

Situación Europa

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- Los episodios de riesgo del primer trimestre en Europa, ligados a Chipre e Italia, apenas han tenido impacto en las condiciones financieras.
- Sin embargo, la recuperación se retrasa, con cierta debilidad en el núcleo de la eurozona.
- Un mayor apoyo del BCE, políticas fiscales menos restrictivas en 2013 y la demanda del resto del mundo permitirán una mejora paulatina a lo largo de 2013.
- La unión bancaria, la corrección de los desajustes estructurales y el compromiso con las reformas, claves para la salida de la crisis.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Divergencias crecientes en la economía global.....	5
3. La recuperación en Europa, pendiente de los avances hacia la unión bancaria.....	9
Recuadro 1. El BCE, dispuesto a seguir apoyando.....	12
Recuadro 2. Los objetivos de déficit se relajan de manera generalizada ante un deterioro cíclico mayor de lo previsto.....	13
4. Perspectivas para la zona euro.....	16
Estados miembros de la zona euro: análisis detallado.....	24
Recuadro 3. Portugal: más tiempo para los ajustes fiscales pero con mayores recortes.....	28
Recuadro 4. Reino Unido: consolidación de la recuperación en 2013 sostenida por la robustez de la demanda doméstica.....	30
5. Tablas.....	33

Fecha de cierre: 7 de mayo de 2013

1. Editorial

En los últimos meses Europa ha mostrado su gran resistencia a dos eventos de riesgo (incertidumbre política en Italia y rescate fallido de Chipre), pero también se han puesto de manifiesto las enormes dificultades de la economía de la eurozona para salir de la recesión.

Por lo que respecta a los eventos de riesgo, el rescate de Chipre y las complicaciones para formar un gobierno estable en Italia han tenido un impacto muy limitado y transitorio en los mercados de deuda soberana o en el euro. En Chipre, la gestión deficiente de la crisis por parte de las autoridades europeas y chipriotas en un primer momento ha vuelto a poner de manifiesto que la gestión de los problemas es claramente mejorable, y que si no se toman las decisiones adecuadas el contagio financiero puede volver. En Italia ha resultado difícil formar un gobierno tras las elecciones de mediados de febrero, y la estabilidad en el medio plazo del gabinete de coalición formado finalmente no está asegurada. A pesar de ello, y de que no está claro que las políticas del nuevo gobierno vayan a asegurar la reducción progresiva del déficit público a corto y medio plazo, los mercados de deuda han reaccionado con moderación. La nota de cautela está en los mayores niveles de tensionamiento en la financiación bancaria, que acusa las dudas generadas tras el rescate de Chipre y que implica la participación de los acreedores privados, incluyendo los depósitos no cubiertos, ante la ausencia de otros instrumentos de pasivo entre los depósitos y el capital.

Por el lado de la economía real, las señales siguen siendo de debilidad. La recuperación paulatina prevista en la eurozona ya desde el primer trimestre del año, impulsada por las exportaciones al resto del mundo y liderada por Alemania, no se ha materializado. El primer trimestre del año puede presentar una tasa de crecimiento nula o mínimamente positiva, pero los indicadores de confianza se han vuelto a retraer entre febrero y abril y apuntan a que la salida de la recesión tardará en llegar más de lo previsto. Y además, la debilidad que antes se percibía solamente en países de la periferia se ha extendido también al núcleo de la zona, con indicadores negativos en Francia y cierta debilidad reciente incluso en Alemania, en parte arrastrada por el resto de Europa.

Aun así, los fundamentos para la recuperación siguen estando presentes: Además de un crecimiento relativamente robusto del resto del mundo (crecimiento global previsto de 3,3% en 2013 y 3,9% en 2014, según nuestras previsiones), la mejora de las condiciones financieras, sobre todo para los soberanos, desde el anuncio del programa OMT por parte del BCE, deberían tener un efecto paulatino sobre la economía real. El tono de las políticas económicas también juega a favor de la recuperación. Aunque la política fiscal seguirá siendo restrictiva, sobre todo en los países de la periferia, los criterios de reducción de déficit se están relajando, sin añadir ajustes adicionales para compensar los deslizamientos cíclicos del déficit respecto a los objetivos, tal y como hemos defendido aquí repetidamente. Por otro lado, el tono de la política monetaria ha cambiado claramente. No solamente el BCE ha reducido adicionalmente el tipo de interés de referencia en su reunión de principios de mayo, sino que parece dispuesto a tomar medidas adicionales incluyendo bajadas adicionales de tipos y medidas de apoyo para reavivar el crédito bancario, especialmente para las pequeñas y medianas empresas. Aunque probablemente el efecto directo de estas medidas no sea suficiente para solucionar los problemas de financiación de la periferia, sí que proveen una señal importante de que la política monetaria va a ser relajada durante todo el tiempo que sea necesario. Con todo esto, nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de la eurozona son de -0,1% en 2013, y de un +1% en 2014, con más crecimiento en Alemania que en el resto de la zona, y con clara recesión aún en la periferia para la media de 2013, a pesar de la mejora progresiva en la segunda mitad del año.

La estrategia de salida de la crisis sigue basada en el apoyo continuado del BCE, que da un cierto margen de tiempo para que, por un lado, los países de la eurozona con problemas continúen el proceso de ganancia de credibilidad ajustando sus cuentas públicas y aplicando reformas estructurales y, por otro, Europa avance sin retrasos en el proceso de integración. En este campo, el foco de atención ha pasado de una eventual unión fiscal, defendida hasta mediados de 2012, a la necesidad de completar una unión bancaria funcional, según el programa trazado

en la cumbre de diciembre pasado. Dicha estrategia es clave para reducir la fragmentación de los mercados de financiación bancaria, que continúa siendo muy elevada, y para reducir el vínculo soberano-bancario incompatible con una unión monetaria. Además, este proceso debe propiciar la recuperación del crédito al sector privado allá donde exista demanda solvente. Por ello, es importante que las decisiones que se tomen sobre este asunto a mediados de año respecto a la supervisión común y, sobre todo, el marco de resolución común, no defrauden respecto a las expectativas levantadas en diciembre y permitan visualizar una hoja de ruta clara hacia una mayor integración.

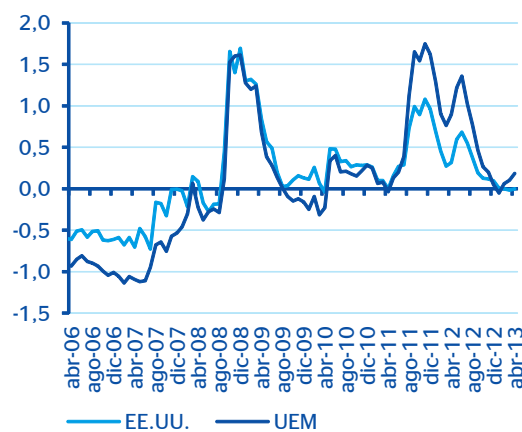
2. Divergencias crecientes en la economía global

A lo largo de los últimos tres meses se han desvanecido algunas amenazas que se cernían sobre la recuperación económica mundial, aunque se registra una mayor divergencia entre distintas áreas

Así, la actividad está divergiendo entre EE.UU. y la eurozona, donde además la debilidad ha llegado a las economías del núcleo del centro. Por otro lado, a pesar de las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento de China en el largo plazo, no parece que se encamine hacia un ajuste brusco en el corto plazo. En el resto de las economías emergentes de Asia existe cierta decepción al comparar con unas expectativas de crecimiento tal vez demasiado elevadas. Japón se encuentra en una ola de renovado optimismo económico, que de momento se ha materializado únicamente en las valoraciones de algunos activos financieros y en los indicadores de confianza; y no tanto aún en los indicadores de actividad real.

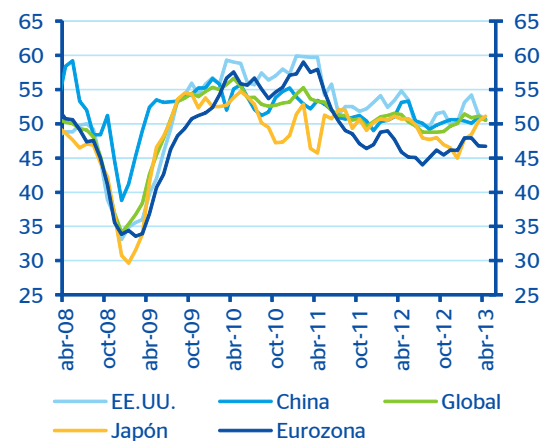
La respuesta de los mercados financieros frente a eventos adversos como la continuada incertidumbre sobre la definición de la política fiscal a largo plazo en EE.UU. o los episodios de crisis en la periferia europea, ha sido muy reducida (gráfico 1). Así, se ha registrado una disminución de las primas de riesgo en la eurozona, en gran parte por el apoyo implícito del programa OMT del BCE y por la fuerte liquidez global, que está beneficiando la búsqueda de rentabilidad y la consiguiente toma de riesgo financiero a nivel global. En consecuencia, casi todos los activos se están beneficiando de este cambio en la percepción con una única excepción: el repunte que se está dando en los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario de la eurozona.

Gráfico 1
BBVA Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicadores de confianza (PMI)



Fuente: Markit y BBVA Research

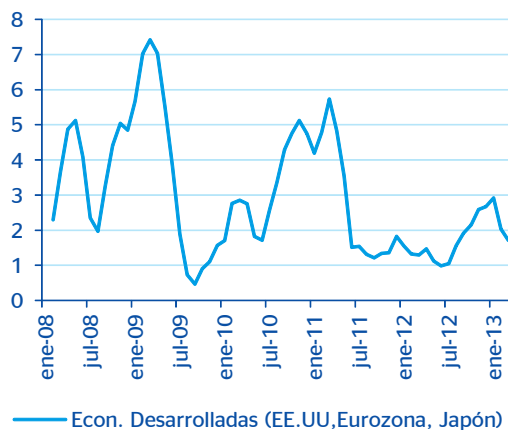
Los indicadores más recientes de perspectivas de actividad reflejan las divergencias existentes entre áreas. Se ha mantenido la senda de estabilidad en la confianza de las empresas manufactureras a nivel global, aunque con divergencias crecientes entre regiones (gráfico 2 y gráfico 3). En cualquier caso, la positiva evolución de los mercados financieros y la divergencia en las perspectivas cíclicas no han llevado todavía a ningún cambio significativo en la actividad o en el comercio a nivel global. De acuerdo a nuestro indicador de actividad global BBVA-GAIN1, aún con los datos más recientes se mantiene la estimación de que el PIB mundial prosigue

1: Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research publicado el 6 de marzo de 2013: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

una senda de crecimiento a un ritmo constante del 0,7% t/t (gráfico 4). Sin embargo, unas perspectivas más dispares entre las principales economías (en especial por la revisión a la baja del crecimiento esperado para la eurozona y también en algunas economías de Asia emergente) frenan la intensidad de la recuperación esperada a lo largo de 2013 y 2014. En consecuencia, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía mundial, hasta el 3,3% en 2013 y 3,9% en 2014, desde el 3,6% y 4,1%, respectivamente.

Gráfico 3

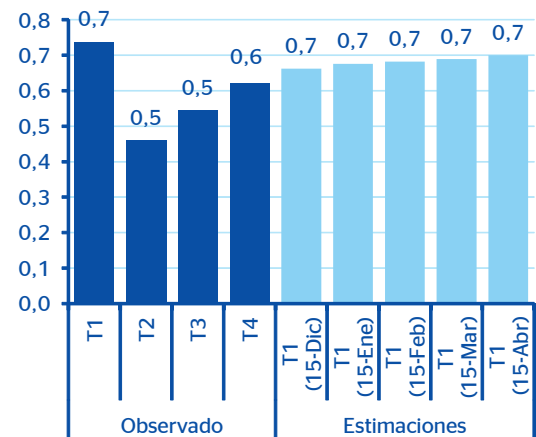
**Ec. Desarrolladas: Desv estándar PMI
Manufacturas (EE.UU, Eurozona y Japón)**



Fuente: Markit y BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (%/t/t)



Fuente: BBVA Research

¿Qué está detrás del sostenido crecimiento de EE.UU. a pesar de la incertidumbre en la definición de la política fiscal? La fortaleza del consumo privado y una continuada expansión monetaria

Los datos de crecimiento en el primer trimestre de 2013, aunque por debajo de las expectativas de mercado, vinieron a confirmar el mantenimiento del buen tono mostrado hasta ahora por el consumo privado. Esto se debe a una mejora de la situación laboral, en términos de empleo y salarios, y financiera de las familias (efecto riqueza). Así, el gasto privado se ha erigido como soporte al crecimiento de EE.UU. También ha ayudado el hecho de que los mercados financieros no se hayan visto afectados por eventos de riesgo foráneos como los procedentes del área del euro. Sin embargo, los indicadores más recientes de perspectivas cíclicas, las expectativas manufactureras, han descendido en marzo y abril a niveles compatibles con el estancamiento de la actividad en este sector, por lo que esperamos una moderación adicional del PIB en el segundo trimestre².

Con todo, mantenemos sin cambios el escenario económico de EE.UU. en 2013 y 2014, con sendos ritmos de crecimiento en el 1,8% y 2,3%, respectivamente, principalmente por dos motivos. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre que rodeó el llamado “precipicio fiscal” y la entrada en vigor del sequester (recorte automático) del gasto público, el gasto privado ha dado muestras inequívocas de resistencia. En segundo lugar, porque estando las expectativas de inflación bien ancladas, la expansión cuantitativa (QE) se puede implementar sin problemas hasta que las perspectivas del mercado laboral hayan mejorado significativamente. Aunque los buenos datos de comienzo de año hicieron que un adelanto de la retirada de estímulos pareciera posible, la información más reciente indica que la economía americana está todavía lejos de unas tasas de crecimiento suficientemente robustas, por lo que la política monetaria seguirá siendo un soporte al crecimiento.

²: Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research del 1 de abril de 2013: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130401_EconomicWatchEEUU_194_tcm348-381612.pdf?ts=3042013

En Asia persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China. Optimismo en Japón por su masiva expansión cuantitativa

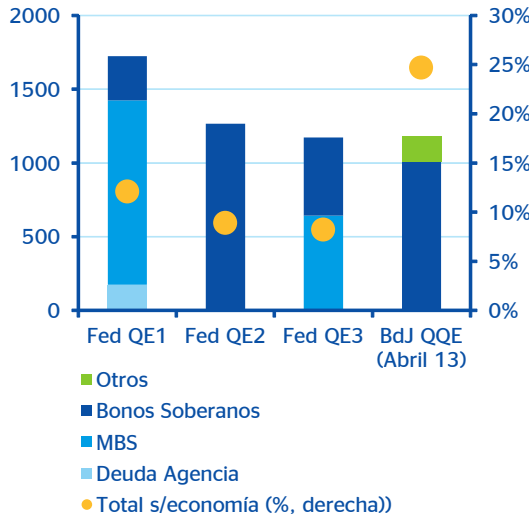
La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con la inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Con todo, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene en el 8% para 2013 y 2014.

La economía japonesa, por otro lado, se beneficiará de una combinación de políticas de reactivación más agresivas de lo esperado. Entre ellas, una masiva expansión cuantitativa, cuya magnitud representa alrededor del 25% del PIB de Japón (cada una de las medidas de expansión cuantitativa implementadas por la Fed representó en promedio un 10% de su PIB), con objeto de forzar cambios en las expectativas inflacionistas de la población para fomentar el crecimiento (véase gráfico 5). Este impulso monetario será tanto más eficaz cuanto más se vea acompañado de medidas fiscales eficientes y, especialmente, de reformas estructurales. Así, nuestra previsión de crecimiento de la economía de Japón para 2013 y 2014 se mantiene en el 1,7%, por encima del 1,3% del consenso.

En cualquier caso, es difícil cuantificar el impacto de este nuevo movimiento de política económica y saber cómo reaccionarán los inversores, dado que existen todavía muchas incertidumbres. Por ejemplo, en el ámbito global, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional, podría generar mayores entradas de capital netas (en vez de salidas). Por otro lado, su impacto a nivel doméstico en Japón también resulta incierto ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JBG), riesgos para los balances bancarios y los costes de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, en tanto en cuanto el Banco de Japón tenga éxito en el cumplimiento de su objetivo de inflación en el 2%.

