

# Situación Europa

Segundo trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía de la zona euro se recuperará lentamente** durante la segunda mitad del año.
- **La diferencia entre el centro de Europa y la periferia** se explica por el estrés financiero y el importante ajuste fiscal en estos últimos.
- **Las autoridades europeas deben clarificar el marco institucional y las políticas** para los próximos años
- **Progresos hacia una unión fiscal**, una estrategia de ajuste enfocada en el déficit estructural, así como un mayor apoyo vía liquidez a los soberanos, ayudarían a resolver la crisis.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	5
Recuadro 1. Avances en la gobernanza Europea desde febrero. Tratado fiscal y nuevos recursos para el ESM.....	8
3. Europa sigue pendiente de una solución definitiva.....	9
Recuadro 2. Desequilibrios macroeconómicos: progresos y correcciones en 2011 .....	13
4. Perspectivas: Recuperación lenta y heterogénea, con elevados riesgos a la baja .....	15
Recuadro 3. Determinantes de la economía de la zona euro: shocks fiscales y financieros en 4T .....	20
Recuadro 4. Lenta moderación de la inflación en 2012, tendiendo al objetivo del BCE sólo en el último trimestre de 2012.....	22
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado .....	25
Recuadro 5. Reino Unido: sin recuperación a la vista .....	28
5. Tablas.....	30

Fecha de cierre: 10 de mayo de 2012

## 1. Editorial

La zona euro continúa sufriendo la crisis de los países de la periferia. Tras varios meses de contención, han vuelto a resurgir las tensiones financieras. Los últimos datos indican que la economía de la zona euro se ha estancado en la primera mitad del año y esperamos una lenta recuperación durante la segunda mitad que continuará a un ritmo moderado durante 2013. Las diferencias entre los países de centro europa y los de la periferia serán sustanciales, principalmente debido a las constantes presiones financieras y al duro ajuste fiscal en estos últimos. Al margen de estos dos factores negativos, el crecimiento se verá apoyado por la evolución positiva de la situación en el resto del mundo.

No obstante, este débil escenario depende de la mejora gradual de las condiciones financieras durante la segunda mitad del año, algo que resulta incierto dada la persistencia de los riesgos asociados a la situación de Grecia y las dudas sobre otros países periféricos. La evolución de estos riesgos dependerá de la respuesta política ante la crisis tanto a nivel nacional como europeo, y a este respecto existe un amplio margen de mejora.

A lo largo de los últimos meses, la respuesta ante la crisis de la zona euro se ha venido articulando a tres niveles, y en los tres existe margen de acción:

- **Refuerzo institucional para prevenir crisis futuras:** la UE ha aprobado un pacto fiscal que refuerza la disciplina fiscal y ha desarrollado un sistema de alerta temprana con el fin de detectar los desequilibrios y recomendar políticas para corregirlos. Sin embargo, este entorno institucional se beneficiaría tremendamente de un claro avance hacia una unión fiscal que conllevaría una pérdida de soberanía nacional en política fiscal a cambio de una mayor reunificación de la deuda pública europea en forma de eurobonos, cuyo diseño podría incluir fuertes incentivos para evitar el endeudamiento excesivo. La existencia de una clara hoja de ruta orientada a la creación de ese entorno institucional contribuiría decisivamente a la resolución de la crisis actual.
- **Inyecciones de liquidez:** el Banco Central Europeo (BCE) ha inyectado elevadas cantidades de liquidez en el sector bancario, y por tanto, de forma indirecta, en los países de la zona euro, aunque no ha prestado ayuda directa a países claramente solventes que pueden estar experimentando problemas de liquidez. El recurso al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) como proveedor de liquidez (que lo convertiría en acreedor sénior) está sometido a condiciones estrictas e inflexibles y es posible que el MEDE no cuente con los recursos suficientes para proteger a los países más grandes de un posible contagio. En ambos casos hay margen para una intervención más proactiva.
- **Reformas nacionales y austeridad fiscal:** la piedra angular de la estrategia europea para recuperar la confianza de los mercados en los países de la periferia se ha basado en una rápida consolidación fiscal y reformas estructurales en los países con problemas. En este sentido, la mayoría de los países han realizado importantes mejoras pero, pese a que las reformas resultan esenciales, el proceso de consolidación fiscal ha supuesto un serio obstáculo para esta estrategia. Como el principal problema de los países de la periferia europea es su escasa competitividad y la existencia de desequilibrios en el sector privado, las reformas estructurales resultan de vital importancia, aunque sus efectos tardan en hacerse visibles en la economía. El excesivo énfasis en un proceso de consolidación fiscal rápido ha provocado dudas en los mercados sobre la sostenibilidad de la estrategia, puesto que los ratios de deuda sobre PIB no pueden mejorar durante una recesión. Aunque a veces se olvida, uno de los riesgos de esta estrategia es que las reformas estructurales podrían perder apoyo en un entorno de recesión. Por eso, pensamos que tiene sentido complementar la estrategia actual con un pacto por el crecimiento. Resulta importante diseñar programas europeos que apoyen el crecimiento en los países que están llevando a cabo reformas estructurales mediante la inversión en infraestructuras o la creación de incentivos para reanimar el mercado laboral, aunque parece que los recursos escasean en estos momentos. Sería recomendable que los países que disponen de margen presupuestario y un elevado nivel de ahorro estimularan sus mercados internos, aunque esta estrategia depende de decisiones nacionales. No obstante, no deberíamos subestimar las ventajas de un proceso de consolidación fiscal que establezca objetivos de déficit para la corrección del déficit estructural en vez del déficit total. Este enfoque contribuiría a evitar una sobre-reacción ante los acontecimientos cíclicos y es coherente con el marco de política fiscal a largo plazo que establece el pacto fiscal.

Hay que tener en cuenta que hasta el momento Europa se ha dedicado a reaccionar ante los acontecimientos en vez de adelantarse a los mismos. Este enfoque debería sustituirse por una hoja de ruta que defina el nuevo entorno institucional hacia el que nos dirigimos: una unión monetaria con bajos desequilibrios, también a nivel nacional, con algún tipo de unión fiscal y con un mercado bancario único, preferiblemente con un entorno europeo de resolución bancaria, algo que va en la línea de la reciente petición del presidente del BCE, Mario Draghi, para que se defina el futuro de la zona euro para la próxima década.

## 2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

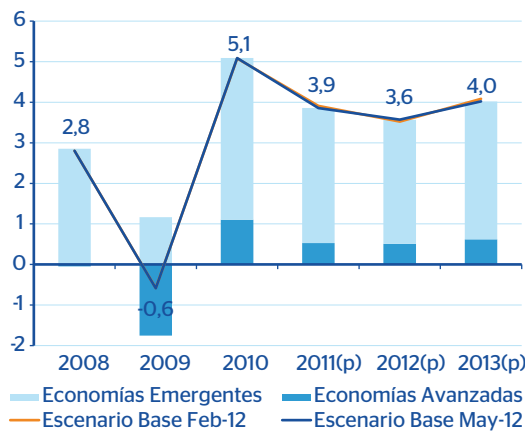
### **El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja**

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el trimestre anterior, habida cuenta de un mayor crecimiento en Asia (sin China e incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

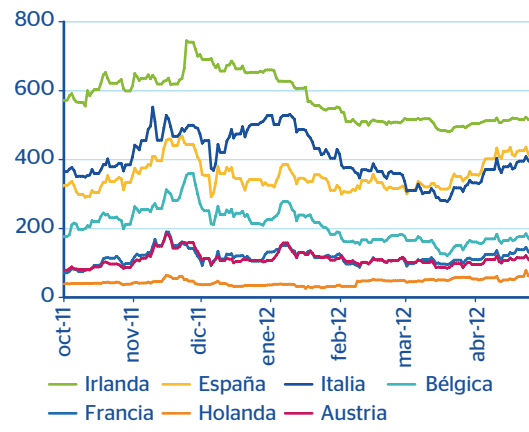
Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro informe de febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Prima de riesgo soberano en Europa  
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Dichas políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando unas condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina - disminución en la primera, pero estable en la segunda- condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

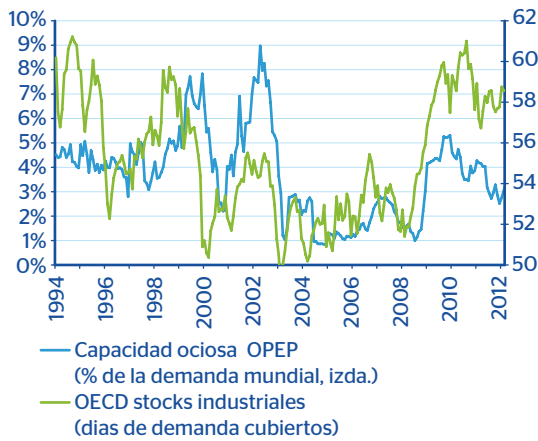
## Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP, Gráfico 3). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 20% más alto que en nuestras previsiones de febrero (Gráfico 4). En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores

precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

Gráfico 3

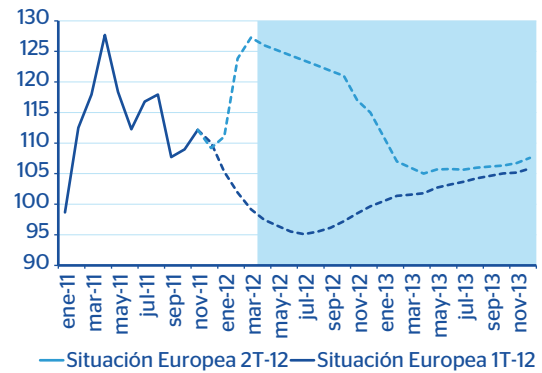
**Amortiguadores en el mercado de petróleo:  
capacidad excedente de producción y existencias**



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 4

**Precio barril Brent (\$/barril)**



Fuente: BBVA Research

## El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

A pesar de que ha habido algunos avances para resolver la crisis europea (Recuadro 1), aún faltan pasos importantes hacia una hoja de ruta clara para salir de la misma. Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una disminución de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

**Recuadro 1.****Avances en la gobernanza Europea desde febrero. Tratado fiscal y nuevos recursos para el ESM**

**Tratado fiscal:** En la cumbre europea del 1-2 de marzo se firmó por parte de 25 países de la Unión Europea (todos menos el Reino Unido y la Rep. Checa) un tratado fiscal que obliga a los países firmantes a incorporar en su legislación (preferiblemente en su constitución) reglas fiscales que limiten el déficit estructural al 0.5% del PIB. El pacto ha de firmarse antes de final de año, y empezaría a aplicarse a partir de 2016. Se aceptarán desviaciones transitorias del déficit bajo situaciones excepcionales, aunque la definición de transitoriedad no es explícita, y el concepto de excepcionalidad es relativamente laxo ("eventos inusuales fuera del control del país", o "desaceleración económica severa", sin llegar a hablar de recesión).

Si los países se desvían de la regla, se pondrá en marcha un mecanismo de corrección automático, definido por el país en línea con las directrices de la Comisión Europea. Si el país no cumple con el plan, intervendrá el Tribunal Europeo de Justicia (esto es una novedad), que podrá imponer una multa de hasta un 0.1% del PIB, lo que parece bajo en comparación con las multas teóricas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que pueden alcanzar hasta un 0.5% del PIB.

Además de la regla fiscal, la cumbre también aprobó una provisión por la que los países con un nivel de deuda pública superior al 60% del PIB deberán disminuir el exceso de dicho ratio a un ritmo de 1/20 por año, aunque no se prevén sanciones para los países que incumplan la regla. Por otro lado, las sanciones relacionadas con el procedimiento de déficit excesivo (que continuará funcionando) se implementarán automáticamente de

ahora en adelante siempre que no se oponga una mayoría cualificada de países (66% de los votos). Hasta ahora, las sanciones sólo se aplicaban si votaba a favor de ellas una mayoría cualificada. El nuevo principio es el de mayoría cualificada inversa, y refuerza sustancialmente el pacto de estabilidad y crecimiento.

**Aumento de recursos del ESM:** En la cumbre del 30 de marzo se confirmó oficialmente la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM en sus siglas en inglés) en julio de 2012, en vez de mediados de 2013, tal como ya había sido decidido en la cumbre de diciembre. Este mecanismo será permanente y sustituirá al EFSF, que ha participado en los planes de rescate de los países periféricos. Los fondos del ESM se han elevado de un total de 500 mm de euros de capacidad efectiva de préstamo a 700 mm de manera temporal, ya que se permiten combinar los 500 mm de dotación original del ESM con los 200 mm ya comprometidos por el EFSF para los planes de rescate de Grecia, Portugal e Irlanda. La opción elegida es la menos ambiciosa de las tres propuestas por la Comisión Europea, que además de los 700 mm de euros consideraba la posibilidad de añadir (temporal o permanentemente) los 240 mm de capacidad de préstamo no utilizados ni comprometidos hasta ahora por el EFSF. En la cumbre se tomó también la decisión de acelerar el pago del capital del ESM por parte de los países, que se efectuará en cuatro tramos hasta 2014.



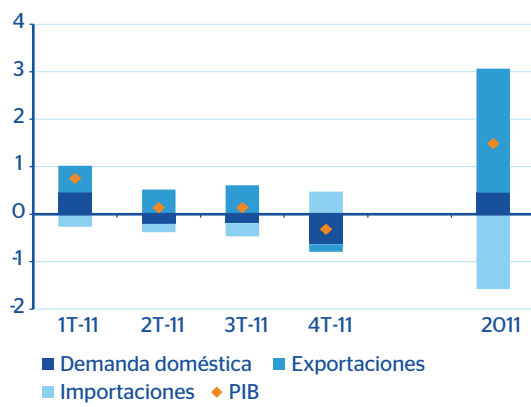
### 3. Europa sigue pendiente de una solución definitiva

#### Las tensiones financieras provocaron la contracción de la economía en el 4T de 2011...

La actividad económica de Europa se redujo claramente durante la segunda mitad de 2011. El fuerte aumento de las tensiones financieras y la ampliación de los diferenciales de deuda soberana (Gráfico 2), la pérdida de confianza y la desaceleración de la economía mundial perjudicaron la actividad económica de toda la zona euro en el 4T de 2011. Como indicaban nuestras previsiones, estos factores se tradujeron en una contracción intertrimestral del PIB del 0,3% por el desplome de la demanda interna (-0,6 puntos porcentuales) y el estancamiento de las exportaciones, mientras que la demanda externa contribuyó positivamente al crecimiento (+0,3 p. p.) como resultado del colapso de las importaciones (Gráfico 5). Además, esta caída de la actividad fue generalizada entre los Estados miembros (excepto Francia), aunque la contracción económica fue más intensa en los países periféricos (Gráfico 6).

