, que terminó, no obstante, por aprobar el mayor estímulo dentro de la UE. El objetivo del plan coordinado era evitar la depresión y la deflación. Durante el transcurso de 2009 fue evidente que algunos elementos de esa ayuda fiscal llevaron a un mayor crecimiento, en particular la ayuda al sector automovilístico y, en Alemania, las subvenciones al empleo. Esos fueron los elementos más evidentes de los planes fiscales, pero es probable que muchas otras medidas tuvieran también un impacto (aunque menos visible).

Una vez que el efecto del estímulo ayudó a evitar lo peor y elevó el crecimiento de Europa en torno al tercer trimestre del año (un poco antes de lo que pensábamos), no podemos esperar mucha ayuda por el lado fiscal en 2010, aunque en Alemania y Francia siguen vigentes algunas de las medidas aprobadas, y el centro de atención ha pasado a ser la estrategia de salida y sus efectos en la actividad. La mayoría de los países presentaron planes de consolidación a Bruselas a finales de 2009 con el objetivo de llegar a un déficit por debajo del 3% del PIB en torno a 2013. Otras medidas recientes tienen como objetivo dar contenido a aquellos planes y ofrecer detalles para la reducción del déficit que, por lo general, comenzará en 2011, aunque en algunos países del sur de Europa el ajuste comenzará ya este año.

Es probable que el efecto de la consolidación sobre el crecimiento del PIB no sea muy grande, ya que los efectos negativos sobre la demanda podrían compensarse con los efectos no keynesianos sobre la confianza y la actividad a través de un mecanismo de exclusión invertido, especialmente en los países meridionales donde los déficits son mucho más altos y también son mayores las posibles ganancias. Además, gran parte de esta consolidación fiscal no llega por sorpresa, ya que la reducción del déficit una vez comenzada la recuperación ya se había incorporado en las previsiones de crecimiento. Solo se produce un impacto en aquellos casos en que los recortes son más rápidos de lo previsto, aunque en la economía española calculamos que los efectos serán limitados (4 décimas entre 2010 y 2011 debido a los recortes aprobados que ascienden a 1,5 puntos porcentuales del PIB).

**La falta de reestructuración del sector financiero europeo, especialmente en comparación con el de EE.UU., es uno de los principales factores están detrás de la lenta recuperación de Europa, como venimos observando desde que emergieron los brotes verdes hace un año. Esta opinión no ha cambiado**

Los brotes verdes observados en la economía global hace un año coincidieron con la publicación de las pruebas de stress de los principales bancos estadounidenses, lo que sugiere que tal ejercicio de transparencia y la subsiguiente intensificación de la reestructuración bancaria de EE.UU. frente a la de la UE ha desempeñado un papel en el diferencial del ritmo de crecimiento entre las dos economías durante el pasado año. Cuando salió nuestra última publicación sobre la zona euro (Europa Watch, noviembre de 2009) consideramos que la falta de reestructuración del sistema bancario europeo era la causa que subyacía a la lentitud de la recuperación. Este parece haber sido el caso, ya que el crédito de la zona euro, especialmente el crédito a las entidades no financieras, es muy débil o está incluso dentro del terreno negativo, aunque aún no está claro hasta que punto este hecho responde a factores de demanda antes que a restricciones del crédito. La falta de transparencia de las pruebas de stress llevadas a cabo en Europa ha contribuido a intensificar las incertidumbres en la reciente crisis soberana y seguirá siendo un importante factor que dificultará el crecimiento en los próximos trimestres.

## **La crisis de la deuda soberana de los dos últimos meses afectará a la confianza y, en algunos países, a los costes financieros. También afectará al componente de demanda interna de la recuperación**

La crisis soberana de los dos últimos meses ha comenzado a cambiar las perspectivas de la economía de la zona euro en el futuro cercano, aunque todavía es pronto para determinar hasta qué punto lo ha hecho. La caída de los indicadores de confianza de mayo es un primer signo, si bien es cierto que dichos indicadores ya estaban en niveles elevados y se esperaba que se moderaran aún más o que cayeran. Más obvio será el impacto de la caída de las cotizaciones bursátiles sobre el consumo por el efecto riqueza, aunque se prevé que ese impacto será relativamente intrascendente. Aparte de la proximidad de los mercados con ciertas partes del sector privado en varios países europeos, el canal más importante operará a través de los costes financieros, una vez que los mayores diferenciales experimentados por la deuda pública de algunos países se traduzcan en mayores costes financieros para otros sectores de la economía. Aunque los tipos de interés oficiales son bajos, los diferenciales más altos están golpeando cuando la recuperación no ha llegado a algunos de estos países, y la situación se agrava por los bajísimos niveles de inflación, que hace que los tipos de interés reales sean incluso más altos.

## **El escenario de una recuperación impulsada por las exportaciones ha sido un poco más elevado de lo previsto. La depreciación actual del euro, que ha llevado al tipo de cambio euro-dólar cerca de su equilibrio a largo plazo, será un apoyo adicional**

El reciente crecimiento de la zona euro ha sido impulsado por las exportaciones, mientras que se ha experimentado una demanda interna plana o en territorio negativo en varios países de la zona euro. El crecimiento saludable de las economías emergentes y un crecimiento mayor de lo esperado en EE.UU. han sido las razones de esa tendencia. Por otro lado, gracias a un tipo de cambio depreciado derivado de la reciente crisis soberana, se producirá un efecto positivo sobre el crecimiento de la zona euro. La reciente evolución del euro es un movimiento acelerado hacia un nivel que se acerca al equilibrio de la moneda a largo plazo (entre 1,10 y 1,25 \$/€ según nuestros cálculos), y por consiguiente, es muy probable que tal movimiento tenga un carácter permanente. Un tipo de cambio euro-dólar un 10% por debajo de nuestra previsión anterior implicaría una depreciación efectiva real de un 6% aproximadamente, lo que se traduciría en mayores exportaciones y un crecimiento de varias décimas en los dos primeros años después del choque, lo que compensaría con creces el efecto negativo de la contracción fiscal.

## **La reforma institucional en Europa también podría contribuir positivamente, aunque más a largo plazo. Como ha ocurrido a menudo en la historia de la integración europea, las crisis impulsan a la UE a una mayor cooperación, en este caso en el ámbito fiscal**

Uno de los elementos clave del acuerdo de la UE para aprobar el fondo de estabilización europeo ha sido la creación de un grupo de trabajo que propondrá posibles reformas de coordinación económica en Europa (de forma preliminar en junio, con conclusiones finales en octubre), dando por sentado que parte del problema asociado a los déficits más altos de muchos países de la UE está ligado a la falta de disciplina fiscal. Aunque esa reforma no es sencilla (hay problemas relacionados con las pérdidas de soberanía y la proclividad de las sanciones), hay pocas dudas de que las medidas que vendrán a continuación implicarán una mayor y mejor coordinación fiscal, complementada probablemente por algún mecanismo más amplio para controlar los desequilibrios futuros, no sólo en el sector público sino también en el privado.

El impacto de tales reformas sobre el crecimiento es incierto, pero está claro que si el resultado es una mayor integración de Europa se traducirá en un impacto positivo en el crecimiento económico a medio y largo plazo, y también a corto plazo por su repercusión en la confianza. Otras reformas estructurales vinculadas al proceso de consolidación (que se están aprobando o se están debatiendo actualmente sobre los mercados de trabajo o las pensiones, por ejemplo) también son consecuencia de la crisis soberana que repercutirán positivamente en el crecimiento futuro.

## Cuadro 1. La evolución de la crisis soberana en Europa

La crisis financiera mundial de 2008 creó tensiones en la UEM, aunque no fueran visibles en las etapas iniciales. Grecia, probablemente el eslabón más débil de la zona de la moneda única, manejó durante años grandes déficits por cuenta corriente y fiscales que aumentaron aún más con el inicio de la crisis financiera. La decisión de ocultar el rápido deterioro de la situación fiscal del país hasta 2010 extendió rápidamente la crisis de deuda soberana a otros países, afectando con particular virulencia a las economías del sur de Europa.

