Servicio de Estudios

Informe de coyuntura económica y financiera

Diciembre de 2011

Visión general *La nueva fase de la crisis: de los problemas de la deuda soberana a los del sistema financiero y a la economía real* 2

Eventos económicos y financieros recientes 4

Análisis *Crecimiento favorable en el tercer trimestre, pero expectativas a la baja* 6

Principales indicadores de coyuntura 12

CX CatalunyaCaixa

Visión general

La nueva fase de la crisis: de los problemas de la deuda soberana a los del sistema financiero y a la economía real

El mes de noviembre no ha representado la mejora en los mercados financieros europeos que se esperaba tras los acuerdos del 26 de octubre. A pesar de los importantes cambios en los instrumentos para hacer frente a la desconfianza sobre las deudas soberanas de Italia y España, noviembre ha contemplado una extensión de la desconfianza hacia otros países, en especial, hacia Francia, Bélgica y Austria. Así, el viernes 25 de noviembre, junto a la reducción del *rating* de la deuda belga (desde AA+ a AA y en perspectiva negativa), los diferenciales de los bonos a 10 años de España, Italia, Francia, Bélgica y Austria se habían situado en valores que, para algunos países, fueron máximos desde la segunda parte de los años noventa, con 449,2, 506,2, 146,0, 364,0 y 165,0 puntos básicos, respectivamente. Además, las emisiones de deuda de España e Italia en el corto plazo alcanzaron valores ciertamente excepcionalmente elevados, con un tipo de interés de las letras del Tesoro español del 5,11% el 22 de noviembre (muy por encima de los 2,29% de septiembre pasado), mientras que, en el caso italiano, igualmente se observó un incremento significativo del coste de emisión de letras a seis meses, alcanzando el 6,50%. En este contexto, los problemas de Hungría, que tuvo que reabrir negociaciones con el FMI, agitaron los temores sobre la elevada deuda que los países del Este de Europa tienen contraída con partes importantes del sistema financiero europeo. En especial, este nuevo frente de tensiones se trasladó a Austria.

En el frente exterior del área del euro la situación general ha presentado claroscuros. Así, en los principales países emergentes de Asia, se acumulan los síntomas de frenada en el crecimiento, tras un largo período de tensionamiento de sus políticas monetarias, encaminado a frenar el avance de su inflación. Este es el caso de China, que ha contemplado en octubre la contracción de la producción manufacturera y dónde los indicadores indirectos de actividad sugieren avances del PIB en el próximo futuro notablemente más bajos. Así, aunque las exportaciones continúan avanzando con fuerza, su crecimiento en octubre (16% interanual) apunta a una fuerte reducción en noviembre. De esta forma, las previsiones disponibles sugieren un aumento del PIB del 7,7% en el primer trimestres de 2012, lejos del 9,1% del tercer de 2011. A su vez, en la India la moderación del crecimiento se ha dejado notar ya en el tercer trimestre del año, con un avance del PIB del 6,9% (tras el 7,7% del segundo trimestre). Esta situación ha obligado al Banco de China a relajar, por vez primera en los dos últimos años, su política monetaria, reduciendo las reservas bancarias en 50 puntos básicos, hasta el 21,0%, al tiempo que las presiones para que el banco central indio relaje su política se hacen cada día más intensas. En los EE.UU., por su parte, el avance del empleo en noviembre (120.000 nuevos puestos de trabajo), junto a cambios en la población activa, han situado la tasa de paro en el 8,6%, al tiempo que algunos datos del mercado inmobiliario apuntaban, también, a una cierta mejora de la actividad. Finalmente, en la Gran Bretaña, y a pesar de la mejora del PIB en el tercer trimestre, el consenso existente sobre su evolución futura apunta hacia el estancamiento, o incluso recesión, en los próximos trimestres.

Finalmente, la economía del área del euro continúa presentando una marcada dualidad, con Alemania mostrando caídas en su tasa de paro (hasta el 6,9% en octubre), alzas en la confianza de consumidores y empresarios (el índice IFO en noviembre se situó en los 106,6 puntos, ligeramente por encima de los 106,4 de octubre) y perspectivas de sólido aumento de las ventas al detalle y de las exportaciones. De hecho, en el tercer trimestre de 2011, y a pesar de la dureza de la crisis financiera del pasado verano en la eurozona, la economía alemana avanzó un 0,5% intertrimestral. Igualmente, Francia registró un incremento notable de la actividad (un 0,4% de PIB respecto del trimestre anterior), mientras España presentaba un avance nulo. No obstante, las previsiones de la Comisión Europea y de la OCDE sugieren que el avance de la actividad en el corazón del área del euro no va a poder mantenerse en los próximos trimestres. Así, la OCDE estima que el avance del PIB para 2012 en el conjunto de la eurozona se situará en el 0,2%, lejos del 1,6% de 2011, con avances de 0,6% para Alemania (frente al 3,0% de 2011), 0,3% para Francia (y un 1,6% para 2011), -0,5% para Italia (y un 0,7% para 2011) y 0,3% para España (a comparar con el 0,7% previsto para 2011). Para el conjunto de la economía mundial, el FMI estima que su avance se situará en el 4,0% para 2012, por un crecimiento de 1,8% para los EE.UU., un 2,3% para Japón y un 1,1% para el área del euro. No obstante, la acentuación de la crisis financiera en Europa está obligando a revisar a la baja estas predicciones, de forma que el FMI ha anunciado una corrección a la baja que se publicará a principios de año.

CX CatalunyaCaixa

Esta corrección a la baja del crecimiento mundial, y de los principales países y áreas de la economía global, refleja la extensión hacia la economía real de esta nueva fase de la crisis financiera iniciada el pasado verano, inicialmente circunscrita al ámbito de la deuda pública de algunos países de la periferia del área del euro, en especial, en Italia. Esta transmisión hacia la economía real se ha operado, además de los efectos negativos sobre la riqueza y sobre la confianza que ha provocado, a través de un marcado empeoramiento en la liquidez de la banca europea y, más allá, en sus impactos hacia otras áreas del globo.