Gráfico 5

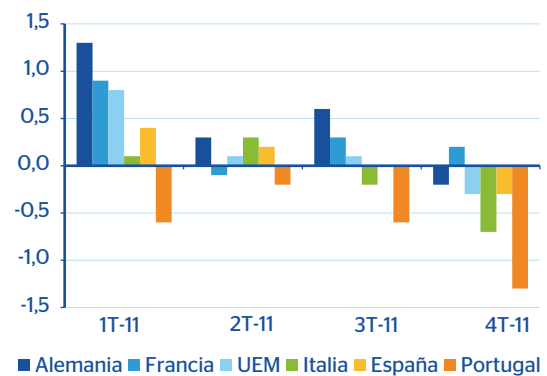
UEM: Crecimiento del PIB % (intertrimestral y anual) y contribución por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 6

PIB por país (% intertrimestral)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

#### ...lo que impulsó una reacción de política económica desde diciembre que contribuyó a estabilizar la situación en los primeros meses del año

Como resultado del aumento de la incertidumbre y el riesgo de un accidente financiero en Europa, las autoridades decidieron aplicar una serie de medidas desde finales de 2011 que contribuyeron a estabilizar la situación a principios de 2012 pero que no constituyen una solución permanente a la crisis de la periferia europea. Primero, el BCE aprobó a principios de diciembre dos subastas ilimitadas de operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés), celebradas en diciembre y febrero, que inundaron de liquidez el mercado. Además, amplió el tipo de activos que las instituciones financieras pueden usar como garantía. Por otro lado, la Unión Europea aprobó un pacto fiscal para fortalecer la disciplina fiscal a largo plazo de los países miembros y decidió acelerar la puesta en marcha del mecanismo permanente de rescate (el Mecanismo Europeo de Estabilidad o MEDE) y su posterior refuerzo (Recuadro 1). Por último, la Unión Europea tuvo que afrontar el deterioro de la situación en Grecia y, conjuntamente con el FMI, acabó aprobando un segundo paquete de rescate que incluía una quita sustancial para los tenedores privados de bonos (un 53,5% en términos nominales y un 74% del valor actual neto) y que, en principio, conseguiría que la deuda pública griega fuese sostenible.

Esta estrategia se ha visto complementada por el refuerzo de la consolidación fiscal y las reformas estructurales llevadas a cabo en los países periféricos. Los otros dos países rescatados (Portugal e Irlanda) han continuado avanzando con éxito en sus planes de reforma, y el cambio de gobierno en Italia y España a finales de 2011 se ha traducido en mayores reformas estructurales y nuevos pasos hacia el compromiso de consolidación fiscal que exigen las instituciones europeas.

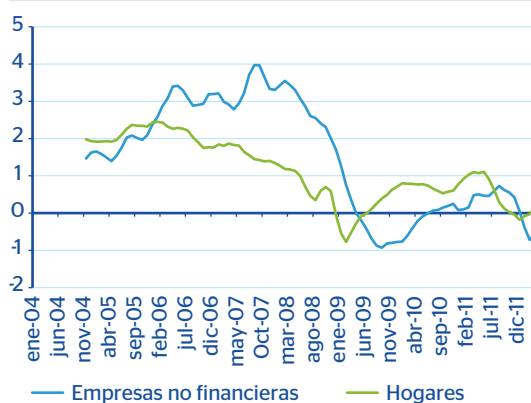
Aunque la estrategia ha tenido cierto éxito, sigue sujeta a riesgos e incertidumbres. Resulta evidente que la intervención del BCE ayudó a canalizar financiación mayorista hacia el sector bancario y a relajar las condiciones de crédito. El informe de abril del BCE sobre las condiciones de crédito indica que las condiciones de la oferta de crédito en el 2T de 2012 podrían relajarse un poco con respecto a los dos trimestres anteriores (en los que las condiciones fueron inusualmente estrictas) pero el crédito al sector privado permanece, a principios de 2012, prácticamente estancado en la zona euro también por falta de demanda (Gráfico 7). La inyección de liquidez también contribuyó a que las primas de riesgo soberano cayeran durante los primeros meses del año (Gráfico 2), principalmente porque el sector bancario de los países periféricos de la zona euro dedicó gran parte de esa liquidez a comprar bonos soberanos nacionales (Gráfico 8). En enero, además, la confianza empezó a recuperarse junto con la actividad económica.

Sin embargo, como ya comentamos en nuestra revista Situación Europa de febrero, la inyección de liquidez por parte del BCE era solo una respuesta puntual a la crisis de la periferia europea que simplemente proporcionó una ventana de oportunidad para mejorar los fundamentales, muy ligados a las condiciones de la deuda soberana.

### Pero siguen existiendo dudas porque las medidas adoptadas no son suficientes para resolver la crisis...

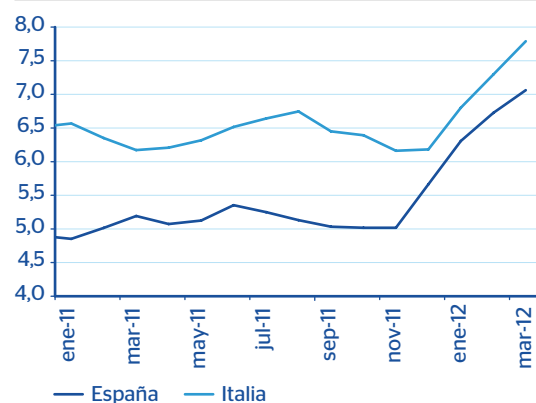
En este sentido, las medidas mencionadas no han sido suficientes para tranquilizar definitivamente a los mercados. En primer lugar, el segundo paquete de rescate y la reestructuración de la deuda griega consiguieron mejorar las condiciones financieras del país heleno a corto y medio plazo y evitaron el posible contagio al resto de la zona euro. Pero Grecia continúa expuesta a riesgos que podrían materializarse en los próximos trimestres ya que la liberación del segundo paquete de rescate está sujeta a las condiciones impuestas por la troika, que serán difíciles de cumplir en un país que sufre una intensa recesión, cuyo déficit fiscal sigue siendo demasiado alto y donde es poco probable que las nuevas reformas reciban apoyo público o político. Teniendo en cuenta que se espera que la deuda pública griega se mantenga por encima del 100% del PIB hasta 2030, estos riesgos alimentan las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega (Gráfico 10).

Gráfico 7  
**UEM: Préstamos al sector privado**  
(media móvil de 3 meses, s. a.)



Fuente: BBVA Research y BCE

Gráfico 8  
**Bancos: Posiciones en bonos soberanos de la UEM (% sobre el total de activos)**



Fuente: BBVA Research y BCE

En segundo lugar, el pacto fiscal aprobado por la vasta mayoría de los países de la UE está sujeto a riesgos de implementación (referéndum en Irlanda, amenaza de renegociación por parte de Francia). Pese a que representa un cambio significativo hacia un mayor control de los presupuestos nacionales, este pacto incluye algunas provisiones que permiten desviarse del objetivo de déficit estructural en circunstancias excepcionales. Estas excepciones a las normas presupuestarias podrían llevarnos a pensar que el pacto fiscal no es lo suficientemente sólido, lo que justificaría que Alemania o el BCE tomaran acciones más decisivas para resolver la crisis. Además, el pacto fiscal no contiene ningún elemento que sugiera una hoja de ruta hacia una unión fiscal que permita complementar la unión monetaria y los programas de reforma de los países de la periferia europea con algún tipo de reagrupamiento de deuda soberana.

En tercer lugar, pese a que el cortafuegos aprobado cuenta con un nivel de liquidez mayor que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), se queda corto con respecto a algunas de las propuestas realizadas por la Comisión Europea. Los 500.000 millones de EUR de nueva financiación aprobados (que se suman a los 200.000 millones que ya se habían asignado a los planes de rescate existentes) podrían verse complementados con nuevas contribuciones a los recursos del FMI (430.000 millones de USD, unos 330.000 mill. de EUR) aunque los beneficiarios de estos fondos podrían no ser países europeos y su uso quedaría sujeto a condiciones estrictas e inciertas. En general, aunque el cortafuegos de liquidez podría ser suficiente para evitar un posible contagio de España o de Italia al cubrir sus necesidades de financiación, no termina de convencer porque no sobrepasa cómodamente esas necesidades (Gráfico 9) y puede verse sometido a riesgos de implementación y cumplimiento como ya ocurrió con el FEEF. Además, el supuesto implícito de que los préstamos del MEDE tendrían un grado de subordinación menor que los bonos privados podría perjudicar seriamente los esfuerzos por atraer fondos privados que financien la deuda soberana.

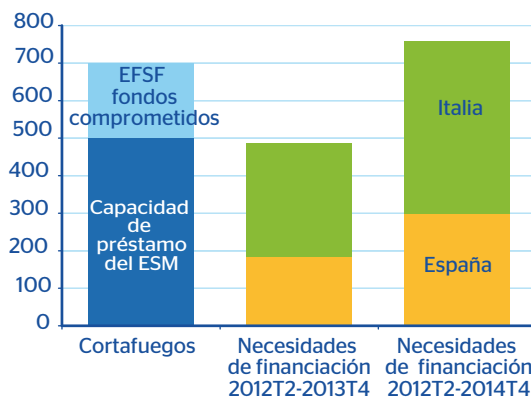
Resumiendo, las autoridades europeas no han aprovechado la ventana de oportunidad generada por las inyecciones de liquidez a largo plazo del BCE para ultimar una hoja de ruta hacia una solución clara y creíble a la crisis en Europa. Al contrario, algunas autoridades incluso se han permitido dudar acerca de la necesidad de continuar trabajando en la solución de la crisis a la vista de que las tensiones en los mercados de deuda soberana se han reducido.

### **...lo que ha provocado un resurgimiento de las tensiones en la Europa periférica desde marzo**

Como resultado de este proceso, una vez disipado el efecto a corto plazo de las dos subastas de liquidez, han vuelto a resurgir las tensiones de financiación, los diferenciales de la deuda soberana española e italiana han vuelto a ampliarse (Gráfico 2), se ha producido una fuga de capitales hacia la deuda pública alemana (cuyos tipos de interés a largo plazo registran mínimos históricos), los mercados bursátiles europeos han experimentado caídas generalizadas y vuelven a caer los niveles de confianza, tras haber mejorado en los primeros meses del año. A estos problemas se añaden también las dudas del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda española, debido a las dificultades del gobierno para diseñar e implementar medidas de consolidación fiscal específicas para las comunidades autónomas, así como las dudas que persisten en el mercado sobre la solidez del sistema financiero español. Además, se extiende la idea de que la estrategia de una consolidación fiscal acelerada en los países periféricos podría provocar una recesión difícil de solucionar a medio plazo que amenazaría la sostenibilidad de la deuda pública de estos países. Por último, el hecho de que se le diese mayor prioridad a la deuda pública griega en posesión del BCE durante la reestructuración realizada en el 1T de 2012 ha provocado desconfianza entre los inversores, que temen que se aplique el mismo criterio en caso de nuevas reestructuraciones. El razonamiento del mercado es que la deuda de los países periféricos en manos del BCE ha crecido tras las subastas de liquidez, lo que aumenta el posible impacto de nuevas reestructuraciones de deuda privada porque el ratio de deuda se acabaría reduciendo mediante mayores quitas de deuda privada.

Gráfico 9

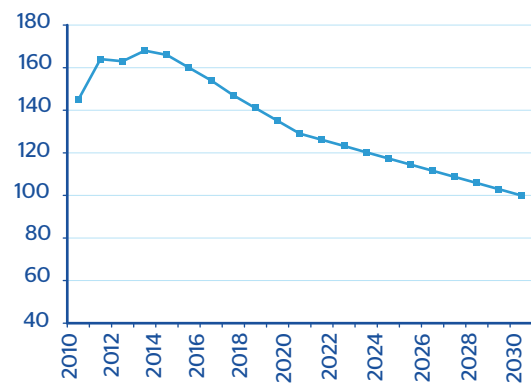
**Cortafuegos soberano europeo y necesidades de financiación en España e Italia (miles de millones de EUR)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 10

**Deuda pública griega (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research y FMI

La reaparición de las tensiones financieras, junto con los riesgos asociados a la consolidación fiscal de los países periféricos, han puesto sobre la mesa el debate sobre la necesidad de acompañar la consolidación fiscal con una estrategia para el crecimiento. Este último concepto ha jugado un papel determinante en las elecciones que se han celebrado recientemente en diversos países europeos. El presidente del BCE, Mario Draghi, también se ha referido a esta cuestión y ha solicitado que se defina la situación del euro para los próximos diez años.

