

Situación Europa

Tercer trimestre 2010

Análisis Económico

- El principal riesgo para las perspectivas de la zona euro continúa originándose en los mercados financieros.
- Se han registrado algunos progresos con la publicación de las pruebas de solvencia, aunque la reestructuración de la banca está lejos de haber concluido.
- Tras los buenos resultados en los dos primeros trimestres de 2010, preveemos una desaceleración de la actividad durante el segundo semestre y un crecimiento moderado en 2011.
- Política fiscal: unos planes de austeridad bien definidos pueden limitar sus efectos sobre la actividad.



Índice

1. Revaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Fuerzas que definen la recuperación	5
El fin de los estímulos y el comienzo de del proceso de consolidación fiscal, en línea con lo previsto	5
La crisis de la deuda soberana repercutirá sobre el crecimiento, aunque de forma moderada ...	5
Algunos progresos en la reestructuración del sistema financiero.....	5
La depreciación del euro se ha revertido parcialmente, aunque solo de manera temporal	5
Continúa el debate sobre las reformas institucionales en Europa.....	5
3. Tendencias y proyecciones recientes	6
Indicadores recientes.....	6
Proyecciones de la zona euro.....	10
Proyecciones por países.....	11
4. Inflación y tipos del BCE.....	12
5. Los efectos del ajuste fiscal.....	14
Tablas: resumen de previsiones	18

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2010

1. Revaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que se viene anticipando

Los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando. Como podrá verse en la Sección 4, los planes de consolidación de Europa están en una fase de implementación generalizada. Uno de los factores positivos es que el ajuste planificado está siendo rápido y se inclina hacia la reducción del gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente compensará los efectos negativos sobre el crecimiento de la reducción de la demanda pública. Otras economías avanzadas, como la estadounidense, en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits o, al menos, estabilizar sus niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento del gasto privado, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales tiene su origen en los mercados financieros

Aunque se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso como consecuencia de la reanudación de las tensiones siguen siendo significativas. Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras del segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia a bancos europeos (stress tests) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, pues la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. A pesar de ello, los riesgos para Europa y para la economía global procedentes de los mercados financieros siguen siendo sin duda el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de política monetaria

El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar la retirada de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos de interés. Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, manteniendo así tipos de referencia muy bajos durante un período de tiempo prolongado. Las presiones inflacionistas en ambas regiones seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a que la retirada del estímulo monetario se inicie antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre la evolución del euro. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) provocada por la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantenga sin cambios los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011.

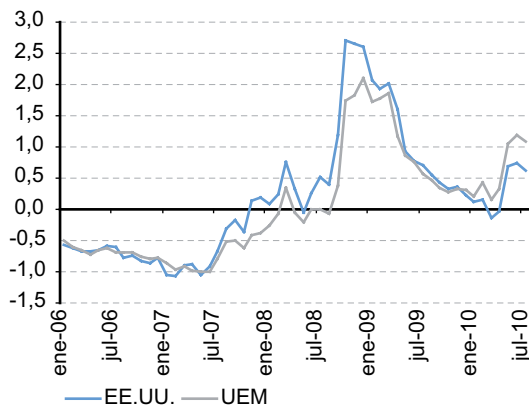
La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada

En China y otros países de Asia, la moderación en el crecimiento debería reducir los riesgos de recalentamiento. No obstante, el gasto privado estadounidense seguirá siendo frágil sin el apoyo gubernamental, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera. El impacto de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas ha sido relativamente limitado. No obstante, se anticipa que en el corto plazo la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados laboral e inmobiliario. Esto muestra las limitaciones del gasto privado en esa economía como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos otros indicadores de moderación de la actividad sugieren que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. América Latina también se desacelerará en 2011, aunque todavía mantendrá una elevada expansión. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente la necesaria reducción de los desequilibrios globales, lo que exigirá ajustes en el gasto por zonas económicas

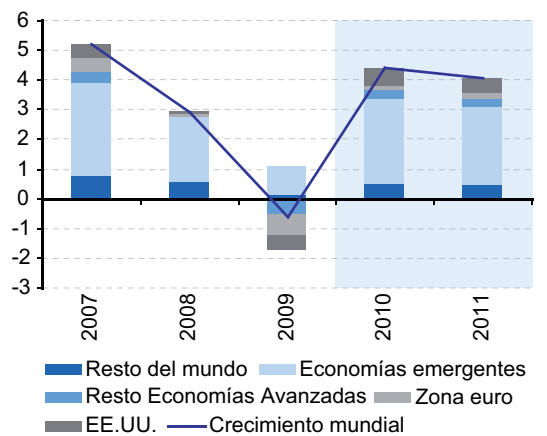
Continúa el proceso de reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente del consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría servir de soporte. No obstante, son necesarias más reformas para ajustar mejor los niveles de consumo a los parámetros regionales. Otras economías avanzadas con superávit en cuenta corriente deben también implementar reformas para expandir la demanda interna, particularmente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en la inversión, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites del financiamiento externo al crecimiento. Por ello, las economías con altas necesidades de esta financiación externa son muy vulnerables al recrudecimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research, basándose en cuentas nacionales, y FMI

2. Fuerzas que definen la recuperación

La estructura que tomará la recuperación mundial está determinada, por una parte, por lo que ocurre en Europa, especialmente la crisis de la deuda soberana que se inició en primavera, sumada a la incertidumbre creada a nivel global y a la consiguiente depreciación del euro y, por otro lado, por los principales eventos de las perspectivas mundiales. Más específicamente para Europa, esta sección analiza las principales fuerzas que determinan las perspectivas de la economía de la zona euro que, en general, son las mismas ya expuestas en ediciones anteriores de esta publicación pero que, en cierta medida, han evolucionado en los dos últimos meses.

El fin de los estímulos y el comienzo del proceso de consolidación fiscal, en general como estaba previsto

En este caso, la buena noticia es que no hay noticias importantes. Los planes de austeridad fiscal presentados a finales del año pasado por las autoridades nacionales y aprobados por Bruselas están cumpliéndose, como se refleja en los debates de los presupuestos para 2011, tema que abundó en los titulares el trimestre pasado. Francia, Alemania e Italia han presentado diversas medidas fiscales, todavía en discusión, que deberán ser implementadas y que no modifican los objetivos de déficit. En este sentido, y a pesar de todas las repercusiones en los medios de comunicación, no se observa un ajuste adicional. España, Portugal y ahora (fuera de la zona euro) el Reino Unido han acelerado sus iniciativas de ajuste y las han adelantado, respondiendo a las exigencias de una consolidación más rápida por parte de los mercados. El equilibrio entre la necesidad de un ajuste para reducir los ratios de déficit y la necesidad de evitar una aguda contracción es bastante adecuado, así como claramente diferenciado entre los países (como debe ser, considerando que los puntos de partida son distintos). Hemos calculado (ver Sección 4) que las repercusiones de estos planes sobre la actividad posiblemente sean mínimas, aunque no obstante negativas, por lo que el recorte fiscal actuará como un lastre para la recuperación.

La crisis de la deuda soberana repercutirá en el crecimiento, aunque con buenas noticias

Como se ha explicado en la Sección 1, la crisis de la deuda soberana, que está afectando desde mayo a varios países de la zona, ha incrementado las tensiones financieras aunque la situación ha mejorado recientemente tras la publicación de las pruebas de solvencia. Sin embargo, consideramos que el asunto está muy lejos de haberse normalizado, y esperamos que continúen los progresos en los próximos tres meses. Con todo, es probable que tenga repercusiones sobre la confianza, la aversión al riesgo y la liquidez de las empresas e instituciones financieras de varios países de la eurozona afectando al crecimiento en el segundo semestre, y siendo uno de los principales factores de desaceleración que prevemos para dicho período.

Algunos progresos en la reestructuración del sistema financiero

Este factor está siendo abordado tras la publicación de las pruebas de solvencia (en especial en España), aunque sigue siendo un problema para otros países de la zona. La fragilidad del sistema financiero es, en general, un problema a medio plazo ya que aunque a corto plazo no afecta necesariamente a la actividad, los riesgos pueden derivar en una situación "a la Japonesa", en la que los bancos no estén preparados para aportar suficiente financiación a la economía. La masa monetaria y el crédito apenas se han recuperado en Europa (solamente en el caso de las hipotecas) y, básicamente, se mantienen planos. Sin recapitalización y sin la posibilidad de ofrecer crédito, no será posible una recuperación duradera en el área.