La caída de las emisiones de la banca europea, el cierre de su financiación en dólares y el tensionamiento de los mercados interbancarios obligaron a los principales bancos centrales del mundo a lanzar una operación de inyección de liquidez que consiguió, si más no temporalmente, calmar las tensiones en los mercados de deuda europeos. Así, el miércoles 30 de noviembre, se anunció que la Fed americana, el Banco de Inglaterra, el banco del Canadá, el Banco Nacional de Suiza, el Banco del Japón y el BCE habían acordado aumentar la oferta de dólares, reduciendo el coste de su endeudamiento. Esta acción tuvo la virtud de expresar la voluntad de las autoridades monetarias centrales en el soporte a la liquidez bancaria y se sumó a la suavización de la política monetaria de la China. Ello se tradujo en un importante avance de las principales bolsas mundiales, que habían acumulado caídas en las semanas anteriores. Así, entre el 25 de octubre y el 29 de noviembre, el DAX alemán, el CAC francés y el MIB italiano habían perdido un 4,1%, 4,7% y 8,9%, mientras que el IBEX español acumulaba un retroceso del 8,5%. Igualmente, el Dow Jones de Nueva York y el Nikkei de Tokio mostraban pérdidas del 1,3% y 3,2%, respectivamente. En cambio, entre el miércoles 30 y el viernes 2 de diciembre, estos índices acumularon mejoras del 4,8%, 4,6%, 5,8%, 5,3%, 4,0% y 2,0%, respectivamente. Igualmente, las cotizaciones de materias primas, en especial del cobre, presentaron importantes avances, mostrando una marcada extensión hacia posiciones de riesgo, una vez la banca central mundial aumentaba la disponibilidad de liquidez.

En este contexto, a principios de diciembre todas las miradas se dirigen a la cumbre europea del 8/9 de este mes, dónde debería darse un nuevo salto en la resolución de la crisis. En los días previos, el avance se ha concentrado en el reconocimiento de la imposibilidad, por parte del FESF, de alcanzar una capacidad de intervención del orden del billón o de los 1,2 billones de euros. A pesar de ello, se ha avanzado en el mecanismo por el que se ampliará su intervención, desde los 250.000 millones a los 750.000 que parecen posibles, que se conseguirían mediante el expediente de garantizar las pérdidas de sólo el 20/30% de las nuevas emisiones de deuda de países con problemas. A esta decisión tomada en la cumbre de ministros de finanzas del Eurogrupo cabe añadir la posibilidad de constituir fondos adicionales con capital procedente de países emergentes y, en especial, el reconocimiento que el FMI debería acudir también en ayuda de los países con problemas. Ello implicaría aumentar su capacidad de crédito.

Pero es en el ámbito de los cambios institucionales del área del euro dónde se concentran las perspectivas de estabilidad en el medio plazo, una vez Alemania ha rechazado abiertamente la posibilidad de la emisión inmediata de eurobonos o de la intervención masiva del BCE, junto a la modificación de las condiciones de financiación ofrecidas por el BCE. En este ámbito, se apunta a una rebaja adicional de los tipos de interés, junto a una extensión del crédito a tipo de interés fijo y en cantidades ilimitadas de los actuales 13 meses a los 2 o 3 años. La reforma institucional apunta a un área del euro en la que la política fiscal sería común y controlada desde el centro, aunque ello implicará reformar el tratado de Lisboa y modificar las condiciones en las que se toman las decisiones, desde la unanimidad a la mayoría cualificada.

Cabe esperar que la intervención conjunta de la banca central de los principales países europeos, la puesta en marcha de la intervención del FESF a principios de enero, la intervención del FMI y la mejora de las condiciones de financiación de la banca europea deberían permitir ganar el tiempo necesario para instrumentar los cambios institucionales en la eurozona que, en opinión de las autoridades germano-francesas, son la única solución duradera a los problemas de solvencia que afectan algunos países del euro área.

Eventos económicos y financieros recientes

Los organismos internacionales coinciden en señalar un deterioro de las expectativas de crecimiento a nivel mundial

- Los principales organismos internacionales anticipan una ralentización de la actividad global, que recogerá una desaceleración más intensa del previsto en las economías emergentes y un crecimiento muy modesto por parte de las economías avanzadas.
- Los problemas de deuda soberana, elevado paro y caída de la confianza se traducirán en un crecimiento de la actividad en el área del euro en 2012 entre el 0,2% y el 0,5% según la OCDE y la Comisión Europea, respectivamente.
- Para EE.UU., los avances se situarán en la franja del 2,0-2,7%, y para Japón en torno al 2%.

Mejora de la confianza de los consumidores en EE.UU., en un entorno más favorable, si bien se espera un impacto negativo en la actividad a partir de 2013 por la falta de acuerdo político sobre la deuda pública