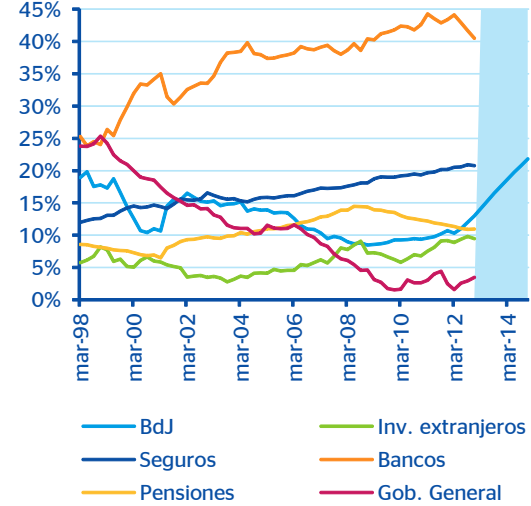
No obstante, la nueva expansión monetaria proporciona argumentos a favor para que los inversores japoneses inviertan cada vez más en el exterior. La demanda del Banco de Japón va a alejar a los inversores privados japoneses de los activos domésticos, ya que el banco central planea comprar alrededor del 70% de toda la nueva emisión de bonos soberanos. En consecuencia, la cuota de bonos del gobierno japonés en 2014 superará el 20% (véase Gráfico 6). Así, la asignación de fondos resultaría también incierta. El apetito de los inversores japoneses por los bonos estadounidenses se ha incrementado desde el inicio de la crisis de la eurozona, pero también volvieron al mercado de valores europeo el año pasado. En particular, invirtieron en los países del centro de la eurozona, como Francia, Holanda y Alemania y, por otro lado, detuvieron sus ventas de valores periféricos. En parte, esta tendencia relativa a periféricos ha cambiado recientemente. En este contexto, esperamos que la demanda de activos en euros se incremente siempre y cuando el riesgo de convertibilidad del euro no vuelva a estar presente.

Gráfico 5
Rondas sucesivas de QE (Mn USD), Fed y BdJ



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 6
Tenedores de bonos japoneses,
estructura porcentual (%)



* (Incluyendo T-bills y bonos FILP). El sector público incluye préstamo al fondo fiscal mientras se excluyen fondos públicos de pensiones incluidos en "pensiones".
Fuente: Haver y BBVA Research

La laxitud monetaria de los desarrollados favorece la toma de riesgos, presiona a la baja las tasas largas y a la apreciación de las divisas emergentes

Los mercados financieros siguen dominados por el flujo de liquidez desde los bancos centrales; unas expectativas inflacionistas acordes –o inferiores– a los objetivos de los bancos centrales de la eurozona, EEUU y Japón; un balance de riesgos sobre el crecimiento neutral en EE.UU., sesgado a la baja en la eurozona y a la espera de mostrar en datos de actividad real las mejoras visibles ya en los indicadores de perspectivas,

Con todo ello, las tasas de largo plazo de los bonos de EE.UU. y, sobre todo, de Alemania han vuelto a la parte baja del rango de los últimos meses. La consiguiente búsqueda de rentabilidad en un entorno menos averso al riesgo ha favorecido, junto con la salvaguarda del BCE, la fuerte caída del rendimiento de la deuda pública en la periferia de la eurozona hasta niveles no registrados desde 2010. En este contexto, el capital fluye también a los mercados de renta fija emergente, especialmente a los más líquidos (Turquía, Brasil, México), anticipando las salidas de capitales que habrían de producirse desde Japón por el aumento de la demanda de deuda pública por parte del banco central.

En este entorno, el euro ha mostrado una gran resistencia al escenario de debilidad cíclica del área. La menor probabilidad de los escenarios de mayor riesgo y una política monetaria en Europa comparativamente menos acomodaticia que la de otros bancos centrales han actuado de soporte del euro. En ausencia de eventos de riesgo importantes en Europa y mientras no se produzcan sorpresas en la estrategia de salida del QE por parte de la Fed, el euro podría seguir cotizando en el rango actual 1,30 y 1,32 dólares por euro a finales de este año. Con todo, no se descarta que se registren episodios de apreciación del dólar como resultado de un balance de riesgos cíclicos y de reacción de los respectivos bancos centrales que pone el sesgo bajista y acomodaticio más en Europa que en EE.UU.

3. La recuperación en Europa, pendiente de los avances hacia la unión bancaria

Europa ha sorteado potenciales escenarios de riesgo derivados de la crisis de Chipre, Italia y Portugal

Dos de los factores que preveíamos como elementos de riesgo en el último número de esta revista se han materializado, hasta cierto punto, durante los últimos meses. Por un lado, el rescate de Chipre ha sido más complicado de lo previsto, al llevarse a cabo con una participación del sector privado mayor de la que estaba prevista. Hasta el caso de Chipre, los rescates bancarios propiciados por la troika habían afectado a los accionistas de los bancos, pero no a los bonistas ni a los depositantes. En el caso de Chipre, el modelo ha cambiado, al afectar también a los grandes depositantes. La gestión de la crisis fue también claramente subóptima, al proponerse un primer conjunto de medidas por el que el bail-in incluía también a los pequeños depositantes, aunque la medida fue rechazada por el parlamento chipriota y sustituida finalmente por una solución satisfactoria. En cualquier caso, las declaraciones de algunas autoridades europeas en el sentido de que Chipre podía ser un modelo para futuros rescates de bancos europeos, luego en parte desmentidas, han hecho resurgir algunas dudas en los mercados, de tal forma que los spreads de la deuda bancaria se han tensionado. En cualquier caso, el caso de Chipre no ha afectado a los diferenciales de deuda soberana de otros países, lo que contrasta fuertemente con episodios previos de crisis en la periferia, que tuvieron fuerte impacto en dichos mercados.

En Italia, el largo periodo de tiempo que ha pasado entre las elecciones y la formación de un gobierno de coalición entre los dos grandes bloques políticos, con dudas intermedias sobre la posibilidad de repetir las elecciones, no ha tenido tampoco un impacto importante sobre la deuda soberana de Italia ni de otros países de la periferia. Ello se debe en parte a que el presupuesto de este año estaba ya aprobado, y a que el déficit de Italia (3% del PIB) en 2012 es relativamente reducido, a pesar del alto ratio de deuda pública (de alrededor del 130% del PIB). El gobierno formado finalmente no ha revelado aún los detalles de su programa económico, más allá de propugnar un ajuste fiscal más lento, y de anunciar la supresión de algunas medias de ajuste fiscal que deberían aplicarse este año (eliminación de la subida del IVA del 21% al 22% en julio, y del impuesto sobre la riqueza inmobiliaria a la primera vivienda), que deberían ser sustituidas por otras. La estabilidad política a medio y largo plazo de la coalición de gobierno tampoco parece asegurada.

En Portugal, el Tribunal Constitucional ha rechazado algunas de las medidas de consolidación fiscal incluidas en el presupuesto de 2013, por consideradas poco equitativas. En concreto, se refieren a la reducción de salarios en el sector público y de pensiones, a través de la eliminación de una paga extraordinaria. El impacto de las medidas es de 0.8% del PIB, no demasiado elevado, pero la noticia, ligada a una perceptible fatiga reformadora, generó temporalmente dudas sobre la factibilidad de la vuelta a los mercados por parte de Estado portugués a finales de este año, como está previsto. El gobierno ha aprobado medias alternativas de recorte de gasto, repartidas en distintas áreas, y más reciente ha salido al mercado con una emisión de bonos a largo plazo que ha recibido una muy buena recepción por parte del mercado. Esto, unido al alargamiento de plazos en el repago de la deuda con el ESM y el FMI, decidido recientemente por el Ecofin (a falta de confirmación por parte de la troika), hace que que dicha vuelta a los mercados sea ahora mucho más factible.

Las condiciones financieras han seguido mejorando en la zona euro durante los primeros meses del año...

Los mercados de deuda soberana en países periféricos han mantenido en general un tono positivo. Los eventos que se han sucedido en los últimos meses podrían haber desencadenado tensiones importantes en los mercados, como ya ocurriera en episodios anteriores. Así, si bien el rescate de Chipre y la inestabilidad política en Italia han dado lugar a cierta volatilidad, ésta ha sido de magnitud y duración escasas. Es más, a diferencia de episodios previos, el contagio al resto de países periféricos ha sido más moderado. Así, las primas de riesgo en los países periféricos (gráfico 7), incluyendo los países rescatados, han mostrado cierta volatilidad en medio de una tendencia a la baja que se iniciara con las declaraciones de Draghi en verano del 2012 y el posterior anuncio del programa OMT. La menor percepción de riesgo en los países periféricos se confirma también a partir de las entradas de capitales en cartera de inversores extranjeros, que a su vez están permitiendo reducir la dependencia de la banca de la financiación del BCE.

Por su parte, los tipos de interés de la deuda en los países del núcleo europeos se han mantenido en niveles más bajos de lo previsto, resultado del deterioro de las expectativas de crecimiento en Europa, una política monetaria más laxa y más prolongada en el tiempo, y de la abundante liquidez global. La masiva expansión monetaria anunciada por el Banco de Japón a principios de abril ha generado una presión a la baja generalizada de las rentabilidades de los bonos a nivel global, y Europa, en general, y los países periféricos, en particular, no han sido una excepción. Los países periféricos se habrían beneficiado de este mayor apetito global por el riesgo.

El entorno para el conjunto del sistema financiero europeo presenta elementos mixtos. Por lo que respecta a la liquidez, la situación ha sido favorable, tal y como avalan los datos del fuerte repago de las dos LTRO a tres años por parte de las entidades financieras. En un entorno de menor riesgo y después de un comienzo de año en el que se hicieron fuertes emisiones en los mercados, los bancos europeos han decidido reducir el colchón de liquidez del que hicieron uso hace más de un año, en muchos casos por motivo de precaución. Sin embargo, la situación no es tan positiva en otros dos frentes. Primero, la fragmentación de los mercados, aunque moderándose, sigue estando en niveles altos (gráfico 8). Y segundo, tras el rescate de Chipre (incluyendo la fórmula de bail-in) se aprecia cierto deterioro del riesgo de crédito bancario.

Por último, en el mercado de divisas, el euro ha mantenido una notable fortaleza frente al dólar, a pesar de la debilidad cíclica y de los eventos anteriormente comentados. En el comportamiento de los tipos de cambio, las estrategias de los bancos centrales (en particular el manejo de sus balances) están adquiriendo creciente protagonismo. En este sentido, mientras el balance de los principales bancos centrales se sigue expandiendo, el balance del BCE se está reduciendo (gráfico 9). La preocupación por el impacto que las expansiones monetarias en la determinación de los tipos de cambio es creciente, prueba de ello han sido los comunicados recientes del G7 y G20 tras el anuncio del Banco de Japón donde se hace una mención explícita a no fijar un objetivo de tipo de cambio y no hacer devaluaciones competitivas.

... pero la recuperación depende de la profundización en la unión bancaria...

A pesar del tono positivo de los mercados financieros, del apoyo del BCE y del crecimiento de la economía mundial, la recuperación en la eurozona, y fundamentalmente en su periferia, se ve lastrada a corto y medio plazo por dos factores. El primero de ellos es la fragmentación de los mercados financieros entre países de la eurozona (gráfico 8), que se traduce en tipos de interés efectivos más altos en la periferia que en el núcleo de Europa (gráfico 17), y en una falta de disponibilidad de crédito en determinados sectores y países. Para paliar este problema, el BCE no sólo está actuando a través de la provisión de liquidez al sistema bancario, la reducción de tipos y el programa OMT a los mercados de deuda soberana, sino que está también estudiando medidas para reactivar el crédito a las pequeñas y medianas empresas (Recuadro 1).

Además de este apoyo, la estrategia europea se basa en pasos específicos hacia la unión bancaria, con un calendario establecido en la cumbre de jefes de Estado y de gobierno de

diciembre de 2012 que prevé como primer paso la implementación de una supervisión bancaria única en 2013 en toda la eurozona, liderada por el BCE, y que ya está en marcha. Un segundo paso es un mecanismo de resolución de crisis bancaria común en Europa, que actualmente está en fase de discusión y que debería aprobarse a mediados de año, para entrar en funcionamiento posiblemente a principios de 2014. El tercer paso de la unión bancaria (un fondo común de garantía de depósitos) queda para más adelante y supondrá una mutualización de recursos. Un avance satisfactorio hacia la unión bancaria va a ser clave para que los mercados disocien el riesgo bancario del riesgo soberano, se permita el retorno de los flujos de financiación a la periferia sin distorsiones, y se reactive el funcionamiento correcto del mecanismo de transmisión monetaria dentro de la eurozona.

... y de continuar el ajuste fiscal a un ritmo adecuado

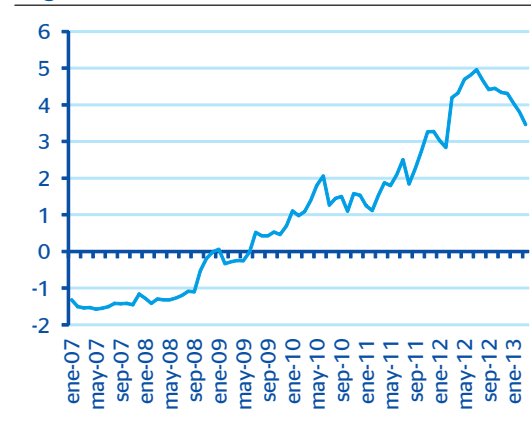
El segundo factor que actúa como freno en la recuperación es la necesidad de reducir el déficit público en los países de la periferia con niveles de déficit y/o de deuda elevados. El ajuste fiscal esperado en el conjunto de la zona euro se mantiene (alrededor de un 0,6% del PIB), siendo menor que el llevado a cabo en 2012 (1,3% del PIB), debido a la relajación de los objetivos fiscales, que permite a los estados miembros (principalmente en España y en Francia) cumplir con esas nuevas metas sin aumentar el esfuerzo fiscal para compensar el mayor deterioro cíclico de las cuentas públicas provocado por las peores expectativas de crecimiento (Recuadro 2). No obstante, no se puede descartar el anuncio de nuevos ajuste en la periferia para cubrir ciertas desviaciones, como en el caso de Portugal, o una menor austeridad como en el caso de Italia.

Gráfico 7
**Diferencial rendimiento deuda soberana
10 años con respecto a Alemania (pb)**



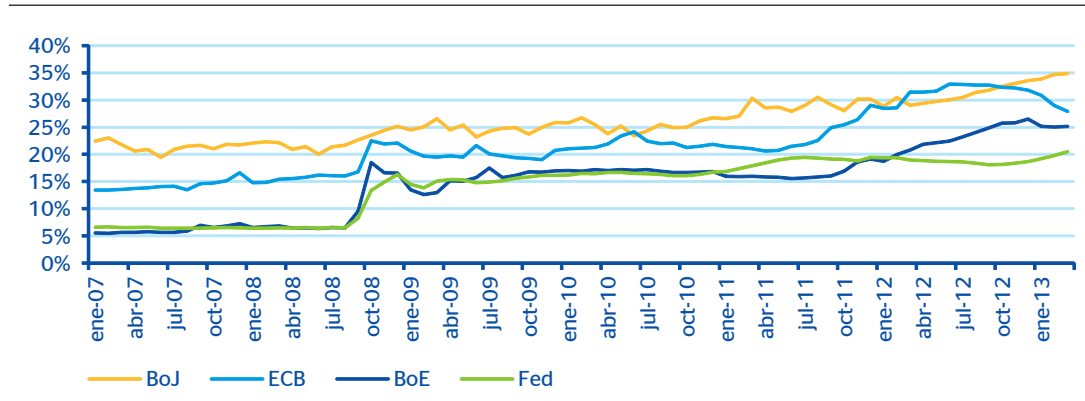
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
**Medida compuesta de
fragmentación financiera en la eurozona**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 9
Balance de situación de los bancos centrales (% PIB)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Recuadro 1. El BCE, dispuesto a seguir apoyando

En su reunión de política monetaria de mayo, el BCE redujo en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia, mantuvo el tipo de depósito en el 0% y redujo la facilidad marginal de crédito hasta el 1%. Igualmente, el BCE anunció la extensión, por 12 meses, de la provisión ilimitada de liquidez al sistema bancario por el tiempo que sea necesario, y al menos hasta julio de 2014. De esta forma se materializó el sesgo bajista que el BCE había enfatizado en las reuniones previas y en las intervenciones de los distintos miembros del consejo del BCE. La decisión, por tanto, tuvo escaso impacto en el mercado.