Por temor a un nuevo colapso de los mercados financieros mundiales, el 11 de abril el BCE y el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentaron un plan de rescate para Grecia de 45.000 millones de euros, con el fin de dar tiempo al gobierno griego para que desarrollara un programa de austeridad fiscal. A finales de abril, era evidente que el paquete de medidas era insuficiente, ya que había caído el valor de la deuda del sur de Europa junto con el euro. Los signos de contagio (dentro y fuera de la zona euro) aparecieron cuando el 27 de abril Standard & Poor's (S&P) rebajó la calificación de la deuda griega a la categoría de "basura" y rebajó también la deuda portuguesa en dos niveles. El 29 de abril, S&P rebajó la calificación de la deuda española de AAA a AA-. En este contexto, el 2 de mayo se anunció otro paquete del BCE y el FMI para Grecia (110.000 millones de euros) con el objetivo de estabilizar la situación que se estaba descontrolando rápidamente, pues se dispararon los diferenciales de los países periféricos. Sin embargo, en este momento, los participantes del mercado ya sentían inquietud acerca de otros países europeos que pensaban que compartían los mismos problemas de Grecia: déficits externos, deuda pública elevada y bajas perspectivas de crecimiento. Por ello, a pesar del anuncio del programa griego, continuó el contagio a estos países y al sistema financiero europeo. La reacción inicial de las autoridades europeas fue poco enérgica. El 6 de mayo, tras una reunión del Consejo de Gobierno del BCE programada regularmente, Jean-Claude Trichet, el presidente de dicho organismo, anunció que no se habían discutido las compras de bonos emitidos por los gobiernos por parte del BCE, lo que dio lugar a que se produjeran más tensiones en los mercados de deuda soberana. Como se hizo evidente que

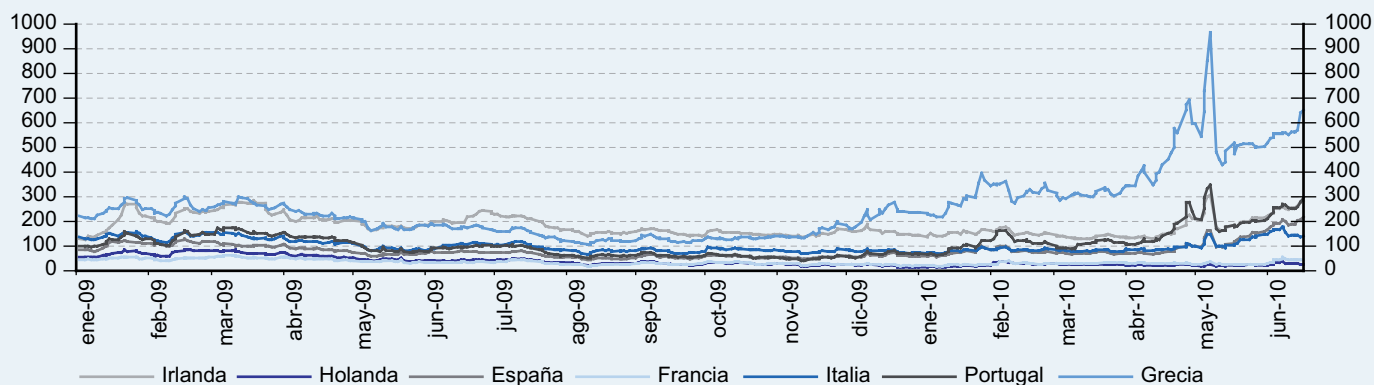
el contagio se estaba disparando, la Unión Europea, el BCE y el FMI formularon por fin un mecanismo de estabilización durante el fin del semana del 8 y 9 de mayo. Este mecanismo de estabilización suministra fondos de hasta 750.000 millones de euros, a financiar conjuntamente por un SPV (cuya deuda será garantizada por los estados miembros) y el FMI. Asimismo, el BCE anunció el inicio de un programa para comprar deuda soberana. En líneas generales, esta solución parece bien diseñada y tuvo un impacto inicial positivo. Sin embargo, después de muchos meses de reacciones tímidas y una creciente desconfianza entre los inversores, no pudo estabilizar completamente los mercados. Los mensajes contradictorios de los responsables europeos (como la oposición explícita de los miembros del Consejo de BCE a ampliar la compra de bonos) tuvieron como consecuencia un aumento gradual de las tensiones en los mercados soberanos.

Una sucesión de hechos, desmentidos, rumores, comentarios e inacción política define en gran medida la crisis soberana europea. A este respecto, vale la pena mencionar que la crisis no era ineviTabla. Nació principalmente del fracaso en aplicar la disciplina fiscal necesaria dentro de la zona euro; no obstante, se agravó también por la falta de coordinación y de liderazgo político entre los países europeos cuando aparecieron los primeros signos de estrés en Grecia. El papel del BCE es bastante controvertido, ya que algunas de sus posturas durante la crisis, como su rechazo inicial a la compra de grandes cantidades de deuda soberana del sur de Europa, facilitaron el aumento de las tensiones financieras. Con respecto a este asunto, el BCE debió de llegar a la conclusión, al igual que la Reserva Federal lo hizo en el pasado, de que será necesario un crecimiento sustancial de su balance para restablecer el funcionamiento normal del mercado de capitales y el mercado monetario.

La crisis también pone en evidencia otra lección importante: la falta de disciplina fiscal y de coordinación, junto con la falta de acción política compromete la credibilidad del euro como proyecto europeo.

Gráfico 1

### Diferenciales soberanos: bono a 10 años (pbs)



Fuente: BBVA Research

## 3. Una recuperación lenta, mientras la incertidumbre aumenta

### **Aunque lentamente, la economía de la zona euro ha continuado recuperándose gracias a factores coyunturales**

El fin de la profunda recesión en la economía de la zona euro tuvo lugar en el tercer trimestre del año pasado, con un crecimiento del PIB del 0,4% t/t. Sin embargo, el crecimiento se ralentizó en los dos trimestres siguientes (0,1% en el 4T09 y 0,2% t/t en el 1T10), ya que el estímulo fiscal, visible sobre todo en los planes de achatarramiento de vehículos, los de inversión pública o las reducciones temporales de impuestos, comenzó a desaparecer y junto con las rigurosas condiciones climáticas afectaron negativamente a la actividad económica.

La desagregación del PIB también muestra que la recuperación actual de la zona euro ha estado sostenida por varios factores coyunturales. En primer lugar, los inventarios contribuyeron al crecimiento del PIB de forma significativa, especialmente en el tercer trimestre de 2009 y en el primer trimestre de 2010, tras la fuerte reducción de los mismos registrada en los trimestres anteriores. Las empresas comenzaron un proceso de reposición de inventarios debido al fuerte incremento de nuevos pedidos, en especial los procedentes del extranjero. En segundo lugar, los estímulos fiscales aplicados por los gobiernos nacionales apoyaron la recuperación, pero el consumo público también se ha reducido en los últimos trimestres a medida que se han retirado las políticas expansivas.

### **La demanda interna se redujo a causa de la fuerte contracción de la inversión y el estancamiento del consumo**

La inversión siguió cayendo, aunque el fuerte retroceso observado a finales de 2008 se ha amortiguado en los últimos trimestres. La baja capacidad utilizada, junto con la gran incertidumbre en torno a la recuperación, es el factor que subyace a esta debilidad y se ha reflejado en la menor demanda de créditos. En concreto, los préstamos a entidades no financieras se han reducido desde comienzos de 2009, si bien a un ritmo más lento en los últimos trimestres, mientras que la tasa de inversión empresarial cayó en torno a 3 pp desde mediados de 2008, aunque sigue manteniéndose en niveles altos (20,4% del PIB en el 4T de 2009).

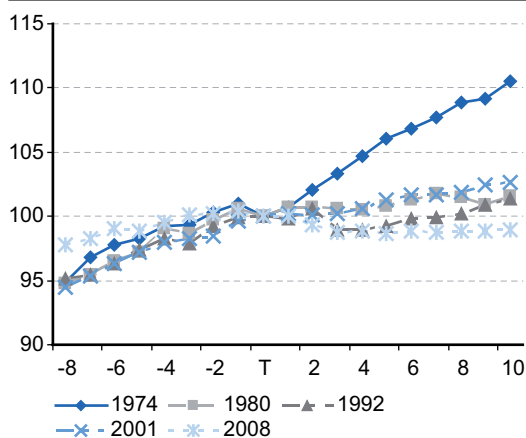
En este contexto, la tasa de desempleo de la zona euro aumentó unos 2,5 pp desde mediados de 2008, hasta llegar al 10% en febrero. En marzo y abril permaneció prácticamente estanca, con un ritmo de deterioro más lento desde finales de 2009. En términos generales, el mercado de trabajo se ha comportado mejor de lo previsto (en nuestras previsiones de finales de 2009 anticipábamos que la tasa de desempleo llegaría al 10,5% en el 1T), lo que se debe principalmente a las medidas adoptadas por los gobiernos para apoyar el empleo, especialmente en Alemania (subvenciones al empleo a tiempo parcial para evitar despidos). Pero detrás de este buen comportamiento, el deterioro de los mercados de trabajo de los distintos países ha sido muy irregular, lo que refleja las distintas estructuras de dichos mercados y la composición sectorial (Gráfico 3).

