

Informe de coyuntura económica y financiera

Noviembre de 2011

Visión general <i>Acuerdo europeo para reforzar el euro y nueva fase de la crisis griega</i>	2
Eventos económicos y financieros recientes	4
Análisis <i>Expectativas de crecimiento del sector manufacturero del área del euro, un análisis de indicadores avanzados</i>	6
Principales indicadores de coyuntura	10

Visión general

Acuerdo europeo para reforzar el euro y nueva fase de la crisis griega

Octubre no ha significado ningún cambio en una economía europea que parece haber entrado en lo que el BCE ha calificado de 'recesión suave'. Y tampoco han emergido cambios substanciales ni en los EEUU (dónde la Fed ha revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento) ni en los países emergentes, que continúan con su proceso de moderación en sus elevadas tasas de crecimiento. Únicamente la Gran Bretaña (aumento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre del 0,5%) parece haber mejorado, aunque la composición de este avance tampoco permite ser especialmente optimista.

No obstante, más importante que la situación a corto plazo, octubre ha contemplado nuevos pasos en la solución de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. A lo largo del mes, las tensiones que afectaban al área, y su extensión al resto del mundo, se habían acentuado. De esta forma, los líderes europeos reaccionaban dando un paso adelante en su toma de decisiones, y en la cumbre del 26 de octubre proponían nuevas medidas de apoyo que conseguían devolver la calma a los mercados, permitiendo a los principales índices bursátiles acabar el mes con importantes revalorizaciones. Así, el DAX alemán, el CAC francés y el MIB italiano ganaban un 11,6%, un 8,7% y un 8,0%, respectivamente, mientras que el IBEX español registraba una subida más moderada, del 4,8%. Igualmente, el Dow Jones de los EE.UU. y el Nikkei de Tokio presentaron incrementos, del 9,5% y 3,3%, respectivamente. Pero de nuevo, la incertidumbre volvía a aparecer en los mercados con el anuncio, por parte del presidente de Grecia en los últimos días del mes, de un posible referéndum que ratificara el segundo rescate al país. Aunque el anuncio fue revocado en los primeros días de noviembre, toda esta situación pone de manifiesto el escenario de gran incertidumbre que todavía planea sobre el área del euro y que está provocando una gran volatilidad en los mercados financieros.

Esta salida de posiciones de riesgo, junto a otras decisiones de política monetaria adoptadas en algunos países, se tradujo en alzas en los precios de las deudas del Tesoro de los EEUU, de Alemania y la Gran Bretaña, que han alcanzado rentabilidades implícitas mínimas a lo largo de diversos momentos de octubre. Así, en el caso alemán, el tipo de interés implícito en la deuda a 10 años (el *bund*) llegó a situarse en el 1,73%, mientras que el equivalente británico (el *guilt*) alcanzó el 2,26% y la deuda del Tesoro de los EEUU del mismo vencimiento se situó en el 1,75%.

La dureza de la crisis en el área del euro refleja la plena incorporación de Italia entre los países con problemas potenciales. Y aunque ya en julio y agosto Italia emergió como el principal eslabón débil del área del euro, las últimas semanas han contemplado un reforzamiento de esta posición, con lo que ello implica respecto de la capacidad europea para intervenir en una economía de su tamaño, de forma que el diferencial de deuda italiana a 10 años respecto a su equivalente alemán alcanzó máximos desde la constitución del euro. Además, las primas de riesgo de España e Italia ampliaron su divergencia, alcanzando valores jamás contemplados, con la italiana superando a la española en 71 puntos básicos los primeros días de noviembre.

Sucintamente, la cumbre europea extendió las medidas a tomar a un triple frente, con la crisis de Grecia, y sus potenciales efectos de contagio, en el centro. La primera disposición intenta situar a Grecia en un camino de solución para su endeudamiento (se estimaba que para finales de año la deuda pública iba a situarse entre el 160% y el 170% de su PIB). Ésta implicaba rehacer los acuerdos del pasado 21 de julio, ampliando al 50% la quita de la deuda pública en manos del sector privado, con el objetivo de situar la deuda griega, en el horizonte de 2020, no más allá del 120% de su PIB. Junto a ella, se aprobó un segundo plan de salvamento para el país heleno, por valor de 130.000 millones de euros, así como el desbloqueo de los tramos pendientes de la ayuda anterior.