En la decisión del BCE primó lógicamente la debilidad del crecimiento en la eurozona, que a estas alturas del año se confirma ya que se extenderá al segundo trimestre y, sobre todo, que se generaliza a un número creciente de países del núcleo de Europa. No obstante, algunos eventos relacionados con el entorno internacional también resultan relevantes para enmarcar la acción del BCE. En los meses recientes, el dinamismo del crecimiento mundial ha suscitado algunas dudas y otros bancos centrales han adoptado nuevas medidas. En abril el banco central de Japón anunció una expansión monetaria sin precedentes (compra masiva de activos, principalmente bonos del gobierno japonés) con el objetivo explícito de duplicar la base monetaria en un horizonte de dos años, y elevar la inflación hasta el 2%. Una decisión que, como ocurriera tras los anuncios sucesivos de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal, están teniendo un impacto en los mercados financieros internacionales, tanto en deuda y renta variable, como en el mercado de divisas.

Se estima que el recorte de tipos tendrá un efecto moderado sobre la actividad. En los países del núcleo europeo esta medida puede ser más efectiva, pero en los países periféricos el impacto es más cuestionable, teniendo en cuenta que el grado de fragmentación sigue siendo elevado, aunque se está reduciendo. Por tanto, la transmisión de la política monetaria dista mucho de ser efectiva.

No obstante, más allá de la efectividad del recorte, el BCE está enviando una importante señal con los pasos que está dando. Primero, el BCE ha señalado de forma explícita su disposición a bajar tipos si las condiciones así

lo requieren, e incluso a rebajar el tipo de los depósitos por debajo del 0% (algo que anteriormente parecía haber descartado). Lanza así una clara señal de que está dispuesto a utilizar el escaso margen existente en materia de tipos de interés. Las expectativas de llevar el tipo de depósito a terreno negativo presionan también a la baja los tipos de interés de corto plazo de la deuda soberana y al euro. Segundo, con la extensión del *full allotment* por, al menos, un año, el BCE da una clara señal al sistema bancario: la liquidez está asegurada y no debería suponer ningún problema para la provisión de crédito por parte de las entidades. Actualmente, no hay indicios de que la liquidez constituya un problema para el sistema; prueba de ello es el repago realizado por las instituciones de las dos LTROS a tres años (más del 27%). No obstante, el BCE estaría abierto a seguir utilizando la fórmula de las LTROS en caso de que fuera necesario. Y tercero, el BCE también ha incorporado recientemente en su comunicación elementos novedosos en lo relativo al anclaje de las expectativas de política monetaria ("*guidance*"), señalando que la misma se mantendrá acomodaticia "por el tiempo que sea necesario".

Con todo, estos cambios incrementales son insuficientes para atajar la falta de crédito de las PYMES, algo que preocupa de forma creciente. ¿Qué puede hacer el BCE en este ámbito? El propio BCE ha reconocido que su margen de acción es muy muy limitado, de ahí que esté buscando fórmulas de colaboración con otras instituciones comunitarias, como el Banco Europeo de Inversiones, que permitan dinamizar este segmento concreto de crédito. El BCE ya ha señalado la reactivación de los mercados de ABS (*Assets Backed Securities*) respaldados por créditos a empresas, pero se están barajando otras opciones (financiación para préstamo al estilo del lanzado por el Banco de Inglaterra, *Funding for Lending scheme*).

En nuestro escenario central, en el que la economía europea empieza a recuperarse en la segunda parte del año, lo más probable es que los tipos de referencia se mantengan en el 0,50%; si bien el sesgo es claramente a la baja. Es más, mientras persistan los riesgos a la baja en el crecimiento y no se aprecie una mejoría en el crédito, no se puede descartar que el BCE adopte nuevas medidas.

Recuadro 2. Los objetivos de déficit se relajan de manera generalizada ante un deterioro cíclico mayor de lo previsto

Europa ha experimentado una caída del PIB que se ha intensificado en el último trimestre del 2012 (-0,6% t/t tras -0,1% en 3T12) impactando negativamente en las cuentas públicas, que al final del año han cerrado con un déficit público del -3,7% tras un -4,1% en 2011.

El resultado inmediato de este peor desempeño económico, y de unas previsiones menos optimistas para 2013, ha sido la reconsideración del cronograma de ajustes fiscales, que ha estado ligado también a la polémica suscitada por el Fondo Monetario Internacional sobre la magnitud de los multiplicadores fiscales y el ritmo de ajuste. En general, parece razonable centrar el ajuste fiscal en objetivos de déficit estructural y no de déficit total, sin compensar por tanto las desviaciones de déficit por motivos cíclicos.

En los últimos meses son muchos los países que han presentado nuevas sendas de ajuste fiscal más lentas, en tanto que la Comisión Europea ha aceptado o ha dejado claro que aceptará los cambios. En Grecia el objetivo de superávit primario de 4,5% se ha retrasado al 2016, dos años más tarde de lo inicialmente previsto. Portugal tendrá un año más (hasta el 2015) para reducir el déficit nominal por debajo del umbral del 3% (Recuadro 3). También se observa una relajación de objetivos para el 2013 en países como Francia (del -3% al -3,7%), Italia (del -1,7% al -2,9%), España³ (del -4,5% al -6,3%) y Reino Unido (del -6,3% al -6,8%). Alemania, sin embargo, tiene sus cuentas públicas saneadas y mantiene su objetivo de -0,5% de saldo fiscal para 2013, tras haber obtenido un superávit de 0,2% en 2012. A continuación nos centramos en los planes presupuestarios de Francia, Italia y España.

Francia

El déficit en el 2012 fue de -4,8% del PIB, 0,4pp inferior a 2011 y 0,3 pp superior a las últimas estimaciones (previsiones de BBVA y Gobierno: -4,5%). La diferencia se debió, principalmente, a una desviación al alza en el déficit estructural el cual rondó el -3,7% del PIB (BBVA -3,4%), mientras que el déficit cíclico y el pago por intereses fueron, según nuestros cálculos, de alrededor de -1,1% y -2,6% respectivamente (gráfico 10).

Para el 2013 el gobierno francés ha aumentado del -3% al -3,7% su previsión de déficit público nominal, que ha sido lo que ha presentado a Bruselas en sus planes presupuestarios. La revisión se debe principalmente a un empeoramiento de la previsión de crecimiento (la nueva

previsión del gobierno es de +0,1% en 2013, mientras que la precedente era del +0,8%) y al efecto base de un déficit mayor al esperado en 2012 (-0,3pp).

Así, las principales medidas en las que se basa el recorte de déficit siguen siendo en líneas generales las aprobadas en el presupuesto de 2013, a pesar del cambio de objetivo de déficit, y están basadas principalmente en aumentos impositivos: 1) Menor deducción de intereses pagados por préstamos (el umbral baja del 100% al 85% para el año cerrado al 31 de diciembre de 2012, y al 75% para 2014); 2) reducción de la exención de las ganancias de capital de largo plazo obtenidas por la venta de acciones (del 90% actual exento pasa al 88%); 3) eliminación de las reducciones en el impuesto a la riqueza introducidos por el gobierno anterior; 4) introducción de un nuevo tramo marginal en el impuesto de la renta del 45% para ingresos superiores a los 150 mil euros; y 5) reforma del tratamiento fiscal de los ingresos de capital, que pasan a estar sujetos al impuesto marginal de otras rentas en vez de a un tipo fijo.

El Tribunal Constitucional francés declaró inconstitucionales a finales de 2012 algunas de las medidas fiscales aprobadas por el nuevo gobierno francés; entre ellas, la introducción de un tipo marginal del 75% en el impuesto sobre la renta y parte de los impuestos relativos a las ganancias de capital. El coste presupuestario de la eliminación de dichas medidas es, sin embargo, muy pequeño (500 M de euros, menos de 0,1% del PIB).

Con las medidas vigentes, prevemos que el déficit público en el 2013 sea del -3,8% del PIB, 0,1pp por encima del objetivo oficial. Desde el -4,8% de déficit nominal en 2012, la reducción de déficit por medidas estructurales en 2013 es de 1,5% del PIB, pero se verá compensada por un incremento en el déficit cíclico de 0,5pp del PIB debido al estancamiento de la economía. De ese -3,8% de déficit, 2,2pp son de déficit estructural, que es el ajuste que tendrá que hacer en los próximos años Francia para equilibrar sus cuentas en términos estructurales. En el nuevo calendario este equilibrio se prevé para 2016 (superávit estructural de 0,2% del PIB), un año después de lo previsto en el Programa de Estabilidad presentado en abril de 2012. El déficit nominal por debajo del umbral de 3% se retrasa también un año, hasta 2014 en vez de 2013.

3: Para más detalles véase la publicación Situación España del segundo trimestre del 2013 disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionespana_tcm346-385826.pdf?ts=952013

Italia

El 2012 cerró con un déficit público de -2,9% del PIB, prácticamente en línea con nuestras últimas previsiones y el objetivo revisado del gobierno (BBVA y Gobierno: 2,8%). El esfuerzo estructural fue de 1,8%, con un déficit cíclico que estimamos en el -1% , mientras que el pago por intereses fue de -5,3% (gráfico 11).

El nuevo objetivo de déficit fijado para el 2013 está por debajo del umbral del 3% (-2,9% del PIB), aunque se ha revisado al alza desde un -1,7% anunciado a inicios del 2012. Esta revisión se debe principalmente a un empeoramiento de las previsiones de crecimiento (del -0,2% inicial al -1,3% en 2013) y a la inclusión del impacto de la liquidación de deudas del estado, valoradas en 40mil millones de euros (2,6% del PIB). El gobierno italiano estima, por otro lado, que esta inyección de liquidez tendrá un impacto positivo en el crecimiento de 0,2pp en 2013, 0,7pp en 2014 y 0,3pp en 2015.

El nuevo gobierno ha declarado su compromiso no sólo de cumplir este año con el límite de déficit fijado en Maastricht (del 3% del PIB), sino también de alcanzar un presupuesto estructural equilibrado, de acuerdo a lo estipulado en el pacto fiscal. Sin embargo, el anuncio reciente del nuevo gobierno constituido a finales de abril de no implementar la subida del IVA al 22% (antes en el 21%), así como la suspensión del impuesto sobre la propiedad de la primera vivienda hasta que entre en vigor un nuevo sistema de tributación de los bienes raíces podrían desviar el objetivo de déficit en unos 0,4pp, es decir, el déficit nominal podría alcanzar el 3,3% del PIB. De este modo, nuestra previsión de déficit para este año del -2,9% está sujeto a riesgos.

El motivo principal de que nuestro escenario base contemple un cumplimiento del déficit para 2013 se debe a que el esfuerzo estructural, según nuestros cálculos, rondaría el 0,2% del PIB, el menor esfuerzo de los últimos 2 años (en 2012 el esfuerzo fue de 1,8% del PIB y en 2011 1%).

España⁴

Las administraciones públicas españolas cerraron el año 2012 con un déficit del 7% del PIB, excluyendo las ayudas al sector financiero (3,6% del PIB), ligeramente menor de lo esperado (BBVA: 7,2%) y 0,7pp por encima del objetivo de final de año (Gobierno: 6,3%). El déficit nominal en 2012 se redujo en 2pp del PIB, mientras que el estructural se habría reducido en torno a 3,9pp hasta situarse en el -3,3% del PIB. Es más, cuando del análisis se sustrae el

pago por intereses de la deuda pública (que en 2012 se elevó hasta el 3% del PIB, 0,5pp más que en 2011), el ajuste del déficit estructural primario habría sido superior a los 4,4pp del PIB, situándose muy próximo al equilibrio presupuestario (-0,3% del PIB).

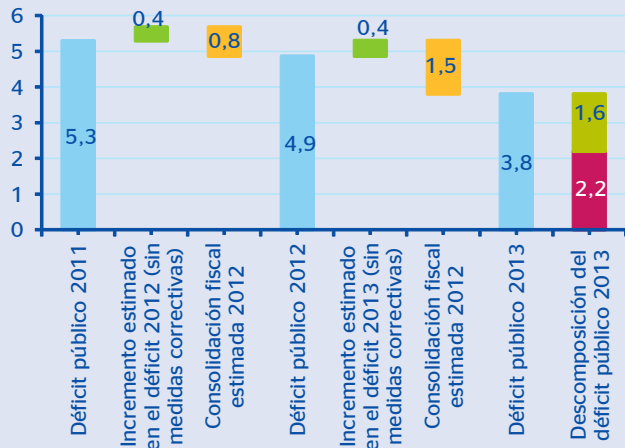
El Gobierno ha revisado los objetivos de déficit de 2013 y 2014 hasta el -6,3% y el -5,5% respectivamente, desde el -4,5% y el -2,8%. Para conseguir estos nuevos objetivos, el Plan Nacional de Reformas (PNR) de 2013 presentado junto a la actualización del PEC 2013-2016 incluye algunas medidas dirigidas al saneamiento de las cuentas públicas. Por el lado de los ingresos, se han anunciado nuevos incrementos impositivos -mediante la creación de nuevos impuestos medioambientales, la subida de los impuestos especiales, o una nueva modificación en el impuesto de sociedades- que, en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea, pretende avanzar hacia el desplazamiento de la carga fiscal desde el trabajo al consumo, pero que no supone una verdadera reforma fiscal. Por el lado del gasto, sin embargo, se mantienen las ya anunciadas, y los principales planes provienen de la esperada reforma de las administraciones públicas -con el Proyecto de Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local o el Informe para la Reforma de las Administraciones Públicas- que vuelve a dilatarse hasta la segunda mitad del año, con lo que los ahorros previstos no se verán hasta iniciado 2014.

De cara a 2013, esperamos que el déficit se desvíe ligeramente del objetivo fijado (6,3%; BBVA 6,5%) (gráfico 12) debido a que prevemos que las políticas de ajuste fiscal continúen y sean insuficientes para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos y el incremento esperado de los intereses. Así, nuestras previsiones sugieren que durante 2013 el ciclo drenará algo más de un punto porcentual del PIB de los ingresos esperados, afectando tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta y a las contribuciones sociales, absorbiendo la mejora estructural de los mismos. De esta forma, los ingresos públicos se situarán alrededor del 36,8% del PIB, apenas 0,2pp por encima de lo alcanzado en 2012. Por su parte, el ajuste del gasto en 2013 estará concentrado en la remuneración de asalariados (por la permanencia de las medidas de reforma de la función pública y de reestructuración del sector público dependiente, fundamentalmente), en el resto del gasto corriente y, en menor medida, en el gasto de inversión, que moderará su ritmo de caída respecto a los dos ejercicios anteriores.

4: Para una descripción más detallada ver Situación España disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionespana_tcm346-385826.pdf?ts=952013.