La depreciación del euro se ha revertido parcialmente, aunque solo de manera temporal

Durante el mes y medio pasado el tipo de cambio euro-dólar se ha estabilizado en cierta medida, y hoy se sitúa en las proximidades de 1,30 después de haber bajado hasta 1,20. Con todo, nuestras proyecciones siguen siendo que el nivel de equilibrio del euro se sitúa entre 1,10 y 1,25, y que no debería alejarse demasiado de esos niveles. De hecho, la reciente apreciación obedece más a los datos de finales del segundo semestre, relativamente mejores en Europa que en EE.UU., pero no refleja los fundamentos. Un euro devaluado seguirá favoreciendo a los exportadores. Según nuestros cálculos, la depreciación del euro desde principios de año implica un mayor crecimiento, del orden del 0,4% en 2010 y del 0,8% en 2011 (debido a los efectos retardados).

Continúa el debate sobre las reformas

En este aspecto no hay muchas novedades. La eventual reforma de la política fiscal y de las estructuras de gobierno de la zona euro se analizarán en octubre por el grupo de trabajo liderado por Van Rompuy. Esto podría afectar positivamente al crecimiento si el resultado fuese una solución viable para la coordinación fiscal europea, además de asegurar que una futura crisis financiera no dañe la credibilidad del euro, como ocurrió con la crisis griega. Se han presentado propuestas en este sentido (por el BCE, la Comisión Europea y los gobiernos francés y alemán) que incluyen la vigilancia de los desequilibrios, la coordinación y sanciones, pero la principal cuestión, un mecanismo de resolución de crisis, todavía no ha sido plenamente abordado.

3. Tendencias y proyecciones recientes

La economía de la zona euro experimenta un fuerte crecimiento en el segundo trimestre, aunque varios indicadores apuntan a que la recuperación va menguando y que se desacelerará en la segunda mitad del año

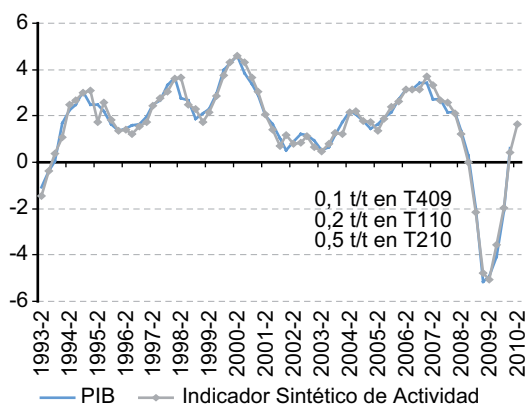
Los datos económicos disponibles del 2T muestran que la recuperación económica ha cobrado impulso, en tanto que nuestro indicador sintético de la actividad económica señala un crecimiento de aproximadamente el 0,5% t/t en la zona euro, tras un moderado avance durante los trimestres precedentes. En los próximos meses, el principal interrogante se planteará entorno a la sostenibilidad de la recuperación económica. Y sobre este particular, el relativamente fuerte impulso del trimestre pasado puede no ser sostenible:

- En primer lugar, los datos de confianza han estado desacelerándose desde mayo, al igual que otros indicadores como los pedidos industriales. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas es elevada. De hecho, los datos de confianza económica procedentes de la encuesta PMI y del índice Ifo alemán reflejaron una sorprendente mejora en julio, señalando hacia un inicio de segundo semestre mejor de lo previsto tras dos meses de debilidad. No obstante, es demasiado pronto para extraer conclusiones, ya que la información está limitada a datos preliminares y porque la forma de la recuperación seguramente estará determinada por factores como los efectos de las pruebas de solvencia y las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales para reestructurar el sector bancario y conseguir la consolidación fiscal.
- En segundo lugar, la recuperación ha estado sustentada por estímulos fiscales temporales, que han comenzado a ser retirados. En particular, países periféricos como Grecia, Portugal y España ya han implementado fuertes medidas de consolidación fiscal, en tanto que el resto de los países europeos comenzaran a aplicar medidas de austeridad a partir del año próximo.
- Por último, la debilidad de la demanda interna ha sido compensada en parte por el importante proceso de reposición de existencias, aunque éstas ya se encuentran casi en sus niveles normales.

En síntesis, el panorama descrito apunta a que el crecimiento económico se desacelerará el segundo semestre del año y que la demanda externa será el principal motor de la economía.

Gráfico 3

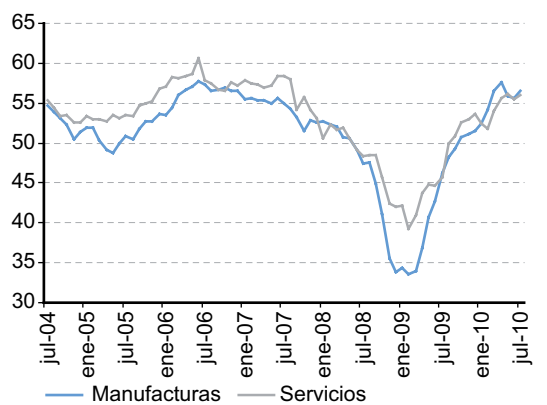
**Zona euro:
indicador sintético de actividad**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 4

Zona euro: encuesta PMI



Fuente: Markit Economics

En general, el consumo privado no experimenta variaciones. La demanda interna sigue sin repuntar, el consumo privado no varía, las inversiones han vuelto a caer y el consumo público se desacelera

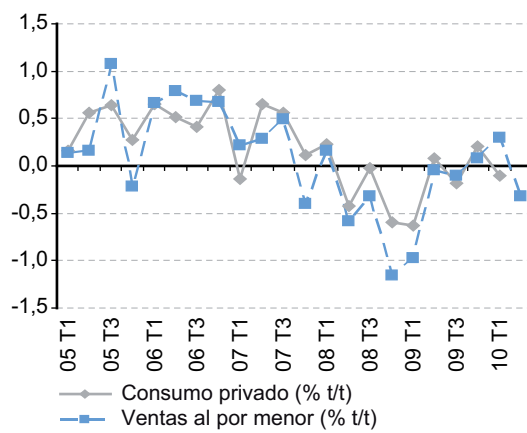
El gasto de los hogares no mostró indicios de recuperación en el segundo trimestre. Los datos recientes muestran que las ventas minoristas de la zona euro apenas se incrementaron en mayo, aunque con ello no consiguieron compensar el retroceso de abril. Así, el nivel de estos meses se situó ligeramente por debajo de la media del 1T, reflejando la debilidad del consumo privado en el segundo trimestre después de retroceder un -0,1% t/t en el trimestre precedente. Un factor que confirma la fragilidad del gasto de los hogares es el descenso de la renta disponible, consecuencia de una combinación de destrucción de puestos de trabajo y un crecimiento moderado de los salarios, aunque favorecido por una baja inflación. La estabilización del deterioro del mercado de trabajo conllevó una ligera mejoría de la confianza de los consumidores el último trimestre del año pasado, aunque desde entonces se ha mantenido estable en niveles bajos, si exceptuamos un repunte en julio. Las buenas noticias que supone la mayor confianza deberían reflejarse en una reducción del índice del ahorro preventivo, que ya se hizo notar los dos últimos trimestres de 2009 (cuando la tasa de ahorro cayó desde el 15,7% del

2T al 15,1% del 4T, interrumpiendo la tendencia alcista observada desde principios de 2008), lo que debería tener consecuencias positivas sobre el gasto de los consumidores. También es de destacar que tanto el final de los incentivos fiscales (como los planes de renovación del parque automotor) como el aumento de los impuestos al consumo (como el IVA en algunos países) han reducido el gasto de los consumidores y también podrían tener repercusiones en los próximos meses como resultado de las compras que se adelantaron y de un posible efecto de sustitución.

En las principales economías, la debilidad del consumo privado es generalizada, lo que puede apreciarse especialmente en la caída que experimentó en Alemania durante el primer trimestre. Por otra parte, las ventas en abril y mayo fueron escasas (dejando la media de ambos meses apenas un 0,1% por encima de la del 1T). También en Francia el consumo de los hogares descendió en junio, quedando asimismo por debajo del nivel del 1T (-0,9% t/t). Tomando en cuenta todos los datos, preveemos que el consumo privado no repuntará en el conjunto de la zona euro durante el 2T.