Sin embargo, la esencia de esta estrategia no está muy definida y será objeto de análisis por parte de las autoridades europeas a lo largo de mayo y junio. Una primera posibilidad consistiría en reconsiderar las vías de consolidación fiscal de forma coordinada (si no, se corre el riesgo de aislamiento por parte de los mercados), relajar los objetivos de reducción del déficit y posponer la fecha límite más allá de 2013 (la fecha fijada para la mayoría de los países de la UE) y, por otro lado, redefinir los objetivos de déficit en términos de déficit estructural (coherente con el espíritu del pacto fiscal) y complementarlos con planes de reducción explícitos, integrales, detallados y plurianuales. De este modo, el objetivo de sanear las finanzas públicas podría alcanzarse sin dañar gravemente el crecimiento en el corto plazo. Además, esta estrategia les daría más tiempo a los países periféricos para beneficiarse de las reformas estructurales a largo plazo puestas en marcha. Otra idea consiste en aumentar la inversión en infraestructuras a nivel europeo mediante la redistribución de los fondos estructurales de la UE y la relajación de los criterios de uso, o mediante un incremento del capital del Banco Europeo de Inversiones. Tanto la Comisión Europea como el gobierno italiano han realizado propuestas en este sentido. Una tercera vía, la más estricta, que es la que defiende Alemania, limita la estrategia de crecimiento a la profundización en las reformas estructurales, aunque estas generen beneficios a medio o largo plazo y no tanto a corto plazo. Más allá del debate sobre las estrictas medidas para el crecimiento, el candidato a la presidencia de Francia, François Hollande, ha defendido la emisión de eurobonos o una intervención mucho más activa del BCE en apoyo de la deuda soberana.

El resultado de este debate sobre las nuevas iniciativas para el crecimiento sigue siendo muy incierto pero no es probable que implique modificaciones sustanciales del pacto fiscal o del actual marco institucional europeo (atribuciones del BCE o el MEDE). Lo más probable es que se recaude una cantidad limitada de nuevos fondos para su inversión en infraestructuras, y es posible que se renegocien los planes de consolidación fiscal de ciertos estados miembros por lo que, en principio, no parece que estas iniciativas vayan a conseguir eliminar las dudas de los mercados sobre los países periféricos.

## Recuadro 2. Desequilibrios macroeconómicos: progresos y correcciones en 2011

En febrero la Comisión Europea introdujo y adoptó el “procedimiento de desequilibrio macroeconómico” (MIP, por sus siglas en inglés) como parte del denominado “paquete de seis medidas”. El MIP incluye una tabla con 10 indicadores que permitirán identificar riesgos potenciales y determinar los desequilibrios excesivos ya existentes. Su principal objetivo es establecer un marco de vigilancia económica para prevenir tendencias económicas insostenibles, para lo que analiza desde las variables fiscales (objetivo principal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento) hasta los desequilibrios del sector privado. Por lo tanto, incluye variables referentes al sector privado (deuda privada, crecimiento del crédito, precio de la vivienda), al sector exterior (cuenta corriente, deuda exterior neta), a la competitividad (tipo de cambio efectivo real, coste unitario de mano de obra, variaciones de las cuotas de exportación) y a la tasa de desempleo.

La Tabla 1 presenta las variables definidas por el MIP para los principales países de la zona euro, además de la deuda y el déficit públicos, con la información más reciente disponible, correspondiente a 2011. Las variables definidas por la Comisión Europea no se refieren a los datos más recientes sino que en algunos casos recogen medias que pueden llegar a abarcar los últimos tres años. El mecanismo de alerta también establece un conjunto de umbrales basados en datos estadísticos y que permiten destacar problemas potenciales.

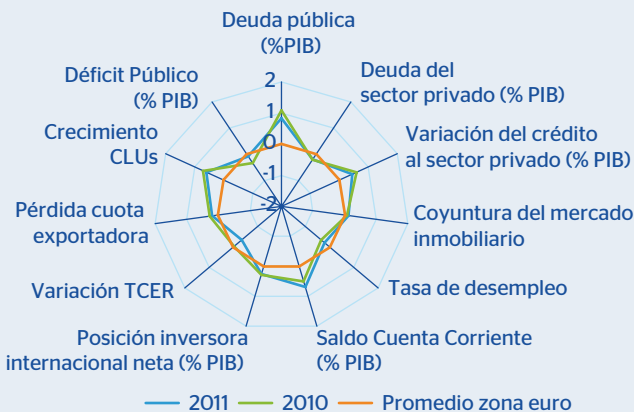
Además de estas variables, presentamos también varios gráficos que subrayan las divergencias entre países de la zona euro (ver gráficos) al normalizar esas variables con respecto a la media de la zona euro (representada por un círculo rojo de valor cero) y comparamos la evolución de

estos indicadores en ciertos países entre 2010 y 2011. Cada unidad del gráfico representa una desviación estándar de la variable con respecto a la media.

Como puede observarse, las divergencias entre países son relativamente importantes para algunas variables, sobre todo las relativas a la deuda externa y la cuenta corriente, lo que refleja diferencias de competitividad. En 2011, la balanza por cuenta corriente muestra una fuerte convergencia hacia la media en el caso de Portugal y España, acompañada de una corrección de los indicadores de competitividad como los costes laborales unitarios y el tipo de cambio efectivo real. La pérdida de cuota de exportación es menor, en términos relativos, que la del resto de países de la zona euro. Sin embargo, las variables que representan los niveles de desequilibrios acumulados, como la posición de inversión internacional (deuda exterior neta), lógicamente progresan con mucha más lentitud y tardarán más en mostrar signos de corrección. De forma similar, los niveles de deuda, tanto pública como privada, también muestran una cierta convergencia hacia la media. Las variables de flujo, como el crédito medido como porcentaje del PIB, se están ajustando rápidamente, sobre todo en las economías que registraron rápidos incrementos en el pasado, como España e Irlanda. Los precios de la vivienda también siguen una tendencia bajista en estos dos países y en Portugal, mientras que en otros países miembros los ajustes están siendo más moderados. Por último, el proceso de ajuste se está llevando a cabo a costa de un mayor deterioro del mercado laboral de los países periféricos, donde las tasas de desempleo siguen registrando máximos históricos.

Gráfico 11

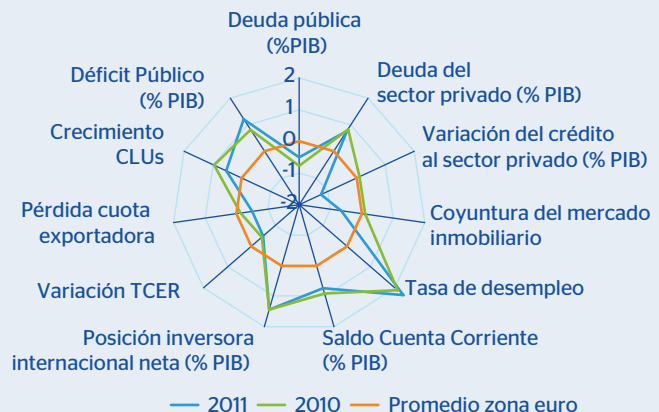
### Italia: desequilibrios macroeconómicos



Nota: Desviación estándar con respecto a la media normalizada para la zona euro  
Fuente: (1), (3) y (7) Fuentes nacionales, (2) BCE, (4), (5) (6) y (8) Eurostat, (9) OCDE y (10) IFS a través de HAVER y BBVA Research

Gráfico 12

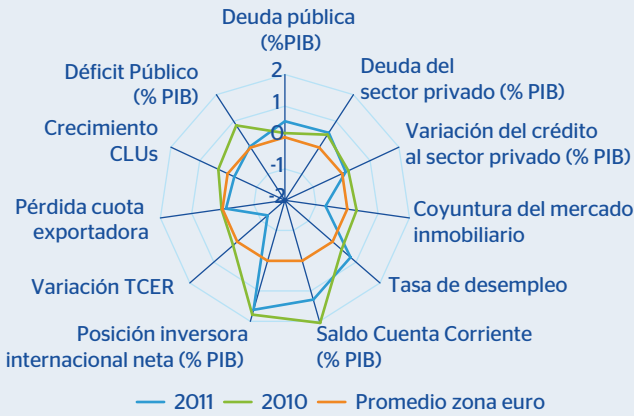
### España: desequilibrios macroeconómicos



Nota: Desviación estándar con respecto a la media normalizada para la zona euro  
Fuente: (1), (3) y (7) Fuentes nacionales, (2) BCE, (4), (5) (6) y (8) Eurostat, (9) OCDE e (10) IFS a través de HAVER y BBVA Research

Gráfico 13

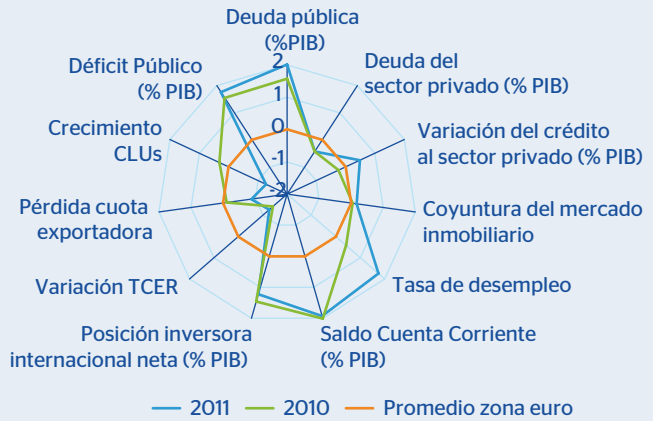
Portugal: desequilibrios macroeconómicos



Fuente: Fuentes nacionales, BCE, Eurostat, OCDE e IFS a través de HAVER y BBVA Research

Gráfico 14

Grecia: desequilibrios macroeconómicos



Fuente: Fuentes nacionales, BCE, Eurostat, OCDE e IFS a través de HAVER y BBVA Research

Cuadro 1

Resultados de los 10 indicadores de la Comisión Europea para algunos países de la UE

	Sector interno				Sector externo				Indicadores de competitividad				
	Deuda del sector privado	Flujo de crédito del sector privado	Deuda pública general	Precio de la vivienda con respecto al deflactor del consumo	Tasa de desempleo	Posición de inversión internacional	Cuenta corriente	Tipo de cambio efectivo real	Coste unitario de mano de obra nominal	Cuota de exportación	nº de umbrales sobrepasados		
Umbral	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)			
Umbral	> 160% del PIB	> 15% del PIB	60% del PIB	+15% interanual	Media móvil (3 años) Último +10%	-35% del PIB	Media móvil backward (3 años) -4% / +6% del PIB	Variación porcentual (3 años) +/- 5% para la EZ / +/- 11% para países externos a la EZ	Variación porcentual (3 años) 9% para la EZ / +/- 12% para países externos a la EZ	Variación porcentual (5 años) -6%			
Alemania	124,3	-2,5	81,2	0,6	5,7	5,6	36,4	5,9	5,7	-7,8	4,1	-11,1	3
Francia	220,7	1,8	86,0	1,2	9,8	10,0	-10,0	-1,8	-2,2	-5,6	8,1	-19,9	4
Italia	162,3	1,6	120,1	-0,2	9,1	9,6	-21,8	-3,0	-3,2	-5,0	8,3	-15,2	3
España	280,9	-10,3	68,5	-2,2	22,9	23,8	-92,1	-5,1	-3,5	-4,6	8,0	-5,4	5
Grecia	136,8	1,9	165,3	n/a	19,5	20,5	-79,2	-11,1	-9,8	-2,6	-1,8	0,0	4
Portugal	253,9	-0,6	107,8	-2,3	13,9	15,0	-103,6	-10,1	-6,4	-2,6	3,8	-11,1	6
Irlanda	373,5	-16,1	108,2	-4,7	14,7	14,6	-101,9	-1,4	0,1	-12,1	-8,3	-19,8	6
Bélgica	235,2	-2,0	98,0	-1,6	7,3	7,3	77,6	-0,7	-0,8	-3,5	7,3	-11,8	3
Austria	172,8	-2,0	72,2	0,2	4,1	4,1	-5,6	2,9	1,9	-3,8	10,9	-11,9	4
Finlandia	146,7	0,4	48,6	1,3	7,6	7,5	14,0	1,2	-0,7	-6,8	5,8	-31,0	2
Holanda	245,4	0,9	65,2	-6,8	4,7	5,0	37,2	5,9	9,1	-7,1	5,2	-5,0	3

Nota: Último se refiere al último registro disponible en el trimestre  
Fuentes: (1) (3) (6) y (7) Haver, (2) Fuentes nacionales, (4) BCE, (5) y (8) Eurostat, (9) Eurostat u OCDE y (10) IFS y BBVA Research

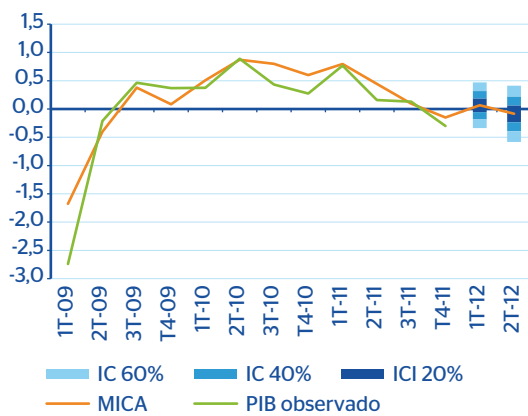
## 4. Perspectivas: Recuperación lenta y heterogénea, con elevados riesgos a la baja

### Los datos disponibles para el primer trimestre apuntan hacia una mejora de la actividad económica

El alivio de las tensiones financieras, en contraste con nuestras previsiones hace tres meses, soportaron una fuerte mejora de la confianza en enero, aunque los datos de febrero y marzo fueron algo más decepcionantes (Gráfico 16). Los datos cuantitativos, disponibles hasta febrero, también esbozan un panorama algo más optimista. Aunque la consolidación fiscal lastró la demanda doméstica, las ventas al por menor apuntan a que el consumo privado podría haber sido algo más resistente que en 4T, mientras que la producción industrial mejoró algo más de lo esperado, principalmente soportada por la demanda externa. En cualquier caso, la incertidumbre acerca de la resolución de la crisis europea es muy alta, pesando claramente sobre las expectativas de demanda en los próximos meses y, por lo tanto, afectando negativamente a las intenciones tanto de inversión como de contratación de las empresas. Esto se reflejó en un nuevo deterioro del mercado de trabajo a principios de 2012, con un aumento de la tasa de paro hasta el 10,8% en febrero. Finalmente, el endurecimiento de las condiciones crediticias junto con la debilidad de la demanda doméstica se ha materializado en el estancamiento del crédito al sector privado.