- La falta de acuerdo para la ampliación del techo de deuda pública implicará una reducción del déficit público de 1,2 billones de dólares en los presupuestos de los próximos diez años comenzando en 2013, lo que puede representar un impacto negativo en torno a 9 puntos porcentuales del PIB anual.
- En octubre aumenta la renta familiar bruta disponible un 0,4%, mientras el consumo privado modera el avance hasta el 0,1%, lo que ha repercutido en el aumento de dos décimas de la tasa de ahorro de los hogares, que se ha situado en el 3,5% de la renta familiar bruta disponible.
- El resto de indicadores económicos de EE.UU. sorprenden favorablemente. Por una parte, la producción industrial del mes de octubre ha repuntado hasta el 0,7%, situando la tasa interanual en el 3,9%, desde el 3,1% anterior, a causa, principalmente, del comportamiento más expansivo de la producción de bienes energéticos y de bienes de consumo. Por otra parte, las ventas al por menor han avanzado el 0,5% mensual en octubre, y el último dato de confianza del consumidor, publicado por la Conference Board ha mostrado un aumento de 15 puntos en noviembre (y de cerca de 18 puntos las expectativas), registro que, si bien se sitúa aún a mucha distancia de su media histórica (56 puntos en noviembre, ante la media de 92 de 1980-2010), anticipa un comportamiento más favorable de las ventas al por menor en los próximos meses.
- Respecto al mercado laboral, los datos estimados para el mes de noviembre anticipan un aumento de la contratación en el sector privado superior a los meses anteriores. Así, el promedio de creación de ocupación de los cuatro últimos meses se sitúa en poco más de 100 mil puestos de trabajo.
- En octubre, los precios se desaceleraron una décima y situaron la tasa de variación interanual en el 3,6%, desde el 3,9% anterior, debido a la menor presión de los elementos más volátiles (energía y alimentos). Respecto a la inflación subyacente, aumentó una décima y se situó en el 2,1%.

Aumenta la asimetría en la evolución de la actividad por países dentro del área del euro

- La primera estimación del crecimiento de la actividad en el área del euro el tercer trimestre del año se ha situado en el 0,2%, y su traslado en términos interanuales ha representado una desaceleración desde el 1,6% del segundo trimestre hasta el 1,4% del tercero. Destaca la aportación asimétrica por países, con un elevado dinamismo en Alemania (0,5% trimestral) y Francia (0,4%), ante el estancamiento en la mayoría de economías, e incluso contracción, en los casos de Grecia y Portugal.
- La misma situación asimétrica se ha observado en el mercado laboral, donde la tasa de paro de octubre se ha situado en el nivel mínimo en Alemania (5,5%), ante los registros máximos de España (22,8%), Irlanda (14,3%) o Portugal (12,9%). Para el conjunto del área del euro, la tasa de paro se ha encaramado hasta el 10,3%, una décima por encima del registro del mes anterior. Además, en términos cualitativos, es preciso tener en cuenta que en torno al 20% de los ocupados a tiempo parcial preferirían tener una ocupación de tiempo completo. Esto representa en torno a 6 millones de efectivos.

CX CatalunyaCaixa

- La producción industrial ha mostrado una caída del 2,1% mensual en septiembre, después del repunte de los dos meses anteriores. En términos interanuales, la desaceleración ha sido de cerca de 3 puntos, hasta el 2,7%, según el indicador ajustado de estacionalidad. También las órdenes industriales han caído de manera significativa en octubre (-6,4%), lo que acentuará la tendencia a la baja a corto plazo.
- En cuanto a la inflación, en noviembre sorprende y se sitúa en el 3,0% por tercer mes consecutivo, según el indicador avanzado.

Revisiones a la baja del crecimiento de la economía española en 2011 y 2012

- El Banco de España ha señalado que la evolución de la economía española ha empeorado en el último trimestre de 2011, debido al deterioro del mercado laboral y del ajuste fiscal en curso, lo que mantendrá la contribución de la demanda interna al crecimiento en el terreno negativo en el cuarto trimestre. Además, se espera que este deterioro continúe durante la primera parte de 2012, lo que ha implicado una revisión a la baja del crecimiento por parte de los principales organismos internacionales. Así, la OCDE anticipa un crecimiento del PIB del 0,7% en 2011 y del 0,3% en 2012.
- El deterioro del mercado laboral se ha puesto de manifiesto en noviembre, con un dato de paro registrado que ha aumentado en 59.536 personas en el mes, y ha situado la cifra total en un nuevo récord de 4.420.462 efectivos. El detalle por sectores muestra un crecimiento elevado en los servicios (48,8 mil), seguidos de la construcción (5,8 mil) y de la industria (3,4 mil), mientras que el colectivo sin ocupación anterior ha aumentado en 4,2 mil. Sólo los parados en el sector primario han retrocedido (-2,7 mil). En cuanto al número de afiliados a la Seguridad Social, en noviembre se han reducido en 111,8 mil, mostrando la cuarta disminución consecutiva.
- El escenario más pesimista sobre la ocupación, así como la elevada inflación, pese a la reducción de una décima de noviembre, hasta el 2,9%, según el indicador avanzado, están afectando negativamente a las decisiones de consumo de los hogares. En este sentido, las ventas al por menor cayeron el 6,9% interanual en octubre, destacándose las ventas de equipo personal (-11,9%). En cuanto a las matriculaciones de automóviles, retrocedieron el 6,4% en noviembre, desde el 6,7% anterior.

Nueva inyección de liquidez por parte de los principales bancos centrales

- Durante la última semana de noviembre, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón han intervenido conjuntamente para inyectar liquidez al sistema. Esto ha sido bien recibido por los mercados de renta variable, que han mostrado ganancias durante la última semana del mes que han fluctuado entre el 6% en Japón y Reino Unido y el 9% en Europa. Con todo, en comparación con el mes anterior, la mayoría ha mostrado pérdidas: el 2,6% el Eurostoxx, el 6,2% el Nikei y el 5,6% el Íbex-35, mientras que el Dow Jones ha mostrado un aumento modesto, del 0,8%.
- La evolución de las primas de riesgo ha sido muy volátil durante el mes de noviembre, y se han llegado a alcanzar diferenciales con la deuda alemana a 10 años que han superado los 3.000 puntos en Grecia, 556 pb en Italia y 470 pb en España, si bien la intervención conjunta de los bancos centrales ha permitido recuperar la confianza, y el primero de diciembre los diferenciales se habían reducido hasta 2.840 pb en Grecia, 453 pb en Italia y 357 pb en España. En cuanto al tipo de interés alemán, después de una subasta de obligaciones a 10 años en la cual sólo se pudieron colocar 3.900 millones de euros (de los 6.000 millones marcados como objetivo), se aumentó el tipo de interés medio hasta la raya del 2%. El bono soberano estadounidense también se ha mantenido en torno al 2%.
- En cuanto a las divisas, la recuperación de la confianza en las finanzas públicas la última semana de noviembre ha frenado la tendencia a la baja del euro, que, con todo, ha cerrado el mes de noviembre en 1,34$/€. Este registro representa una depreciación del 3% respecto al mes anterior y confirma una situación de falta de confianza hacia el área del euro, a falta de un acuerdo decidido sobre el rumbo a seguir.
- El petróleo ha fluctuado en un rango entre los 106 y los 112$/Barril de Brent, mientras que el resto de materias primas ha tenido una evolución dispar, con caídas en aquellas más industriales como el cobre o el níquel, y cierta estabilidad en otras como el oro, que se ha situado ligeramente por encima de los 1.700$/onza.