Gráfico 5

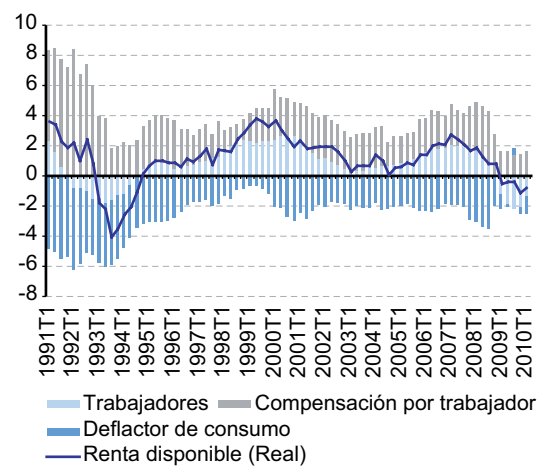
Zona euro: consumo de los hogares



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 6

Zona euro: renta disponible de los hogares



Fuentes: BCE y BBVA Research

El consumo público se ve afectado por las medidas de restricción fiscal

El consumo público se incrementó sustancialmente desde mediados de 2008, cuando los gobiernos nacionales implementaron programas de estímulos fiscales. Sin embargo, el gasto público comenzó a descender desde el último trimestre de 2009 al acabar las medidas de expansión fiscal y cambiar la actitud hacia una necesidad de controlar los déficits. En particular, el consumo público de la eurozona descendió un -0,2% t/t el último trimestre de 2009, incrementándose en un modesto 0,2% t/t el primer trimestre de 2010, lejos de la media trimestral de crecimiento, en torno al 0,8%, de finales de 2008. Es muy probable que el gasto público siga desacelerándose en los próximos meses, en especial a partir del año que viene, cuando los países tendrán que implementar medidas de austeridad para cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Esto reducirá considerablemente la aportación de este componente al crecimiento del PIB.

La producción industrial ha sido importante, aunque plantea dudas de cara al futuro próximo

Los datos positivos proceden de la fuerte recuperación del sector industrial: la producción creció en abril y mayo en torno al 2,5% con respecto al primer trimestre, período en el que también registró una tasa de crecimiento elevada. Además, los nuevos pedidos industriales experimentaron en mayo un fuerte incremento, lo que indica que en los próximos meses posiblemente continúe el repunte del sector. En las principales economías, la producción industrial ha aumentado a diferente ritmo, más fuerte en Alemania, más moderado en Francia e Italia, y negativo en España y Portugal. La fuerte recuperación del sector industrial refleja el crecimiento de las exportaciones, sostenidas a su vez por el sólido repunte mundial y la depreciación del euro. En cuanto a los próximos meses, las perspectivas del sector industrial son inciertas. Aunque los recientes indicadores de confianza del sector industrial han sido buenos en julio, los pedidos del extranjero se han ralentizado los últimos meses y las perspectivas a nivel global se moderan rápidamente. Sin una clara recuperación de la demanda interna, que no contemplamos, la actual fortaleza de la producción industrial probablemente se modere los próximos meses.

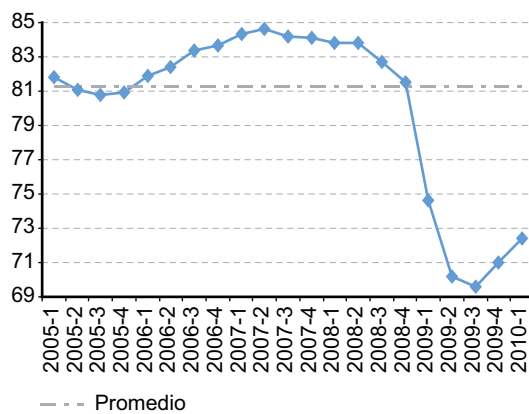
La inversión ha estado cayendo porque la utilización de la capacidad es baja, y es poco probable que la reposición de existencias contribuyan mucho más a la producción

Hasta el primer trimestre de este año, la inversión ha retrocedido en media un 1% t/t cada trimestre desde el 3T09. Y aunque el ritmo de deterioro menguó con respecto a lo observado a finales de 2008, refleja la fragilidad de la recuperación económica y posiblemente tenga efectos adversos sobre el crecimiento potencial a medio plazo. Con la producción industrial creciendo, aunque a un ritmo más moderado, y con la utilización de la capacidad todavía en niveles bajos, las empresas pueden hacer frente al aumento de la producción sin necesidad de más inversiones, lo cual se refleja en la baja tasa de inversión y en la caída del crédito a corporaciones no financieras (en torno al 2,5% con respecto al año pasado).

En cuanto a las existencias, cayeron drásticamente durante la recesión. Posteriormente, con la recuperación de la economía mundial y el aumento de pedidos, las empresas se embarcaron en un intenso proceso de reposición de existencias, que contribuyó significativamente al crecimiento del PIB y que compensó, en parte, la fuerte caída de la demanda interna. No obstante, este proceso es temporal y los datos recientes demuestran que las existencias de productos acabados (tomando en cuenta los nuevos pedidos) está alcanzando niveles similares a los anteriores a la crisis, lo cual agota sus efectos positivos sobre la economía.

Gráfico 7

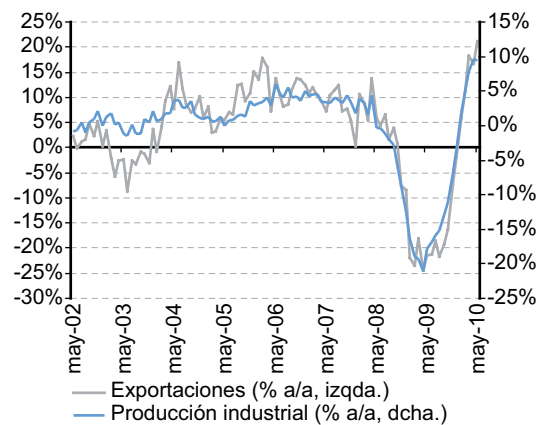
Zona euro: inversiones y sector industrial



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 8

Zona euro: producción industrial y exportaciones



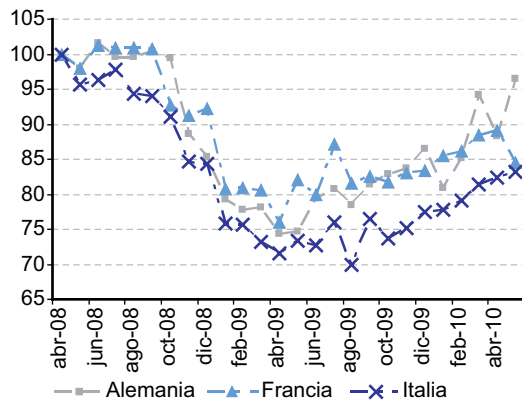
Fuente: Eurostat

Las exportaciones se han convertido en el principal motor de la recuperación del 2T, lo cual debería reflejarse en un crecimiento del PIB del orden del 0,4% t/t

Según los datos mensuales de la balanza comercial, el crecimiento de las exportaciones nominales de abril y mayo se ha desacelerado, aunque manteniéndose claramente positivo, y alcanzó un nivel que es un 4% superior a la media del 1T (cuando creció a un ritmo del 7,1% t/t frente al trimestre precedente). También el volumen de las exportaciones ha seguido creciendo, situándose hoy por encima de los niveles del 4T09 y recuperando aproximadamente un 85% de la caída durante la recesión. Sin embargo, el crecimiento acumulado de las importaciones en estos dos meses del 2T fue todavía mayor (6,3%), y podría contrarrestar parcialmente la aportación de las exportaciones netas al crecimiento económico. En consecuencia, observamos en el sector externo un patrón semejante al del 1T; es decir, una aportación negativa de las exportaciones netas del orden de los -0.6 puntos porcentuales. El fuerte crecimiento de las importaciones durante el 1T y los dos primeros meses del 2T resulta difícil de explicar considerando la fragilidad de la demanda interna. Lo atribuimos a la necesidad de los insumos necesarios para la fuerte recuperación del sector industrial, que en cuanto a demanda se dirige a las exportaciones y a la reposición de existencias.

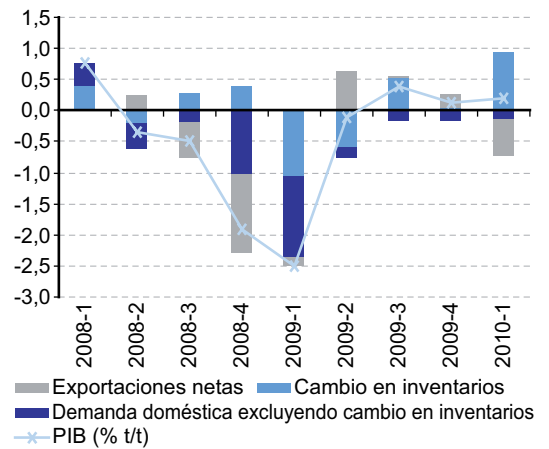
En general, y a pesar de cierta incertidumbre a propósito de la evolución de los componentes del PIB, nuestro indicador sintético de actividad sugiere que el PIB habrá crecido entre el 0,4% y el 0,5% t/t durante el segundo trimestre.