La pérdida de empleo, combinada con el menor crecimiento de los salarios, condujo a un descenso de la renta disponible en los hogares, afectando al consumo a pesar de la moderación de los precios. Como resultado, el consumo de los hogares se ha mantenido prácticamente estancado desde el segundo trimestre de 2009, tras haberse registrado una pronunciada caída en los trimestres anteriores. En concreto, el consumo privado contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en 2010 (-0,7 pp) y siguió lastrando la recuperación en el primer trimestre del presente año (-0,1 pp). A diferencia de anteriores recesiones económicas de la zona euro (Gráfico 2), la debilidad del consumo de los hogares se está prolongando mucho más. El problema del desapalancamiento de los hogares de la zona euro en su conjunto no es tan importante como en otras economías, con una tasa de ahorro relativamente alta que se incrementó en torno a 2 pp hasta situarse en el 15,7% en el segundo trimestre de 2009 y que descendió ligeramente en la segunda mitad de este año hasta el 15,1%.



Gráfico 2

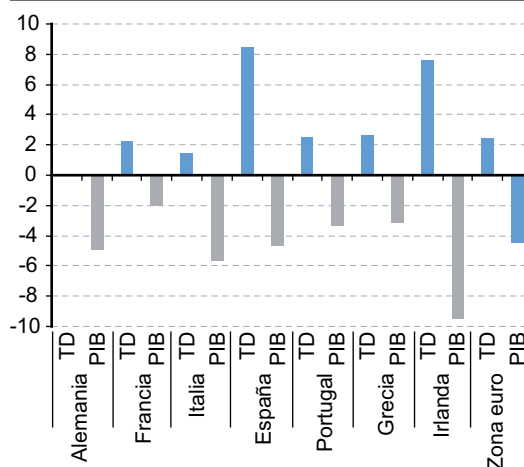
**Zona euro: consumo privado en la recuperación reciente y en otras anteriores**



(Índice; T= 100; T= inicio de la recesión)  
Fuente: AWM, Eurostat y BBVA Research

Gráfico 3

**Aumento de la tasa de desempleo y caída del PIB (desde el 2T de 2008)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

**Exportaciones robustas apoyadas por la fortaleza del sector industrial**

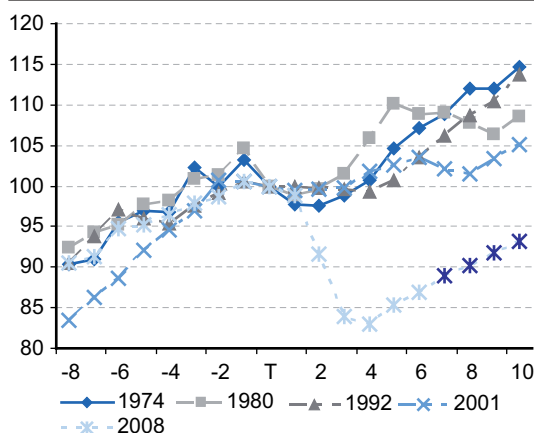
Las buenas noticias llegaron gracias a la fuerte demanda externa, en particular de las economías emergentes. En consecuencia, las exportaciones se han convertido en el principal motor de la recuperación de la zona euro (Gráfico 4). La demanda externa ha contribuido positivamente al crecimiento del PIB desde del segundo trimestre de 2009 y por tanto, ha amortiguado la fuerte caída de la actividad económica, tras haber contribuido negativamente en los trimestres anteriores. Sin embargo, las exportaciones netas volvieron a contribuir negativamente al crecimiento económico en el primer trimestre de 2010 a pesar del sólido crecimiento de las exportaciones, ya que las importaciones también crecieron fuertemente. Dada la debilidad de la inversión y el consumo, el aumento de las importaciones debería atribuirse al significativo proceso de reposición de inventarios. En cualquier caso, el crecimiento de la demanda externa ha sostenido la recuperación del sector industrial, que siguió tomando impulso como muestra el fuerte crecimiento de la producción industrial en el primer trimestre de 2010 (3,8% con respecto al último trimestre de 2009 y en torno al 7% desde mediados del mismo año).

**Los primeros pasos de la recuperación son todavía modestos y más lentos que en episodios anteriores**

En resumen, los primeros pasos de la recuperación han sido soportados por las exportaciones, como en episodios anteriores, que deberían impulsar la inversión y por último dar como resultado un aumento del empleo. Sin embargo, aunque ha comenzado a ponerse en marcha la primera parte de este ciclo clásico, hay más inquietud acerca de su impacto en la inversión, dadas las restricciones crediticias, la gran infrutilización de la capacidad instalada y la mayor aversión al riesgo por parte de las empresas. Además, la menor pérdida de puestos de trabajo en esta recesión es sobre todo el resultado de las medidas de apoyo gubernamentales y también plantea dudas sobre el efecto en la recuperación del empleo. En general, la recuperación de la zona euro está siendo más lenta que en otras regiones y los estados miembros experimentan una recuperación a distintas velocidades (Gráfico 5).

Gráfico 4

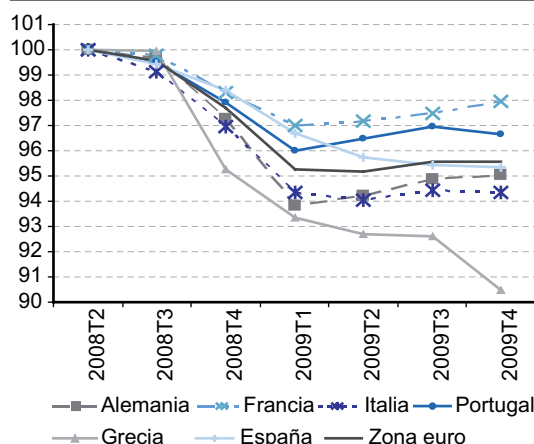
**Zona euro: exportaciones en la recuperación reciente y en otras anteriores**



(Índice; T= 100; T= inicio de la recesión)  
Fuente: AWM, Eurostat y BBVA Research

Gráfico 5

**Crecimiento económico de los estados miembros**



(Índice; T= 100, T= 2T 2008)  
Fuente: Eurostat y BBVA Research

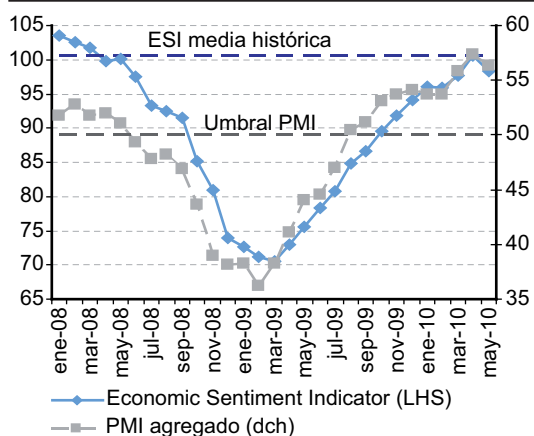
**Los datos disponibles para el trimestre actual sugieren que la recuperación de la zona euro está tomando impulso, pero la crisis de deuda soberana y el anuncio de los recortes fiscales están comenzando a lastrar la confianza de los agentes económicos, subrayando así la fragilidad de la recuperación**

Tanto el indicador de confianza económica (ESI) como el PMI compuesto de la zona euro cayeron en mayo, interrumpiéndose por tanto la tendencia alcista observada a partir del segundo trimestre de 2009 (Gráfico 6). Sin embargo, durante los dos primeros meses de 2010 ambos indicadores seguían muy por encima de los niveles registrados en el 1T, sugiriendo que el repunte económico de la zona euro sigue tomando impulso en el trimestre actual. Aunque la menor confianza registrada en la zona euro ya se preveía de algún modo dada la crisis financiera, estos indicadores destacan la fragilidad de la recuperación económica y apuntan a un posible retroceso en la segunda mitad del año.