CX CatalunyaCaixa

Análisis

Crecimiento favorable en el tercer trimestre, pero expectativas a la baja

Los datos de PIB para el tercer trimestre del año han mostrado un ligero crecimiento en el conjunto de las economías del área del euro. Las tensiones en los mercados de deuda pública europeos se han agravado en los últimos meses, contribuyendo a una ralentización de la actividad económica a nivel global. No obstante, se han producido ciertas sorpresas positivas en algunas zonas, aunque afectadas por factores extraordinarios que sería necesario matizar, como es el caso de Japón o de las economías de Alemania y Francia. Los países emergentes mantienen unos crecimientos elevados, aunque también registran una cierta desaceleración, tal y como lo reflejan los indicadores de actividad.
Ante este escenario, las políticas monetarias se están volviendo más expansivas a nivel mundial, anticipando una mayor ralentización del crecimiento en la última parte del año, tal y como apuntan también otros indicadores de actividad, que, después de repuntar en los meses de verano, han vuelto a registrar contracciones, con los índices de confianza en clara tendencia a la baja.

El dinamismo de las economías centrales del área del euro, principalmente Alemania y Francia, contrasta con el estancamiento del resto

Según la primera estimación, el PIB del área del euro creció un 0,2% en el tercer trimestre, lo que en tasa interanual supone un 1,4%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, y un punto porcentual menos que en el primer trimestre del año. Este moderado avance trimestral está condicionado por un repunte de Alemania y Francia, después de la desaceleración del segundo trimestre, frente al estancamiento del resto de economías. El sector exterior sigue manteniendo un alto dinamismo en el tercer trimestre, tanto en el grupo de los que crecen como en el de los que mantienen un crecimiento nulo.

Alemania ha crecido un 0,5% en el trimestre, manteniendo un crecimiento interanual por encima del 2,6%, aunque se desacelera desde el 2,9% del segundo trimestre y desde el 4,6% del primero. Ha sorprendido muy favorablemente la composición del dato, con una clara mejora de la demanda interna. El consumo incrementa hasta el 0,8% trimestral, después de una contracción del 0,6% en el trimestre anterior. La evolución de la inversión también ha sido muy positiva en este caso, al aumentarse el ritmo de crecimiento desde el 0,4% hasta el 0,9%, aunque lastrada por una caída del 0,7% de la inversión en construcción.

Este buen comportamiento de la demanda interna alemana tiene mucho que ver con la evolución que está registrando el mercado laboral. A final del tercer trimestre, la tasa de paro se situaba en el 6,4%, su nivel más bajo de los últimos veinte años, observándose crecimientos del empleo en todos los sectores, tanto servicios como industria, y con avances en el sector de la construcción, que en los últimos doce meses lidera el crecimiento en el número de empleados, con un 5,8%, según el instituto de empleo ILO alemán. Respecto a la demanda externa, las exportaciones crecieron con fuerza en el tercer trimestre del año, un 2,5%, frente a un incremento de las importaciones del 2,6%, lo que sitúa las variaciones interanuales en ambos casos en torno al 8%. Este intenso crecimiento probablemente se reduzca en los próximos trimestres, a tenor de la importante exposición de las exportaciones alemanas a los países del área del euro, del 40%.

En Francia, el comportamiento del consumo también ha sorprendido favorablemente en el tercer trimestre, con una recuperación del 0,2% después de registrar una contracción en el segundo trimestre del 0,4%. Esto se ha visto reflejado en la evolución del PIB, con una clara mejora respecto al trimestre anterior, del 0,4%, cuando sorprendía con una contracción de un 0,1%. La tasa interanual se mantiene en el mismo nivel que en el trimestre anterior, en el 1,6%.

En cuanto al resto de economías centrales, algunos datos han provocado una cierta decepción. El PIB de Holanda registraba una contracción en el tercer trimestre del 0,3%, frente a un crecimiento del 0,2% en el trimestre anterior, lo que desacelera su tasa interanual hasta el 1,1% desde el 1,6% del segundo trimestre. Bélgica registra un estancamiento de su economía en el tercer trimestre y rebaja su tasa

CX CatalunyaCaixa

interanual hasta el 1,8% desde el 2,2% del trimestre anterior. En cuanto al PIB de Austria, aunque consigue crecer en el tercer trimestre un 0,3%, en tasa interanual se desacelera hasta el 2,8%, después de crecer por encima del 4% en los dos trimestres anteriores.