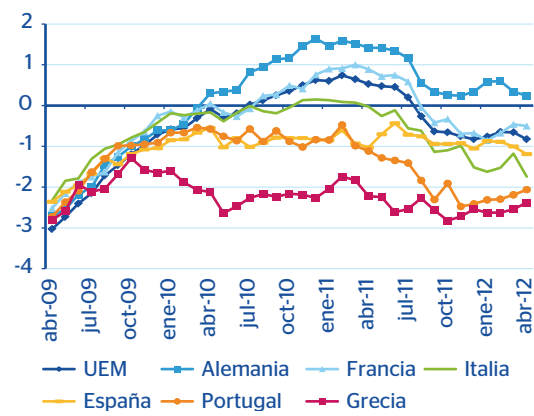
En definitiva, teniendo en cuenta toda esta información nuestro modelo de corto plazo (MICA) estima un crecimiento del PIB de alrededor de 0,1% t/t en 1T (Gráfico 15), si bien nuestro escenario recoge un estancamiento o ligera contracción de la actividad a principios de 2012. Sin embargo, las tensiones financieras han repuntado de nuevo, dejándose notar en un fuerte deterioro de los datos de confianza del mes de abril que apuntan hacia una nueva caída de la actividad económica en 2T, aunque todavía es prematuro obtener conclusiones definitivas con esta información tan limitada. Nuestro modelo MICA para el corto plazo apunta a que el PIB podría contraerse alrededor de un -0,1% t/t en 2T, en línea con lo contemplado en nuestro escenario macroeconómico.

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



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 16  
CE sentimiento económico (normalizado)



Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

### Los factores que están condicionando la evolución económica en la zona euro no han cambiado significativamente respecto a los contemplados hace tres meses

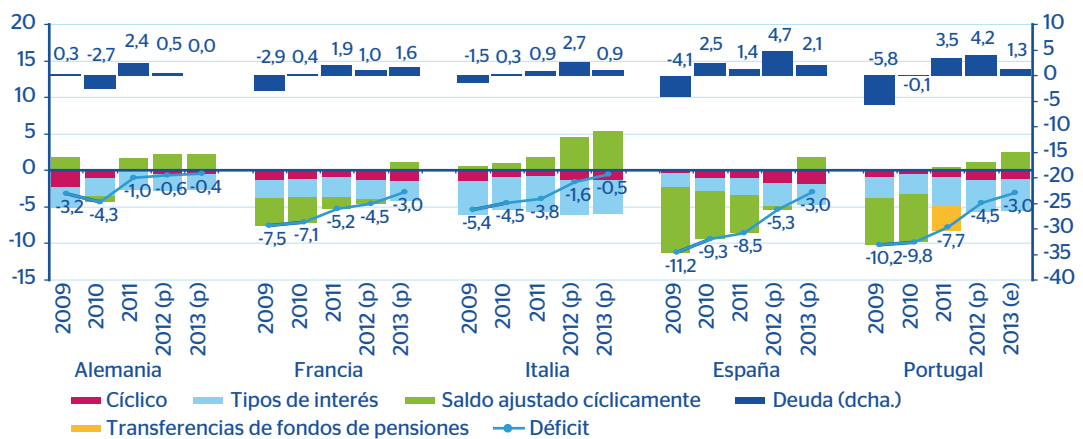
Respecto a la consolidación fiscal, no se han anunciado medidas adicionales que alteren nuestra valoración del ajuste fiscal que se llevará a cabo en 2012 y 2013 (Gráfico 17), con los periféricos



intensificando el esfuerzo fiscal para cumplir con los objetivos (Portugal, Italia y España), mientras que en otras economías, como Alemania, el ajuste será menor que el esperado ya que sus cuentas públicas ya están prácticamente equilibradas. Como resultado, el esfuerzo fiscal en el conjunto de la zona euro será similar al implementado durante 2011, cuando el déficit se redujo en 2,1pp hasta el 4,1% del PIB. No obstante, dicho proceso continuará lastrando el crecimiento económico en el área del euro, como se muestra en el Recuadro 3, sin haber sido compensado por la ganancia derivada de una mayor estabilidad en los mercados financieros, mientras que la política monetaria ha sido el único soporte de la actividad económica.

Gráfico 17

**Déficit público y ajuste estructural estimado**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Además del aumento de las tensiones financieras, el proceso de recapitalización del sector bancario para cumplir con el objetivo del 9% en junio de 2012 continúa en marcha, si bien los resultados muestran que muchas entidades bancarias ya habrían completado en gran medida dicho ajuste, sin evidencia de que se haya producido de una manera desordenada o haya afectado más de lo esperado a la restricción de crédito. En particular, el impacto de dicho proceso está en línea con nuestros resultados publicados en el Situación Europa del cuarto trimestre de 2011, según los cuales el impacto de la recapitalización, aunque significativo, sería moderado tanto en la evolución del crédito como en la actividad. Por lo tanto, tampoco esperamos que el impacto sea mucho mayor a lo largo del trimestre corriente, especialmente como consecuencia de las medidas extraordinarias de liquidez implementadas por el BCE.

Respecto a la política monetaria, el BCE incorporó en su análisis a principios de 2012 ciertos sesgos al alza dada la evolución de la inflación en el corto plazo, influenciada por el aumento de los precios del petróleo, así como la mejora de la confianza y una evolución más positiva de lo esperada en los mercados de deuda soberana. Sin embargo, el BCE moderó la anterior visión en su reunión de mayo como resultado del recrudecimiento de las tensiones financieras y el relajamiento de los riesgos asociados con los precios de las materias primas. En este contexto y asumiendo una lenta recuperación de la economía durante el segundo semestre de este año, esperamos que el tipo de interés de referencia se mantenga estable en el 1% en el horizonte de previsión, mientras que una bajada del tipo de interés es improbable a menos que se materialicen los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico. Respecto a las provisiones de liquidez, es probable que el BCE extienda las subastas ilimitadas a tres meses hasta finales de año en su próxima reunión. Además, el BCE continúa sin comprar deuda pública, aunque sus miembros reiteran que el programa de compra continúa activo. Nosotros pensamos que estas compras de deuda no se reactivarán a menos que haya un deterioro sustancial en los mercados financieros y, de esta forma, el BCE continuará presionando a los gobiernos nacionales para que cumplan sus compromisos.

En cuanto al principal soporte de la economía de la zona euro, la demanda externa, tampoco se han producido grandes cambios no anticipados durante los últimos tres meses, ya que la



reciente desaceleración del crecimiento mundial, especialmente en China, se ha compensado prácticamente con la depreciación que el euro ha venido registrando desde la segunda mitad del pasado año, y dadas las dudas sobre la recuperación de la economía de la zona euro, es probable que continúe depreciándose moderadamente en lo que queda de año.

Por último, el nuevo determinante que ha aparecido en los últimos meses ha sido el reciente aumento de los precios del petróleo derivado de las tensiones geopolíticas en los países del norte de África y Medio Oriente, que ha contribuido a aumentar las dudas sobre la recuperación de la economía de la zona euro por varios motivos. En primer lugar, por el impacto negativo sobre el crecimiento económico. No obstante, no creemos que sea un shock de oferta puro, sino que respondería más a un shock especulativo y transitorio de demanda ante los temores de que existan limitaciones en la oferta de petróleo, por lo que el impacto sobre el crecimiento económico sería limitado. Sin embargo, el impacto sobre los precios al consumo sería algo mayor, estimándose un aumento de la inflación de alrededor de +0.5pp en 2012. Este último efecto significa que la tasa de inflación de la zona euro se mantendrá por encima del objetivo del BCE durante 2012 (Recuadro 4).

Incorporando todos estos factores, la actualización de nuestras previsiones continúa recogiendo una leve contracción del PIB en el conjunto de la zona euro en la primera mitad de 2012 para terminar creciendo tímidamente en el último semestre, con una moderada recuperación que se consolidaría a lo largo de 2013, ayudada por una mejora de las condiciones financieras y por un menor ajuste fiscal.

Por supuesto, hay que destacar que estas previsiones dependen sustancialmente de la gestión de la crisis en la zona euro en los próximos trimestres. En particular, continuamos asumiendo que tanto las autoridades europeas como los gobiernos nacionales continuarán avanzando en la toma y aplicación de medidas que deberían terminar redundando en una relajación de los spreads en el segundo semestre de 2012, disminuyendo las presiones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en los estados miembros de la periferia y, por tanto, en las condiciones de financiación del resto de sectores. Asimismo, continuarán los ajustes de los desequilibrios macroeconómicos, como el desapalancamiento del sector privado y el saneamiento del sector bancario, mientras que las reformas estructurales deberían contribuir a reforzar los fundamentales que sustentarán el regreso a las tasas de crecimiento potencial.

## **Para el conjunto de 2012, la economía de la zona euro se contraerá levemente, con una caída del PIB de alrededor del -0,2%**

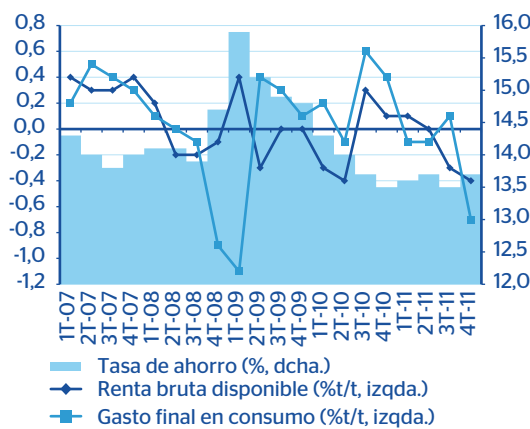
Por lo tanto, lo anterior supone una ligera revisión al alza respecto a la caída del -0,5% estimada hace tres meses, si bien la probabilidad de recesión continúa siendo elevada, alrededor del 60%. En particular, detrás de esta ligera revisión al alza se encuentra la relajación de las tensiones financieras a principios de 2012, antes y mayor de lo esperado (+0,3pp), que se dejó notar en la mejora de los indicadores económicos durante 1T12 (+0,2pp). No obstante, el aumento de los precios del petróleo, alrededor de un 20% más altos que en nuestras previsiones anteriores (Gráfico 4), lastrarán ligeramente la economía (-0,2pp). A pesar de ello, nuestro escenario continúa contemplando una actividad económica muy débil, con mucha volatilidad en los mercados.

La recesión se dejará notar principalmente en la evolución de los componentes de la demanda doméstica. El consumo privado se contraerá ligeramente como consecuencia de la caída de la renta disponible de los hogares así como de su confianza, que ya se está reflejando en un aumento de la tasa de ahorro por motivos precautorios (Gráfico 18). Esta caída del consumo privado junto con la desaceleración de la demanda global y la caída de los beneficios empresariales (Gráfico 19) también lastrará la inversión a lo largo de 2012, esperando que se contraiga significativamente. A diferencia de la crisis pasada, cuando había margen de maniobra para aplicar políticas expansivas, el ajuste fiscal en marcha también terminará traducándose en una caída del consumo público. Por lo tanto, las exportaciones continuarán siendo la única fuente de crecimiento, si bien se desacelerarán marcadamente tras haber alcanzado los niveles previos a la crisis y no tendrán un impacto tan dinamizador sobre otros sectores de la economía. Esto último ya se ha observado en los dos años

anteriores en los que la fuerte recuperación de las exportaciones no se reflejó en un rebote de la inversión, característico en los patrones de recuperación anteriores, lo que podría haber recogido no sólo unas pobres expectativas sobre la demanda futura, sino también el impacto de unos mayores costes de financiación y una cierta restricción de crédito tras la profunda crisis financiera, todo ello unido a un exceso de capacidad instalada. Sin embargo, la fuerte caída esperada para las importaciones redundará en la fuerte contribución prevista de la demanda externa (+0,8pp), compensando en parte la contribución negativa de la demanda interna (+1,0pp). En este contexto, dado que las variables del mercado de trabajo reaccionan con un desfase de entre dos y cuatro trimestres a los cambios en actividad, nuestras previsiones contemplan que el mercado de trabajo continúe deteriorándose en 2012, con una caída del empleo del -0,5% y un aumento de la tasa de paro hasta alrededor del 11%.

Gráfico 18

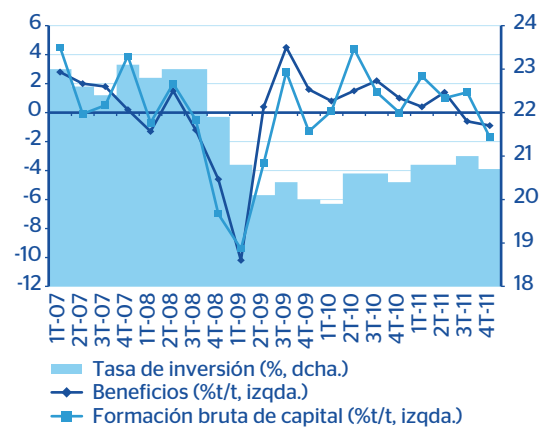
**UEM: cuentas trimestrales hogares**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 19

**UEM: cuentas trimestrales empresas**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Esta evolución económica será en gran medida generalizada a todos los estados miembros (Tabla 2), si bien existirán grandes diferencias, ya que aunque los países del norte de Europa se desacelerarán significativamente, registrarán tasas de crecimiento positivas (Alemania y Francia), mientras que en los periféricos se registrarán fuertes caídas del PIB (Portugal, Grecia, Italia y España). Esta divergencia se deberá fundamentalmente a los diferentes ajustes macroeconómicos en marcha, afectando de manera significativa a los componentes de la demanda doméstica, mientras que las exportaciones continuarán siendo el principal soporte de crecimiento en todos ellos. No obstante, dependiendo del grado de apertura de las distintas economías, la inversión podría ser más resistente en aquellas con ventajas comparativas en las exportaciones a los países emergentes, como es el caso de Alemania.