Gráfico 9
Zona euro: exportaciones



Fuente: Eurostat

Gráfico 10
Zona euro: aportación al crecimiento trimestral del PIB



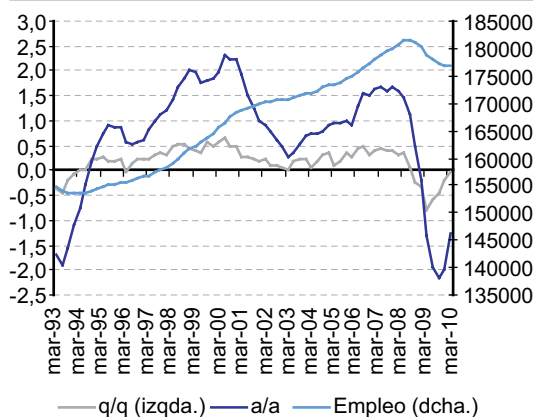
Fuentes: BBVA Research

El deterioro del mercado de trabajo se estabilizó durante el 2T, mientras que las intenciones de contratación mejoraron

Tras la recuperación de la economía de la zona euro, se ha frenado el deterioro del mercado de trabajo, aunque con el retardo característico y muy lentamente, ya que el crecimiento no ha sido suficiente para crear nuevos puestos de trabajo. En particular, la tasa de empleo no varió el 1T después de retroceder durante seis semestres consecutivos (y acumulando una caída de aproximadamente el 2,5%). La fuerte caída del empleo experimentada desde mediados de 2008 se frenó el último trimestre de 2009, y desde entonces la tasa de paro se ha mantenido prácticamente estable en torno al 10% durante el primer semestre.

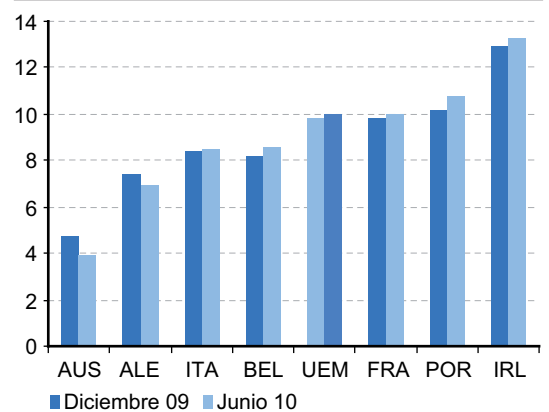
Por países, la divergencia en los últimos trimestres ha sido significativa. Por un lado, el paro descendió en Alemania gracias al plan de tiempo parcial y a la recuperación de la producción industrial (hoy se sitúa en el 7,6%), pero por otro lado, presenta un elevado porcentaje en Irlanda y en España (13,3% y 20%, respectivamente). En Francia e Italia el desempleo se ha mantenido estable en los últimos meses, situándose en el 10% y el 8,5%, respectivamente.

Gráfico 11
Zona euro: empleo



Fuente: Eurostat

Gráfico 12
Zona euro: tasa de paro



Fuentes: Eurostat

Nuestro escenario a medio plazo apuesta por una desaceleración los dos próximos trimestres, y un moderada recuperación en 2011

Nuestras proyecciones de crecimiento del PIB de la zona euro se sitúan en torno al 1% para 2010 y 2011. No obstante, esta cifra general oculta disparidades, tanto en el avance de la economía en los dos semestres de 2010 como entre países. El efecto base del primer semestre de 2010 ha sido relativamente alto: aunque los resultados del primer trimestre fueron flojos (0,1% t/t), nuestra proyección (0,4%) para el segundo trimestre se sitúa en torno al potencial de crecimiento de la economía de la zona euro. Y, si acaso, los riesgos del segundo trimestre se inclinan al alza. En cuanto al segundo semestre prevemos una desaceleración como consecuencia de los efectos de la crisis de la deuda soberana y de la desaceleración global, que moderará las exportaciones. Durante este período, el crecimiento será apenas positivo. Una vez que la situación financiera se normalice en cierta medida después del verano, el crecimiento podría recuperarse el año próximo, aunque moderadamente debido a los efectos compensadores de un euro bajo y de los recortes fiscales, y todavía con importantes incertidumbres. Debido a la diferencia de los efectos base para 2010 y 2011 (altos en el primer caso y bajos en el segundo), la media de crecimiento debería ser similar en ambos ejercicios a pesar de la mejor dinámica de 2011.

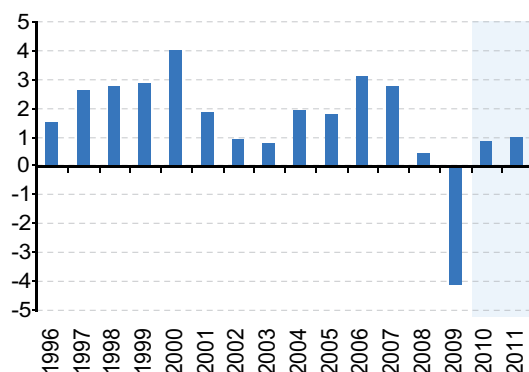
La misma composición del crecimiento (sesgado hacia las exportaciones) se acentuará por el bajo valor del euro y por los ajustes fiscales

La tendencia de crecimiento basado en exportaciones observada hasta el momento posiblemente continuará los próximos meses. La austeridad fiscal y las tensiones financieras interrumpirán una eventual recuperación de la demanda interna, en tanto que la moderación del crecimiento global se compensará gracias a los efectos continuados y retardados de la reciente depreciación del euro:

- Lo más probable es que la inversión retroceda en 2010 debido a la incertidumbre que rodea a la recuperación, a las restricciones del crédito y, especialmente, a la baja utilización de la capacidad productiva. A medida que la recuperación se afiance, en parte gracias a la demanda exterior, la confianza de las empresas debería reforzarse, la aversión al riesgo moderarse y los planes de inversión recuperarse, aunque todo será un proceso lento. En general, prevemos una tasa de crecimiento de las inversiones moderadamente positiva para 2011.
- Con un crecimiento relativamente débil y con una utilización de la capacidad bastante por debajo de su potencial, no prevemos que el empleo crezca en 2011, lo cual afectará a la recuperación de la confianza y a la renta disponible de las familias. Esto, junto con los aumentos de impuestos en varios países de la zona euro, restringirá el consumo privado. Se espera que, como media, el consumo no varíe durante este año y que crezca solamente en un 0,5% en 2011.
- El consumo público se moderará sustancialmente debido a los programas de austeridad fiscal, sobre todo en 2011. Desde una tasa de crecimiento del 2,7% en 2009 posiblemente baje al 0,5% en 2011.
- Lo más probable es que las exportaciones experimenten una ligera desaceleración el segundo semestre de 2010 (los efectos del euro bajo serán contrarrestados por la desaceleración de la demanda mundial), aunque de todos modos serán sólidas y crecerán hasta una media del 8% anual, y prácticamente igual en 2011. Se prevé que las importaciones seguirán el mismo camino, situándose en el 7% anual, por debajo de las exportaciones porque la escasa demanda interna provocará un cierto retroceso. En consecuencia, la demanda exterior neta aportará 0,4 puntos al crecimiento de 2010, y 0,6 puntos al de 2011, por encima de la media histórica.

Gráfico 13

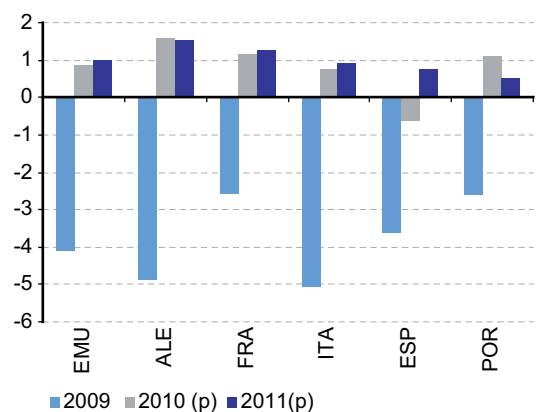
Zona euro: evolución del PIB



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 14

Zona euro: evolución del PIB por países



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Por países, Alemania seguirá estando por encima de la media, en tanto que los resultados de los países del sur de Europa serán peores