Gráfico 1

PIB del área del euro

Variación en porcentaje

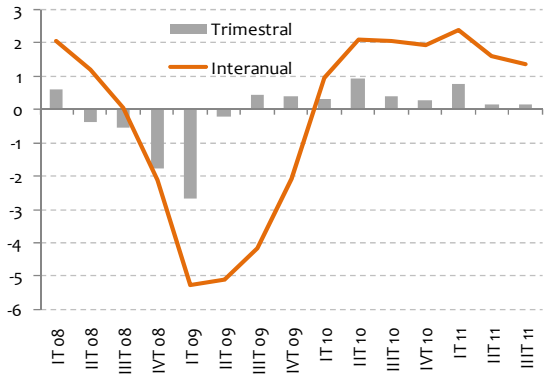
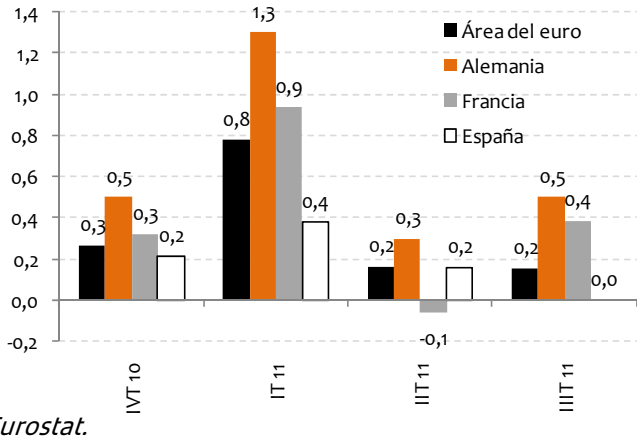


Gráfico 2

Comparativa PIB de las principales economías europeas, del conjunto del área del euro y de España

Variación trimestral en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En cuanto a España, el ritmo de desaceleración ha ido en aumento durante 2011, hasta llegar a un crecimiento nulo en el tercer trimestre del año. De esta forma, la tasa interanual se mantiene en el 0,8%. Se produce una caída en el consumo privado hasta el 0,1%, desde el moderado crecimiento del 0,1% del trimestre anterior. En cuanto a la inversión, ésta reduce su ritmo de contracción desde el 1,2% del segundo trimestre hasta el 0,6% del tercero, con un incremento de la inversión en equipo del 2,3%, frente a una caída de la inversión en construcción del 1,9%. El sector exterior continúa mostrando un gran dinamismo. Las exportaciones crecen un 3,1% trimestral, desde el -0,2% anterior, mientras que las importaciones aumentan un 1,6% desde el -2,2% anterior. En tasa interanual, supone un crecimiento superior al 8% de las exportaciones e inferior al 1% de las importaciones. Las exportaciones españolas se concentran en el área del euro, con un peso del 65% sobre el total, un 17% del cual estaría en países periféricos. Los principales países a los que exporta son Francia, 17%, Alemania, 10%, e Italia, con un 8%. El peso de los países emergentes en sus exportaciones se situaría en torno al 15%.

Gráfico 3

PIB de España por principales componentes

Variación trimestral en porcentaje

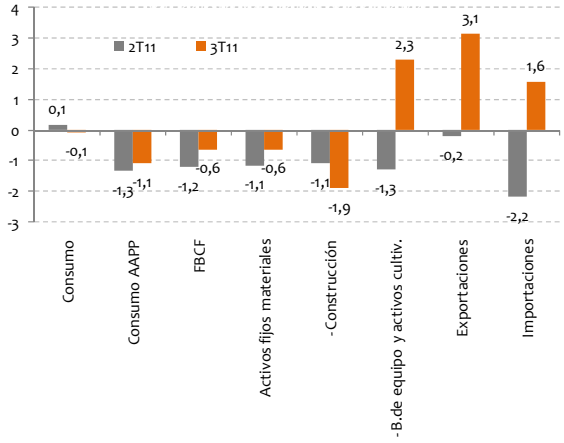
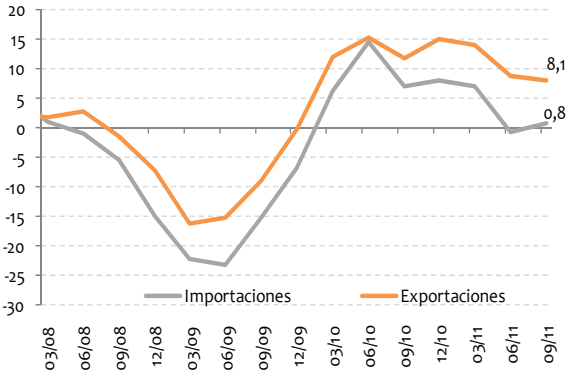


Gráfico 4

Evolución del sector exterior en España

Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

cx CatalunyaCaixa

Dentro de los países periféricos con problemas, Grecia y Portugal mantienen unas tasas interanuales de crecimiento negativas, aunque en el primer caso continúa reduciéndose el ritmo de contracción, desde el 8,3% del primer trimestre del año, hasta el 5,2% del tercero. Por el contrario, en el caso de Portugal, se intensifica el ritmo de contracción desde el 0,4% hasta el 1,7%. Los importantes planes de ajuste anunciados por ambos Gobiernos estarían lastrando el gasto público, aunque los mayores ajustes se prevén para los próximos dos años, por lo que las expectativas continúan siendo de contracción para los próximos trimestres. Más si cabe cuando el único motor de crecimiento, que podría ser el sector exterior, tiene una sobre exposición a países con problemas. Así, Portugal, tiene como principal país receptor de sus exportaciones a España, con cerca de un 40% de ponderación, mientras que la exportación a países emergentes como China, Brasil, India o Rusia es muy baja. En el caso de Grecia, sus exportaciones están más diversificadas, aunque concentran el 50% en el área del euro y el resto fuera. Esta distribución incrementa los riesgos a un menor crecimiento para los periféricos, dado que la contribución del sector exterior se ha convertido en el único impulso a sus economías y las expectativas para el área del euro son de ralentización del crecimiento para los próximos trimestres, dados los importantes ajustes fiscales que tendrán que afrontar ante los compromisos adquiridos.