En cuanto al sector industrial, la recuperación continúa, si bien la confianza del sector procedente de la encuesta PMI y de la de la Comisión Europea mostraron signos contradictorios en mayo: el primero experimentó una caída, aunque aún se mantiene claramente en niveles de expansión, y el segundo experimentó una ligera mejora. Ambos muestran que los nuevos pedidos han seguido aumentando y las intenciones de contratación siguen incrementándose. En general, estas cifras no cambian la perspectiva de que la recuperación industrial sigue en marcha, aunque su tendencia al alza se está ralentizando. Las cifras del PMI también muestran que la recuperación del sector servicios siguió ganando impulso en mayo, lo que sugiere que la recuperación liderada por la producción manufacturera se ha ido extendiendo al conjunto de la economía.

Gráfico 6

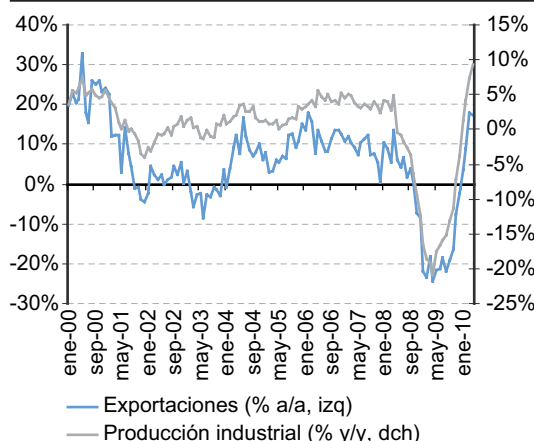
**Zona euro: confianza económica**



Fuente: Eurostat, Markit Economies y BBVA Research

Gráfico 7

**Zona euro: sector industrial y exportaciones**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

La mejora en la actividad económica se ha traducido en que el deterioro del mercado de trabajo se ha moderado, pero aún no ha llegado a su fin, lo que pone un freno al consumo de los hogares. La tasa de desempleo de la zona euro aumentó ligeramente hasta el 10,1% en abril, tras haber permanecido estable en el 10% durante febrero y marzo. A nivel nacional, el paro cayó en Alemania 0,2 pp en abril, hasta situarse en el 7,1%, y según fuentes nacionales, la tasa de desempleo siguió cayendo en mayo.

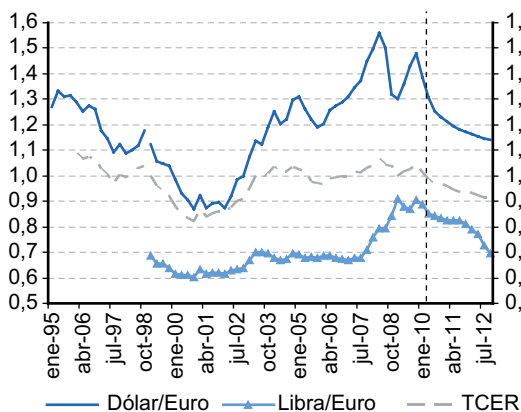
Como consecuencia, la confianza de los consumidores volvió a caer en mayo, ya que prevén que tanto la situación económica como la situación financiera empeorarán aún más en los próximos 12 meses. Además, las ventas minoristas cayeron de forma considerable en abril, lo que muestra que el consumo privado seguirá débil o incluso se reducirá un poco en el trimestre actual. No obstante, los datos nacionales muestran señales mixtas, con cifras sólidas en Alemania correspondientes a abril y más flojas en Francia. En general, estas cifras sugieren que el consumo privado no contribuirá mucho al crecimiento económico del trimestre actual, aunque no deberían ser tan negativas como las registradas en los trimestres precedentes.

En cuanto al sector exterior, la recuperación de la economía mundial y la depreciación del euro apoyan las exportaciones en el 2T (Gráficos 7 y 8). Las encuestas de confianza son coherentes con esta visión y muestran una mejora sostenible de las carteras de pedidos. A nivel nacional, aunque las exportaciones alemanas cayeron en abril debido principalmente a un ajuste técnico, su nivel está todavía por encima del nivel observado en el primer trimestre. Para los próximos meses, se espera que las exportaciones sigan aumentando, apoyadas especialmente por el reciente aumento de los niveles de las carteras de pedidos del extranjero y por la depreciación del euro, aunque esto último debería tener un mayor efecto en los próximos meses.

Finalmente, nuestro indicador sintético de actividad sugiere que el crecimiento del PIB en el 2T debería ser más fuerte que el observado en el primero. Los datos disponibles para el segundo trimestre, aunque todavía son limitados y proceden de encuestas de confianza, apuntan a un aumento del 0,5% t/t (Gráfico 9), lo que revela ciertos riesgos al alza en las previsiones contempladas en nuestro escenario central (0,3% t/t). Sin embargo, la gran incertidumbre derivada del mercado de deuda soberana y el fuerte recorte fiscal anunciado por los estados miembros debería compensar este sesgo al alza, al poderse materializar en un considerable empeoramiento de la confianza de los agentes económicos que contrarrestaría en parte el impulso positivo de las exportaciones netas.

Gráfico 8

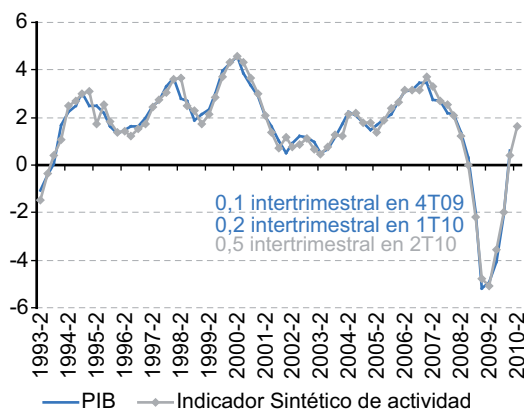
**Zona euro: tipo de cambio**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9

**Zona euro: indicador sintético de actividad (% a/a)**



Fuente: Eurostat and BBVA Research

## Las previsiones para 2010 y 2011 muestran una recuperación muy lenta, a la vez que aumenta la incertidumbre

La solidez de la recuperación en la zona euro está aún por probar, ya que algunos de los factores que la impulsaban eran coyunturales y el apoyo de las exportaciones dependerá de la fortaleza de la recuperación mundial: se espera un crecimiento mundial del 4,2% en 2010. La consolidación fiscal de la zona euro en su conjunto es probable que sea muy suave en 2010 (0,1% del PIB), porque a pesar de que algunos miembros (Grecia, España y Portugal) han adelantado las medidas de ajuste fiscal, otros países continuarán estimulando sus economías durante el presente año (Alemania, Países Bajos, Francia). Por consiguiente, el proceso de consolidación es más bien un asunto para el año 2011 y siguientes. Según los programas de estabilidad nacionales, estimamos que el recorte fiscal se situará probablemente en torno al 1,1% del PIB en 2011. Aunque los multiplicadores fiscales son difíciles de estimar y varían según los modelos (Europa Watch, diciembre de 2008 y OCDE, mayo de 2010)<sup>1</sup>, una estimación media sugiere que es probable que la consolidación fiscal dé como resultado una reducción del PIB de aproximadamente 0,1pp en 2010 y 0,8pp en 2011. En cambio, según nuestras simulaciones y los resultados de la OCDE, una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro sostenida del 10% debería resultar en un crecimiento del PIB mayor de lo previsto, en torno 0,5pp en el primer año y 1,3pp en el segundo. En general, la depreciación del euro debería compensar claramente el efecto contractivo de la consolidación fiscal, apoyando de ese modo el repunte de la economía de la zona euro. Además, tras la reunión de junio, el BCE está preparado para seguir suministrando liquidez al sistema financiero, lo que sugiere que la política monetaria debería ser acomodaticia en los próximos meses y de ese modo apoyaría el proceso de consolidación fiscal y se reduciría el riesgo de un colapso financiero.