- **Alemania** es el país que está encabezando la recuperación industrial gracias a sus exportaciones a las economías emergentes. Se espera que el crecimiento del PIB se sitúe por encima de la media en 2010 y 2011, con una importante aportación de las exportaciones netas este año, y bastante alta también el año que viene. Sin embargo, el consumo privado ha caído notablemente el primer trimestre, y los indicadores de las ventas minoristas del segundo trimestre también han sido negativas a pesar de los buenos datos del empleo. Es posible que el consumo se recupere, aunque solo moderadamente, y podría crecer en torno al 0,5% en 2011.
- El primer trimestre ha sido flojo en **Francia**, y los indicadores de consumo del segundo tampoco son muy positivos. Se espera que crezca ligeramente por encima de la media de la zona euro, con una aportación de la demanda interna mayor que la alemana, en especial debido a un consumo privado más sólido. Al igual que en Alemania, todavía persisten algunas medidas de los estímulos fiscales aprobados en 2009 que están teniendo efectos positivos en 2010. Es probable que la aportación del sector externo sea ligeramente positiva.
- **Italia** disfrutó de un crecimiento relativamente alto el primer trimestre (0,5%), aunque se debió a factores temporales como la importante aportación de las existencias y la caída de las importaciones, a lo que se sumó un sólido consumo. De cara a los próximos trimestres, todo apunta a que su crecimiento se mantendrá ajustado a la media de la zona euro, aunque por debajo de Francia y Alemania, debido a su menor potencial. Como en el caso de Francia, todo apunta a que el crecimiento estará más basado en la demanda interna que en el sector externo, aunque las proyecciones señalan que éste será moderadamente positivo.
- **España** registró en el primer trimestre su primer índice de crecimiento positivo desde el comienzo de la crisis (0,1% t/t). Además, los datos más recientes sugieren que, sobre todo gracias a la solidez de las exportaciones españolas, el crecimiento del PIB se mantuvo positivo el segundo trimestre (entre el 0,1% y el 0,2% t/t). No obstante, la aceleración del proceso de consolidación fiscal, conjuntamente con la incertidumbre y la persistencia de la volatilidad en los mercados financieros, posiblemente tenga repercusiones negativas —aunque de corta duración y mínimo impacto— en el crecimiento del PIB del segundo semestre. En general, esperamos un crecimiento del PIB de aproximadamente el -0,6% para 2010, y del 0,7% para 2011.
- **Portugal** experimentó un crecimiento sorprendentemente rápido el primer trimestre del año (1,1% t/t) debido a la solidez de todos los componentes de la demanda interna y a la aportación de las existencias, junto con un descenso de las importaciones que conllevó una aportación de 0,8 puntos de las exportaciones netas. Este patrón anómalo tiene pocos visos de ser sostenible en los próximos trimestres, ya que esperamos una significativa moderación de la actividad, un descenso del PIB desde el 1,1% de 2010 al 0,5% en 2011, con una desaceleración que se producirá ya el segundo trimestre de este año. El programa de austeridad fiscal y los altos niveles de apalancamiento de los hogares portuguesas posiblemente conlleve una clara desaceleración de la demanda interna.

4. Inflación y tipos del BCE

La inflación general se aceleró el segundo trimestre, empujada por los precios de la energía, en tanto que la subyacente se mantuvo en general estable

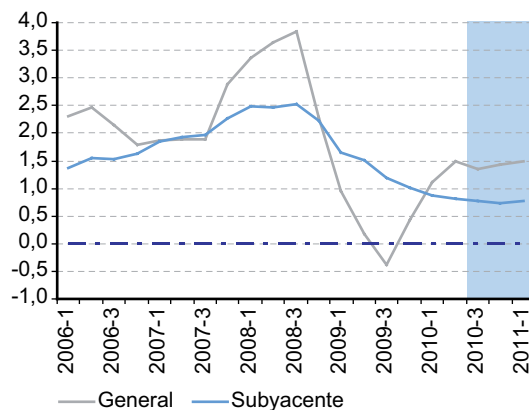
La inflación repuntó en el segundo trimestre, alcanzando el 1,5% a/a desde el 1,3% a/a del primero, sobre todo debido a la evolución de los precios de la energía, que han aumentado desde el 4,4% a/a del primer trimestre al 8,2% del segundo. La aceleración de los precios de la energía puede atribuirse tanto a un efecto base (en los mismos meses del año pasado cayeron con fuerza) como a la evolución del precio del crudo y a la depreciación del euro. De hecho, la aceleración de la inflación general 0,3 puntos) se corresponde en gran medida con un incremento similar de la aportación de los precios de la energía (0,3 puntos). En general, la inflación subyacente se ha mantenido estable desde principios de año, en torno al 0,8-0,9% a/a, pero después de frenarse en abril y mayo (el importante efecto de Semana Santa), volvió a acelerarse en junio hasta el 0,9% a/a. Esta reacceleración ha sido una sorpresa al alza. Si analizamos los componentes, los precios de los servicios se han mantenido más o menos estables en el primer semestre, en tanto que repuntó ligeramente la inflación de los productos industriales no energéticos y de los alimentos preparados. En julio, la inflación volvió a subir hasta el 1,7%, con un posible incremento también en los precios subyacentes. Los datos de julio reflejan los efectos de las ofertas de fin de temporada combinados con el aumento del IVA en España.

Se prevé que la inflación se mantendrá bastante por debajo del objetivo del BCE

En cuanto al segundo semestre, creemos que la inflación se mantendrá relativamente estable, reflejando la moderación de la actividad económica, que debería contrarrestar las alzas de precios como consecuencia del aumento de los impuestos. Además, la inflación mayorista ha vuelto al terreno positivo con índices anuales significativos, tras un año registrando cifras negativas. Sin embargo, es poco probable que esta subida se traslade a los precios al consumidor debido a la fragilidad de la demanda interna. En cuanto a la inflación subyacente, creemos que se mantendrá estable en torno a los niveles actuales, o bien que descenderá ligeramente. Las previsiones para el próximo año son de una inflación moderada, bastante por debajo de los objetivos del BCE, y sin presiones inflacionarias debido a la debilidad de la recuperación económica. Por último, vemos algunos riesgos a la baja de nuestras proyecciones en la medida en que la desaceleración de la actividad económica ejerza presiones bajistas sobre los precios al consumidor, aunque estos riesgos podrían ser contrarrestados por una mayor repercusión del aumento del IVA.

Gráfico 15

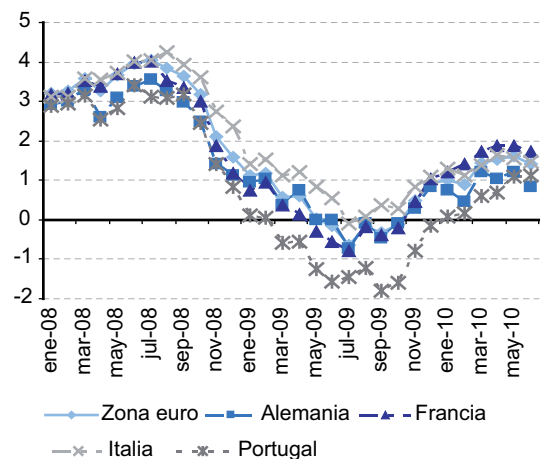
Eurozona: Inflación



Fuentes: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 16

Por países



Fuentes: Eurostat y BBVA Research

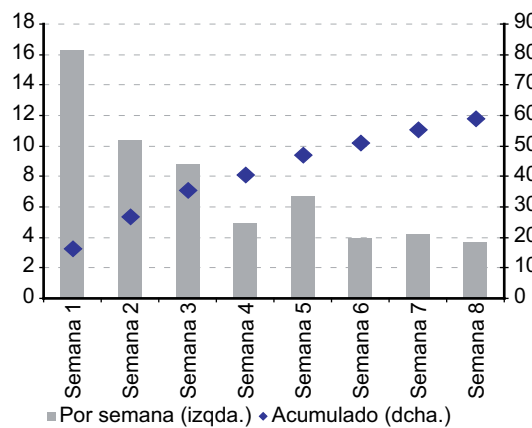
El BCE no ha estado muy activo comprando bonos, y ahora esperamos que se mantendrá a la espera al menos hasta finales de 2011

Como explicamos en la edición anterior de esta publicación, el BCE reaccionó de varias maneras ante la crisis de la deuda soberana, incluyendo una flexibilización de las normas de aval de la deuda griega en marzo, tres subastas de liquidez a largo plazo adicionales y la compra de deuda pública y privada en los mercados secundarios, todo ello con el objeto de disipar las tensiones en los mercados financieros (Programa para los Mercados de Valores, PMV). Durante la única conferencia de prensa que su presidente, Jean-Claude Trichet, ofreció después de una reunión del Consejo de Gobierno del BCE desde nuestra última edición, apenas se trató la política monetaria. Además, la declaración del Consejo no incluyó ningún cambio importante (la mayor parte de la conferencia de prensa se dedicó a tratar las pruebas de solvencia y la crisis de la deuda soberana).