El resto de economías, en una mejor posición que el área del euro, aunque en fase de desaceleración

En los EE.UU, el crecimiento del tercer trimestre ha sido de un 0,5%, según la segunda estimación realizada. En tasa trimestral anualizada supone un 2,0%, mejorando desde el 1,3% del primer trimestre. No obstante, en tasa interanual, el crecimiento registrado es de un 1,5%, contrayéndose desde el 3,5% de hace un año. A pesar de ello, la composición del indicador ha evolucionado de forma muy favorable. El consumo privado, que representa un 70% del PIB, creció un 0,6% trimestral, desde el 0,2% del segundo trimestre, la inversión lo hizo en un 2,9%, desde un 2,2%, y las exportaciones lo hacían en un 1,1%, frente al 0,1% de las importaciones. Las partidas de gasto público e inventarios son las que concentran las contracciones y que moderan el crecimiento del PIB.

Este dato parece reflejar la mejora que está registrando el mercado laboral en los últimos meses, con una creación de empleo privado de unos 100 mil puestos de trabajo mensuales, de media, a la vez que las peticiones de desempleo van disminuyendo paulatinamente. No obstante, esta mejora de los indicadores no parece suficiente para reducir la tasa de paro con contundencia, ya que se mantiene en niveles del 9%.

Sin embargo, las expectativas para los próximos trimestres señalan una desaceleración de la actividad. La crisis europea cada vez amplía más su efecto contagio. El fracaso en las negociaciones políticas, así como las mayores tensiones en los mercados de deuda pública, podrían provocar un debilitamiento de la demanda, no sólo a nivel europeo, sino a nivel mundial.

No obstante, en los últimos meses, han aparecido ciertos indicios de una leve recuperación basada en algunos de los pilares de la economía estadounidense, como son el consumo y la vivienda. Por un lado, las ventas minoristas han registrado una cierta mejora, con un crecimiento en octubre del 0,6% mensual, sin tener en cuenta el componente de autos, manteniendo la tasa interanual por encima del 7%, a la vez que las ventas prenavideñas, indicador de ventas concentrado en el último fin de semana de noviembre, alcanzan cifras récord y crecen un 6,6%. Por otro lado, el sector residencial podría haber tocado fondo. Los últimos datos publicados muestran una cierta recuperación en los indicadores más adelantados, como son los permisos de construcción, que abandonan mínimos de los últimos tres años, sin tener en cuenta los meses favorecidos por exenciones fiscales, o la confianza ligada al sector, que mejora notablemente. Los efectos de la operación *twist,* por la que la FED cambiaba la duración de su cartera de deuda provocando una rebaja de los tipos a largo, estaría favoreciendo esta mejora del mercado residencial, muy ligada a los tipos a estos vencimientos. Finalmente, los datos de creación de empleo estarían mostrando una mejora en el sector de la construcción, generando unos 30 mil nuevos empleos en el acumulado de 2011, frente a la destrucción de 149 mil puestos de trabajo registrados en el conjunto de 2010, y sin tener en cuenta los sectores ligados indirectamente a la construcción.

En el caso de Japón, a pesar de que el crecimiento del PIB en tasa interanual se mantiene en terreno negativo, en tasa trimestral registra un repunte importante en el tercer trimestre, del 1,5%, después de tres trimestres de contracciones. Las tareas de reconstrucción tras el terremoto y tsunami de marzo

CX CatalunyaCaixa

están situando las tasas de crecimiento trimestrales en niveles anteriores a la catástrofe. El consumo privado, cuyo peso en el conjunto del PIB se sitúa en torno al 55%, registra un crecimiento de un 1,0% en el trimestre, incentivado por un aumento de la confianza de los consumidores. Otras partidas, como la inversión, también han registrado un crecimiento importante, principalmente la privada, con tasas de crecimiento del 5,0% en el caso de la inversión residencial y del 1,1% de la no residencial. Lo mismo ocurre con el crecimiento de las exportaciones, que vuelven a situarse en niveles de hace más de un año, en el 6,2% frente al -5,0 del trimestre anterior y frente al crecimiento del 3,4% de las importaciones.

A pesar del buen dato del tercer trimestre, las expectativas para los próximos no parecen indicar que se pueda mantener este ritmo de crecimiento. Aunque la inestabilidad en el área del euro podría afectar a sus exportaciones de forma limitada, dado que el peso del área del euro es de un 12% del total, una desaceleración económica mundial sí que podría marcar con mayor intensidad la evolución de su saldo exterior en los próximos trimestres. A su vez, la persistente apreciación del yen, al actuar como activo refugio en momentos como el actual, podría seguir afectando a su saldo exterior, a pesar de los esfuerzos por parte del Banco de Japón por apreciar su divisa.

En cuanto a las economías emergentes asiáticas, y tomando como referente a China, se observa una desaceleración en el crecimiento. El PIB del tercer trimestre se situaba en el 9,1%, acumulando tres trimestres consecutivos de desaceleración. A pesar de que las tasas de crecimiento se mantienen en niveles elevados, en los últimos meses han aparecido algunas señales de alarma que hacen temer una desaceleración más brusca de lo esperado de la economía china. Las exportaciones han ido reduciendo su ritmo de crecimiento, situándose en octubre en el nivel más bajo de los últimos dos años, con un 15,1% en tasa interanual. A su vez, las importaciones, que también se han contraído, lo han hecho a un ritmo menor, y sitúan su crecimiento en octubre en el 28,7%. Otros indicadores, como la producción industrial, sitúan su crecimiento interanual en mínimos del último año y respecto al sector inmobiliario, empieza a observarse una desaceleración en el crecimiento de los precios, que según los últimos datos publicados, se situarían en el 2,8%. Los límites a la concesión del crédito adoptados por las autoridades en los últimos meses empiezan a *estrangular* a algunas entidades pequeñas, que ante la crisis financiera global, acentúan sus problemas de liquidez. Ante esta situación, el Banco Central optó el pasado mes por relajar los coeficientes de reservas exigidos a los bancos.