**Para 2013, se espera que se consolide una moderada recuperación**

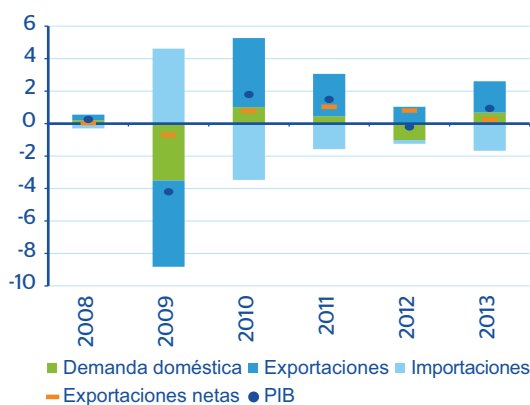
La lenta recuperación prevista para el conjunto de la zona euro durante el segundo semestre de este año difícilmente afectará al crecimiento anual de 2012, pero debería redundar en un crecimiento moderado de alrededor de un 1% en 2013, claramente por debajo del crecimiento potencial como suele ser habitual en las salidas tras una profunda crisis financiera. Nuestras previsiones recogen que todos los componentes de la demanda doméstica retornen a tasas de crecimiento moderadas, resultando en una contribución positiva de 0,7pp. Por lo tanto, el patrón de crecimiento será más equilibrado, con una contribución de las exportaciones netas de 0,3pp. Por países, esta consolidación de la recuperación también tendrá lugar a distintas velocidades, con el PIB de Alemania y Francia creciendo más de un 1%, mientras que la economías de la periferia prácticamente se estancarán.

## Los riesgos sobre la actividad económica continúan sesgados a la baja

Los riesgos sobre la actividad económica son muy variados, pero todos dependen de posible eventos que den lugar a un empeoramiento de las condiciones financieras. El mayor riesgo es que no se cumplan los objetivos fiscales en la periferia debido a un deterioro cíclico mayor del anticipado. Si las autoridades reaccionan tomando nuevas medidas fiscales, podría originarse un círculo vicioso entre ajustes y recesión. Un segundo riesgo se deriva de una posible intensificación de las tensiones financieras como consecuencia de los problemas de liquidez de algunos gobiernos o algunas instituciones, con un posible efecto contagio. En principio, las autoridades europeas y el BCE tienen suficientes instrumentos para hacer frente a tales eventos, pero una lenta o inadecuada respuesta podría agravar los efectos de contagio. También hay riesgos políticos derivados de un posible fallo para aprobar el pacto fiscal (en Francia, referéndum en Irlanda), o derivado de un deterioro de la situación política en Grecia tras las dificultades para formar gobierno tras las elecciones del 6 de mayo (que puede dar lugar a unas nuevas elecciones en junio). Finalmente, existen ciertos riesgos relacionados con el entorno exterior (precios de las materias primas y una desaceleración de la demanda global más rápida de lo esperada) que no pueden ser descartados. Sin embargo, también existen algunos sesgos al alza, tales como un respuesta más rápida por parte de las autoridades europeas en los próximos meses, con una acción decisiva centrada en el crecimiento económico y avanzando hacia una unión fiscal más completa. Pero, en general, los riesgos están sesgados a la baja.

Gráfico 20

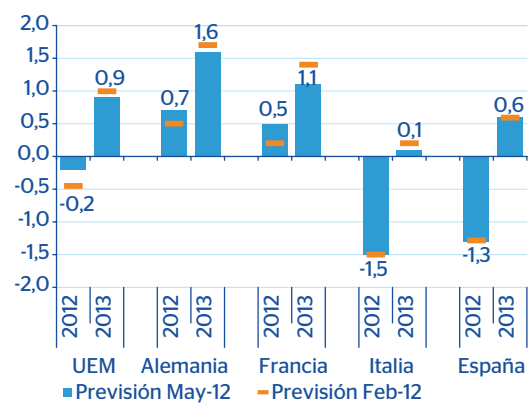
UEM: contribución crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 21

UEM: previsiones de crecimiento por país



Fuente: BBVA Research

### Recuadro 3. Determinantes de la economía de la zona euro: shocks fiscales y financieros en 4T

El desglose del crecimiento del PIB en el 4T de 2011 muestra una imagen más negativa de lo que se esperaba por las caídas tanto de la demanda interna como de las exportaciones, aunque el menor crecimiento de las importaciones mitigó la contracción del PIB. Un aspecto importante a tener en cuenta cuando se analiza la evolución del PIB y de sus componentes concierne a los factores que explican la evolución de la actividad, ya que esto permite interpretar correctamente la situación de la economía y podría ayudar a diseñar mejores respuestas políticas en situaciones como la actual.

Por ese motivo hemos ampliado la versión de nuestro modelo estocástico de equilibrio general (DSGE, en sus siglas en inglés) que incluye el sector bancario publicado en ediciones anteriores de Situación Europa (ver el número de agosto de 2011 para obtener una descripción y nuestra motivación para usar este tipo de modelos) mediante la incorporación de perturbaciones fiscales. Obviamente, resultaba necesario introducir la política fiscal porque uno de los elementos clave para explicar los acontecimientos que están teniendo lugar en la zona euro es precisamente la estrategia relativamente acelerada de consolidación fiscal. Más abajo se incluye un diagrama que describe el mecanismo del modelo (Gráfico 23). Tras estimar el modelo, calculamos la importancia relativa de las diferentes perturbaciones aplicadas al modelo a la hora de explicar la evolución del PIB en los distintos trimestres (por ejemplo, presentamos un desglose histórico de las perturbaciones).

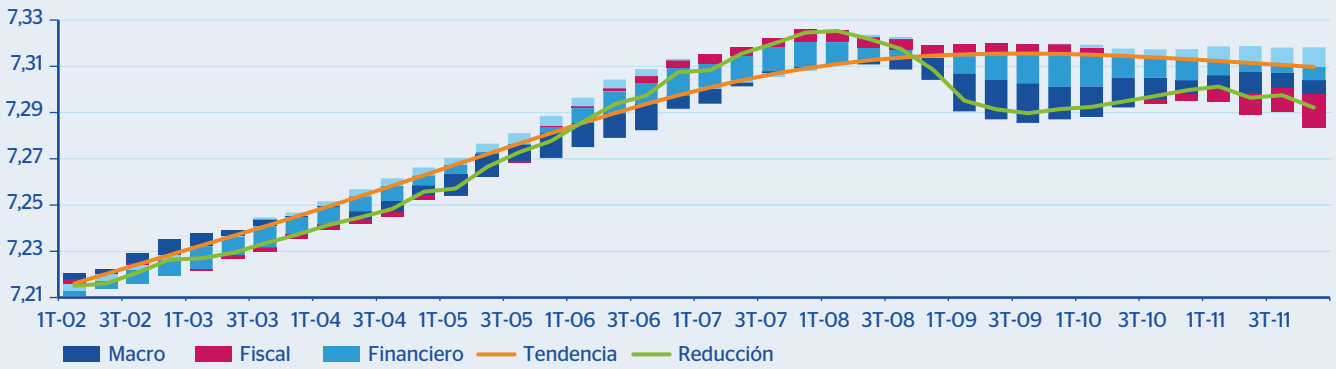
Los resultados del modelo actualizado con los datos del 4T de 2011 revelan que, como podíamos esperar, los factores subyacentes a la caída de la actividad, especialmente consumo e inversión, son los efectos negativos del ajuste fiscal (que explica aproximadamente el 55% de la contracción del PIB) y la intensificación de las tensiones financieras (un 25%), junto con las perturbaciones macroeconómicas (un 20%, debido principalmente a una menor productividad total de los factores y a la caída en la demanda de bienes de consumo). La relajación de la política monetaria fue el único factor positivo para la actividad (y contrarrestó cerca de 0,1 p. p. de la contracción del PIB en el 4T de 2011). En el Gráfico 22 puede observarse que la política fiscal también desempeñó un papel importante contracíclico en la caída de la actividad entre 2008 y 2010. La política fiscal fue procíclica antes de ese periodo y vuelve a serlo ahora, lo que exacerba las caídas en la producción. El desglose también señala que las perturbaciones financieras se calmaron a finales de 2010 gracias a las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE, pero volvieron a resurgir a finales de 2011. Es probable que la reacción del BCE de diciembre, materializada en las operaciones de refinanciación a 3 años (LTRO, por sus

siglas en inglés), mantenga las perturbaciones financieras por debajo de los niveles de 2009-10 durante los primeros meses de 2012.

El modelo también incorpora diversas perturbaciones relacionadas con el sector bancario, como los balances bancarios, ratios préstamo/valor (loan-to-value) de los créditos de familias y empresas, mark-up de los intereses de los créditos al sector privado y mark-down de los intereses sobre los depósitos. Entre estas perturbaciones, destaca el impacto negativo que supone el aumento del ratio préstamo/valor exigido a las empresas (21% de la contracción del PIB) y que probablemente es reflejo de una mayor aversión al riesgo así como de la intensificación de las restricciones de la oferta en los mercados de financiación, que también ha repercutido en el mark-up de los tipos de interés aplicados a los préstamos tanto a familias como a empresas (4%). Además, los esfuerzos de recapitalización bancaria también han perjudicado la actividad económica (como se explica en edición de noviembre de 2011 de Situación Europa). Los resultados son coherentes tanto con la evolución del crédito como con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el BCE (Gráficos 24 y 25), que indica que el declive en las magnitudes del crédito no se debe únicamente a la falta de demanda sino que también responde al endurecimiento de los estándares para la concesión de créditos.

En resumen, estos resultados son coherentes con el impacto negativo a corto plazo del proceso de consolidación fiscal sobre el crecimiento que podíamos esperar y que no se ha visto compensado por mejoras en las condiciones financieras, mientras que la relajación de la política económica sigue representando el único apoyo a la actividad económica. De cara al futuro, la abundante inyección de liquidez del BCE, junto con una política monetaria expansiva, deberían apoyar la demanda creciente de crédito a medida que la economía se vaya recuperando durante la segunda mitad del año. Es probable que la perturbación fiscal siga ejerciendo una presión negativa sobre el PIB y que las recapitalizaciones bancarias lastren el crecimiento. El paquete de medidas que se han ido adoptando a nivel europeo desde finales de 2011 (pacto fiscal, cortafuegos de liquidez, reestructuración de la deuda griega) deberían contribuir a calmar las presiones financieras, como ha sucedido en el primer trimestre del año. Sin embargo, las tensiones financieras han vuelto a resurgir últimamente por los temores acerca de la vulnerabilidad de Italia y España. Por eso, este escenario sigue sometido a importantes riesgos bajistas.

Gráfico 22  
UEM: producción, tendencia y perturbaciones



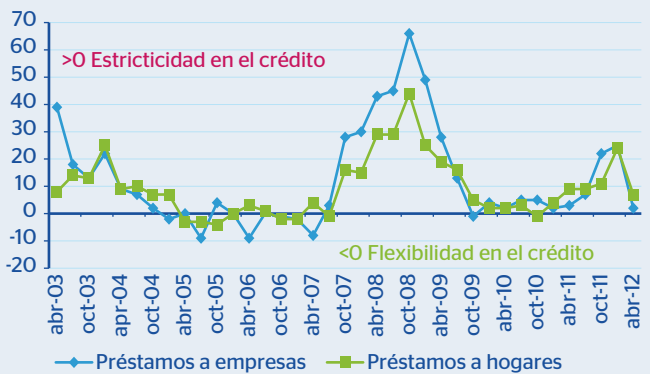
Fuente: BBVA Research

Gráfico 23  
Modelo DSGE-BBVA: estructura y canales de transmisión



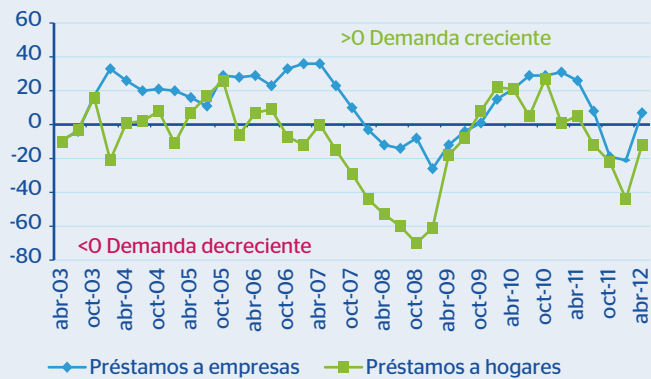
Fuente: BBVA Research

Gráfico 24  
Estándares de crédito en los próximos 3 meses (% neto ponderado)



Fuente: BCE

Gráfico 25  
Demanda de crédito en los próximos 3 meses (% neto ponderado)

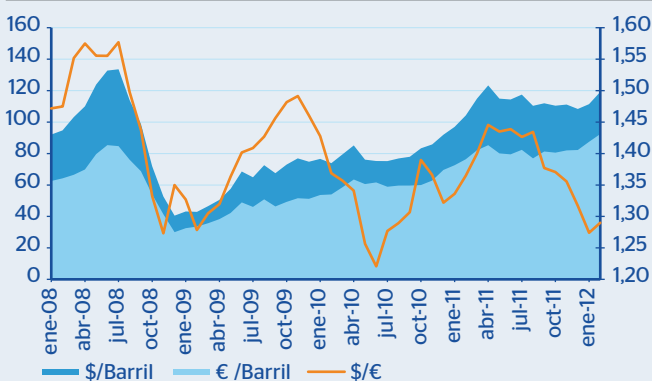


Fuente: BCE

### Recuadro 4. Lenta moderación de la inflación en 2012, tendiendo al objetivo del BCE sólo en el último trimestre de 2012

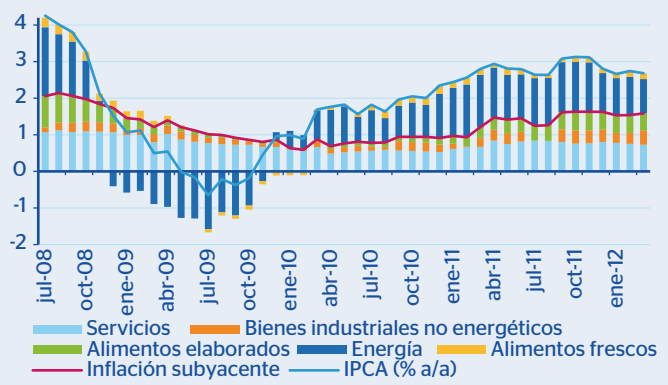
La evolución de la inflación en el conjunto de la zona euro ha estado determinada en los últimos dos trimestres por la evolución de los precios de los componentes más volátiles, los de la energía, principalmente, y en menor medida los de los alimentos, derivados del encarecimiento de las materias primas, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1.9% a/a. Mientras que el aumento de los precios de las materias primas alimenticias respondió básicamente a la adversa climatología del invierno, las tensiones geopolíticas en el norte de África y en Oriente Medio han provocado un fuerte aumento de los precios del petróleo durante 1T, con un incremento del 12.4% a/a del barril de Brent hasta los 125 \$/barril, que contrasta con una caída anticipada de alrededor del 7% en nuestro anterior escenario. Esto último, unido a la depreciación del euro, de alrededor del 7% (de 1.37 a 1.27), resultó en un incremento de los precios del barril de Brent denominado en euros entorno al 21% (Gráfico 26). Esto compensó el significativo efecto base que esperábamos hace tres meses para 1T 2012 (tras las subidas media de alrededor del 30% a/a observada en el primer semestre de 2011). Como resultado de todo ello, la inflación general se mantuvo relativamente estable en 1T en el 2.7% a/a (frente a nuestra previsión de un 2.2% a/a y de 1.9% a/a para la subyacente), desacelerándose sólo tímidamente desde el 2.9% a/a registrado en 4T 2011 (Gráfico 27).