La activación del PMV ha ido mermando desde su puesta en marcha (véase el Gráfico), y en las últimas semanas la cantidad de bonos comprados por las instituciones nacionales ha sido muy bajo. Aunque esto despierta dudas en cuanto a la voluntad del BCE de continuar la expansión para mitigar las tensiones de liquidez en los mercados de deuda, prevemos que mantendrá su compromiso de hacer todo lo necesario para que la actividad sea sostenible y para reducir las tensiones de liquidez de las instituciones financieras, manteniendo las medidas extraordinarias de liquidez (cobertura total en las subastas semanales) durante tanto tiempo como sea necesario. Considerando las muy bajas previsiones de inflación y la prevista fragilidad de la actividad económica, hemos revisado nuestras proyecciones de tipos de recompra oficiales, y ahora creemos que se mantendrán en el 1% en el futuro previsible, y al menos hasta finales de 2011.

Gráfico 17

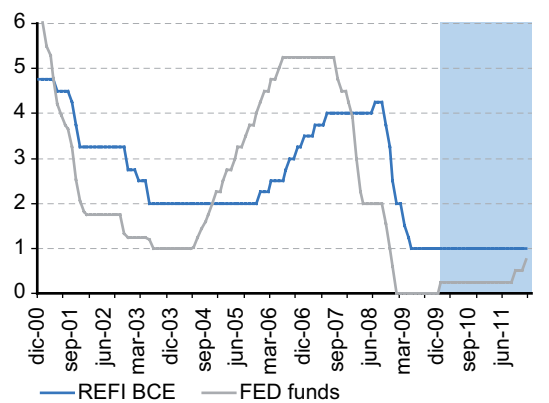
BCE: Programa de compra de deuda soberana



Fuentes: BCE y BBVA Research

Gráfico 18

Zona euro: tipos de interés oficiales



Fuentes: BCE y BBVA Research

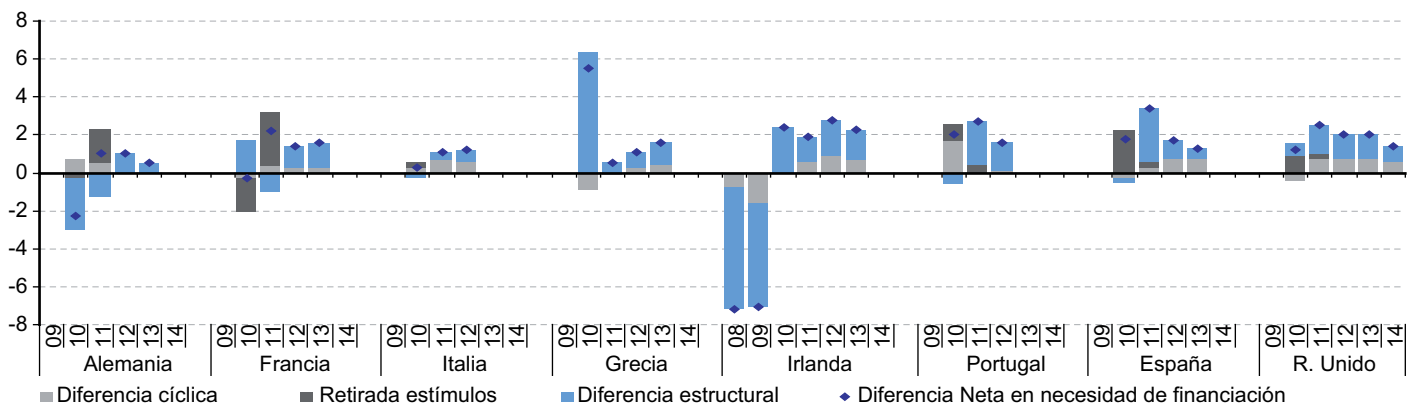
5. Los efectos del ajuste fiscal

La situación fiscal se ha deteriorado rápidamente en muchos países de la UE, aunque no solamente como consecuencia de los estímulos

Los programas de estímulos fiscales aprobados a finales de 2008 e implementados durante el año y medio pasado supusieron un aumento de los déficits públicos que, en principio, fue manejable: la magnitud de los estímulos en todos los países europeos fue inferior al 2% del PIB y el deterioro cíclico de las cuentas públicas no aportó al déficit más de 2 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, se produjo un deterioro adicional de los déficits estructurales, sobre todo como consecuencia de la pérdida permanente de ingresos derivada, entre otras cosas, de la explosión de las burbujas de precios de activos. Esto se ha traducido en enormes déficits en varios países del sur de Europa, Irlanda y el Reino Unido. En un contexto de déficits sin precedentes en épocas de paz, comenzaron a surgir temores de una situación fiscal incontrolable, lo cual incrementó el riesgo del crédito soberano y minó la confianza en la salud financiera de instituciones que, según se suponía, mantenían importantes inversiones en activos soberanos. Esto provocó que muchos de estos países diseñasen e implementasen planes de consolidación fiscal antes de que la recuperación se consolidase, con el objeto de recuperar la confianza de los mercados.

Gráfico 19

Europa: magnitud y composición de la consolidación, diferencial interanual



Fuentes: BBVA Research y CE

Los planes de consolidación europeos están siendo implementados con arreglo a calendarios presentados a la CE a principios de 2010

Estos planes de consolidación ya habían sido presentados a la Comisión Europea a finales de 2009. El objetivo era reducir los déficits por debajo del 3% hasta 2013 ó 2014, aunque difiriendo el grueso del ajuste hasta después de finales de 2010. Desde el estallido de la crisis de la deuda soberana, dos de los países más afectados por la falta de confianza de los mercados (España y Portugal) anunciaron medidas adicionales para adelantar el ajuste, en tanto que tras las elecciones de mayo el Reino Unido presentó un programa totalmente nuevo cuyas consecuencias son también un ajuste más rápido. Algo absolutamente necesario, considerando que los planes previamente presentados a Bruselas no incluían un objetivo por debajo del 3% ni siquiera hasta 2014. En el caso de Grecia, las iniciativas de consolidación se han distribuido en un horizonte más prolongado en el marco del programa conjunto del FMI, la CE y el BCE, lo cual las hace más creíbles que el excesivamente duro ajuste proyectado en el plan original presentado por el gobierno griego. En cuanto a los demás países, a pesar de la abundancia de noticias sobre consolidación fiscal de los últimos meses, las vías para reducir el déficit no han variado. Si acaso, se han divulgado algunos detalles sobre qué se hará exactamente, especialmente en lo que respecta a los presupuestos de 2011. Subsiste el hecho de que para la mayoría de las grandes economías de la zona euro el ajuste empezará solamente en 2011, mientras que en los países con puntos de partida más desfavorables, las medidas de recorte del déficit ya han empezado a hacerse notar.

El hecho de que una importante cuota del incremento de los déficits fiscales pueda atribuirse a un aumento de los déficits estructurales exige planes de consolidación centrados en el componente estructural. Eso era, de hecho, lo que pretendían los planes presentados ante la CE (véase el Gráfico 19). No obstante, y como ya hemos destacado, la mayoría de los planes de consolidación todavía no presentan detalles fundamentales sobre cómo se hará dicho ajuste estructural, en especial después de 2011, lo que pone en peligro la credibilidad de las iniciativas.

Unos planes de austeridad bien definidos pueden limitar sus efectos adversos sobre la actividad

La consolidación fiscal finalmente tendrá repercusiones limitadas sobre el crecimiento económico si viene acompañada de las políticas adecuadas y si se desvanece la actual incertidumbre que preocupa a los mercados financieros internacionales. Específicamente, la evidencia empírica suele demostrar que, tras una consolidación fiscal decidida, algunos países incluso han crecido económicamente, ya que el aumento de la demanda privada compensa con creces la caída del consumo público. Este efecto positivo y la recuperación de la confianza tienden a ser mayores si el proceso de consolidación fiscal (i) es percibido como un “cambio de régimen” (es decir, cuando va acompañado de una serie de reformas estructurales diseñadas para reforzar el crecimiento económico y, por ende, la sostenibilidad fiscal); (ii) se basa en una importante reducción del gasto público más que en el incremento de los ingresos (y, por consiguiente, se evitan las distorsiones asociadas con un aumento de la presión tributaria); (iii) es significativo y percibido como permanente, con sus consiguientes efectos para la credibilidad (por ejemplo, centrándose en un recorte del gasto, incluyendo legislación que defina objetivos plurianuales vinculantes y reforzando las instituciones fiscales); y (iv) si se implementa en una economía que ha llegado a niveles extremos de inestabilidad macroeconómica (por ejemplo, debido al creciente nivel de la deuda pública o a dificultades de la balanza de pagos).