Los indicadores adelantados sin señales de recuperación

Tras unos meses en que algunos indicadores del área del euro, sorprendentemente, repuntaban de forma importante, en los últimos meses éstos han vuelto a situarse en niveles más acordes con la situación de elevada inestabilidad e incertidumbre actual. La producción industrial, cuya correlación con el PIB es bastante elevada, tras registrar crecimientos mensuales por encima del 1% en julio y agosto, se retraía hasta el 2,2% en septiembre. Por su parte, las órdenes industriales han sorprendido muy negativamente en octubre, con una caída mensual del 6,4%, después de un crecimiento del 1,4% en el mes anterior.

Por otro lado, los índices de confianza están reflejando desde finales del primer trimestre del año una contracción, que en el momento actual se sitúa en niveles mínimos de los últimos tres años, sobre todo, en el componente de expectativas, como es el caso de los índices de confianza empresarial alemana IFO y ZEW.

En cuanto a los índices de gerentes de compras, PMI, éstos acumulan ya tres meses consecutivos en zona de contracción, por debajo de 50, en el área del euro, y en otros países, como China, el indicador de noviembre, no sólo pasa a zona de contracción, sino que lo hace hasta niveles de marzo de 2009 . En los EEUU, de momento consigue mantenerse estable, según el índice ISM.

Ante este escenario, diversos organismos internacionales están rebajando las previsiones de crecimiento para los próximos años. Las últimas proyecciones de la Comisión Europea anticipan un crecimiento del PIB para el 2012 del 0,5% en el área del euro, un 1,3% menos que en la estimación anterior. Por su parte, el FMI rebaja el crecimiento del PIB mundial un 0,3% para 2011 y un 0,5% para 2012, respecto a la revisión anterior, y lo sitúa en el 4,0% en ambos años. La rebaja para los países avanzados es de cierta magnitud, del 0,6% para 2011 y del 0,7% para 2012, en cambio, para los

CX CatalunyaCaixa

emergentes es algo más moderada, del 0,2% y del 0,3%, respectivamente. La OCDE, por su parte, en sus proyecciones de noviembre, revisa a la baja el crecimiento de los países de la OCDE, principalmente por la fuerte revisión a la baja del área del euro. Estiman que acabará 2011 con un crecimiento del 1,6% frente al 2,0% esperado, y revisa el de 2012 hasta el 0,2% desde el 2,0% también, según su escenario central.

Gráfico 5
PIB mundial y PMI Global
Variación interanual en porcentaje y nivel

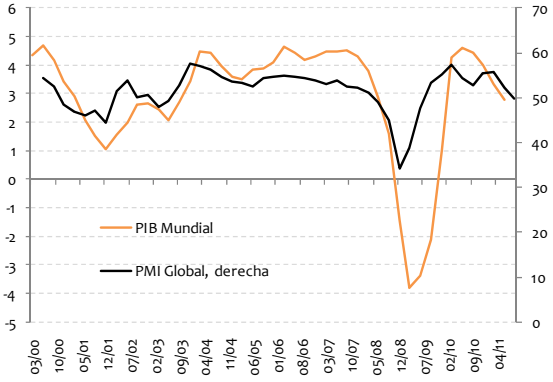
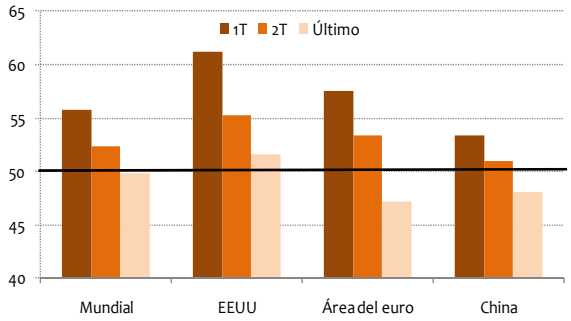


Gráfico 6
Evolución del índice de gerentes de compras PMI
Superior a 50=expansión, inferior a 50=contracción



Fuente: Elaboración propia a partir de Markit y Bloomberg

Conclusiones

Los datos de crecimiento del tercer trimestre han sido reflejo del incremento de la inestabilidad producto de las crecientes tensiones en los mercados financieros. Los problemas políticos, a raíz de los bruscos cambios de gobierno en Grecia e Italia, así como en el seno de la UE, han provocado un incremento de la incertidumbre, que se ha visto claramente reflejada en un aumento importante de las primas de riesgo. Hasta ahora, la aversión al riesgo se concentraba en los países periféricos, pero ahora el efecto contagio se está trasladando con intensidad a otros países como Bélgica, Francia e incluso Alemania, aunque en menor medida, pero ya ha visto como la rentabilidad de su bono a diez años se encarecía 50 puntos básicos en sólo una semana.

La dimensión del problema europeo no sólo preocupa internamente, tanto los EEUU como el resto de economías mundiales están alerta ante la falta de acuerdo para una salida de la crisis europea, en un entorno en el que el sector exterior es el gran impulsor del crecimiento. La debilidad de la demanda mundial podría afectar en diferente medida según la región, aunque la desaceleración se considera global. Mientras para Europa ya se habla de recesión para los próximos trimestres, en los EEUU podría producirse un estancamiento y en las economías emergentes una desaceleración que, según la velocidad, obligará a las autoridades a tomar medidas adicionales.

En este contexto, las políticas monetarias restrictivas iniciadas antes del verano en Europa y llevadas a cabo por los países emergentes en los últimos años, han dado un vuelco. La situación ha urgido a las autoridades a, en el caso europeo, una vuelta a políticas expansivas, por lo que se espera que los tipos se sitúen en el 1% ya a principios de 2012. En el caso de los países emergentes, parecen haberse frenado los incrementos de tipos, tal y como se observa en China, cuyo próximo movimiento al respecto, se espera que sea a la baja.