Teniendo en cuenta todos estos factores, nuestras previsiones estiman que el PIB de la zona euro debería aumentar moderadamente un 0,7% en 2010, apoyado por una contribución de las exportaciones netas de aproximadamente 0,4 pp. En cuanto a la demanda interna, se prevé que el consumo de los hogares se mantendrá estable, ya que la confianza de los consumidores podría empeorar de nuevo dada la preocupación sobre el mercado de deuda soberana y el efecto del recorte fiscal. Además, el deterioro del mercado de trabajo tampoco se puede dar aún por finalizado (tasa de desempleo del 10,4% en 2010). En segundo lugar, a medida que vaya desapareciendo el estímulo fiscal, el crecimiento del consumo público deberá reducirse hasta el 1% en 2010 desde el 2,7% de 2009. En tercer lugar, se prevé que la formación bruta de capital fijo seguirá cayendo, debido al alto porcentaje de capital no utilizado, la debilidad de la demanda privada y el alto grado de aversión al riesgo. Como media, nuestro pronóstico es que retrocederá un -3,2% anual. Debido a la pronunciada reducción de inventarios registrada en 2009 y a su fuerte proceso de reposición observado en el 1T, se prevé que los inventarios contribuirán al crecimiento con 7 décimas. En definitiva, la demanda interna debería contribuir con los restantes 0,3 pp al crecimiento del PIB en 2010 (Gráfico 10).

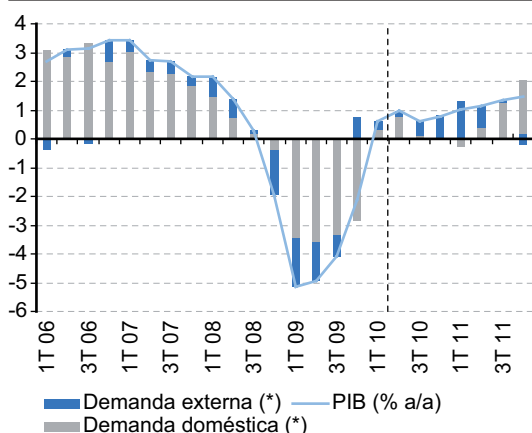
En 2011, se prevé que la economía de la zona euro crecerá un 1,3%, con un patrón de crecimiento más equilibrado. Por una parte, se espera que la inversión crezca de nuevo a un ritmo moderado (0,9%), mientras que el consumo de los hogares también debería aumentar ligeramente (0,6%), ya que se espera un ligero crecimiento del empleo y los salarios, aunque no subirán mucho. En definitiva, la demanda interna debería contribuir con 0,8 pp al crecimiento del PIB, mientras que las exportaciones netas añadirían los restantes 0,5 pp.

La incertidumbre en torno a estas previsiones ha aumentado recientemente. En el lado negativo, los problemas del mercado de deuda soberana y la necesidad de llevar a cabo un recorte fiscal significativo en las economías de la zona euro están empezando a repercutir en la confianza de los agentes económicos y su consecuencia podría ser un consumo privado mucho más bajo en la segunda mitad del año. Además, las tensiones de los mercados financieros podrían conducir a unos costes financieros más elevados para las empresas y los hogares, lo que tendría un impacto negativo en la actividad real. En el lado positivo, un repunte más pronunciado de la demanda global, combinado con la depreciación del euro, podría impulsar las exportaciones incluso por encima de lo previsto.

1: Herve, k. et all (2010): "The OECD's New Global Model", OECD, Working Paper N°768.

Gráfico 10

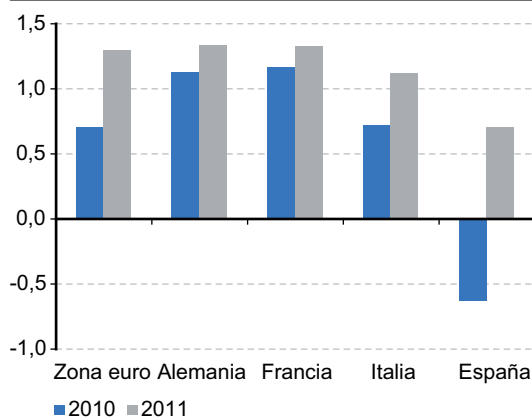
**Zona euro: crecimiento del PIB y contribuciones al mismo**



Nota: (\*) Contribución al crecimiento a/a del PIB  
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 11

**Crecimiento económico en los países grandes (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

**Recuperación heterogénea entre los países miembros**

Los países de la zona euro vuelven a crecer, pero a diferentes velocidades, con diferencias entre los países del norte y del sur de Europa, pero sin discrepancias importantes entre los tres países más grandes (Gráfico 11). Se espera que Alemania y Francia crezcan por encima de la media, aunque estamos hablando de un moderado 1,1% y 1,2%, respectivamente. A pesar de que muestran tasas de crecimiento similares, hay claras diferencias en su composición. El crecimiento alemán se apoyará fundamentalmente en las exportaciones netas debido al grado de apertura de su economía, aunque la repercusión de la depreciación del euro y de la recuperación de la economía mundial no será enorme ya que el 65% de sus exportaciones se destina a países de la zona euro. En cuanto a la demanda interna, se estima que tanto la inversión como el gasto público en Alemania aumentarán en 2010 a ritmos moderados (1% y 1,3%, respectivamente), mientras que el consumo de los hogares caerá un 1% aproximadamente tras las fuertes caídas registradas desde el tercer trimestre el año pasado. En Francia, el crecimiento económico estará basado en una mayor contribución de la demanda interna (0,9 pp), derivada de un modesto crecimiento tanto en el consumo privado (0,8%) como en el consumo público (1,5%), mientras que las exportaciones netas contribuirán ligeramente con otros 0,2 pp. Las previsiones con respecto a Italia apuntan a un crecimiento más lento, similar al de la zona euro en su conjunto, con crecimientos bajos en la mayoría de los componentes y negativo en la inversión. En España, los actuales ajustes de la economía conllevarán un crecimiento negativo del -0,6% en 2010. Se espera una caída tanto en el consumo privado, debido a la alta tasa de paro y al aumento del IVA, como en la inversión, en este caso debido a una fuerte caída en el sector inmobiliario (Situación España, Junio 2010). Sin embargo, la caída de la demanda interna se verá compensada en parte gracias a la contribución positiva de las exportaciones netas.

## 4. La política monetaria se mantendrá adecuadamente acomodaticia como mínimo hasta finales de 2011

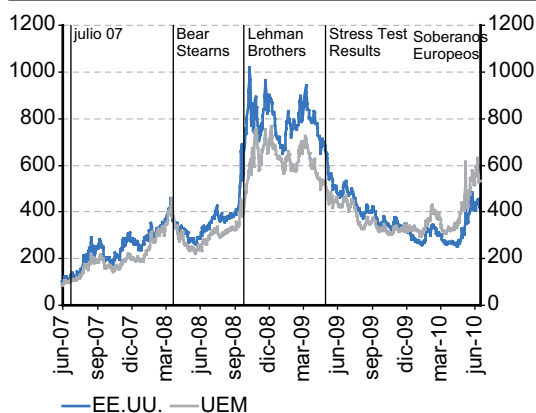
### **El BCE implementará la estrategia de salida lo más gradualmente posible, aunque está preparado para apoyar el sistema financiero**

Tras la aparición de brotes verdes en la primavera de 2009, y con un claro crecimiento positivo en el tercer trimestre de ese año, el BCE comenzó a diseñar el proceso de retirada de liquidez en diciembre, anunciado el fin de las subastas de cobertura total de la demanda a 6 y a 12 meses y revertiendo las de tres meses a subastas de interés variable en marzo. Las operaciones de cobertura total semanales y mensuales se mantuvieron. Sin embargo, la estrategia de salida del BCE quedó interrumpida por las crecientes tensiones de los mercados financieros (Gráfico 12) asociadas a la crisis griega y al revés sufrido en las ganancias de los mercados de valores a finales de 2009. Desde entonces, el BCE ha adoptado diversas medidas para mantener la estabilidad financiera que de hecho han resultado en una política monetaria más laxa.

En primer lugar, el BCE hizo frente a los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas en Grecia relajando las normas de colateral para su deuda en marzo. En segundo lugar, cuando los problemas griegos desencadenaron riesgos mayores en el mercado de deuda soberana de otras economías de la zona euro, el BCE, tras la reunión celebrada en mayo, decidió comprar tanto deuda pública como privada para reducir las tensiones de los mercados secundarios de deuda soberana. Aunque no se han revelado más detalles del programa, Trichet dijo que estaría disponible mientras los riesgos soberanos obstaculizaran el canal de transmisión de la política monetaria. En la práctica, sin embargo, las compras de bonos han sido hasta ahora limitadas. Además, se han anunciado otras tres subastas de refinanciación a largo plazo (LTR) con cobertura total para julio, agosto y septiembre, y por consiguiente, la liquidez proporcionada en la operación de septiembre se aplazará más allá de la fecha en la que está garantizada la cobertura total de las subastas semanales (octubre). De este modo, el BCE está facilitando la financiación de diversas instituciones bancarias europeas que habían quedado excluidas de la financiación normal debido a que la crisis soberana aumentó la aversión al riesgo, y a la vez está facilitando la transición una vez que la gran operación de un año llevada a cabo en julio de 2009 se revierta en junio de 2010, evitando así que la menor liquidez se traduzca en tipos de EONIA más altos (Gráfico 13).