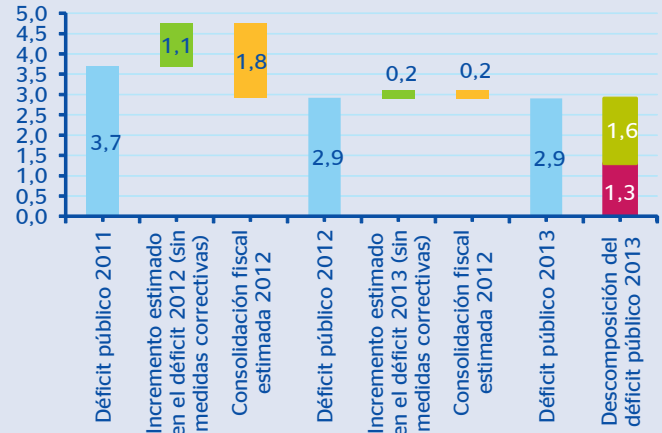
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 10
Francia: consolidación fiscal 2012-2013 y descomposición del déficit en 2013 (% del PIB)



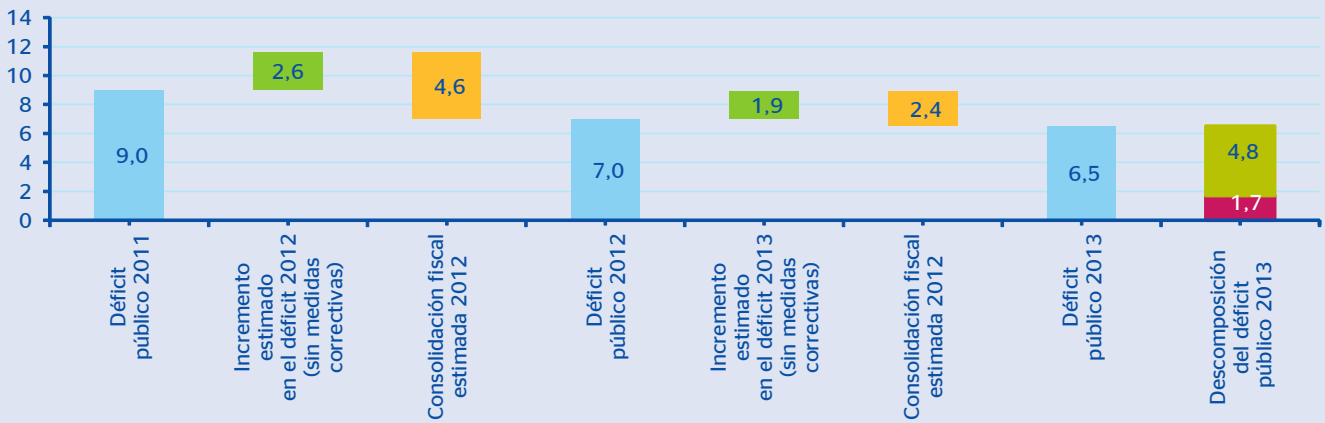
Fuente: BBVA Research con datos obtenidos de HAVER analytics

Gráfico 11
Italia: consolidación fiscal 2012-2013 y descomposición del déficit en 2013 (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos obtenidos de HAVER analytics

Gráfico 12
España: consolidación fiscal* 2012-2013 y descomposición del déficit en 2013 % del PIB)



* Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research con datos obtenidos de HAVER analytics

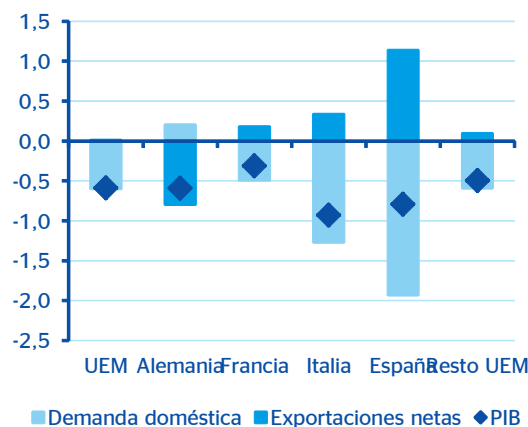
4. Perspectivas para la zona euro

Tras la recesión generalizada en 4T12 ...

La caída del PIB en el conjunto de la zona euro se intensificó en 4T12 (-0,6% t/t tras -0,1% t/t en 3T12), lastrada por la demanda doméstica (-0,6pp, similar a los trimestres precedentes), pero sobre todo por la desaparición del apoyo del sector exterior (0,0pp de contribución neta al PIB tras +0,4pp en los trimestres anteriores). Las exportaciones cayeron significativamente, al resentirse de la desaceleración de las economías emergentes y de Estados Unidos, si bien su efecto fue mitigado por una caída de las importaciones de similar magnitud.

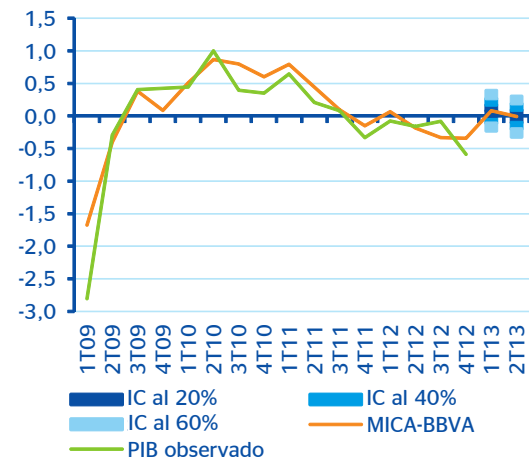
Este menor apoyo del sector exterior fue generalizado entre los países de la zona euro, aunque el impacto fue diferente dada la distinta evolución de la demanda doméstica y, por ende, de las importaciones (gráfico 13). Así, en el caso de Alemania las exportaciones netas drenaron -0,8pp de crecimiento, resultando en una caída del PIB del -0,6% t/t, mientras que en el resto de países la contribución del sector exterior continuó siendo positiva, si bien no fue suficiente para compensar la drástica caída de la demanda doméstica, con la actividad desplomándose en Italia (-0,9% t/t) y en España (-0,8% t/t), mientras que en Francia la contracción fue algo más moderada (-0,3% t/t) y la producción en el resto del conjunto de la zona euro cayó alrededor de un -0,5% t/t.

Gráfico 13
Crecimiento PIB (% t/t) y contribuciones en 4T12



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 14
UEM: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

... se observa una cierta estabilización en los primeros compases del año...

Teniendo en cuenta toda la información disponible para 1T13 (datos cuantitativos hasta febrero), nuestro modelo MICA-BBVA⁵ estima un crecimiento del PIB de alrededor del 0,1% t/t (gráfico 14), en línea con nuestro escenario macroeconómico, si bien vemos ciertos riesgos a la baja en la medida en que los indicadores de confianza anticipan cierto deterioro de la actividad económica en la parte final del trimestre que podrían recogerse en los datos cuantitativos de marzo, que todavía no están disponibles. Con todo ello, la probabilidad de una nueva caída del PIB en 1T13 según el modelo MICA-BBVA, de casi el 40%, no es desdeñable.

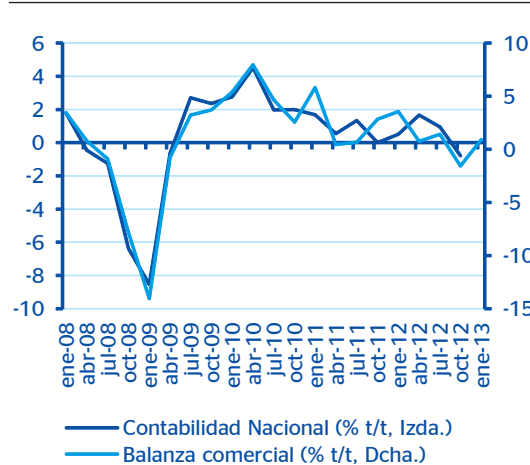
5: Para una descripción detallada del modelo véase el documento de trabajo "The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts", disponible en: <http://www.bbva.com/RESEARCH/publications/documentos-de-trabajo/the-euro-sting-revisited-pmi-versus-esi-to-obtain-euro-area-gdp-forecasts>

Como ya avanzábamos en nuestro anterior informe (Situación Europa, Primer Trimestre 2013), la desaceleración de la demanda global en 4T12 parece haber sido temporal, y la actividad ya habría ganado algo de tracción a principios de 2013 (gráfico BBVA-GAIN, gráfico 4). Esto ya se estaría reflejando en la evolución de las exportaciones del conjunto de la zona euro en los primeros meses de 2013 (gráfico 15), ya que hasta febrero habrían aumentado un 0,9% respecto al 4T12, mientras que las importaciones se habrían mantenido estancadas. Estos números están en línea con nuestro escenario macroeconómico, que contempla que las exportaciones netas volverán a contribuir al crecimiento económico en 1T13 (+0,2pp).

El mayor dinamismo de la demanda global también parece estar reflejándose en la producción industrial, la cual podría haberse mantenido estable en 1T13 tras contraerse un -2,1% t/t en 4T12, apoyada por la menor caída de la producción de bienes intermedios y de capital, pero sobre todo por el aumento de la producción de los bienes de consumo no duradero. Este aumento de la producción, junto con unas mejores expectativas de demanda externa, así como el continuo proceso de reducción de inventarios durante el año pasado, apuntan a una clara moderación de la caída de la inversión a principios de año (-0,2% t/t tras -1,2% en 4T12). A pesar del deterioro del mercado de trabajo, la confianza de los consumidores continuó mejorando y las ventas al por menor se mostraron más resistentes, aumentando ligeramente hasta febrero tras la fuerte caída observada en 4T12. Con todo ello, nuestros modelos estiman que el consumo privado habría caído ligeramente, alrededor del -0,1% t/t, en 1T13 (tras el -0,5% t/t en 4T12). Finalmente, el proceso de consolidación fiscal sigue apuntando a que el consumo público continuará restando algo de crecimiento (-0,1% t/t). Como resultado de todo ello, nuestras previsiones contemplan una clara reducción de la aportación negativa de la demanda doméstica a principios de año, alrededor de -0,1pp tras los -0,6pp del último trimestre de 2012.

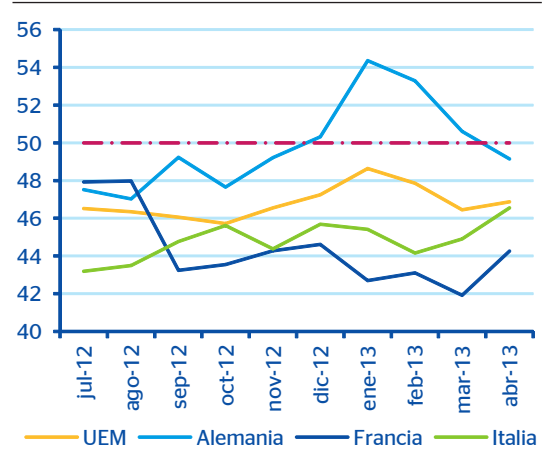
Por países, nuestros modelos estiman que sólo Alemania habría vuelto a crecer en 1T13, alrededor de un 0,4% t/t (tras -0,6% t/t en 4T12), mientras que la economía francesa se habría estabilizado (tras el -0,3% t/t de 4T12) y la recesión se habría amortiguado en España (-0,5% tras -0,8%) y en Italia (-0,3% tras -0,9%).

Gráfico 15
UEM: exportaciones (% t/t)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 16
Confianza: PMI Compuesto



Fuente: Markit Economics

... aunque los indicadores adelantados sugieren que la crisis de la periferia parece haber alcanzado al centro de Europa y podría retrasar la recuperación del conjunto del área

Aunque los datos para 2T13 son muy limitados, reduciéndose a las encuestas de confianza para abril, tanto los de la Comisión Europea como los PMI mostraron que los índices generales de confianza volvieron a caer por segundo mes consecutivo y, por lo tanto, desapareció la mejora que se registró de diciembre a febrero (gráfico 16). Además, estos datos apuntan a que la severa crisis de la periferia parece estar afectando de manera más clara a los países del núcleo de Europa. En particular, las expectativas para el sector industrial alemán cayeron significativamente, acusando especialmente la caída en la demanda del resto de estados miembros de la unión monetaria, mientras que la incertidumbre sobre la resolución definitiva de la crisis económica en Europa todavía lastra claramente las decisiones de consumo e inversión.

Con esta información, muy limitada, nuestro modelo MICA-BBVA (gráfico 14) anticipa un nuevo empeoramiento de la actividad en la región en 2T13, que incluso podría registrar una ligera caída, poniendo un sesgo claramente a la baja sobre nuestras previsiones y apuntando a que la recuperación podría retrasarse a la segunda parte del año.

Lo que ha motivado una nueva actuación del BCE y la relajación de los objetivos fiscales a corto plazo

Estos indicadores económicos algo más negativos de lo esperado junto con la mayor desaceleración de la inflación (1,2% a/a en abril), llevaron al BCE a bajar el tipo de interés de referencia en 25pb hasta el 0,5% y a ampliar la provisión ilimitada de liquidez por lo menos hasta mediados de 2014 (6 meses más de lo anunciado anteriormente) (Recuadro 1). No obstante, aunque adelantaron que hay iniciativas con otras instituciones europeas para promover el crédito al sector privado, continúa sin haber medidas que reduzcan rápidamente la fragmentación financiera (gráfico 8).

Además, dado el significativo deterioro de la actividad en la periferia y, por lo tanto, de sus cuentas públicas, la Comisión Europea parece dispuesta a adoptar en los programas de estabilidad nacionales, que está examinando, el criterio de centrarse en los recortes de déficit en términos estructurales, dejando de lado los nominales y permitiendo, por tanto, la relajación de estos últimos en el corto plazo (Recuadro 2).

La economía se contraerá ligeramente en 2013 y crecerá por debajo del potencial en 2014

La principal sorpresa respecto a los supuestos en nuestras previsiones de hace tres meses fue el mayor impacto negativo de la desaceleración de la demanda global (principalmente Estados Unidos y Asia) y la apreciación del euro en la evolución de las exportaciones en el último trimestre del año. Además, también hay que destacar el menor impacto de la fuerte reducción de las tensiones financieras a finales del pasado año sobre la economía real, aunque ya descontábamos que su efecto vendría con cierto retraso. La mejora del acceso a la financiación y los menores costes para los soberanos no se ha visto acompañado por una evolución semejante en la financiación del sector privado de la economía, dando lugar a una muy distinta disponibilidad y coste del crédito a hogares y empresas entre los distintos estados miembros (gráfico 17), lo que ha lastrado aún más la demanda doméstica en estos últimos.

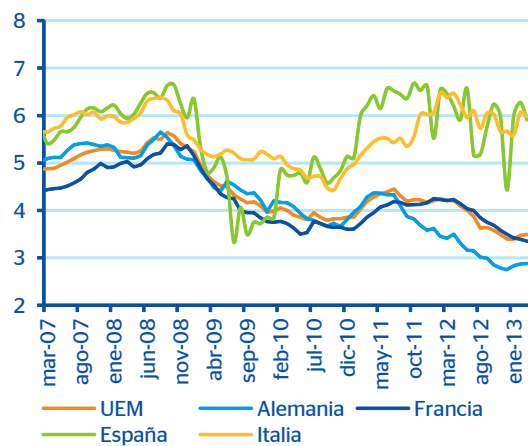
Todo lo anterior se reflejó en una mayor caída del PIB en el conjunto de la zona euro (-0,6% t/t en 4T12 frente a nuestra previsión de un -0,4% t/t) y un estancamiento de la economía a principios de 2013 (frente a nuestras expectativas de una incipiente recuperación), lo que supone un efecto arrastre negativo sobre nuestra previsión de crecimiento para 2013 de alrededor de -0,2pp (gráfico 18).

Con todo ello, más la evidencia de que la crisis de la periferia está afectando a los países del centro de Europa, revisamos a la baja nuestro escenario de crecimiento en el horizonte de previsión, en -0,4pp hasta el -0,1% en 2013 y en -0,3pp hasta el 1% en 2014 (gráfico 18). Este escenario continúa contemplando que la recuperación ganará tracción a lo largo del segundo semestre del presente año.

No obstante, es conveniente destacar que estas previsiones dependen crucialmente de la gestión de la crisis de la zona euro en los próximos meses. En particular, estamos suponiendo que las autoridades europeas continuarán avanzando hacia la unión bancaria, lo que ayudará a que progresivamente el crédito fluya cada vez más al sector privado de las economías periféricas y el coste de financiación se reduzca. Por otro lado, los estados miembros, sobre todo en la periferia, continuarán su proceso de consolidación fiscal y corrección de los desequilibrios tanto domésticos como externos. Con todo ello, nuestro escenario contempla que las tensiones financieras y la menor incertidumbre sobre la supervivencia de la zona euro deberían mantenerse en los niveles actuales, con algunos altibajos, durante todo el horizonte de previsión.