Gráfico 26  
Precio del petróleo y tipo de cambio



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 27  
Inflación armonizada: contribución por componentes



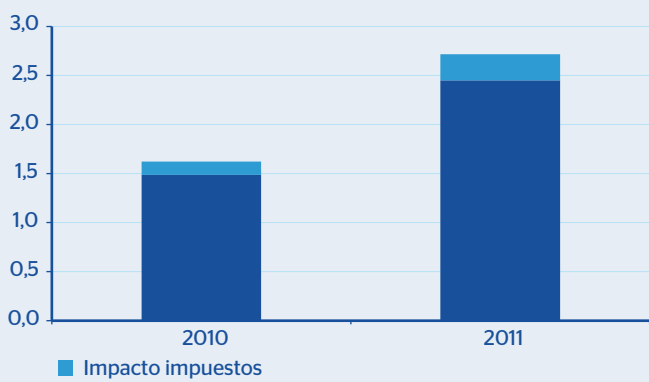
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Otro de los factores que subyacen a estas relativamente altas tasas de inflación, en relación a la debilidad de la demanda doméstica, ha sido el impacto en los precios de la subidas impositivas ligadas a los ajustes fiscales. De acuerdo con los datos publicados por Eurostat, en el conjunto de la zona euro este efecto añadió 0.3pp a la tasa media anual de inflación en 2011 (2.7%, Gráfico 28). En particular, estos aumentos impositivos se trasladan parcialmente a una subida permanente de los precios al consumo, con efectos sobre la tasa anual de inflación que se prolongan durante un año. Por este motivo, algunas de las subidas llevadas a cabo durante 2010 (Irlanda en enero, Grecia en marzo y julio, Portugal y España en julio) se reflejaron en 2011, mientras que algunas de las llevadas a cabo en 2011 (Portugal y Grecia en enero, Irlanda en julio, Italia en septiembre) seguirán teniendo efecto en 2012. Para este año, tanto Francia como Irlanda han introducido cambios en el IVA, con la aparición de un nuevo tramo reducido en el primero y un aumento de 2pp en la tipo estándar en el segundo.

Todos estos factores tienen un impacto en la revisión de nuestra previsión de inflación para 2012 y 2013. La nueva senda de los precios de petróleo incorporada en el actual escenario supone que, en media, son un 20% más altos en 2012 que los contemplados en nuestras previsiones de hace tres meses, tendiendo a moderarse en el último trimestre del año para converger a la senda anterior a mediados de 2013 (alrededor de un 5% mayores) (Gráfico 4). Es importante señalar que, bajo nuestro punto de vista, este aumento de los precios del petróleo ha respondido fundamentalmente a un impacto transitorio de demanda ante los temores de una posible restricción en la oferta de petróleo y, por lo tanto, con un impacto más limitado tanto sobre la inflación como sobre el crecimiento que en el caso de haber sido un

shock puro de oferta. De acuerdo al modelo SVAR (Modelo 1) presentado en el Situación Europa del 2T 11 que permite identificar shocks de distinta naturaleza, esta nueva senda supondría un aumento de la inflación entorno a los +0.5pp. También consideramos interesante analizar los distintos canales a través de los cuales un aumento de los precios del crudo termina trasladándose a los precios al consumo. Por este motivo, también utilizamos otros modelos (ver Situación Europa 1T 11) para estimar el impacto directo de dicho aumento a través del componente energético de la cesta de la compra (+0.4pp), pero también los efectos indirectos que se derivan de su utilización como bien intermedio en los procesos de producción. Además, una inflación mayor que la anticipada, junto con la reciente evolución de los precios de las materias primas, podría dar lugar a un aumento de las expectativas de inflación en el medio plazo, pudiendo aumentar las presiones de subidas salariales y, por tanto, dando lugar a efectos de segunda ronda sobre la inflación. Aunque nuestros modelos estiman que los impactos anteriores son significativos, el efecto directo es el que más influye en la revisión de nuestra previsión, ya que tanto los efectos indirectos como los efectos de segunda ronda podrían verse en parte compensados: los primeros, con una reducción de los beneficios empresariales para mitigar la debilidad de la demanda doméstica, mientras que los segundos parece difícil que se den dado el continuo deterioro del mercado de trabajo y la incertidumbre sobre la recuperación de la economía. Según nuestro modelo (Modelo 2) el impacto tanto de los efectos indirectos como de los efectos de segunda ronda sería de alrededor de +0.2pp, siendo el efecto conjunto de esta nueva senda de precios del petróleo de un aumento de la inflación de alrededor de +0.6pp para 2012 (Gráfico 29) y de +0.1pp para 2013.

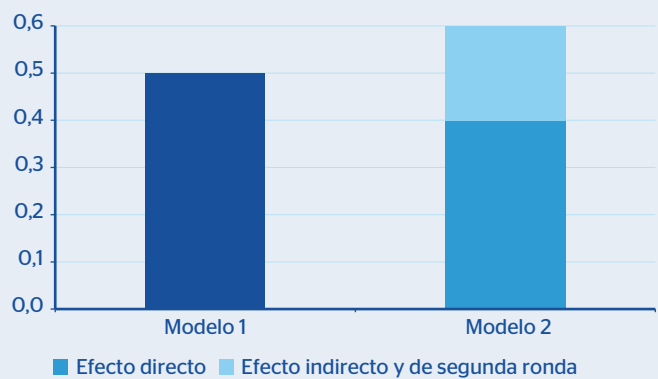
Gráfico 28  
Impacto subida de impuestos



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Por otro lado, aunque parte de las subidas impositivas estaban recogidas en nuestras previsiones anteriores, ahora tenemos más evidencia del impacto que tuvieron las que se llevaron a cabo durante 2010 y 2011 sobre la inflación para el conjunto del pasado año. En concreto, este tipo de medidas anunciadas (algunas adoptadas a lo largo 2011 y las de 2012) podrían suponer un aumento de la inflación de alrededor de +0.2pp en 2012. No obstante, al igual que destacábamos en el caso de los efectos indirectos de la subida del petróleo, el impacto del aumento de los impuestos podría verse en parte amortiguado en la medida en que las empresas pudieran decidir asumirlo para afrontar la debilidad de la demanda doméstica.

Gráfico 29  
Efectos del precio del petróleo

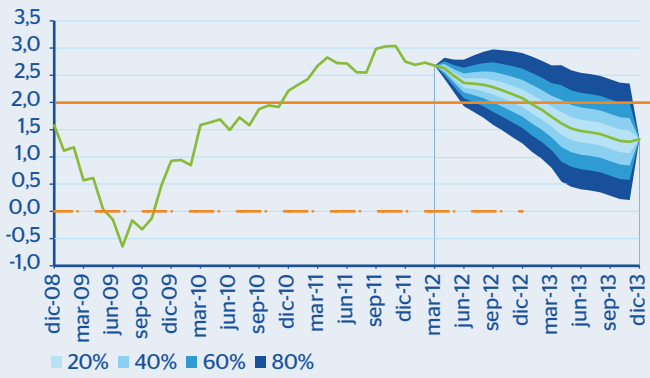


Fuente: BBVA Research

Teniendo en cuenta toda esta información, hemos revisado al alza nuestra previsión para la inflación general en +0.6pp hasta el 2.4% para 2012, de manera que se mantendrá claramente por encima del objetivo del BCE durante prácticamente todo el año, si bien moderándose para tender al 2% en el último trimestre. En cuanto a la inflación subyacente, nuestras previsiones apuntan a que continuará relativamente estable alrededor del 1.9% los próximos meses, moderándose en la segunda mitad del año hacia tasas entorno al 1.6%. Para 2013, esperamos que tanto la inflación general como la subyacente se sitúen en el 1.5%. En particular, la probabilidad de que la inflación general se encuentre por debajo del objetivo del BCE al final del primer trimestre de 2013 se sitúa en torno al 60% (Gráfico 30).



Gráfico 30  
Inflación (% a/a)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Respecto a este escenario de inflación, continuamos viendo riesgos al alza en el corto plazo derivados de mayores aumentos de los precios del crudo si se intensifican las tensiones geopolíticas, y también por posibles subidas impositivas y/o de precios administrados para alcanzar los objetivos fiscales. No obstante, deberían compensarse en parte con los sesgos a la baja resultantes de la debilidad de la demanda doméstica, siendo estos más determinantes en el medio plazo.



Cuadro 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado****Zona euro: tras sufrir una recesión moderada en 2012, la economía se irá recuperando lentamente en 2013**

PIB:	-0,2%	en 2012	+0,9%	en 2013	IPCA:	+2,4%	en 2012	+1,5%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** el PIB sufrió una contracción en el 4T (-0,3%) en línea con lo esperado y solo la demanda externa generó crecimiento, aunque el volumen de operaciones disminuyó. Todos los componentes de la demanda interna contribuyeron negativamente al crecimiento.

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** en los últimos meses, la producción industrial se ha mantenido estancada, interrumpiendo la tendencia negativa observada en el 4T de 2011 (caída media del 0,6% hasta febrero con respecto al 4T de 2011, cuando registró una caída del 2,0% t/t), pero la disminución de nuevos pedidos nos hace ser pesimistas con respecto a las perspectivas de los próximos meses. La confianza manufacturera mejoró levemente en el 1T pero volvió a alejarse claramente de los 50 puntos en abril. Las perspectivas no son mucho mejores para el sector servicios, ya que el subíndice PMI sigue siendo contradictorio y el indicador de la CE resultó muy negativo en abril. Por lo tanto, no esperamos que la inversión tire de la actividad. El consumo mejoró claramente a principios de año, como sugieren los indicadores de confianza y las cifras de ventas minoristas, pero las condiciones del mercado laboral y la incertidumbre frenan la demanda interna y el desempleo aumenta de forma constante y gradual desde el 4T de 2011. Con respecto a la balanza comercial, las exportaciones aumentaron de forma constante hasta febrero, mientras que el aumento de importación responden principalmente al aumento de los precios de las materias primas. De acuerdo con nuestro modelo de previsión del PIB a corto plazo (MICA-BBVA) el PIB podría haber aumentado cerca de un 0,1% t/t en el 1T, pero podría volver a contraerse en un 0,1% t/t en el 2T.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** en general, esperamos crecimiento negativo en 2012 y una demanda interna muy débil; durante la primera mitad del año la crisis será más severa pero la actividad económica empezará a mejorar en la segunda mitad. De cara a 2013, anticipamos una recuperación moderada con contribuciones positivas tanto de la demanda interna como externa.

**Perspectiva de inflación:** con respecto a la inflación, tras mantenerse en el 2,7% a/a durante el 1T, en abril se redujo ligeramente hasta situarse el 2,6% gracias a las menores subidas de los precios de la energía, mientras nuestras previsiones indican que la inflación subyacente debería haberse mantenido estable en el 1,9% a/a. Esperamos que la inflación se desacelere aún más en los próximos meses aunque superará el objetivo de inflación en 2012 y se situará cerca del 1,5% en 2013 (ver Recuadro 4).

**Sector público:** el déficit público mejoró sustancialmente en la zona euro en 2011, pasando del -6,2% al -4,1%. Los balances fiscales de todos los países menos Irlanda mejoraron con respecto al año anterior. Portugal y Alemania registraron los mayores ajustes. La deuda se sitúa en el 87,3% y se espera que toque techo en 2013, al situarse en el 89,3%, y que luego empiece a reducirse.

**Alemania: la demanda interna toma el relevo en la recuperación**

PIB:	+0,7%	en 2012	+1,6%	en 2013	IPCA:	+2,0%	en 2012	+1,5%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** como se esperaba, contracción moderada en el 4T de 2011 (-0,2%) por la debilidad de la demanda externa; solo la inversión contribuyó positivamente al crecimiento. A diferencia de la zona euro y de otros estados miembros, en 2011 la recuperación se debió principalmente a la demanda interna ya que los fundamentales mejoraron aún más con respecto al año pasado.

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** el sector servicios experimentó una mejoría durante el primer trimestre. La producción industrial se recuperó a finales del 1T tras haberse visto gravemente afectada por el mal tiempo invernal, sobre todo la construcción en febrero, aunque si excluimos este sector, la producción manufacturera podría haberse mantenido estancada en el 1T. Los pedidos industriales, principalmente procedentes del extranjero, se debilitaron a principio de año como reflejo de la reducida actividad de la zona euro, pero mejoraron más de lo previsto a finales del 1T. El consumo, que se había mantenido prácticamente plano en el 4T y perdió fuerza en los dos primeros meses del año, se recuperó en marzo, como reflejan las cifras de ventas minoristas. Aunque la confianza mejoró ligeramente en marzo, los consumidores alemanes volvieron al pesimismo a principios del 2T. Además, pese al reciente crecimiento de las exportaciones, los pedidos del exterior siguen reduciéndose mientras aumentan las importaciones para sostener la fuerte demanda interna. Los datos sobre confianza disponibles para este trimestre apuntan hacia un mayor deterioro de la actividad industrial y un debilitamiento del sector servicios a principios del 2T. Se espera que el PIB registre una mejora marginal en el 1T (0,1% t/t).