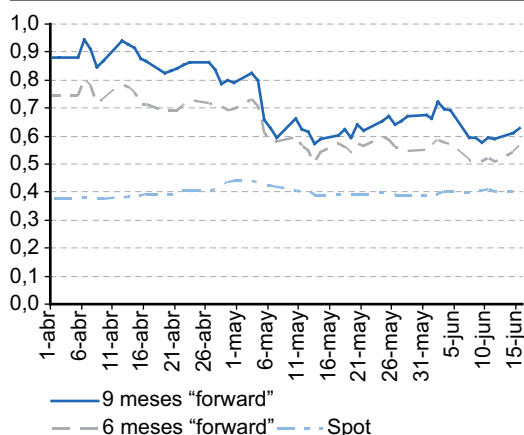
En resumen, las últimas decisiones son una importante señal de que el BCE está dispuesto a seguir inyectando liquidez a los bancos y a garantizar el funcionamiento del sistema financiero, dada la excepcionalidad de las circunstancias y a pesar de la retórica "hawkish" de algunos de sus miembros. No obstante, estas medidas todavía dejan abiertos algunos interrogantes, como la evolución del EONIA en los próximos meses, y su ritmo de normalización hacia el tipo de interés oficial. El último anuncio de inyecciones de liquidez debería retrasar el posible aumento del mismo.

Gráfico 12  
**Indicador de tensiones financieras**



(100= enero de 2007)  
Primer componente principal normalizado de las siguientes series: diferencial OIS, volatilidad implícita y diferencial de CDS bancarios y CDS corporativos  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 13  
**Tipos OIS a 3 meses implícitos en los swaps OIS**

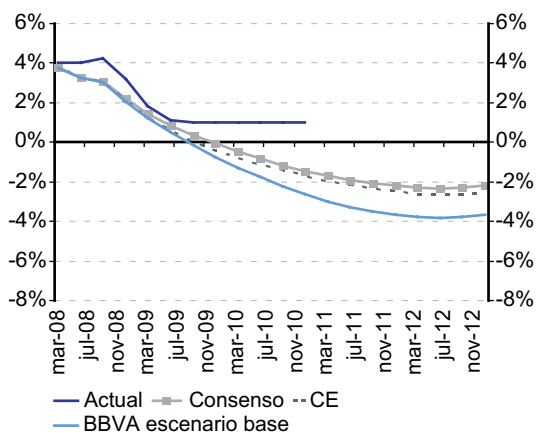


Fuente: BBVA Research

**El tipo de interés de referencia se mantendrá sin cambios hasta finales de 2011, lo que contribuirá a sostener la actividad mientras la inflación está bajo control**

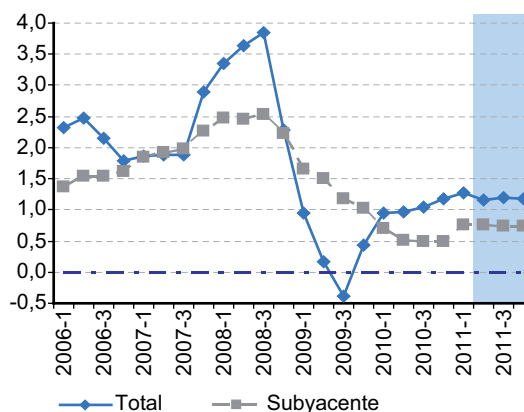
De cara al futuro, esperamos que el BCE mantenga el tipo de referencia oficial sin cambios hasta el último trimestre de 2011. En primer lugar, la inflación no será un problema en la zona euro (Gráfico 15), ya que se prevé que los componentes de la subyacente se mantendrán bajo control a causa de la debilidad de la demanda interna. Si acaso, en los últimos meses la inflación subyacente ha sido más moderada de lo previsto. Aunque es posible que en los próximos meses aumenten los precios de las importaciones (especialmente los precios de la energía) como consecuencia de la depreciación del euro, y a pesar de que también podrían aumentar los precios de las materias primas si se confirma la recuperación de la economía mundial, prevemos que la inflación de la energía seguirá siendo moderada el próximo año debido a los efectos base. En segundo lugar, con la inflación bajo control, el BCE debería impulsar la actividad económica mediante una política monetaria más laxa que permitiría la recuperación del crédito y ayudaría a efectuar el fuerte proceso de consolidación fiscal necesario, compensando en parte su efecto contractivo en el crecimiento económico.

Gráfico 14  
**Regla de Taylor de cara al futuro: UEM**



Fuente: Eurostat, EC, Consenso y BBVA Research

Gráfico 15  
**Zona euro: inflación (% a/a)**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

## 5. El reto de la consolidación fiscal es importante, aunque el riesgo de que tenga un efecto negativo considerable en el crecimiento es pequeño

### La recesión, los estímulos fiscales y el descenso de la recaudación con naturaleza permanente han provocado fuertes aumentos de los déficits públicos

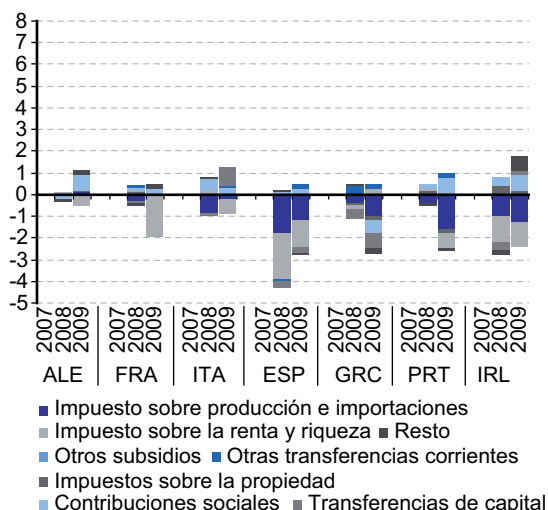
La recesión de 2008-2009 y la subsiguiente reacción de la política fiscal se han asociado a un fuerte incremento de los déficits presupuestarios en los países avanzados, incluidos los países europeos. En el conjunto de la zona euro, el déficit fiscal se amplió del -2% del PIB en 2008 al -6,2% en 2009. Los déficits presupuestarios se han traducido también en un rápido incremento de los ratios de deuda en un entorno de crecimiento débil y en medio de una creciente inquietud acerca de su sostenibilidad a medio plazo. En 2009, la deuda gubernamental de la zona euro aumentó desde el 69,4% hasta el 78,7% del PIB. Una vez superada la recesión, cambió el debate sobre la política fiscal, pasando de la necesidad de aplicar estímulos a cómo llevar a cabo la consolidación fiscal necesaria para volver a situar los déficits en niveles sostenibles.

El rápido deterioro de los déficits presupuestarios se explica tanto por los componentes cíclicos como por los componentes estructurales y, dentro de estos, el estímulo no es el factor más importante, ya que los déficits estructurales se han deteriorado independientemente de dicho estímulo, en especial en las economías con burbujas de crédito o burbujas en el sector inmobiliario, como es el caso de España e Irlanda y, fuera de la zona euro, el Reino Unido. Solo en Alemania, Francia y España el estímulo ha tenido una repercusión significativa en el aumento del déficit.

Esto también se aprecia en la distribución de las causas por las que han aumentado los déficits: gastos más altos o ingresos más bajos (Gráficos 16 y 17), donde el patrón varía entre las distintas economías europeas y muestra algunas de las características estructurales subyacentes de dichas economías. Mientras que las recaudaciones en términos de porcentaje del PIB permanecieron prácticamente sin cambios en Francia, Alemania e Italia, cayeron considerablemente en otras economías, como Grecia, Portugal y España. En España, Reino Unido e Irlanda una gran parte del aumento de las recaudaciones estaba vinculada al crecimiento de sectores concretos, como el sector inmobiliario, y por consiguiente, se prevé que parte de la gran pérdida ingresos que se ha producido no podrá resTablarse con la recuperación económica y aumentará los déficits estructurales.