Gráfico 17

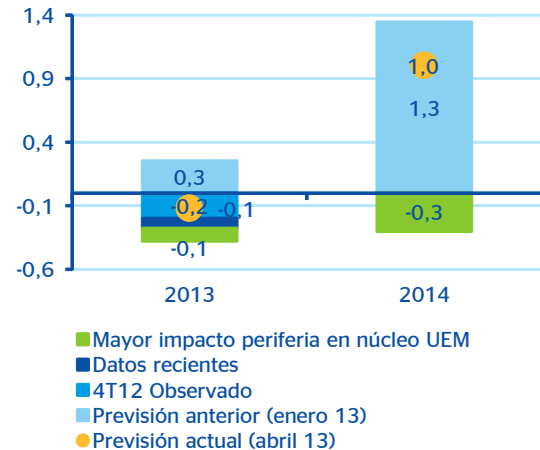
Tipos de interés de nuevos préstamos a empresas



Fuente: BCE

Gráfico 18

UEM: crecimiento anual y factores



Fuente: BBVA Research

Por componentes, la demanda interna continuará lastrando el crecimiento en 2013, aunque apoyará la recuperación en 2014

Dada la lenta corrección y recuperación de los determinantes de la demanda doméstica, para 2013 esperamos que ésta continúe frenando a la economía (-0,9pp), si bien de una manera mucho más moderada que en 2012 (-2,1pp), ya que contemplamos una incipiente recuperación tanto del consumo privado como de la inversión en la segunda mitad del año, que se consolidará en 2014 y tomará el relevo de las exportaciones netas como motor de crecimiento (+0,9pp) (gráfico 19).

Respecto al consumo privado, el continuo deterioro del mercado de trabajo (algo más de 2pp desde mediados de 2011 y casi 5pp desde 2008) junto con el aumento impositivo asociado a los planes de consolidación fiscal y una inflación elevada se ha venido reflejando en la fuerte caída de la renta disponible de los hogares (alrededor de un 2% en 2012 y de algo menos del 5% desde 2009), lo que seguirá pesando claramente sobre el consumo privado. No obstante, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares (alrededor de 1pp en 2012 y algo más de 3,5pp desde 2009, debido a la reducción del ahorro precautorio por la mejora de la confianza), junto con la moderación de la inflación esperada para este año podría mitigar en parte lo anterior. Además, especialmente en la periferia, continúa el proceso de desapalancamiento de los hogares, lo que, junto con las todavía restrictivas condiciones financieras y la confianza aun

muy baja, hace que esperemos que el consumo privado vuelva a contraerse en el conjunto de 2013 alrededor del -0,6% (tras -1,3% en 2012). No obstante, esta previsión contempla un consumo privado prácticamente estancado durante la primera parte del año, con algún signo ya de recuperación en el último trimestre de 2013.

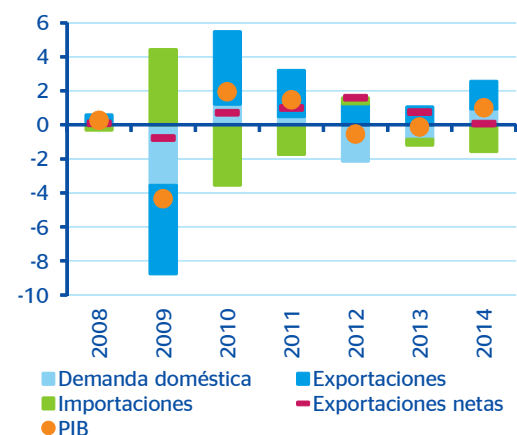
La debilidad de la demanda privada unida a la desaceleración de las exportaciones y al aumento de la capacidad ociosa de las empresas terminará reflejándose en una nueva contracción de la inversión en 2013 (-1,6% según nuestras previsiones), aunque más moderada que el año anterior (-3,9%), lastrada fundamentalmente por la caída del gasto en bienes de equipo y transporte, mientras que la reducción de la inversión en construcción continuará principalmente ligada al recorte del gasto público. Además, las pobres expectativas sobre la demanda futura deberían volver a materializarse en la reducción del stock de inventarios, drenando alrededor de -0,2pp al crecimiento del PIB.

Debido a la necesidad de garantizar la estabilidad de las finanzas públicas, y a pesar de la relajación de los objetivos fiscales en varios estados miembros, el escaso margen de maniobra de la política fiscal terminará por imponer una evolución del consumo público claramente procíclica de nuevo en 2013. Nuestro escenario contempla una ligera contracción del consumo público (-0,3%). Como resultado, el déficit público para el conjunto de la zona euro se podría reducir en 1pp hasta el 2,7% del PIB este año, con un aumento del nivel de deuda pública hasta el 93,5% del PIB.

Para 2014, nuestro escenario contempla que muchas de las medidas en marcha se dejarán notar de una manera más clara en la economía real. Por un lado, el ajuste fiscal de los últimos años debería dar lugar a una mejora de las cuentas públicas, asegurando la sostenibilidad de las mismas y eliminando los riesgos de una nueva crisis de deuda soberana y, por tanto, del impacto negativo sobre el sistema bancario. Por otro lado, la restructuración de este último en varios países de la periferia junto con los avances en la unión bancaria debería restablecer el crédito al sector privado. Con todo ello, esperamos una mejora generalizada de todos los componentes de la demanda doméstica, con crecimiento tanto del consumo privado (0,6%) como de la inversión (3,2%), y sin que el consumo público sea un lastre para la economía.

Gráfico 19

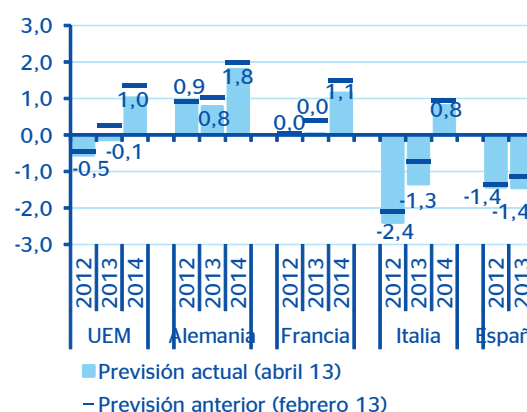
UEM: Contribución al crecimiento anual (pp)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 20

UEM: Previsiones crecimiento por país



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Las exportaciones continuarán siendo el motor de crecimiento en 2013 y 2014

Para 2013, las exportaciones continuarán beneficiándose del crecimiento sostenido de la economía mundial (3,3%), si bien dado el efecto arrastre de la fuerte caída que registraron a finales de 2012, esperamos que su crecimiento se desacelere nuevamente en media anual (2,3%). Además, las importaciones se mostrarán algo más resistentes (0,8%), lo que resultará en una contribución positiva del sector exterior de 0,7pp, moderándose desde los 1,6pp de 2012,

y no será suficiente para compensar el menor lastre de la demanda doméstica. Para 2014, el ritmo de crecimiento de las exportaciones aumentará (3,5%) y apoyará la recuperación de la inversión, aunque el resurgimiento de las importaciones (3,7%) resultante de la recuperación de la demanda doméstica redundará en el desvanecimiento de la contribución de las exportaciones netas (0,1pp) (gráfico 19).

El mercado de trabajo no mejorará hasta 2014

Ante este escenario, y dado el retardo del impacto del crecimiento en el empleo, nuestras previsiones contemplan que el mercado de trabajo continuará deteriorándose en los próximos trimestres, aunque mostrando ya señales de estabilización en la segunda parte del año. Como resultado, esperamos una nueva caída del empleo (-0,6% tras -0,7% en 2012) que se reflejará en un aumento de la tasa de paro de alrededor de 0,8pp hasta el 12,2%. Para 2014, la consolidación de la recuperación, con la economía creciendo ligeramente por debajo del potencial, nuestras proyecciones implican que se volverá a generar empleo (0,4%) que permitirá reducir la tasa de paro ligeramente por debajo del 12%.

El único motor de crecimiento en 2013 será Alemania, con la periferia en recesión

La intensificación generalizada de la recesión en el último trimestre de 2012, junto con la evidencia de un mayor impacto negativo de la crisis de la periferia en el núcleo de la zona euro a principios de año, también nos ha llevado a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento en todos los países, sobre todo para la periferia, pero también en Francia (Tabla Estados miembro de la euro zona).

En nuestras nuevas previsiones esperamos que sólo la economía alemana crezca este año (0,8%) a un ritmo ligeramente menor al observado en 2012 (0,9%), gracias a la relativa fortaleza de los fundamentales de su demanda interna. En Francia, a pesar de la relajación de los objetivos fiscales, la incertidumbre sobre las medidas fiscales que termine implementando el gobierno ha pesado significativamente sobre la confianza de los agentes, y se reflejará en la debilidad de la demanda doméstica, que continuará drenando crecimiento este año y compensará el efecto positivo de las exportaciones netas, resultando en un estancamiento de la economía. Los países de la periferia deberán continuar corrigiendo sus desequilibrios económicos y haciendo frente a una fragmentación de los mercados financieros que hacen que sus costes de financiación sean aún muy elevados, por lo que ahora esperamos que la economía española se contraiga nuevamente a un ritmo similar al de 2012 (-1,4%), mientras que a pesar de una moderación la contracción de la economía italiana (-2,4% en 2012), su PIB caerá un -1,3%.

Hasta 2014, nuestro escenario no contempla una vuelta al crecimiento generalizada a todos los estados miembros, si bien continuarán observándose claras diferencias, con los países del centro de Europa creciendo por encima de la media de la zona euro (1%), mientras que en los periféricos el crecimiento será más moderado (gráfico 20).

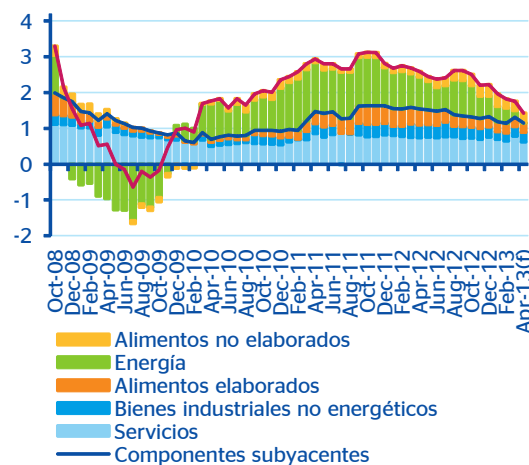
La inflación ya está por debajo del objetivo del BCE, tal y como se esperaba, y se mantendrá ahí durante todo el horizonte de previsión

La inflación continuó desacelerándose durante el primer trimestre de 2013, en 0,4pp hasta el 1,9% a/a (en media de 1T13), en línea con lo esperado, debido fundamentalmente a la moderación en el crecimiento de los precios de los productos energéticos, pero también a la desaceleración de la inflación subyacente en 0,1pp hasta el 1,5% a/a, reflejando la debilidad de la demanda doméstica. Además, la reducción de la inflación general se ha intensificado en abril hasta el 1,2% a/a desde el 1,7% a/a de marzo, algo más de lo esperado, no tanto por el efecto base de los precios de la energía, sino motivado principalmente por un mayor impacto del efecto calendario de la Semana Santa, que se reflejó fundamentalmente en la moderación de los precios de los servicios y, por ende, de la inflación subyacente, en alrededor de 0,4pp hasta el 1,2% a/a

(gráfico 21). Debido a este efecto transitorio, nuestras previsiones apuntan a que la inflación se acelerará nuevamente hasta mediados de año, para desacelerarse de nuevo y fluctuar alrededor del 1,4%-1,5% durante el segundo semestre. Como resultado, la inflación general medial anual para el conjunto de 2013 creemos que se situará en el 1,6%, 0,9pp inferior a la registrada en 2012 (gráfico 22). La inflación subyacente también es probable que aumente ligeramente en los próximos meses, permaneciendo relativamente estable alrededor del 1,4% a/a en el segundo semestre y promediando una tasa media anual del 1,5% en el conjunto del año.

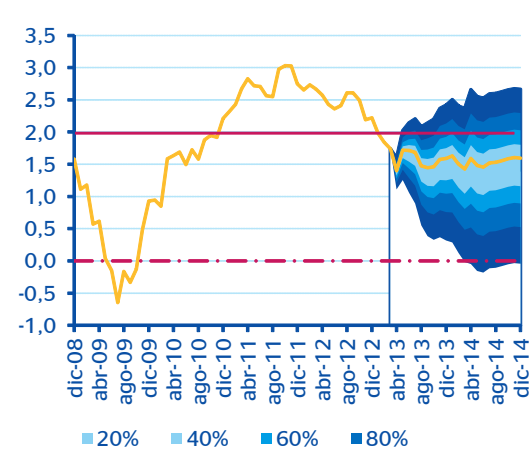
Para 2014, la inflación debería mantenerse relativamente estable ante la ausencia de presiones inflacionistas por el lado de la demanda, máxime cuando la relajación de los objetivos fiscales en algunos estados miembros aleja la posibilidad de nuevas subidas impositivas en el horizonte de previsión. En definitiva, aunque la incertidumbre sobre algunas variables exógenas (precios de las materias primas) y/o discretionales (precios administrados, impuestos) continúa relativamente elevada, los riesgos para este escenario de inflación están equilibrados.

Gráfico 21
UEM: Inflación (% a/a)
y contribución por componentes



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 22
UEM: Previsiones crecimiento por país



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Riesgos sesgados a la baja que provienen de los países de la periferia, de los avances hacia la unión bancaria y del entorno exterior

El limitado impacto de los focos de tensión en algunos países de la zona euro en el primer trimestre de 2013 (crisis bancaria Chipre, elecciones italianas, incumplimiento de objetivos fiscales en 2012) vienen a confirmar que las medidas anunciadas a nivel europeo el año pasado han servido para contener la crisis, reduciéndose por tanto la probabilidad de un escenario de fuerte recesión en la unión monetaria, si bien continúa la incertidumbre sobre si las instituciones europeas serán capaces de aprovechar esta ventana de oportunidad.

En cualquier caso, el sesgo de nuestras previsiones sigue siendo a la baja. Por un lado, existen riesgos de que las tensiones financieras puedan resurgir de nuevo por problemas en la periferia. Las fuentes de riesgo son variadas. Por ejemplo, el nuevo gobierno italiano podría no ser capaz de compensar las medidas de austeridad fiscal que se ha comprometido a retirar, lo que podría aumentar la prima de riesgo de la deuda soberana, pudiendo contagiar al resto de la periferia y a un sistema bancario todavía en proceso de reestructuración. Además, las dificultades de llevar a cabo los fuertes ajustes fiscales también se están poniendo de manifiesto en el resto de estados miembros, especialmente en Portugal, y se está reflejando en el debilitamiento de los gobiernos y las protestas sociales. Un eventual rescate en Eslovenia o dificultades para aplicar las reformas y ajustes en otros países no son descartables.

Por otro lado, continuamos viendo riesgos de implementación en los avances logrados a nivel europeo, tanto en la posible activación del programa de apoyo del BCE como sobre todo en una posible demora en temas importantes referentes a la unión bancaria. Como consecuencia de todo ello, la fragmentación de los mercados financieros podría recrudecerse, con unas mayores restricciones de crédito en la periferia.

Finalmente, también hay riesgos procedentes de fuera de la zona euro, como un menor crecimiento de las economías emergentes (sobre todo Asia) y/o Estados Unidos, así como una mayor apreciación del euro derivada del menor activismo del BCE con respecto a otros bancos centrales (Fed y Banco de Japón) que podría frenar el principal factor de crecimiento (sobre todo en la periferia).

Estados miembros de la zona euro: análisis detallado

Alemania: la recuperación ya está en marcha, si bien la recesión en la periferia podría mermar la fortaleza de los fundamentales domésticos

PIB: +0,8% en 2013 +1,8% en 2014

IPCA: +1,7% en 2013 +1,8% en 2014

Últimos datos oficiales para 2012: el crecimiento económico se fue debilitando paulatinamente a lo largo del año para terminar contrayéndose significativamente en 4T12 (-0,6% t/t; BBVA Research: -0,4% t/t). Detrás de esta evolución estuvo el deterioro de las exportaciones, que se contrajeron significativamente al final del año (-2% t/t, 4,3% en 2012) al resentirse, más de lo esperado, de la desaceleración del crecimiento en Asia y Estados Unidos y de la intensificación de la recesión en el resto de países de la zona euro, así como de la apreciación del euro. A pesar de ello, las exportaciones netas contribuyeron con 1,2pp al crecimiento del PIB en 2012. No obstante, la menor demanda procedente del exterior también se dejó notar en la caída de la inversión (-1,9%) y en la continua reducción de los inventarios (-0,6pp) en el conjunto del año, y no fue compensado por la resistencia mostrada por el consumo privado (0,6%) y el apoyo del consumo público (1,4%), resultando en una contribución negativa de la demanda doméstica (-0,3pp). Con todo ello, el PIB creció un 0,9% en 2012, desacelerándose desde el 3,1% del año anterior.