**Perspectivas para 2012 y 2013:** hemos revisado ligeramente al alza nuestras previsiones del PIB para 2012 y lo situamos en un 0,7% con contribuciones positivas derivadas de la demanda interna (+0,8). Puede que el consumo privado también resista gracias al saludable mercado laboral, lo que podría reflejarse en un aumento de la renta disponible de las familias. La inversión probablemente crecerá a un ritmo más moderado, puesto que la incertidumbre sigue siendo elevada y la utilización de capacidad ya supera su media histórica, mientras que la inversión pública podría reducirse debido a la finalización de las medidas temporales de estímulo. Las exportaciones netas registrarán una leve caída (-0,1%), principalmente a causa de la fortaleza de las importaciones, tras su positiva contribución en 2011 (+0,9%). También esperamos que la demanda interna siga apoyando el crecimiento en 2013.

**Perspectiva de inflación:** la inflación armonizada se moderó hasta situarse en el 2,2% en abril, aunque la desaceleración se vio algo frenada por el aumento de los precios del petróleo. La inflación subyacente osciló entre el 1,6% y el 1,8% en el 1T, lo que indica la ausencia de señales claras de potenciales efectos indirectos o de segunda ronda. Para 2012, esperamos una tasa de inflación más elevada, del 2,0%, mientras que para 2013 estimamos que la inflación podría desacelerar hasta el 1,5%.

**Sector público:** el déficit para 2011 fue del -1% del PIB frente al objetivo del -2,5%, como resultado de la finalización de las medidas extraordinarias adoptadas en 2010 y las medidas de estímulo y consolidación, junto con unos ingresos tributarios mejores de lo esperados gracias al buen comportamiento de la actividad económica. Si excluimos las medidas extraordinarias, se estima que el ajuste estructural ronda los 1,5 p. p. Se espera que el ajuste sea más moderado en 2012.

Continúa en la siguiente página

Cuadro 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont.)****Francia: resiste a la crisis también en 2012, tras librarse de una contracción en el 4T**

<b>PIB:</b>	<b>+0,5%</b>	<b>en 2012</b>	<b>+1,1%</b>	<b>en 2013</b>	<b>IPCA:</b>	<b>+2,2%</b>	<b>en 2012</b>	<b>+1,6%</b>	<b>en 2013</b>
-------------	--------------	----------------	--------------	----------------	--------------	--------------	----------------	--------------	----------------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** Francia, a diferencia de la mayoría de los países de la zona euro pero en línea con las expectativas, consiguió mantener un crecimiento positivo del 0,2% intertrimestral en el 4T de 2011 gracias a las contribuciones positivas tanto de la demanda externa como interna, contrarrestadas únicamente por la contribución negativa de la rotación de inventarios. No obstante, el fuerte rebote de la inversión fue el resultado de medidas extraordinarias ya que las empresas adelantaron la compra de vehículos para evitar la subida de impuestos.

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** durante el 1T de 2012, el sector servicios y la industria han resistido mejor la crisis y han registrado cierto crecimiento, mientras que el sector de la construcción se ha debilitado. Las cifras de exportaciones superaron a las del 4T de 2011, pero también lo hicieron las cifras de importaciones. Como resultado, esperamos un PIB estancado para el 1T de 2012. De momento, los datos de confianza para el 2T resultan decepcionantes para la inversión pero positivos para el consumo privado, lo que crea una situación mixta para la demanda interna.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** hemos revisado ligeramente al alza nuestras previsiones para 2012 y ahora estimamos un crecimiento del PIB del 0,5% (frente al 0,2% anterior) gracias a una contribución equilibrada de la demanda interna y externa. En general, la desaceleración con respecto a 2011 (1,2 p. p.) debería reflejar principalmente la debilidad de la demanda doméstica debido a que el aumento del desempleo reduce la renta disponible de las familias, mientras que los altos niveles de incertidumbre, junto con el endurecimiento de las condiciones para la concesión de crédito podrían acabar perjudicando la inversión. El crecimiento del PIB podría alcanzar el 1,1% en 2013, apoyado principalmente por factores internos.

**Perspectiva de inflación:** la inflación armonizada aumentó ligeramente en el 4T de 2011 por el aumento de los precios del petróleo pero también como anticipación a la subida del IVA reducido a principios de 2012. En el 1T de 2012, tanto la inflación general como la inflación subyacente se mantuvieron estables en el 2,6% y el 2% interanual, respectivamente. Considerando tanto el aumento de los precios del petróleo como las subidas de impuestos, hemos revisado al alza nuestra previsión para la inflación en 0,6 p. p. hasta situarlo en el 2,2% en 2012. La debilidad del mercado laboral podría frenar las reivindicaciones salariales, por lo que no esperamos presiones inflacionistas durante el año.

**Sector público:** Francia batió su objetivo de déficit para 2011, que se situó en el 5,2% frente al objetivo del 5,7%. Esto se traduce en un ajuste estructural de 2 p. p. del PIB. El objetivo para este año se sitúa en el -4,5% del PIB.

**Italia: en recesión, estancándose en 2013**

<b>PIB:</b>	<b>-1,5%</b>	<b>en 2012</b>	<b>+0,1%</b>	<b>en 2013</b>	<b>IPCA:</b>	<b>+3,1%</b>	<b>en 2012</b>	<b>+1,9%</b>	<b>en 2013</b>
-------------	--------------	----------------	--------------	----------------	--------------	--------------	----------------	--------------	----------------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** la actividad económica se contrajo sustancialmente en el 4T de 2011 por segundo trimestre consecutivo a causa de factores internos, mientras que el soporte de las exportaciones netas se debió a la fuerte caída de las importaciones, mostrando señales preocupantes del estancamiento en las exportaciones.

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** la producción industrial se redujo considerablemente en el 1T y los pedidos no sugieren mejoras a corto plazo. Los indicadores del sector servicios también son negativos: los subíndices del PMI indican contracción y el indicador de confianza de la EC cayó con fuerza en abril. Los indicadores de consumo mejoraron en el 1T tras el deterioro experimentado a finales de 2011. Esperamos una contracción del PIB en el 1T del 0,6% t/t.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** aunque se espera que la contracción del PIB se modere en la segunda mitad del año, las contundentes medidas de consolidación fiscal ya están frenando la actividad, por lo que mantenemos nuestra previsión de que el PIB experimentará una contracción de cerca del 1,5% este año. Se espera que el consumo se desplome como resultado de la reducción de la renta disponible de las familias a causa del deterioro del mercado laboral, de las subidas de impuestos y del aumento de la inflación. Está previsto que en 2012 se mantenga la tendencia bajista que se viene observando con respecto a la inversión, mientras que el consumo público deberá reducirse para cumplir con los objetivos de déficit. En general, la contracción de la actividad podría verse aliviada por una contribución positiva de las exportaciones netas, debida principalmente a la fuerte caída prevista en las importaciones. Esperamos un crecimiento nulo del PIB en 2013.

**Perspectiva de inflación:** la inflación se mantuvo en tasas elevadas en el 1T de 2012 (3,8% interanual en marzo) tras la importante subida registrada en septiembre (pasó del 2,3% al 3,6% interanual) como resultado de la subida del IVA (+1 p. p. hasta el 21%). Esta situación, junto con el aumento de los precios de la energía, nos ha llevado a revisar al alza nuestra previsión para este año en 0,9 p. p., hasta situarla en el 3,1%. No hemos incluido la nueva subida del IVA proyectada para octubre, ya que aún no se han tomado decisiones al respecto. Dado que tantollos efectos de las subidas de los precios del petróleo como las subidas de impuestos son temporales en la tasa anual de inflación, seguimos confiando en que la inflación se moderará el año que viene a causa de la debilidad de demanda interna.

**Sector público:** el año pasado se cumplió el objetivo de reducción del déficit (-3,9%), que se situó en el 3,8% del PIB. Pese a que recientemente se han revisado los objetivos de déficit para este año (-1,6%, frente al -1,5% anterior) y el que viene (-0,5%, frente al 0% anterior), se espera que la economía italiana se someta a un ajuste estructural de 2,8 p. p. del PIB como parte de las medidas anunciadas. Los datos de ejecución presupuestaria hasta abril muestran signos de mejora con respecto al año pasado. Las medidas que se implementarán a final de año ayudarán a cumplir con los objetivos

Continúa en la siguiente página

Cuadro 2

**Estados miembros de la zona euro: análisis detallado (cont.)****Portugal: las perspectivas siguen siendo negativas, aunque algo mejores**

PIB:	-2,7%	en 2012	+0,6%	en 2013	IPCA:	+3,3%	en 2012	+1,3%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** la actividad económica se contrajo en un 1,3% t/t en el 4T de 2011, algo menos de lo esperado (-1,6% intertrimestral), debido a la fuerte contribución negativa de la demanda interna al crecimiento (-4,5 p. p.).

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** se espera que el crecimiento del PIB se mantenga en terreno claramente negativo en el 1T de 2012 porque la reducción de la demanda interna contrarresta con creces la contribución positiva de las exportaciones netas. La actividad no se ha recuperado aún, aunque se aprecia cierta mejoría con respecto al 4T de 2011, especialmente en cuanto a la confianza. Los pedidos industriales han seguido cayendo pero el sector servicios se ha recuperado levemente y exhibe una tendencia menos negativa. Las exportaciones siguen siendo la principal fortaleza de la economía, pero el desempleo ha aumentado más rápido de lo previsto lo que, junto con los esfuerzos de consolidación fiscal, está teniendo un impacto negativo en la demanda interna. Por eso, con respecto al crecimiento de Portugal a corto plazo, nuestro modelo MICA-BBVA sugiere un crecimiento del -0,6% intertrimestral en el 1T.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** a medio plazo, la evolución de la economía vendrá marcada por medidas fiscales adicionales y la corrección de desequilibrios en el sector privado, toda vez que podría aumentar la incertidumbre por las duras condiciones impuestas por un posible segundo rescate. Prevemos un crecimiento del PIB sustancialmente negativo en 2012, seguido de una recuperación moderada en 2013, con la demanda externa liderando el crecimiento.

**Perspectiva de inflación:** el IPCA anual se mantuvo en niveles muy altos el año pasado (3,6% en 2011) como resultado de las subidas de impuestos aplicadas en 2010 y 2011. Sin embargo, ese efecto debería ir desapareciendo a lo largo de este año y, considerando la deprimida demanda interna, se espera que la inflación baje hasta el 3,3% en 2012 y hasta el 1,3% en 2013. No obstante, esta previsión sigue siendo incierta ya que podrían aplicarse nuevas subidas de impuestos o fijación de precios para cumplir con los objetivos de déficit.

**Sector público:** en el frente fiscal, Portugal llevó a cabo en 2011 un ajuste estructural del 3,5% del PIB neto de ajustes extraordinarios, mientras que el objetivo de déficit del 5,9% del PIB para 2011 se rebajó hasta el 4,2%, en parte gracias a la transferencia de los activos de los fondos de pensiones al Estado (3,5% del PIB). El objetivo de déficit del 4,5% del PIB para 2012 sigue siendo factible y requiere una consolidación adicional de aproximadamente el 4% del PIB, con un énfasis en el componente del gasto

**España: recesión en 2012 y una lenta recuperación en 2013, aunque los riesgos continúan sesgados a la baja**

PIB:	-1,3%	en 2012	+0,6%	en 2013	IPCA:	+1,9%	en 2012	+0,7%	en 2013
------	-------	---------	-------	---------	-------	-------	---------	-------	---------

**Últimos datos oficiales para el 4T de 2011:** los datos disponibles para los dos últimos trimestres confirman que la economía española ha entrado en recesión técnica. La desagregación del PIB del 4T de 2011 (-0,3% t/t) revela una debilidad de la demanda interna mucho mayor de la esperada.

**Estimaciones para el 1T y el 2T:** pese a que algunas de las dudas heredadas en materia de política económica se despejaron durante los primeros meses del año (gracias al aumento de la credibilidad con respecto al cumplimiento de los objetivos fiscales, la ambiciosa reforma laboral y la reestructuración del sistema financiero) mantenemos nuestra opinión sobre la precariedad de los motores económicos a corto plazo. Los indicadores más recientes señalan una nueva caída de la demanda interna en el 1T de 2012, y por tanto también de las importaciones, lo que indica que la tasa de crecimiento (estimada en un -0,3% t/t) continuará marcada por el aumento del apoyo externo.

**Perspectivas para 2012 y 2013:** nuestro escenario principal sigue sugiriendo una corrección de los desequilibrios acumulados durante la crisis actual. Por lo tanto, esperamos un crecimiento negativo del -1,3% para el total de 2012, aunque empezaremos a ver una lenta recuperación de la economía en 2013. No obstante, el impacto negativo del aumento de los diferenciales de la deuda pública, la falta de transparencia acerca de las medidas adoptadas por las comunidades autónomas y las dudas sobre la velocidad con la que se implementarán las medidas, junto con los costes derivados de la reestructuración del sistema financiero, aumentan el riesgo de una contracción mayor este año.

**Perspectiva de inflación:** la desaceleración de la inflación se interrumpió en el 1T de 2012 por el aumento de los precios del petróleo, aunque la inflación general y la subyacente se mantuvieron relativamente estables en el 2,0% y el 1,2%, respectivamente. Esperamos que la inflación se fije en el 1,9% en 2012 y prevemos que se desacelerará mucho más en 2013 a causa de la debilidad de la demanda interna y los efectos base sobre los precios de la energía.