Gráfico 16

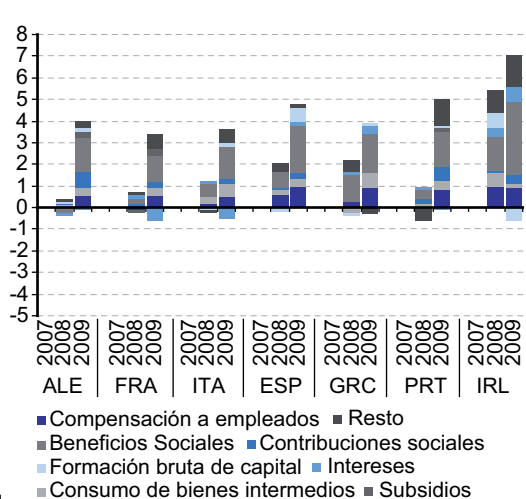
#### Ingresos fiscales generales del gobierno, variación anual en pp



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 17

#### Gastos generales del gobierno, variación anual en pp



Fuente: Eurostat y BBVA Research



El incremento del gasto ha sido impulsado por los estabilizadores automáticos y por las medidas de estímulo temporales. Tal como se esperaba, los principales contribuidores al aumento del gasto son las contribuciones sociales (cuyo promedio en la zona euro asciende al 45% del gasto), en particular donde se han incrementado las tasas de desempleo. El otro gasto grande es la compensación a los empleados (que en el conjunto de la zona euro asciende al 20% del gasto total y representa el 10% del PIB nominal), aunque esta partida no está tan especialmente relacionado con el ciclo.

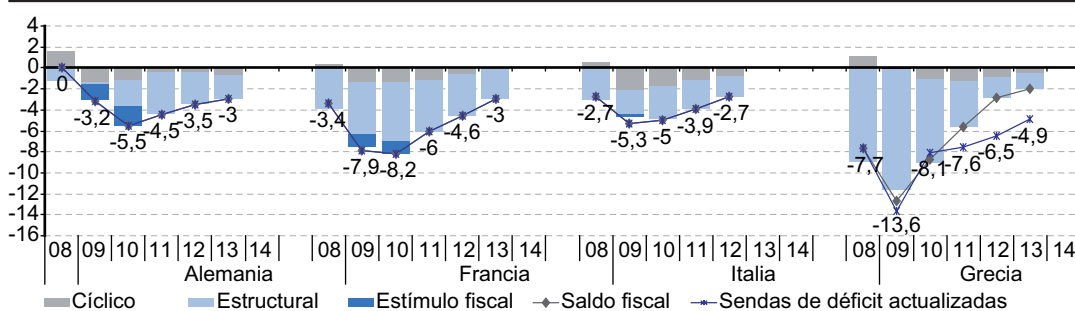
### En general, el ajuste se está produciendo en línea con los programas de estabilidad, no más rápido

La mayoría de los gobiernos se están definiendo sus estrategias de salida de su política fiscal. El ritmo de ajuste ya lo anunciaron al comienzo de este año, cuando presentaron sus planes de estabilidad y crecimiento a Bruselas, planes que fueron aprobados y que en general tenían como objetivo el año 2013 para volver a situar el déficit por debajo del 3%, el nivel acordado Maastricht. Las excepciones son países como Irlanda o el Reino Unido, con déficits superiores y fechas límite ligeramente posteriores. La mayoría de los planes que se han anunciado desde entonces proporcionan detalles de cómo se realizará el ajuste, pero no cambian su ritmo (Gráficos 18 y 19). Las únicas excepciones son Portugal y España, que en respuesta a la crisis soberana han definido un ajuste adelantado, y Grecia, que tras la intervención de la UE y el FMI está, de hecho, proponiendo un ajuste más lento (el original era demasiado rápido y por tanto, poco creíble).

Francia, Alemania e Italia solo iniciarán sus esfuerzos de consolidación en 2011. En realidad, Francia y Alemania adoptaron medidas adicionales de estímulo en 2009 que serán aplicadas en 2010. Alemania tiene como objetivo la reducción de 10.000 millones de euros al año hasta 2016, con recortes en la masa salarial pública y en parte del gasto de previsión social y eliminación de las subvenciones, aunque estas medidas aún no se han aprobado definitivamente. Francia no ha proporcionado detalles sobre las medidas que va a implementar, aunque se está debatiendo una reforma de las pensiones. En el caso de Italia, que tiene que reducir un déficit relativamente pequeño, ya que no puso en marcha estímulos y tampoco disfrutó de un boom en el crédito ni en la vivienda, se ha anticipado una reducción del déficit de 24.000 millones de euros en 2011 y 2012 a través de medidas que tienden a la reducción del gasto de las autoridades locales, mientras que las medidas con respecto a los ingresos se centran en la lucha contra la evasión fiscal (lo que suscita dudas acerca de su aplicación).

Gráfico 18

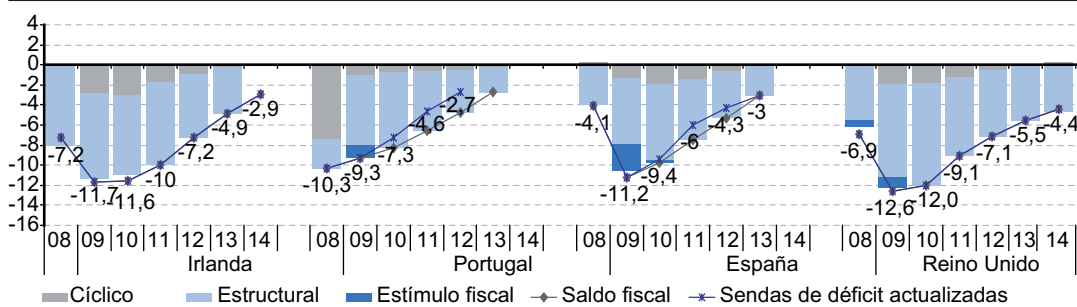
#### Sendas proyectadas de déficit fiscales



Fuente: National Fuentes, European Commission and BBVA Research

Gráfico 19

#### Sendas proyectadas de déficit fiscales



Fuente: National Fuentes, European Commission and BBVA Research

Bajo la presión de los mercados, Portugal, Grecia y España están aplicando medidas de austeridad que estarán ya vigentes en 2010 (Gráficos 18 y 19). La estructura de reducción del gasto y de aumento de los ingresos está bastante equilibrada.

En el Reino Unido, la coalición conservadora-liberal formada recientemente tras las elecciones del 6 de mayo ha mostrado su compromiso para reducir el déficit, aunque el recorte inicial de los gastos es bastante pequeño y debería entenderse como un signo de austeridad más que como un intento real (6.000 millones de libras esterlinas o el 0,4% del PIB para este ejercicio fiscal). En breve se presentará un presupuesto de emergencia con un plan de consolidación a más largo plazo, pero en principio, la fecha límite para la consolidación (ejercicio fiscal 2014-2015) está lejana y el objetivo para ese año (más de un 4% del PIB) sigue siendo grande. Por otro lado, el gobierno irlandés presentó un programa muy detallado a comienzos del año, programa mediante el cual empezará ya en 2010 a ajustar su déficit fiscal para conseguir un déficit del 3% al llegar a 2014. Aunque el ritmo de consolidación no es especialmente acelerado al inicio, el hecho de que ya adoptara medidas en 2009 y de ser el primer gobierno que recortó los salarios públicos le confiere credibilidad.