Estimaciones para el 1T13: los indicadores disponibles apuntan a que el PIB ya estaría creciendo nuevamente a principios de año (0,4% t/t). La robustez del mercado de trabajo, con el empleo aumentando a un ritmo constante de alrededor del 0,2% t/t y la tasa de paro estable en el 5,4%, continuó apoyando la mejora de la confianza de los consumidores y se reflejó en un aumento de las ventas al por menor del 1,5% t/t en 1T13, lo que apunta, por tanto, a que el consumo privado habría continuado contribuyendo al crecimiento. Por otro lado, los datos de balanza comercial hasta febrero sugieren que la fuerte caída de las exportaciones a finales de 2012 fue temporal, mientras que el rebote de los pedidos industriales en febrero y marzo (2,2% m/m), debido sobre todo a los procedentes del exterior (2,4% m/m), apuntan en la misma dirección y mejoran las expectativas para los próximos trimestres. Además, las importaciones cayeron de nuevo, por lo que las exportaciones netas deberían haber vuelto a contribuir positivamente a la recuperación. El aumento de la demanda ya se ha reflejado en el crecimiento de la producción industrial en febrero y sobre todo en marzo, promediando un avance de alrededor del 0,5% t/t en 1T13 (-2,6% t/t en 4T12), mientras que las expectativas de un aumento de la demanda deberían haber animado la inversión. No obstante, el deterioro de los indicadores de confianza en marzo y abril (sobre todo los PMIs, tras el rebote en enero y febrero) ha aumentado las dudas sobre la sostenibilidad de este rebote de la actividad, aunque no se haya reflejado en los indicadores cuantitativos, y sobre la inmunidad de la economía alemana a la crisis en la periferia en los próximos trimestres.

Perspectivas para 2013 y 2014: nuestras previsiones contemplan una recuperación gradual de la economía en el horizonte de previsión sustentada por la mejora de la demanda doméstica que tomará el relevo de las exportaciones, que continuarán desacelerándose este año. No obstante, el peor desempeño de la economía en 4T12 junto con un posible mayor impacto de la recesión en la periferia nos ha llevado a revisar ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento, en -0,2pp, hasta el 0,8% en 2013 y el 1% en 2014. La continua mejora del mercado de trabajo redundará en un aumento de los salarios, lo que unido a la moderación de la inflación y a la reducción de los costes de financiación resultará en un mayor crecimiento del consumo de los hogares en 2013 y 2014, hasta el 0,8% y el 1,2% respectivamente. Las mejores expectativas sobre la evolución de la demanda doméstica y la robustez de la procedente de las economías emergentes, unido a los bajos costes de financiación, deberían ser suficientes para sustentar el rebote esperado de la inversión (0,6% en 2013 y 4,4% en 2014). Además, el saneamiento de las cuentas públicas permitirá llevar a cabo una política fiscal neutral en pos de la consolidación de la recuperación. La recuperación de la demanda doméstica resultará en un mayor dinamismo de las importaciones, lo que unido a la desaceleración esperada de las exportaciones, dará lugar a la desaparición de la contribución al crecimiento de las exportaciones netas (0,0pp en 2013 y 0,1pp en 204).

Perspectivas de inflación: la inflación general continuó desacelerándose en 1T13 en 0,3pp hasta el 1,7% a/a como resultado de la moderación de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente aumentó nuevamente en 0,1pp hasta el 1,6% en marzo, reflejando la robustez de la demanda doméstica. Esperamos que este comportamiento de los componentes de la inflación continúe en 2013, de manera que la inflación subyacente se acelerará ligeramente, además de por el aumento de la demanda, porque podría tener lugar una cierta traslación de los mayores costes laborales a los precios finales, que se compensarán con la menor inflación energética y de los alimentos resultantes de los menores precios de las materias primas. Con todo ello, esperamos que la inflación media anual se modere en 2013 en 0,4pp hasta el 1,7%, manteniéndose relativamente estable en 2014 (1,8%), en ambos años por encima de la inflación esperada para el conjunto de la zona euro (1,6% en 2013 y 1,5% en 2014).

Sector público: las cuentas fiscales han alcanzado en 2012 un superávit de 0,2% del PIB, en línea con nuestras previsiones y 0,7pp por debajo del objetivo de déficit del gobierno (BBVA -0,1% y Gobierno -0,5%). El ajuste estructural habría sido del 1,3%, compensando el pago de intereses mayor a lo previsto (-2,5% frente al -2,3% estimado). De cara al 2013, el gobierno mantiene sus previsiones de déficit de -0,5% del PIB, objetivo que prevemos sea alcanzado dado el margen de gasto obtenido con el buen desempeño de 2012. De hecho, estimamos que el superávit estructural sea menor en 2013, de un superávit estructural de 2,6% en 2012 a uno del 2,2% en 2013. La deuda pública suponía un 81,9% del PIB al final de 2012, manteniéndose por debajo de la media de la zona euro.

Francia: la economía seguirá estancada en 2013, mientras que la moderada recuperación prevista para 2014 estará condicionada por la política económica que se implemente

PIB: +0,0% en 2013 1,1% en 2014

IPCA: +1,4% en 2013 +1,5% en 2014

Últimos datos oficiales para 2012: tras permanecer estancada durante la primera parte del año, la caída del PIB en 4T12 (-0,3% t/t; BBVA Research: -0,2% t/t) compensó el ligero rebote de la actividad en el trimestre anterior, resultando en el estancamiento de la economía en el conjunto del año. Lo anterior vino motivado por el continuo empeoramiento de los fundamentales de la demanda doméstica. El consumo privado continuó debilitándose como ya se observó el año anterior y terminó contrayéndose ligeramente en 2012 (-0,1%), debido al empeoramiento del mercado de trabajo (alrededor de 1pp a lo largo de 2012 hasta el 10,6% a finales de año), las subidas impositivas y una inflación elevada (2,2%), dada la debilidad de la demanda, lo que supuso una caída de la renta disponible en términos reales (alrededor del -0,5%) y de la confianza de los hogares. Por lo tanto, las peores expectativas sobre la demanda interna junto con la incertidumbre de la crisis europea frenó la inversión (0% tras 3,5% en 2011) y provocó una fuerte disminución de las existencias de las empresas (-1pp), mientras que a diferencia de otras economías como Alemania, las exportaciones no se beneficiaron de una manera clara del robusto crecimiento de la demanda global, especialmente de las economías emergentes, desacelerándose en 3pp hasta el 2,5% (menor crecimiento que la media de la zona euro). La contrapartida estuvo en la debilidad de las importaciones (-0,3%), redundando en una fuerte contribución positiva de las exportaciones netas (0,8pp), que junto con el repunte del consumo público (1,4% tras 0,2% en 2011) compensaron la fuerte caída del gasto privado.

Estimaciones para el 1T13: los indicadores disponibles no son muy halagüeños, al sugerir que la economía se podría haber contraído nuevamente a principios de año, lo que supondría un sesgo a la baja en nuestras expectativas de estabilización (BBVA Research: 0% t/t). Por un lado los indicadores de confianza mostraron señales mixtas para 1T13, con los de la Comisión Europea mostrando cierta mejora hasta febrero, mientras que los PMI continuaron empeorando y apuntando incluso hacia una intensificación de la recesión. En cualquier caso, ambas encuestas apuntan a un paulatino empeoramiento de la demanda doméstica que parece prolongarse también en 2T13. Respecto a los indicadores cuantitativos, el desempleo aumentó nuevamente en 1T13, alrededor de 0,4pp hasta el 11% en marzo, por lo que habría continuado frenando el consumo privado, con las ventas al por menor manteniéndose estancadas hasta febrero y con el gasto en consumo acelerando su ritmo de caída (-0,4% t/t tras -0,1/ t/t en 4T12). A pesar de esta menor demanda, la producción industrial ha moderado su caída (-0,4% t/t tras -2,1% t/t en 4T12), si bien el empeoramiento de los nuevos pedidos, sobre todo los domésticos, no anticipan una recuperación inminente del sector y, por ende, de la inversión. Finalmente, los datos de balanza comercial hasta febrero aumentan las dudas sobre el apoyo de las exportaciones netas a principios de año, ya que las exportaciones continuaron cayendo, aunque a un ritmo más moderado, mientras que las importaciones aumentaron ligeramente.

Perspectivas para 2013 y 2014: el mayor debilitamiento de los fundamentales domésticos nos ha llevado a revisar a la baja las previsiones de crecimiento, en algo menos de medio punto para todo el horizonte de previsión, hasta el 0% en 2013 y 1,1% en 2014. A pesar del estancamiento esperado este año, esta previsión contempla que la economía comience a recuperarse durante la segunda parte del año. Por un lado, la relajación de las metas fiscales anunciado por el gobierno reduce la incertidumbre sobre la necesidad de un mayor ajuste fiscal y supondrá un apoyo para la confianza tanto de los consumidores, al no verse afectada su renta disponible (beneficiada además por la moderación de la inflación) como la de las empresas, al dar un respiro a los ya dañados márgenes de beneficios y a la necesidad de reducir los costes, lo que permitirá no destruir más empleos en 2013. Por lo tanto, el consumo privado permanecerá estancado este año para crecer alrededor del 1% en 2014. Esta mejora de la demanda interna se verá reforzada por un mayor crecimiento de las exportaciones a lo largo del año, y junto con los bajos costes de financiación terminarán impulsando la inversión, que repuntará en 2014 tras la caída proyectada para este año. La mejora paulatina de la demanda interna (-0,3pp en 2013 y 1pp en 2014), también apoyada por un crecimiento del consumo público de alrededor del 0,5% en ambos años, se reflejará en un aumento de las importaciones, en especial en 2014, desvaneciéndose la aportación positiva de las exportaciones netas (0,3pp en 2013 y 0,1pp en 2014).

Perspectivas de inflación: la inflación general continuó desacelerándose significativamente en 1T13, alrededor de -0,5pp hasta el 1,1% a/a en marzo. A diferencia de lo observado a finales del pasado año (también -0,5pp), detrás de esta evolución estuvo también la moderación del crecimiento de los precios de las materias primas, con una disminución más moderada de la inflación subyacente de -0,3pp hasta el 0,9% a/s en marzo. Dado el sombrío panorama económico esperado, la inflación se mantendrá relativamente estable en los próximos meses, pudiendo aumentar ligeramente en el tramo final del año con el repunte del gasto de los hogares. Con todo, la inflación media anual se situará en el 1,4% en 2013 y en el 1,5% en 2014.

Sector público: el déficit en el 2012 fue de -4,8% del PIB, 0,4pp por debajo del registrado en 2011 y 0,3 pp superior a las últimas estimaciones (previsiones de BBVA y Gobierno: -4,5%). La diferencia se debió, principalmente, según nuestros cálculos, a un menor esfuerzo estructural. La previsión de déficit público nominal para 2013 del gobierno francés es del -3,7%, revisado desde el -3% motivado por un empeoramiento de la previsión de crecimiento del PIB, y por el efecto base de un déficit 0,3pp mayor al esperado en 2012. Las medidas para recortar el déficit son, en líneas generales, las aprobadas en los presupuestos de 2013 y están basadas principalmente en aumentos impositivos. Nuestra previsión de déficit público para 2013 es que se alcance el -3,8% del PIB, 0,1pp por encima del objetivo oficial, lo que supondría una reducción del déficit estructural del -1,5% del PIB, si bien se verá compensado al alza por un mayor déficit cíclico (-1,6% del PIB) debido al estancamiento de la economía. El déficit nominal por debajo del umbral de 3% se retrasa también un año, ahora fijado en 2014. La deuda pública fue de 90,2% del PIB al final de 2012, 4,4puntos por encima del registrado en 2011.

Italia: nueva caída de la actividad en 2013, aunque a un ritmo más moderado y con signos de recuperación ya en la segunda parte del año, para dar paso a un leve crecimiento en 2014

PIB: -1,3% en 2013 +0,8% en 2014

IPCA: +2,0% en 2013 +1,7% en 2014

Últimos datos oficiales para 2012: la caída de la actividad se intensificó en 4T12, algo más de lo esperado (-0,9% t/t; BBVA Research: -0,6% t/t), acusando sobre todo la desaceleración de las exportaciones y, en menor medida un nuevo deterioro tanto de la inversión como del consumo privado. Como resultado, el PIB se contrajo un -2,4% en el conjunto de 2012. A pesar del apoyo de la demanda externa, éste no fue suficiente para compensar la drástica caída de la interna, dado el desplome del consumo privado (-4,3%) y la caída del consumo público (-2,9%), que se reflejó en una intensa reducción de la inversión (-8%) y de las importaciones (-7,8). Esto último permitió que la contribución de las exportaciones netas (2,8pp) amortiguara la aportación negativa de la demanda interna (-5,2pp).

Estimaciones para el 1T13: los datos disponibles apuntan a que la contracción de la economía se habría moderado, en línea con nuestra estimación de una contracción del PIB de -0,3% t/t. Las ventas al por menor cayeron en enero y febrero (-0,5% con respecto a 4T12), moderándose tras la contracción de -1,1% t/t. Los pedidos industriales cayeron un -3,5% en los dos primeros meses del año, un ritmo similar al observado en 4T12. Sin embargo, se observa una clara diferencia entre la evolución de los pedidos domésticos y los del exterior, al caer considerablemente más los primeros y mostrarse algo más resistentes los segundos. La producción industrial permaneció prácticamente estable en lo que va de año, y aunque los datos de confianza de la industria no son muy halagüeños para marzo, todo parece apuntar a un menor ritmo de caída de la producción. Los datos de balanza comercial siguen apuntando hacia la debilidad de las exportaciones en los primeros compases del año, aunque esperamos que continúen siendo el principal apoyo de la actividad. Los escasos datos disponibles para 2T13, básicamente confianzas, parecen apuntar que la recesión continuará moderándose.

Perspectivas para 2013 y 2014: se espera que la recesión se modere a lo largo de 2013 y se observe una leve recuperación en el próximo año. La previsión de PIB para 2013 ha sido revisada a la baja, aunque continuamos esperando una menor recesión de la observada en 2012, siendo nuestra estimación actual una caída de -1,3%. La previsión para 2014 apenas se ha revisado (0,8%). Por componentes, en 2013 la demanda doméstica podría contribuir en -2,4 puntos al crecimiento del PIB, ya que se espera una fuerte caída de la inversión (-3,8%), pero también del consumo privado (-2,3%) y del consumo público (-1,5%). En cuanto al sector exterior, este año se espera una contribución positiva de 1,1 pp, derivada del crecimiento de las exportaciones y la caída de las importaciones. En 2014, sin embargo, se espera que tanto la demanda interna como externa contribuyan positivamente al crecimiento (ambos en 0,4 pp). En cuanto a la demanda doméstica, se espera un cambio de signo en prácticamente todos los componentes, especialmente de la inversión, de la que se espera un crecimiento del 2,7% tras la fuerte caída del año anterior. Este fortalecimiento de la demanda doméstica en 2014 supondrá un incremento de las importaciones que minorará la contribución positiva de las exportaciones netas.

Perspectivas de inflación: tras haber aumentado en 2012, se espera una moderación en la tasa de inflación en 2013, que podría situarse en el 2% en 2013 y que bajaría hasta 1,7% en 2014, como consecuencia tanto de la menor inflación de la energía, pero también por la disminución esperada de la inflación subyacente. No obstante, existe un alto grado de incertidumbre ya que el proceso de consolidación podría afectar a la evolución de los precios, sobre todo tras el anuncio de la suspensión de la subida del IVA, lo que añade un sesgo a la baja para nuestra previsión de inflación.

Sector público: el 2012 cerró con un déficit público de -2,9% del PIB, prácticamente en línea con nuestras previsiones y el objetivo revisado del gobierno (BBVA y Gobierno: -2,8%). El déficit estructural fue de -1,9% y el déficit cíclico estimado de -1%, y el pago de intereses -5,4% del PIB. El nuevo objetivo de déficit fijado para el 2013 es del -2,9% del PIB, revisado desde el -1,7% anunciado a principios de 2012, debido al empeoramiento de las previsiones de crecimiento y a la inclusión del impacto de la liquidación de deudas del estado. Nuestro escenario base prevé que se cumpla con el objetivo de déficit, con un esfuerzo estructural que sería menor al de los últimos dos años; aunque existen ciertos riesgos que podrían desviar el déficit del objetivo en +0,4pp aproximadamente, como la cancelación de la subida del IVA junto con la suspensión (en principio temporal) de la implantación del impuesto sobre la propiedad. La deuda pública al final de 2012 suponía el 127% del PIB, 6,2pp por encima de la registrada al final de 2011.