**Sector público:** en el frente fiscal, se confirmó la desviación de 2,5 p. p. con respecto al objetivo de 2011 que sitúa el déficit en el 8,5% del PIB, lo que aumentó la presión con respecto al ajuste fiscal necesario en 2012 (de 3,2 p. p.) para cumplir con el objetivo de déficit del 5,3% del PIB. La composición de las medidas presupuestarias, concentradas en la imposición directa y el gasto en inversión, no minimiza el impacto negativo de los ajustes sobre el crecimiento. Además, los datos sobre el ajuste presupuestario indican que la mayor parte del ajuste en el consumo público se producirá a mediados de 2012.

Fuente: BBVA Research

### Recuadro 5. Reino Unido: sin recuperación a la vista

La actividad económica del Reino Unido sigue afectada por la evolución de la crisis de la zona euro y el proceso de consolidación fiscal. Los miembros Comité de Política Monetaria (MPC, en sus siglas en inglés) del Banco de Inglaterra se enfrentan a un dilema dado que el crecimiento continúa débil mientras que la inflación supera el objetivo marcado.

#### La economía entró inesperadamente en recesión en el 1T...

La economía británica registró un modesto crecimiento del 0,7% en 2011 y empezó el año con incertidumbre. En 2011, la demanda externa se convirtió en el principal motor del crecimiento puesto que las familias británicas se enfrentaban a un entorno de alta inflación, subidas de impuestos y un bajo crecimiento de los salarios nominales que provocó la reducción de la renta disponible. En el 1T de 2012, la economía británica se contrajo en un 0,2% t/t y entró en recesión técnica, tras la contracción del 0,3% t/t registrada en el 4T. Es posible que esta cifra se revise al alza porque los datos estimados y los principales indicadores han venido señalando un mejor comportamiento. Los datos del índice PMI para el 1T fueron mejores para todos los subsectores; la confianza de los consumidores mejoró ligeramente y las ventas minoristas siguen volátiles. El mercado laboral se ha estabilizado y el desempleo se ha mantenido en el 8,4% desde finales del año pasado. Existe el riesgo de que estas noticias pesimistas rebajen las expectativas de los agentes económicos en el entorno actual, marcado por nuevas medidas de consolidación fiscal y una tasa de desempleo en máximos. Los acontecimientos externos, y sobre todo la crisis de la zona euro, resultarán claves para la recuperación económica.

#### ...y se espera que sea volátil en 2012

A la vista de que el comportamiento de la economía ha sido peor de lo esperado en los primeros meses del año y considerando la incertidumbre existente, hemos revisado nuestras previsiones para 2012, aunque mantenemos la situación general. Esperamos un crecimiento moderado, del 0,5%, en 2012 y del 1,4% en 2013. Se espera que los datos trimestrales sean un tanto erráticos por los distintos acontecimientos programados: un día festivo adicional en el 2T y la celebración de los Juegos Olímpicos de Londres, que probablemente contribuirán al repunte de la demanda en el 3T.

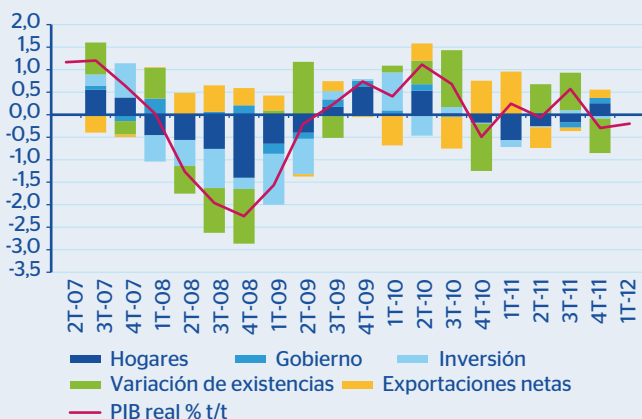
Los factores determinantes para el comportamiento de la economía este año serán los riesgos constantes que afectan a los principales socios comerciales (la zona euro), las tensiones en los mercados de financiación bancaria y el proceso de consolidación fiscal, cuyo efecto sobre el consumo privado está siendo algo mayor de lo previsto por el empeoramiento de las expectativas.

#### El consumo privado mejorará a medida que se recuperen los niveles de renta disponible por la bajada de la inflación

Aunque las perspectivas para el consumo privado siguen siendo muy inciertas. Pese a que el desempleo se ha mantenido estable en el 8,4% desde noviembre, las estadísticas de la OIT sugieren un aumento del desempleo en 2012 porque el sector privado no puede absorber los recortes de plantillas del sector público. Por otro lado, el crecimiento salarial ha sido muy modesto. En contraste, la bajada de la inflación para este año, aunque más moderada de lo previsto inicialmente, se traducirá en un aumento de la renta disponible real, y la confianza de las familias empieza a mostrar signos de recuperación. Por todo ello, esperamos que el consumo privado experimente una modesta recuperación del 0,4% en 2012, tras caer en un 1,2% el año pasado.

Gráfico 31

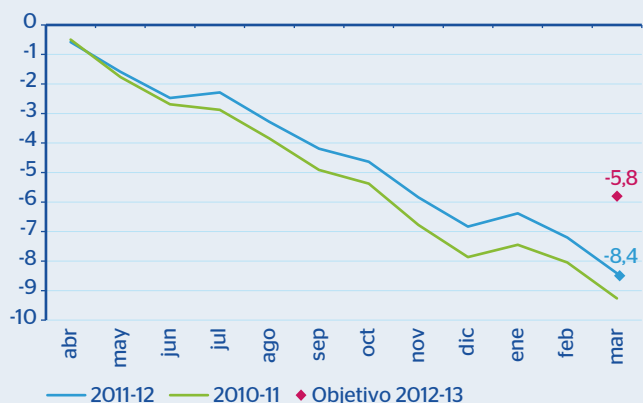
#### R. U.: contribución al crecimiento intertrimestral del PIB



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 32

#### R.U.: endeudamiento neto del sector público como % del PIB



Fuente: ONS y BBVA Research

Se espera que la inversión mejore este año, aunque se mantendrá débil. El consumo público sigue resistiendo y ha aumentado a un ritmo moderado, aunque se espera que se frene aún más en los próximos años como parte de los planes de ajuste fiscal que permitirán reequilibrar el presupuesto en 2015-16. Los datos de ejecución presupuestaria para el ejercicio fiscal cerrado recientemente muestran pocas mejoras con respecto al año anterior, aunque se cumplió con el objetivo. De cara al futuro, el ajuste para este año no es tan agresivo, en comparación con los socios de la zona euro, y se espera que las medidas para fomentar el crecimiento tengan un efecto positivo sobre la actividad económica.

**El sector exterior será el principal motor del crecimiento**

Pese al declive de la zona euro, el sector exterior se ve apoyado por otros mercados, como Estados Unidos y los países emergentes. Sin embargo, la elevada dependencia de países industrializados como principales socios comerciales representará un lastre para las exportaciones en los próximos trimestres. El comercio con la zona euro, destino de más del 50% de las exportaciones británicas, se mantendrá débil, y las exportaciones se verán además perjudicadas por la reciente (aunque modesta) apreciación de la libra esterlina. En general, esperamos una desaceleración de las exportaciones, del 4,6% estimado en 2011 hasta el 3,1% para este año. Sin embargo, este año se espera una mejora de las importaciones impulsada por la leve recuperación de la renta disponible de las familias. En general, la contribución al crecimiento por parte del sector exterior será el principal motor del crecimiento del Reino Unido.

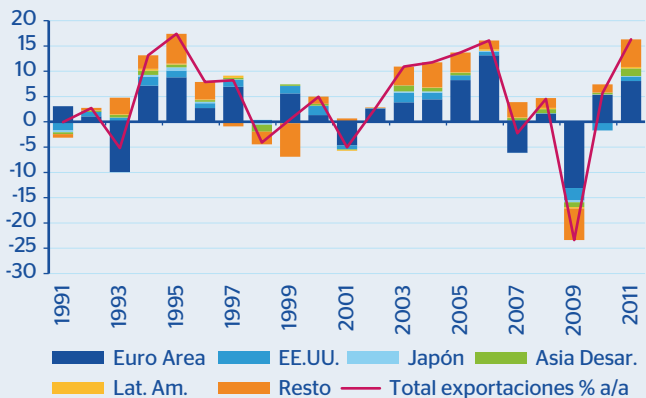
**Las tasas de inflación se están moderando pero siguen más altas de lo esperado a causa de los precios de la energía.**

La inflación media en 2011 se situó en el 4,5% (en parte debido a la subida del IVA, de 2,5 p. p., aplicada en enero) y cayó hasta el 3,6% en enero de 2012, manteniéndose relativamente estable desde entonces. Esperamos una mayor moderación en 2012, aunque el aumento de los precios del petróleo, que provocó una subida mayor de la esperada de los precios de producción, y la reciente ampliación del programa de expansión cuantitativa podrían interrumpir la tendencia bajista, lo que junto con la apreciación de la libra podría ralentizar el ritmo de las bajadas. En general, esperamos que la inflación se sitúe cerca del 3,0% en 2012.

**El dilema del Comité de Política Monetaria: aumentan las divergencias**

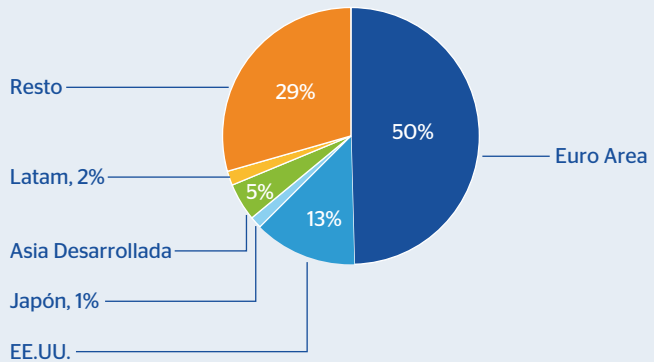
La debilidad de la actividad y la persistente inflación dificultan la valoración de una posible renovación del programa de expansión cuantitativa. El último tramo del programa de compra de activos anunciado durante la reunión de febrero se completará en mayo, y existe incertidumbre acerca de la renovación del programa, considerando las divergencias existentes en el seno del Comité de Política Monetaria. Aún así, esperamos que el tipo de referencia se mantenga en el 0,5% en todo 2012.

Gráfico 33  
R.U.: contribución al crecimiento de las exportaciones por región



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 34  
R.U.: desglose de exportaciones



Fuente: FMI y BBVA Research

## 5. Tablas

Cuadro 3

## Previsiones zona euro

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

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

## Previsiones Globales: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,9	1,5	-0,2	0,9
Alemania	-5,1	3,6	3,1	0,7	1,6
Francia	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,1
Italia	-5,1	1,8	0,5	-1,5	0,1
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Reino Unido	-4,4	2,1	0,7	0,5	1,4
Latinoamérica *	-0,6	6,6	4,5	3,8	4,1
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,8	6,4
Turquía	-4,9	9,2	8,5	2,7	5,6
Asia Pacífica	4,2	8,1	5,7	5,7	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Asia (exc. China)	1,0	6,6	3,4	4,1	4,4
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,6	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

## Previsiones Globales: Inflación (Promedio)

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-0,4	1,6	3,1	2,5	2,2
UEM	0,3	1,6	2,7	2,4	1,5
Alemania	0,2	1,1	2,3	2,0	1,5
Francia	0,1	1,5	2,1	2,2	1,6
Italia	0,8	1,5	2,8	3,1	1,9
España	-0,3	1,8	3,2	1,9	0,7
Reino Unido	2,2	3,3	4,5	3,0	1,9
Latinoamérica *	6,9	9,0	10,0	9,3	10,0
México	5,3	4,2	3,4	3,9	3,6
EAGLES **	2,8	5,3	6,3	4,8	4,6
Turquía	6,3	8,6	6,7	9,6	7,1
Asia Pacífica	0,3	3,6	4,8	3,5	3,5
China	-0,8	3,3	5,4	3,5	3,8
Asia (exc. China)	1,1	3,7	4,3	3,4	3,2
Mundo	2,2	3,5	5,1	4,4	4,0

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

## Previsiones Globales: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research



Cuadro 7

## Previsiones Globales: Déficit Público (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

## Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,6
UEM	3,3	2,8	2,6	2,0	2,7
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,60	1,66
China (RMB por USD)	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research



Cuadro 9

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 13

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Consumo privado</b>	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-0,9
Consumo público	5,9	3,8	0,2	-2,2	-8,0	-5,6
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-16,5	-6,2	-5,1	-7,4	-1,0
Equipo y otros productos	-2,8	-22,0	5,3	1,5	-4,5	2,9
Construcción	-5,7	-15,4	-10,1	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-9,1	-22,0	-9,8	-4,9	-6,6	-1,6
Otras construcciones	-1,6	-7,7	-10,4	-11,2	-11,8	-4,9
Inventarios (*)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,8</b>
<b>Exportaciones</b>	<b>-1,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>13,5</b>	<b>9,1</b>	<b>4,0</b>	<b>8,9</b>
Importaciones	-5,1	-16,9	8,9	-0,1	-6,2	1,6
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,6</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 14

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:***Economista Jefe de Economías Desarrolladas*

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

*Europa*

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

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

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

**Katerina Deligiannidou**  
aikaterini.deligiannidou@bbva.com

*Latam Coordination*

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

*Financial Scenarios*

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

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

**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

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

*Coordinación Latam*

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

*Argentina*

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

*Colombia*

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

*Perú*

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com

*México*

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

*Análisis Macro México*

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*

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

*España*

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

*Europa*

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

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

*Sistemas Financieros y Regulación:*

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

*Sistemas Financieros*

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

*Pensiones*

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

*Regulación y Políticas Públicas*

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:**Escenarios Financieros*

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

*Escenarios Económicos*

**Juan Ruiz (I)**  
juan.ruiz@bbva.com

*Innovación y Procesos*

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

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

*Equity Global*

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

*Crédito Global*

**Javier Serna**  
javier.serna@bbvaReino Unido.com

*Tipos de Interés, Divisas y**Materias Primas*

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

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

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