Contrario al pensamiento convencional, nuestros cálculos demuestran que los efectos a corto y a largo plazo de los programas de reducción de déficit sobre la actividad económica son pequeños, y coinciden con algunas aportaciones previas a este tema (por ejemplo, la obra de Alesina, 2010)¹. Para conseguir estos resultados, hemos creado un modelo dinámico de datos de panel para medir las repercusiones del ajuste fiscal sobre la marcha de la economía². El resultado de esta especificación básica demuestra que un impulso (ajuste) fiscal aumenta (disminuye) la producción, aunque en medida limitada. Un ajuste fiscal del 1% del PIB reduce contemporáneamente la producción en aproximadamente un 0,13% (véase el Gráfico 20). El gráfico 20 también muestra que el lastre sobre el crecimiento que supone una reducción del déficit primario cíclicamente ajustado se ve atenuado (e incluso puede invertirse a largo plazo) si dicha reducción se realiza en el contexto de un programa de consolidación (definido como una reducción del déficit equivalente a al menos el 1% del PIB)³. También analizamos el papel del nivel de deuda inicial, ya que los procesos de consolidación tienen efectos menos negativos en el crecimiento de las economías muy endeudadas. Los efectos negativos a corto plazo son un tanto menores en los países poco endeudados, y un tanto mayores en los muy endeudados. Nuestra base de datos también permite diferenciar entre las consolidaciones basadas en el gasto y las basadas en los ingresos, por lo que analizamos la evolución de los balances fiscales desglosándolos en gastos e ingresos primarios (ambos cíclicamente ajustados) para captar los efectos diferenciales de las consolidaciones basadas en el gasto. También los datos econométricos sustentan la evidencia de que las consolidaciones basadas en el gasto son más favorables para el crecimiento.

1: Alesina (2010), “Fiscal adjustments: lessons from recent history”, preparado para la reunión del Ecofin celebrada en Madrid el 15 de abril de 2010.

2: La versión de referencia del modelo incluye las siguientes variables: la variable dependiente es el crecimiento del real del PIB, en tanto que las variables explicativas son: variables dependientes rezagadas, el crecimiento del PIB mundial, la deuda pública (% del PIB) y los parámetros de estímulos/restricciones fiscales “basados en la regresión”, los tipos de cambio reales efectivos y los tipos de interés reales a largo plazo: tipo del bono a 10 años. El parámetro de restricciones fiscales se construyó siguiendo estos pasos: (1) Regresiones de los ingresos fiscales (% del PIB) sobre el crecimiento del PIB, con tendencia y constante de tiempo (2) Regresiones del gasto fiscal (% del PIB) sobre el crecimiento del PIB, con tendencia y constante de tiempo (3) Obtención de la serie de residuos estimados de ambas regresiones para cada país. (4) Obtención de las primeras diferencias de estos residuos estimados (representativas (proxy) de la innovación) y (5) Resta de estas primeras diferencias de ingresos y gastos, obteniéndose el parámetro de estímulos/restricciones fiscales expresado en términos de superávit fiscal (% del PIB).

3: La variable dummy de consolidación adopta un valor de 1 cuando existe dicho episodio de consolidación en la muestra, o bien de 0 en caso contrario.

Gráfico 20

Reacción del PIB a un incremento de superávit primario (cíclicamente ajustado) del 1% del PIB

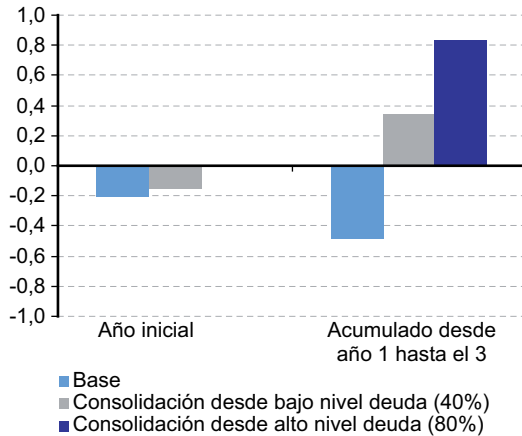
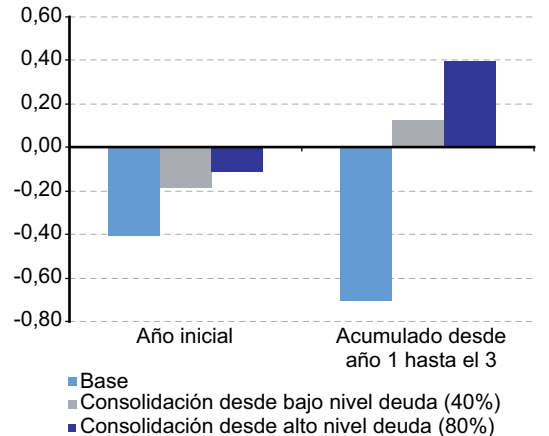


Gráfico 21

Reacción del PIB a una reducción del gasto en 1% del PIB



* Coeficientes de una regresión de panel de 15 países europeos en el período 1970-2010, incluyendo 63 episodios de consolidación, definidos como años en los que el déficit primario cíclicamente ajustado se redujo en al menos un 1% del PIB.
Fuente: BBVA Research

Fuentes: BBVA Research

Además, los efectos positivos de una consolidación fiscal son más sólidos cuando su punto de partida es un alto nivel de deuda pública, lo cual confirma lo expuesto anteriormente. Los casos particulares de las reformas fiscales de Irlanda (1985-1989), Dinamarca (1983-1986) y España (1993-1999) son buenos ejemplos de cómo un ajuste fiscal creíble, acompañado de una mejora del entorno macroeconómico, puede garantizar que el incremento del consumo privado, de las inversiones (en ambos casos como consecuencia de la mejora de las expectativas) y de las exportaciones netas compensan con creces el descenso del gasto público y, por consiguiente, tienen buenos efectos en materia de generación de crecimiento incluso a corto plazo.

En el actual contexto de la UE, algunos países están aplicando reformas estructurales complementarias, sobre todo en las pensiones

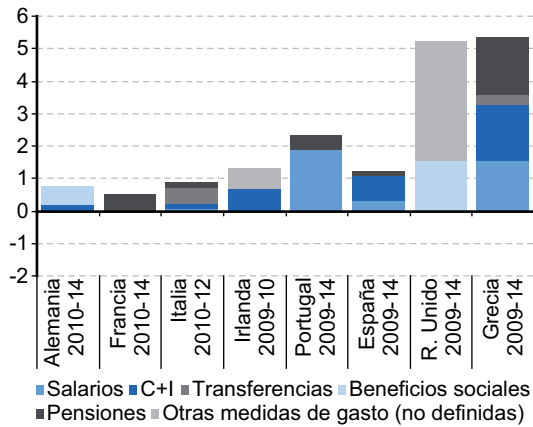
Seguindo la primera condición citada para una consolidación fiscal exitosa (un cambio de régimen con reformas estructurales), algunos países están aprobando reformas estructurales, sobre todo Grecia y, en menor medida, España. En el caso de Grecia, las reformas del mercado de trabajo, de la tributación y de la competencia están determinadas en gran medida por la necesidad de recortar el gasto y obtener mayores ingresos (y, en este sentido, no “complementan” las medidas de reducción de déficit, sino que son parte fundamental de las mismas); también, en parte, han sido impuestas por las instituciones internacionales que vigilan el paquete de ayuda. En España se ha aprobado una reforma financiera para reestructurar las cajas de ahorro y está en vías de implementación la reforma del mercado de trabajo, pendiente de ser aprobada por las Cortes. Varios países han aprobado (Grecia), están en proceso de aprobar (Francia) o han anunciado (España) reformas de las pensiones, lo cual probablemente no reduzca mucho el gasto a corto plazo, pero que supondrá un importante ahorro a medio y largo plazo, lo cual incrementará la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de sus cuentas.

El ajuste planificado es rápido y está inclinado hacia la reducción del gasto, lo cual mejorará la confianza

En cuanto a la segunda condición específica para que un plan de austeridad fiscal tenga éxito, es importante destacar que los planes aprobados hasta el momento en Europa, aunque no se han divulgado sus detalles (en especial para 2012 y después) se basan mayormente en el recorte de gastos, sobre todo en Alemania, Italia e Irlanda (véanse los Gráficos 3 y 4). En otros países, en parte debido a los grandes esfuerzos que serán necesarios, también se han aprobado o se están planificando medidas tributarias, como en Portugal, España o, especialmente, Grecia. En Francia hemos visto una mezcla de ambas, mientras que el Reino Unido ha aprobado subir los impuestos en 2011 y ha dejado una importante parte de los más difíciles de implementar recortes de gastos para 2012 y años sucesivos. En todos los casos, ha de tenerse en cuenta que los planes fiscales para después de 2011 son meras declaraciones de intenciones. La mayoría de ellos han sido definidos y aprobados, lo que implica que pueden estar sujetos a sustanciales cambios en los próximos años.