España: la actividad económica volverá a contraerse en 2013 y crecerá en 2014

PIB: -1,4% en 2013 0,9% en 2014

IPCA: 1,7% en 2013 1,2% en 2014

Últimos datos oficiales para 2012: en el último trimestre de 2012, la economía española se contrajo un -0,8% t/t, cerrando el total del año con una contracción del PIB real de -1,4%. Este retroceso de la actividad se debió a la contracción de la demanda interna, que contribuyó en -3,9pp al crecimiento. En contrapartida, la demanda externa volvió a actuar como contrapeso aportando 2,5pp al crecimiento, gracias al aumento de las exportaciones y a la reducción de las importaciones. De nuevo se observó en 2012 un desplome de la inversión, derivado en gran medida del fuerte deterioro de la inversión en construcción.

Estimaciones para el 1T13: la estimación avance del PIB señala una contracción de la economía española de -0,5% t/t en el 1T13, con lo que el deterioro de la actividad se habría moderado en los últimos tres meses, aunque en menor medida de lo esperado (BBVA Research: -0,3% t/t). Los datos disponibles hasta la fecha apuntan a una menor contracción de la demanda doméstica, que habría drenado 0,9pp de crecimiento. En cuanto a la demanda externa, en el primer trimestre se observó una corrección al alza tras la caída transitoria observada a finales de 2012, confirmando al sector exterior como soporte de la recuperación con una contribución al crecimiento trimestral de 0,5pp. El empleo continúa mostrando debilidad pero registra un menor deterioro al registrado en 2S12.

Perspectivas para 2013 y 2014: se espera que la economía española continúe en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en 2013 de -1,4% a/a, similar a la registrada en 2012. Mejores perspectivas se presentan para 2014, cuando esperamos que la economía vuelva a crecer (+0,9%) gracias a la mejora del panorama internacional, la conclusión de los procesos de ajuste internos y el menor tono contractivo de la política fiscal. En cualquier caso, se espera que la economía en 2013-2014 se caracterice por el dinamismo del sector exterior, impulsado por el buen comportamiento de las ventas al exterior. Así, en 2013, la demanda externa aportará 2,5pp al crecimiento del PIB, mientras que la demanda interna volverá a contribuir negativamente al crecimiento (se estima en -4,5pp). En 2014, se prevé que la fuerte caída de la inversión observada en los últimos años se detenga, dando paso a una leve mejora que amortiguará la presión a la baja de la demanda interna (que tendría una contribución al crecimiento estimada en -0,4pp); a la vez que el sector exterior continuará soportando el crecimiento.

Perspectivas de inflación: tras el efecto base provocado por los cambios tributarios en el 2S12, se espera que la inflación continúe moderándose a lo largo de 2013 y 2014. Con todo, siguen sin apreciarse presiones inflacionistas de demanda y los datos más recientes constatan algunas presiones a la baja. La inflación media de este año se situará en torno al 1,7%, ligeramente por encima de lo esperado para la eurozona. Para 2014, la tasa de inflación prevista es de 1,2%.

Sector público: las administraciones públicas españolas cerraron el año 2012 con un déficit del 7% del PIB, excluyendo las ayudas al sector financiero (3,6% del PIB), 0,7pp por encima del objetivo presupuestario. Mientras que el déficit nominal se redujo en 2pp, el estructural lo habría hecho en torno a 3,9pp hasta situarse en el 3,3% del PIB. Excluyendo el pago por intereses de la deuda pública, el ajuste del déficit estructural primario habría sido superior a los 4,4pp del PIB, situándose muy próximo al equilibrio presupuestario (-0,3% del PIB). El Gobierno ha revisado los objetivos de déficit de 2013 y 2014 hasta el 6,3% y el 5,5% respectivamente, desde el 4,5% y el 2,8%. Se han presentado una serie de medidas que incluyen, por el lado de los ingresos, nuevos incrementos impositivos; mientras que por el lado del gasto, se mantienen las reformas ya anunciadas. Sin embargo, se espera que en su conjunto las políticas de ajuste fiscal sean insuficientes como para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad. Así, el déficit de 2013 se quedará en torno al 6,5% del PIB.

Recuadro 3. Portugal: más tiempo para los ajustes fiscales pero con mayores recortes

Moderación de la contracción económica a principios de 2013

Los indicadores adelantados, al igual que los últimos indicadores de actividad, indican una moderación en la contracción económica para el primer trimestre de 2013 y principios del segundo.

Se observan mejores datos de confianza en los primeros meses del año con respecto al cierre de 2012. Por una parte, la confianza de los consumidores siguió recuperándose en abril (hasta los -53,6 puntos, 6,5 puntos más que el mínimo histórico observado en octubre de 2012), aunque el nivel sigue por debajo de la media histórica (-37,7) a una distancia de 1,5 desviaciones típicas (gráfico 23). Igualmente, el indicador de clima económico siguió su senda de recuperación (hasta los 82,4 puntos, 6,1 puntos por encima del mínimo observado en octubre de 2012), aunque también sus valores siguen por debajo de la media histórica (93,7 puntos) a una distancia de 1,3 desviaciones típicas (gráfico 23).

Los datos de actividad también presentan un mayor dinamismo con respecto al desempeño observado en el 4T2012. El índice de producción industrial ha aumentado en términos intertrimestrales un 3,7% en el primer trimestre tras haber caído un -3,8% en 4T2012 (gráfico 24). Las ventas minoristas también han mostrado una recuperación en el primer trimestre de 2013 (1,9% t/t) (gráfico 25).

Incorporando esta información en nuestro modelo MICA-BBVA, estimamos que el PIB en el 1T2013 se contraerá un -0,5% t/t, moderándose así la contracción tras la fuerte caída del último trimestre de 2012 (-1,8% t/t) (gráfico 26).

Un año más de recesión pero con caídas más suaves

Como ya habíamos adelantado en nuestro último Observatorio Económico de Portugal, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para el 2013, dejándola en el -2,3% a/a frente al -1,2% previo. La revisión se basa principalmente en el efecto base generado por el mal desempeño de la economía a finales de 2012 y a una demanda interna que se contraerá más de lo inicialmente previsto.

Sin embargo, nuestro escenario base sigue asumiendo que las exportaciones netas continuarán siendo el principal soporte del crecimiento en 2013 (contribución neta al crecimiento de 1,6pp), aunque las expectativas para las exportaciones permanecen frágiles, con un aumento que prevemos de un 0,8% en media, más moderado que el observado en 2012 (3,3%), mientras que las importaciones se contraerán un -3,4%, tras haber caído un -6,9% el año pasado (gráfico 27). Por el lado de la demanda interna, la consolidación fiscal y las condiciones financieras seguirán

teniendo un efecto negativo en el consumo privado y en la inversión, los cuales caerán nuevamente este año pero a tasas cada vez más moderadas. Prevemos que el consumo privado se contraerá un -3,3% luego de haber caído -5,6% en 2012, y la inversión caerá un -8,2% tras una caída de -14,5%. Incluyendo al sector público, la demanda interna drenará 3,9 puntos al crecimiento en 2013, en contra de nuestra previsión anterior de -2,5pp.

Más tiempo para ajustes fiscales...

Tras la séptima evaluación de la Troika los objetivos de déficit han sido revisados, de manera que el gobierno tendrá un año más (hasta el 2015) para reducir el déficit por debajo del umbral del 3% fijado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los objetivos pasan del 4,5% al 5,5% del PIB para el 2013, del 2,5% al 4% del PIB en el 2014 y se fija un objetivo de 2,5% para el 2015. Esta revisión obedece al alto grado de cumplimiento de las medidas acordadas con la troika y a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del país, principalmente por un peor desempeño estimado de la demanda externa. Se cumple así la nueva tendencia en Europa de no sobreajustar las cuentas públicas cuando el motivo del incumplimiento es principalmente una coyuntura peor de la esperada.

... a cambio de nuevas medidas para cubrir las necesidades de financiamiento adicionales

En marzo, el gobierno se comprometió a cubrir las necesidades de financiamiento adicionales tras la flexibilización de objetivos, con la presentación y adopción de su programa fiscal de medio plazo basado principalmente en la reducción de gasto público (tras los incrementos de impuestos que han sido la base del ajuste en 2013). Esto, sumado a que el tribunal constitucional derogó varios puntos de la ley del presupuesto, alegando que no son equitativos porque afectan sólo a funcionarios y pensionistas (principalmente eliminación de las pagas extras de verano para funcionarios y pensionistas), ha llevado a que el gobierno presente nuevas medidas fiscales para el periodo 2013-2015.

Este nuevo paquete de medidas incluye elevar la edad de jubilación sin penalización a los 66 años desde los 65 actuales⁶, aumento del horario de la función pública (de los 35 actuales a los 40) y una reducción de funcionarios públicos (30.000 personas). Se estima que este conjunto de medidas permitirá ahorrar al gobierno unos 4800 millones de euros (3% del PIB), monto necesario para reducir el déficit estructural actual a un nivel cercano al equilibrio (-0,2% del PIB) y en línea con las recomendaciones realizadas por el FMI en enero de este año.

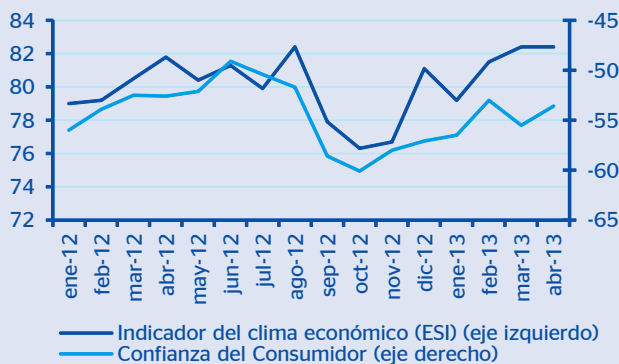
6: La edad legal de jubilación se mantiene en 65 años aunque en el 2014 los que se jubilen con esta edad no cobrarán la pensión completa.

El déficit en 2012 y las previsiones para el 2013

El 2012 cerró con un déficit público de -6,4% del PIB; incluyendo la venta de ANA y otras medidas puntuales, este valor se reduce al -5,3% PIB, unos 0,3pp mayor a las últimas estimaciones (BBVA y Gobierno -5%). La desviación respecto al objetivo se debió principalmente a un mayor deterioro cíclico y a un mayor pago de intereses (+0,2pp y +0,1pp respectivamente). Nuestro escenario

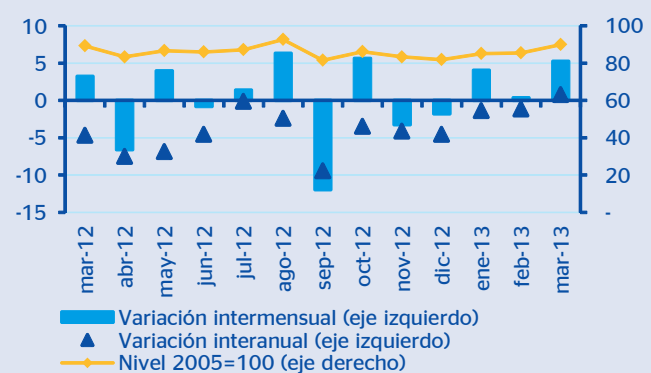
central para 2013 prevé que el gobierno cumpla con los objetivos fijados de déficit (-5,5% del PIB). Según nuestros cálculos, el ajuste estructural necesario ronda el 3,2% del PIB que será en parte compensado por un deterioro cíclico del orden de -2,3%. El déficit estructural se situará en el -3,2% del PIB y se alcanzará el equilibrio estructural hacia el 2018, en línea con el calendario presentado por el gobierno portugués.

Gráfico 23
Portugal: indicador de actividad económica (ESI) y confianza del consumidor



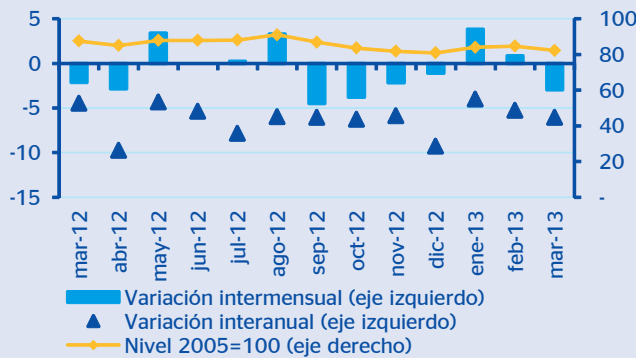
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 24
Portugal: producción industrial (ajustado de estacionalidad y efecto calendario)



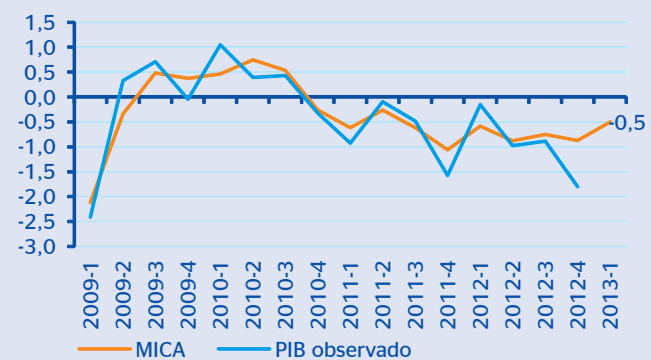
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 25
Portugal: volumen de ventas minoristas (ajustado de estacionalidad y efecto calendario)



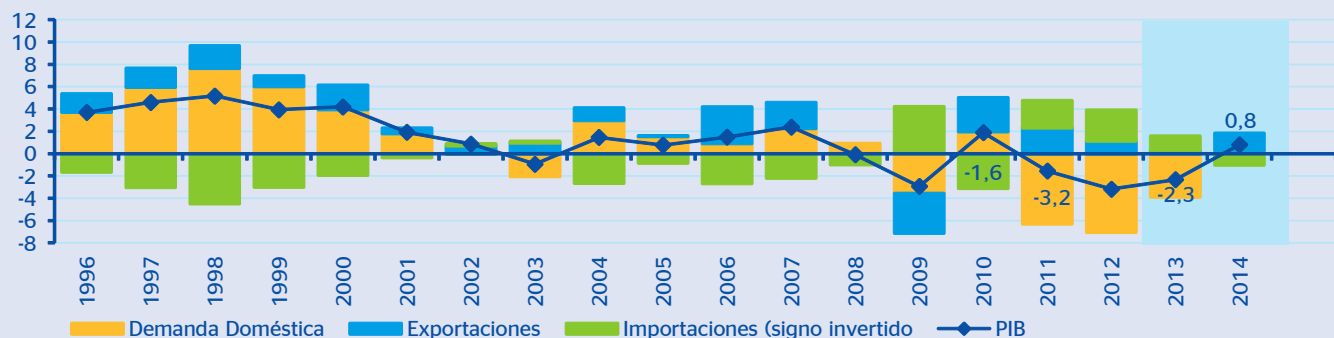
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 26
MICA y PIB observado (% q/q)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 27
Portugal: previsiones de crecimiento y contribución por componentes



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Recuadro 4. Reino Unido: consolidación de la recuperación en 2013 sostenida por la robustez de la demanda doméstica

La economía se recupera en 1T13, apoyada por la mejora del sector servicios...

El PIB aumentó un 0,3% t/t en el primer trimestre del año, algo más de lo esperado (BBVA Research: 0,2%; Consenso: 0,1%), tras la caída registrada en 4T12 que respondió en parte al efecto transitorio del impulso de los juegos olímpicos. La lectura positiva es que este crecimiento estuvo sustentado en la mayor actividad del sector servicios (0,6% t/t), que representa alrededor del 75% del VAB, mientras que la producción industrial aumentó ligeramente (0,2% t/t) y la actividad del sector de la construcción se contrajo nuevamente (-2,5% t/t), lastrado por el recorte del gasto público.