## Se presentan varios riesgos en el futuro para la consolidación fiscal, aunque ninguno de ellos muy importante

Existen al menos cuatro tipos de riesgos asociados al ritmo de consolidación, algunos de los cuales constituyen claramente las razones de la respuesta negativa de los mercados ante la presión actual sobre la deuda soberana:

1. **Riesgo de tipos de interés:** unos tipos de interés más altos de lo previsto implicarían mayores déficits para aquellos países con altos niveles de deuda. Según nuestros cálculos, dados los bajos tipos de interés oficiales previstos y la baja renovación de la deuda, se requerirían niveles de diferencial grandes y sostenidos para que repercutieran de forma sustancial en el déficit de algunos países. Una vez que existe la posibilidad de intervención a través del fondo de estabilización de la UE, la probabilidad de que se produzca tal situación es escasa.
2. **Riesgo cíclico:** las previsiones de crecimiento incluidas en las proyecciones del déficit nacional no son particularmente altas, a excepción de Irlanda y Francia. Pero incluso en esos casos, la repercusión en el ritmo de consolidación no sería grande. No obstante, una recesión secundaria es un riesgo que implicaría un retraso de uno a dos años para alcanzar al meta.
3. En relación con el riesgo cíclico, existe el riesgo, muy discutido, de que los **planes de consolidación afecten al crecimiento**, lo que a su vez induciría a déficits cíclicos más altos. Este efecto se contempla en nuestras previsiones, que tienen en cuenta un efecto moderado del ajuste.
4. **Riesgo de implementación:** este riesgo es ahora más bajo que hace algunos meses, cuando la mayoría de los detalles del Pacto de Estabilidad y Crecimiento aún no se habían anunciado. En el caso de Portugal, España y Grecia, la mayoría de las medidas ya se han explicado de forma detallada y algunas ya han sido incluso aprobadas. Alemania e Italia también han dado información en cuanto a qué van a recortar, pero las medidas aún no han sido aprobadas (en el caso de Alemania) y no es seguro que vayan a producir los objetivos deseados (en el caso de Italia). En Francia y en el Reino Unido, la mayoría de la información está aún por llegar, aunque hasta ahora el gobierno británico ha mostrado mucha más determinación que el francés en cuanto a la reforma del presupuesto.

En general, los ajustes que tenemos por delante no tienen precedentes en la historia europea reciente (del mismo modo que la profundidad de la crisis tampoco tenía precedentes), y por consiguiente, sigue habiendo dudas sobre su puesta en práctica. Sin embargo, dada la mala experiencia de los altos déficits registrados en la década de 1980 y el éxito logrado en la década de 1990 (cuando la disciplina fiscal produjo efectos positivos sobre los tipos de interés y dio la posibilidad de crear el euro), parece haber un sentimiento generalizado entre los gobiernos de la UE de que estos ajustes son urgentes y necesarios.

# Tablas

## Resumen de previsiones

Tabla 1

**Zona euro (a/a)**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Consumo privado	1,6	0,3	-1,2	0,1	0,6
Consumo público	2,3	2,2	2,7	1,0	0,5
Formación de capital fijo bruto	4,6	-0,9	-10,9	-3,2	0,9
Inventarios (*)	0,0	0,1	-0,8	0,7	0,2
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	6,3	0,7	-13,2	7,4	7,6
Importaciones (bienes y servicios)	5,5	0,8	-11,9	6,4	6,8
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<b>Precios y costes</b>					
IPC	2,1	3,3	0,3	1,0	1,2
IPC subyacente	2,0	2,4	1,3	0,5	0,7
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo	2,0	1,1	-1,8	-0,5	0,3
Tasa de desempleo (% de la población activa)	7,5	7,6	9,4	10,4	10,6
<b>Sector público</b>					
Superávit (+) / Déficit fiscal (-) (% del PIB)	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-5,2
<b>Sector externo</b>					
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,1	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5

\* Contribución al crecimiento

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Entorno internacional (a/a)**

	Crecimiento real del PIB (%)					Inflación (%) *				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
EE.UU.	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5	2,9	3,8	-0,4	2,0	1,8
China	14,2	9,6	8,7	9,8	9,2	4,8	5,9	-0,7	3,1	3,3
América Latina**	5,8	4,0	-2,5	4,6	4,0	6,0	9,0	7,4	6,3	6,4

\* Previsión de inflación: promedio

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

**VARIABLES FINANCIERAS**

	Tipo oficial (% , final del período)					Tipo interés a 10 años (% promedio)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Zona euro*	4,00	2,50	1,00	1,00	1,25	4,23	3,99	3,26	3,30	3,62
EE.UU.	4,33	0,63	0,25	0,13	1,25	4,63	3,65	3,24	3,86	4,26

	Tipo de cambio (dólares estadounidenses por moneda nacional, promedio)					Brent (Dólares por barril de Brent, promedio)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
UEM	1,37	1,47	1,39	1,29	1,19	72,7	95,7	62,9	75,5	79,8
Reino Unido	2,00	1,82	1,56	1,52	1,43					
China	7,61	6,95	6,83	6,70	6,39					

\* El tipo de interés a 10 años hace referencia a los bonos alemanes  
Fuente: BBVA Research

## Alemania

Tabla 4

**CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DE INFLACIÓN**

Tasas a/a	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	-0,3	0,2	0,0	-0,8	0,6
Consumo público	1,7	2,0	3,4	1,3	0,8
Formación de capital fijo bruto	5,3	2,3	-8,9	1,0	2,7
Inventarios (*)	-0,2	0,5	-0,5	0,2	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>
Exportaciones	7,8	2,4	-14,5	6,5	5,8
Importaciones	5,0	3,9	-9,5	4,9	5,6
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>
<b>PIB</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

## Francia

Tabla 5

**CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DE INFLACIÓN**

Tasas a/a	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	2,5	0,5	0,6	0,8	1,1
Consumo público	1,5	1,6	2,7	1,5	0,4
Formación de capital fijo bruto	5,9	0,3	-7,0	-2,1	2,3
Inventarios (*)	0,0	0,3	-1,9	0,5	0,1
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones	2,5	-0,8	-12,2	5,5	5,6
Importaciones	5,7	0,3	-10,6	4,1	5,0
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

## Italia

Tabla 6

### Crecimiento del PIB y previsiones de inflación

Tasas a/a	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	1,1	-0,8	-1,8	0,7	0,9
Consumo público	0,9	0,8	0,6	0,2	0,2
Formación de capital fijo bruto	1,3	-4,0	-12,2	-0,2	2,3
Inventarios (*)	0,1	-0,3	-0,4	0,2	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>
Exportaciones	3,9	-3,9	-19,1	3,7	4,4
Importaciones	3,3	-4,3	-14,6	3,1	3,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,0</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>

 (\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

## España

Tabla 7

### Crecimiento del PIB y previsiones de inflación

Tasas a/a	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	3,6	-0,6	-5,0	-0,2	0,4
Consumo público	5,5	5,5	3,9	1,4	0,2
Formación de capital fijo bruto	4,6	-4,4	-15,2	-8,8	-2,7
Equipo y otros productos	6,8	-2,7	-20,6	-7,9	-1,1
Construcción	3,2	-5,5	-11,1	-9,4	-3,7
Vivienda	3,0	-10,3	-24,5	-16,5	-5,6
Otra construcción	3,3	-0,4	1,6	-4,3	-2,4
Inventarios (*)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,4</b>
Exportaciones	6,6	-1,0	-11,3	5,3	5,6
Importaciones	8,0	-4,9	-17,7	-0,2	0,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>

 (\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

## Reino Unido

Tabla 8

**Crecimiento del PIB y previsiones de inflación**

<b>Tasas a/a</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Consumo privado	2,1	0,9	-3,2	0,2	1,3
Consumo público	1,2	2,8	2,0	1,7	-1,2
Formación de capital fijo bruto	7,8	-3,5	-14,9	-0,9	2,2
Inventarios (*)	0,1	-0,4	-1,2	0,9	0,5
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>3,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>
Exportaciones	-2,8	1,1	-10,6	4,3	5,0
Importaciones	-0,7	-0,5	-11,9	5,2	2,8
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>
<b>PIB</b>	<b>2,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>
Inflación (promedio)	2,3	3,6	2,2	2,7	1,7

(\*) Contribución al crecimiento

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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

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

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Europa:

**Economista Jefe**

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

## Europa

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

**Agustín García Serrador**

+34 91 374 79 38  
agustin.garcia@grupobbva.com

**Elvira Prades**

+34 91 537 79 36  
elvira.prades@grupobbva.com

## Escenarios Financieros

**Daniel Navia Simón**  
+34 91 537 83 51  
daniel.navia@grupobbva.com

**Ignacio González-Panizo**

+34 91 374 67 61  
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe del Grupo**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:****Escenarios Económicos y Financieros  
y Regulación:**

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com  
Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com  
Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

**España y Europa:**

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com  
España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

**Mercados Emergentes:**

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Mercados Emergentes  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl  
Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar  
Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl  
Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co  
Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe  
Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

**Market & Client Strategy:**

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com  
Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

**Estados Unidos y México:**

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com  
Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**

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