Gráfico 22

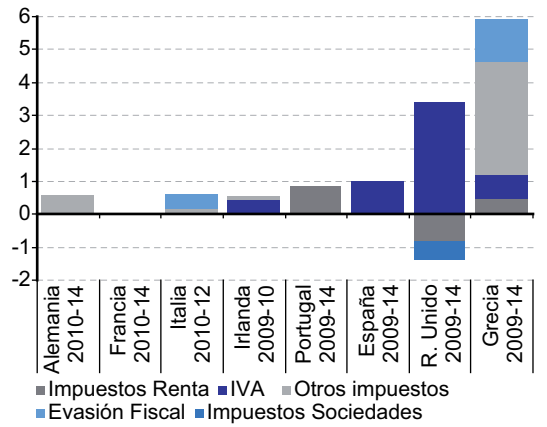
Todas las medidas detalladas de reducción del gasto como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 23

Todos los componentes detallados de ingresos como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Los recortes de déficits en Europa posiblemente tengan un efecto moderado sobre el crecimiento

En general, en la mayoría de los países los ajustes serán rápidos y sustanciales (véase el Gráfico 19), estarán inclinados más hacia una reducción del gasto que hacia el aumento de impuestos (Gráficos 22 y 23) y, en algunos, irán acompañados de reformas estructurales. Todo ello demuestra que los políticos han asumido las lecciones del pasado. Estas características incrementan las posibilidades de éxito de los planes y reducen al mínimo sus repercusiones a largo plazo sobre el crecimiento económico. Así, esperamos que los efectos de la consolidación fiscal en Europa sean limitados y transitorios, mucho menores que lo que se suele suponer.

Tablas

Resumen de previsiones

Tabla 1

UEM (a/a)

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB a precios constantes	2,8	0,4	-4,1	0,9	1,0
Consumo privado	1,6	0,3	-1,2	0,0	0,4
Consumo público	2,3	2,2	2,7	1,0	0,5
Formación bruta de capital fijo	4,6	-0,9	-10,9	-3,4	0,3
Inventarios (*)	0,0	0,1	-0,8	1,0	0,0
Demanda interna (*)	2,4	0,5	-3,3	0,5	0,4
Exportaciones (bienes y servicios)	6,3	0,7	-13,2	7,7	7,9
Importaciones (bienes y servicios)	5,5	0,8	-11,9	6,9	6,7
Demanda externa (*)	0,4	0,0	-0,8	0,4	0,6
Precios					
IPC	2,1	3,3	0,3	1,3	1,2
IPC subyacente	2,0	2,4	1,3	0,8	0,8
Mercado laboral					
Empleo	2,0	0,9	-1,8	-0,6	0,0
Tasa desempleo (% población activa)	7,5	7,6	9,4	10,1	10,5
Sector público					
Déficit (% PIB)	-0,6	-2,0	-6,3	0,0	0,0
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,4	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2

* Contribución al crecimiento

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5
Reino Unido	2,6	0,5	-4,9	1,4	1,7
América Latina *	5,8	4,0	-2,4	5,2	4,2
Asia	7,6	4,2	2,0	6,4	5,5
China	14,2	9,6	9,1	9,8	9,2
Asia (exc. China)	5,2	2,2	-0,7	5,1	4,1
Mundo	5,3	3,0	-0,6	4,4	4,1

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas: inflación (promedio)

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,9	3,8	-0,4	1,6	1,8
América Latina *	6,0	9,0	7,4	8,1	8,4
Asia	2,8	4,9	0,3	2,9	2,8
China	4,8	5,9	-0,7	2,9	3,3
Asia (exc. China)	2,1	4,6	0,6	2,8	2,6
Mundo	4,1	6,1	2,0	3,5	3,3

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Variables financieras

Tipos de interés oficiales (fin de período)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,3	0,6	0,3	0,1	0,8
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	7,5	5,3	5,3	5,6	6,1
Tipos de interés a 10 años (promedio)					
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,4	3,7
UEM	4,2	4,0	3,3	2,8	3,0
Tipos de cambio (promedio) (Dólares (\$) por moneda nacional)					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2
Reino Unido	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
China	7,6	6,9	6,8	6,7	6,4

Fecha cierre de previsiones: 31 de Julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Alemania

Tabla 5

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	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	1,4	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,3	2,3	-8,9	1,5	2,8
Inventarios (*)	-0,2	0,5	-0,5	0,3	0,0
Demanda Interna (*)	1,0	1,5	-1,7	0,5	1,1
Exportaciones	7,8	2,4	-14,5	6,9	6,0
Importaciones	5,0	3,9	-9,5	4,9	5,6
Exportaciones netas (*)	1,6	-0,5	-3,2	1,1	0,5
PIB	2,6	1,0	-4,9	1,6	1,5
Inflación	2,3	2,8	0,2	0,9	1,1

(*) Contribución al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Francia

Tabla 6

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	2,5	0,5	0,6	0,9	1,1
Consumo público	1,5	1,6	2,7	1,5	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,9	0,3	-7,0	-2,0	2,3
Inventarios (*)	0,0	0,3	-1,9	0,5	0,1
Demanda Interna (*)	3,4	0,4	-2,4	0,9	1,2
Exportaciones	2,5	-0,8	-12,2	5,5	5,6
Importaciones	5,7	0,3	-10,6	4,1	5,0
Exportaciones netas (*)	-1,0	-0,3	-0,2	0,2	0,0
PIB	2,3	0,1	-2,5	1,2	1,3
Inflación	1,6	3,2	0,1	1,6	1,4

(*) Contribución al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Italia

Tabla 7

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	1,1	-0,8	-1,8	0,7	0,8
Consumo público	0,9	0,8	0,6	0,2	0,2
Formación bruta de capital fijo	1,3	-4,0	-12,2	-0,2	2,1
Inventarios (*)	0,1	-0,3	-0,4	0,2	0,0
Demanda Interna (*)	1,2	-1,4	-3,8	0,6	0,9
Exportaciones	3,9	-3,9	-19,1	3,7	4,2
Importaciones	3,3	-4,3	-14,6	3,1	3,8
Exportaciones netas (*)	0,2	0,1	-1,2	0,1	0,1
PIB	1,4	-1,3	-5,1	0,7	0,9
Inflación	2,0	3,5	0,8	1,5	1,6

(*) Contribución al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Portugal

Tabla 8

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	2,5	1,8	-1,0	1,4	-0,1
Consumo público	0,5	0,6	3,0	-0,7	-1,2
Formación bruta de capital fijo	2,6	-1,8	-11,9	-3,5	-1,5
Inventarios (*)	-0,1	0,3	-0,6	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	2,2	1,2	-3,3	0,1	-0,6
Exportaciones	7,6	-0,3	-11,8	5,4	5,1
Importaciones	5,5	2,8	-10,8	1,6	1,3
Exportaciones netas (*)	0,2	-1,2	0,7	1,0	1,1
PIB	2,4	0,0	-2,6	1,1	0,5
Inflación	2,0	3,5	0,8	1,5	1,6

(*) Contribución al crecimiento
Fuente: BBVA Research

España

Tabla 9

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	3,6	-0,6	-5,0	-0,3	0,3
Consumo público	5,5	5,5	3,9	1,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	-4,4	-15,2	-9,5	-3,2
Equipo y otros productos	6,8	-2,7	-20,6	-9,4	-1,9
Construcción	3,2	-5,5	-11,1	-9,5	-4,0
Vivienda	3,0	-10,3	-24,5	-16,8	-6,1
Otras construcciones	3,3	-0,4	1,6	-4,3	-2,5
Inventarios (*)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	4,4	-0,5	-6,4	-2,2	-0,6
Exportaciones	6,6	-1,0	-11,3	6,6	7,3
Importaciones	8,0	-4,9	-17,7	0,0	1,5
Exportaciones netas (*)	-0,9	1,4	2,8	1,5	1,3
PIB	3,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Inflación	2,8	4,1	-0,3	1,6	1,4

(*) Contribución al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Tabla 10

Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	2,2	0,4	-3,3	0,4	1,3
Consumo público	1,3	1,8	1,0	1,6	-2,1
Formación bruta de capital fijo	7,8	-5,0	-15,0	2,8	2,2
Inventarios (*)	0,1	-0,5	-1,1	0,7	0,5
Demanda Interna (*)	3,0	-0,3	-4,4	1,0	0,7
Exportaciones	-2,6	1,0	-10,6	3,0	5,9
Importaciones	-0,8	-1,2	-12,4	5,4	2,8
Exportaciones Netas (*)	-0,5	0,7	0,8	-0,7	0,7
PIB	2,7	-0,1	-4,9	1,4	1,7
Inflación (promedio)	2,3	3,6	2,2	3,0	2,5

(*) 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 / 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 Económicos

Juan Ruiz
+34 91 374 58 87
juan.ruiz@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
Sonsoles Castillo
s.castillo@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

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

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@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

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@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

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