... lo que refleja la resistencia de la demanda interna

Aunque todavía no se conoce la descomposición del PIB por el lado de la demanda, los indicadores disponibles para el 1T13 sugieren que la robustez de la demanda doméstica continuó siendo el principal factor de crecimiento (+0,3pp), manteniéndose el patrón observado en 2012. A pesar de las pobres expectativas de los consumidores y el ligero deterioro del mercado de trabajo (gráfico 28), las ventas al por menor aumentaron de nuevo en el primer trimestre, lo que apunta a que el consumo privado habría crecido nuevamente a tasas similares a las registradas durante el segundo semestre del pasado año (alrededor del 0,3% t/t). Por otro lado, la mejora de la producción industrial debería haberse reflejado en un aumento de la inversión, máxime cuando la capacidad utilizada por las empresas ya se encuentra alrededor de su media histórica y tras el proceso de reducción de inventarios llevado a cabo en los trimestres precedentes. Finalmente, el apoyo del consumo público estaría desapareciendo, si bien habría continuado contribuyendo al crecimiento.

Respecto al sector exterior, a pesar de la debilidad de las exportaciones (gráfico 29), éstas podrían haberse comportado algo mejor, apoyadas por el mejor desempeño de la economía de la zona euro (45% del total de las exportaciones), pero sobre todo por la recuperación de la economía norteamericana (16% del total), así como la depreciación de la libra esterlina (más de un 5% respecto al euro y alrededor de un 4% frente al dólar en 1T13). Aunque las importaciones también podrían haberse mostrado algo más resistentes, nuestras previsiones contemplan que las exportaciones netas no habrían drenado crecimiento (0,0pp).

Los indicadores disponibles para 2T13 apuntan hacia la sostenibilidad de la recuperación, pero también a la fragilidad de los fundamentales...

Los primeros datos de actividad para este trimestre (muy limitados, ya que sólo se han publicado los datos de confianzas para abril) sugieren que la economía continúa creciendo, e incluso ganando algo de impulso, en línea con nuestro escenario (0,4% t/t en 2T13). Por un lado, el indicador PMI compuesto

(gráfico 30) volvió a aumentar, manteniéndose claramente por encima de los 50 puntos, y alcanzando registros parecidos a los observados a mediados de 2011, cuando la economía crecía en torno a ese ritmo. Los subíndices de esta encuesta apuntan a que continuaría el patrón observado a principios de año, con una cierta aceleración de la actividad en el sector servicios, mientras que la producción industrial se mantendría prácticamente estancada, y con una cierta moderación del deterioro del sector de la construcción, que podría estar reflejando en parte las ayudas públicas al segmento residencial.

No obstante, el ligero deterioro de la confianza de los consumidores en abril, reflejando en parte el repunte de la inflación así como el ligero deterioro del mercado de trabajo y la reciente moderación salarial, junto con las bajas expectativas del sector industrial, ponen de manifiesto la fragilidad de los fundamentales de la demanda doméstica y, por tanto, de la recuperación.

... lo que ha dado lugar a más medidas para apuntalar la recuperación

Por un lado, aunque el gobierno mantiene su plan de consolidación fiscal durante su mandato hasta el año fiscal 2015-16 (alrededor del 8,7% del PIB desde 2010-11) y no ha cedido a las presiones para relajar el ajuste fiscal, en marzo presentó un presupuesto neutral para el año fiscal 2013-14 al modificar el patrón de dicha consolidación, de manera que para dicho periodo el ajuste será del 0,7% del PIB, frente al 1,6% anunciado previamente. Como resultado, el déficit aumentará en alrededor de 0,5pp hasta el 6,8%, lo que redundará en un aumento de la deuda hasta el 95,5% del PIB. Además, bajo el espíritu de fomentar el crecimiento y apoyar la recuperación, se anunció una mayor inversión en capital, que se financiará a través de una mayor reducción del gasto público en los últimos años del programa. También se anunciaron otras medidas, destacando la reducción de las contribuciones sociales que pagan las empresas por los trabajadores, la desaparición del impuesto sobre gasolineras que entraba en vigor en septiembre y un nuevo programa para financiar la compra de viviendas nuevas ("Help to Buy"). A más largo plazo, también se anunció una rebaja del impuesto de sociedades en 2015, que se compensará aumentando los impuestos a la banca.

Con la presentación del presupuesto, también se modificó el mandato del Banco de Inglaterra (BoE), para enfatizar el papel de la política monetaria para apoyar el crecimiento. Se mantiene el objetivo de inflación del 2%, si bien el BoE deberá ser más transparente en la comunicación del impacto de esta política tanto para controlar la inflación como en crecimiento. Por este motivo, se pretende mejorar la comunicación de la orientación de la política monetaria ligada a objetivos intermedios. Por lo tanto, aunque no hay un cambio realmente significativo, se prepara el terreno para un mayor activismo de esta herramienta de cara al cambio de gobernador en julio, más en línea con esta corriente.

Finalmente, se amplió el programa de financiación (Funding for Lending Scheme), tanto en la duración (un año más hasta enero de 2015) como en los potenciales receptores de esta financiación, con más peso en la pequeña y mediana empresa. También podrá canalizarse el programa a través de otros intermediarios además de la banca. No obstante, aunque este programa se ha dejado notar en la reducción de los costes de financiación, todavía no se ha reflejado en una clara mejora del crédito al sector privado, lo que pone de manifiesto la debilidad de la demanda de crédito ante las pobres expectativas de los agentes económicos.

La resistencia del consumo privado y el rebote de la inversión son los determinantes de la recuperación

Dada la recuperación de la actividad, la robustez del mercado de trabajo observada durante 2012 continuará en el horizonte de previsión, si bien el ritmo de creación de empleo se moderará en 2013, ya que se espera un aumento de la jornada laboral de los empleados a tiempo parcial y no tanto un aumento en el número de empleados. Como resultado, la tasa de paro se mantendrá relativamente estable en 2013, moderándose ligeramente a lo largo del año que viene. No obstante, esperamos que la moderación salarial observada a finales de 2012 se prolongue durante este año, lo que unido al repunte de la inflación terminará reflejándose en un menor crecimiento de la renta real disponible de los hogares. Esto, unido a los todavía bajos niveles de confianza de los consumidores hace que esperemos una ligera moderación del consumo privado en 2013 (1,1%). Para 2014, el consumo de los hogares repuntará nuevamente, hasta el 1,5%, si bien todavía por debajo de las tasas de crecimiento registradas antes de la crisis.

Estas expectativas de sostenibilidad de la demanda privada, junto con los planes de inversión pública presentados en el presupuesto y el apoyo a la compra de nueva vivienda se reflejarán en un rebote de la inversión (alrededor del 4% en 2013 y del 6% en 2014), que se verá además impulsada por la mejora anticipada de las exportaciones. Además, la extensión del FLS continuarán relajando las condiciones crediticias al sector privado.

Finalmente, el cambio en el patrón de consolidación fiscal presentado con el presupuesto en marzo resultará en un consumo público prácticamente estancado en 2013, que no drenará crecimiento como anticipábamos hace tres meses, aunque sí lo hará en 2014 (-0,7%).

Como resultado de todo lo anterior, la demanda doméstica contribuirá con 1,2pp al crecimiento económico en 2013, aumentando hasta los 1,7pp en 2014 (gráfico 31).

A pesar de la debilidad del sector exterior, el lastre de las exportaciones netas se desvanecerá

Tras el estancamiento de las exportaciones en 2012, nuestras previsiones apuntan a que mostraran cierta recuperación en 2013 (1,1%), apoyadas por el mayor dinamismo de las importaciones de la zona euro y favorecidas por la depreciación de la libra esterlina (alrededor de un 8%). Esto último también repercutirá en la importaciones, cuyo crecimiento se moderará este año hasta el 1,7% (2,7% en 2012). Como resultado, las

exportaciones netas sólo drenarán -0,2pp al crecimiento del PIB (-0,9pp en 2012) (gráfico 31). Para 2014, la recuperación de la zona euro junto con la aceleración de la demanda global se reflejará en un crecimiento robusto de las exportaciones, mayor que el de las importaciones, lo que redundará en una contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento (0,1pp) y a reducir el déficit por cuenta corriente (-2,8% del PIB).

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

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestras previsiones contemplan un crecimiento moderado, pero sostenido (similar al observado en 1T13) para el resto del año, ya que a pesar del ligero deterioro de los fundamentales de la demanda doméstica a principios de año (ligero aumento del paro y repunte de inflación), estos se han visto compensado por un ligero aumento del consumo y de la inversión pública. Por lo tanto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento tanto para 2013 como para 2014 en el 1% y en el 1,9%, respectivamente.

La inflación se mantendrá claramente por encima del 2% en el horizonte de previsión

La inflación ha vuelto a repuntar durante 1T13 hasta el 2,8% en marzo, algo más de lo esperado, respondiendo fundamentalmente al aumento de los precios del componente subyacente. Teniendo en cuenta el ligero aumento de los precios de las materias primas junto con la depreciación de la libra, ahora esperamos que la inflación media anual para 2013 se sitúe en el 2,8%, moderándose a lo largo de la segunda mitad del año y situarse en el 2,2% en 2014.

Este escenario apunta hacia el mantenimiento de la política monetaria en el horizonte de previsión

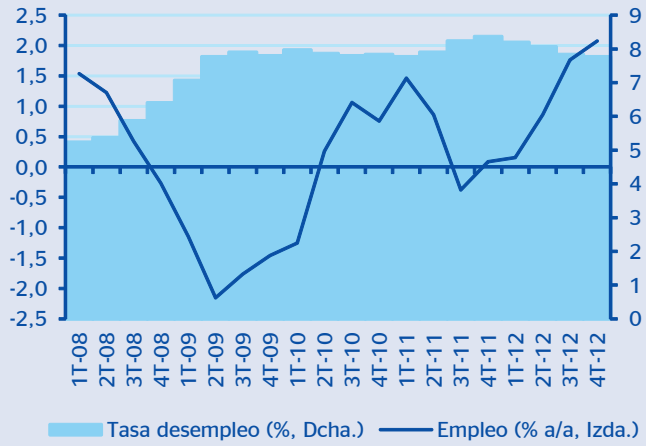
La sorpresa positiva en el crecimiento trimestral del PIB junto con el repunte de la inflación en 1T13 ha reducido la probabilidad de extensión de las medidas no estándar de política monetaria en el corto plazo. Con estos resultados y a la vista de nuestro escenario, tanto de crecimiento como de inflación, esperamos que el BoE mantenga su orientación de política monetaria en los próximos trimestres, con el tipo de interés de referencia en el 0,5% y el programa de compra de activos congelado (375mm libras).

No obstante, el cambio de gobernador a mediados de julio aumenta la probabilidad de que la implementación de la política monetaria no sólo esté orientada al objetivo de inflación, sino también a la reducción de la volatilidad en la producción, como se recoge en el nuevo mandato del BoE aprobado en marzo.

Esta nueva orientación, unida a una mayor debilidad de la zona euro a lo largo del horizonte de previsión, que continuaría siendo una fuente de preocupación para las autoridades británicas, hace más probable que el BoE retrase la subida del tipo de interés de referencia a finales de 2014, o incluso más allá del horizonte de previsión, en contra de lo que esperábamos hace tres meses (a partir del segundo trimestre).

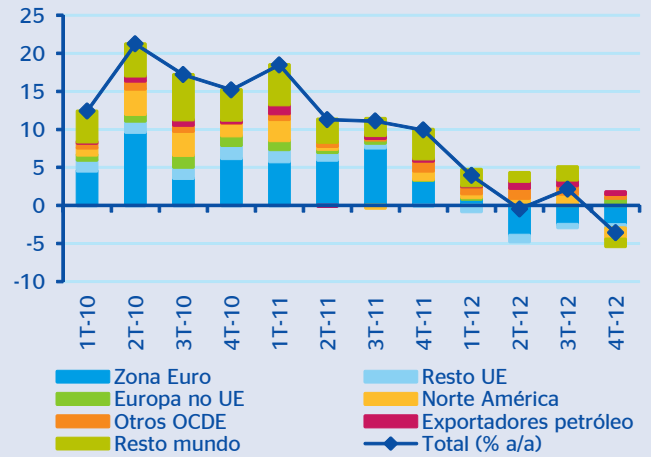
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 28
Reino Unido: mercado de trabajo



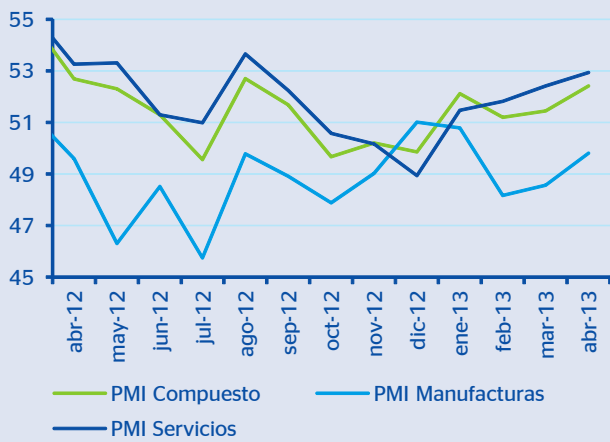
Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 29
Reino Unido: contribución al crecimiento anual de las exportaciones por destino



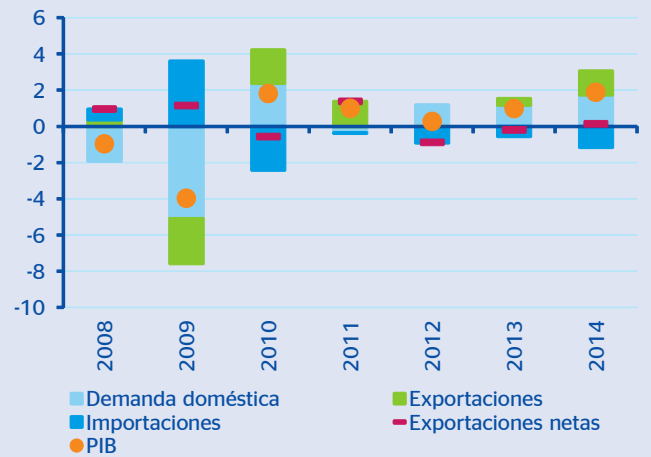
Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 30
Reino Unido: PMI



Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 31
Reino Unido: contribución al crecimiento anual (pp)



Fuente: ONS y BBVA Research

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones zona euro

(Tasas anuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
PIB a precios constantes	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Consumo privado	1,0	0,1	-1,3	-0,6	0,6
Consumo público	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,6	-3,9	-1,6	3,2
Inventarios (*)	0,6	0,2	-0,6	-0,2	0,0
Demanda interna (*)	1,2	0,5	-2,1	-0,9	0,9
Exportaciones (bienes y servicios)	11,0	6,4	2,9	2,3	3,5
Importaciones (bienes y servicios)	9,5	4,3	-0,8	0,8	3,7
Demanda externa (*)	0,7	1,0	1,6	0,7	0,1
Precios					
IPC	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,5	1,5
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	0,5	-0,7	-0,6	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	10,1	10,2	11,4	12,2	11,8
Sector público					
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2
Deuda pública (% PIB)	85,5	87,3	90,7	93,5	93,8
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,2	1,2	2,0	2,1

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

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

* Sin ayudas al sector financiero

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,50
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9
Tipos de Cambio (Promedio)					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	101,1	112,9
China (RMB por USD)	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 7 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 8

Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 9

Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 10

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 11

España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Consumo privado	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,1	-3,0	-0,5
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-3,7	-5,1	-1,8
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-9,1	-8,5	1,3
Equipo y otros productos	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,6	-4,7	4,9
Construcción	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-10,9	-1,0
Vivienda	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0	-9,3	0,8
Otras construcciones	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6	-12,4	-2,7
Inventarios (*)	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-0,5	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9	-4,5	-0,4
Exportaciones	-1,0	-10,0	11,3	7,6	3,1	4,7	6,4
Importaciones	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-5,0	-4,9	2,8
Exportaciones netas (*)	1,4	2,9	0,3	2,3	2,5	3,0	1,4
PIB	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Inflación	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,7	1,2

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 12

Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

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

 (*) 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 / Gobierno Corporativo".

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Europa:

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

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

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

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

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