El crecimiento económico del conjunto del área del euro, aunque podría verse favorecido por las medidas en materia de política monetaria, tendrá que lidiar con los importantes ajustes fiscales a los que tendrán que someterse los diferentes países del área del euro, y que se prolongarán en los próximos años. Esta situación no hace prever una recuperación en el corto plazo, sino más bien, un estancamiento económico, cuya duración todavía es incierta.

CX CatalunyaCaixa

Gráfico 7

Evolución de los tipos de interés oficiales y previsiones
En porcentaje

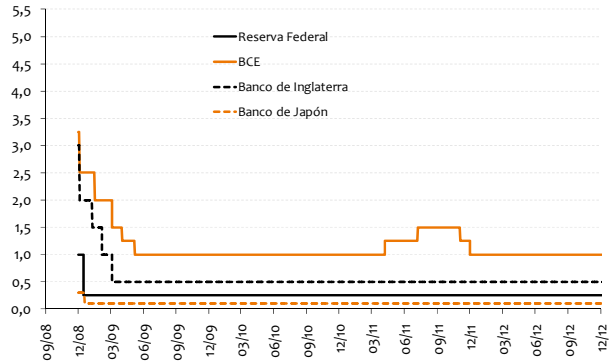
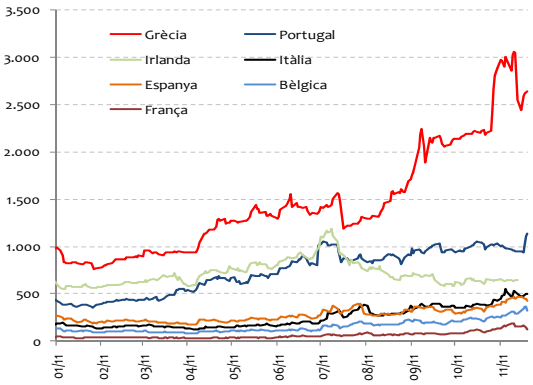


Gráfico 8

Prima de riesgo*
Puntos básicos



Diferencial de rentabilidad del bono soberano a 10 años respecto a Alemania
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg y Econwin.

CX CatalunyaCaixa

CatalunyaCaixa CX

Principales indicadores de coyuntura económica

Economía internacional

Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en %	Media anual		Últimos datos trimestrales 06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011	09/2011
EE.UU.	2010	3,0	3,3	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5
Japón	2010	4,1	3,2	5,2	2,3	-1,0	-1,1	0,0
Reino Unido	2010	1,8	2,2	2,6	1,4	1,6	0,6	0,5
Área del euro	2010	1,8	2,1	2,1	1,9	2,4	1,6	1,4
Alemania	2010	3,6	4,4	4,0	3,8	5,0	3,0	2,5
Francia	2010	1,4	1,5	1,6	1,4	2,2	1,6	1,6
Indicadores mensuales. Àrea del Variación interanual en %	**Media anual**		**Últimos datos mensuales** 05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	09/2011	10/2011
Índice de Producción industrial (IPI)*	2010	7,4	4,3	2,8	4,4	6,0	2,3	-
Índice de precios de consumo (IPC)	2010	1,6	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0
Tasa de paro**	2010	10,2	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2	10,3

Tipos de interés

Indicador En %	Final del periodo		Cotización (final del periodo) 06/2011	07/2011	08/2011	09/2011	10/2011	30/11/2011
Tipos BCE	2010	1,00	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25
Euribor 3 meses	2010	0,94	1,55	1,61	1,54	1,55	1,59	1,48
Euribor 12 meses	2010	1,47	2,16	2,18	2,09	2,08	2,12	2,04
Deuda alemana 10 años	2010	2,96	2,53	2,56	2,22	1,90	2,06	2,30
Tipos FED	2010	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EUA 10 años	2010	3,29	2,60	2,79	2,23	1,92	2,12	2,07
Tipos Banco de Inglaterra	2010	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipos Banco de Japón	2010	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Economía española y catalana

Indicadores trimestrales Variación interanual en %	Media anual		Ultimos datos 06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011	09/2011
PIB real España	2010	-0,1	0,0	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7
PIB real Cataluña	2010	0,1	-1,5	0,2	0,5	1,2	1,1	0,7
Tasa de paro España**	2010	20,1	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5
Tasa de paro Cataluña**	2010	17,8	17,7	17,4	18,0	19,0	18,1	19,4
Ocupación España	2010	-2,3	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1
Ocupación Cataluña	2010	-1,6	-1,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,2	-3,1
Transacciones inmobiliarias España	2010	5,9	2,3	27,7	14,4	-30,5	-40,8	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010	15,7	43,7	-22,2	23,5	-34,4	-38,1	-
Indicadores mensuales Variación interanual en %	**Media anual**		**Últimos datos** 06/2011	07/2011	08/2011	09/2011	10/2011	11/2011
IPI España *	2010	0,8	-0,6	-1,9	-1,7	-1,3	-0,4	-
IPI Cataluña *	2010	4,5	3,5	-1,9	-1,9	-3,6	5,3	-
IPC España	2010	1,8	3,2	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9 *(a)*
IPC Cataluña	2010	2,0	3,3	3,2	3,0	3,2	3,1	-
Pernoctaciones hoteleras España	2010	6,4	12,1	9,0	6,2	8,4	3,3	-
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2010	11,3	15,6	8,3	5,8	10,1	1,3	-
Índice de comercio al por menor España***	2010	-1,6	-4,3	-8,6	-2,1	-6,7	-4,1	-
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2010	0,8	-8,7	-4,9	-4,9	-2,8	-6,2	-

*Corregido de efectos de calendario. **En % sobre la población activa. ***Precios constantes. *(a)* Indicador avanzado.

Fuente: Ecowin

CX CatalunyaCaixa