Encarrilada la solución para Grecia, la cumbre avanzó en dos líneas adicionales, vinculadas indirectamente a la situación griega. La primera, abrir un nuevo proceso de recapitalización de la gran banca europea, por valor de 106.000 millones de euros, elevando los requerimientos de *core capital* hasta el 9%, concretando qué tipo de activos podían incluirse en esta definición y con un plazo que se extiende hasta junio de 2012. En este aspecto del acuerdo, las diferencias entre Francia y Alemania fueron notables, ya que la primera demandaba recursos del EFSF para recapitalizar la banca, mientras que Alemania, que finalmente impuso su criterio, consideraba que primero se debía acudir a los mercados de capital o a generar recursos internos y que, sólo en caso de insuficiencia de estas medidas, fuera el sector público de cada país el que ayudara a la recapitalización. Únicamente en la hipótesis de que ambos procesos no fueran suficientes, se podría utilizar el EFSF.

El segundo frente de potenciales, o reales, problemas al que la cumbre intentó dar solución, fue el de la creación de un muro de contención para frenar el contagio que la situación griega podría acabar generando. Éste se construyó en base a la ampliación de recursos del fondo de estabilidad europeo, hasta los 440.000 millones de euros efectivos y, además, incrementando notablemente su capacidad de intervención. De nuevo, en este aspecto, las diferencias franco-alemanas fueron evidentes. Francia pretendía que el EFSF se constituyera como banco y, en calidad de tal, solicitara préstamos al BCE con los que financiar sus intervenciones. Alemania se opuso y, de nuevo, consiguió que su propuesta, que el EFSF sólo intervenga indirectamente asegurando el 20% de las emisiones de deuda, se impusiera. De esta forma, la capacidad teórica de intervención se multiplicaba por 5, hasta más allá del billón de euros. Finalmente, en el mismo orden de ideas, se acordó constituir un *Special Vehicle Purpose*, en el que podrían invertir fondos soberanos de fuera del área del euro para disponer de mayores recursos.

Tras estos acuerdos, las bolsas europeas y mundiales reaccionaron positivamente, revertiendo parte de las pérdidas anteriores. Pero el lunes 31 de octubre, el primer ministro Papandreu sorprendió anunciando la convocatoria de un referéndum para aprobar el plan de ayuda a Grecia, desencadenando de nuevo tensiones que se tradujeron en profundas caídas de las bolsas europeas y mundiales, y ampliación a máximos de las primas de riesgo de Italia (el viernes 4 de noviembre llegó a los 454 puntos básicos). Ante esta situación, el BCE continuó con su programa de compra de deuda, en especial italiana, y con importes moderados a lo largo del mes, aunque en la última semana se incrementaron las compras hasta los 9.500 millones de euros. A su vez, en la primera reunión de Mario Draghi al frente del BCE, los tipos de interés se rebajaron desde el 1,5% al 1,25%, en lo que parece un cambio de estrategia de la entidad, que estaría dando más peso a los riesgos bajistas sobre el crecimiento, frente a nuevas tensiones inflacionistas que, en el escenario central del BCE, situaría la inflación por debajo del 2% a mediados de 2012.

Aunque la intervención europea y la cumbre del G-20 convencieron a Grecia para que substituyera el referéndum por un gobierno de coalición, la situación italiana continuó afectando la estabilidad de la eurozona. Por ello, entre los acuerdos del G-20 de primeros de noviembre destaca el envío de una misión mixta FMI-UE para evaluar, trimestralmente, el grado de cumplimiento de las reformas y del proceso de consolidación fiscal en Italia. Al mismo tiempo, parece que Italia rechazó un posible crédito de 62.000 millones de dólares ofrecidos por el FMI.

Fuera del área del euro, también se han acumulado noticias nada positivas. En Gran Bretaña, el Banco de Inglaterra se ha visto obligado a ampliar su *Quantitative Easing*, con otros 75.000 millones de libras esterlinas, que se añaden a los 200.000 millones anteriores. Y ello a pesar de que su inflación ronda el 5%. En los EEUU, los indicadores de producción manufacturera y de servicios tienden a la baja, mientras el mercado de trabajo no consigue crear el empleo necesario para rebajar substancialmente la tasa de paro (en octubre se añadieron cerca de 80.000 nuevos empleos) y el mercado hipotecario parece incapaz de recuperarse, de no mediar nuevas medidas por parte de la administración. Además, las tensiones entre demócratas y republicanos, acerca de cómo y con qué ritmo debería efectuarse la consolidación fiscal, se han acentuado a medida que se acerca la fecha límite en la que el *supercomité* republicano-demócrata tiene que presentar sus propuestas. Finalmente, en los países emergentes, y en especial en China, continúa el proceso de suave moderación del crecimiento, aunque en el caso de este último país, se han acentuado los temores a que el estallido de la burbuja residencial pueda tener consecuencias negativas sobre la actividad.

Las próximas semanas serán claves en la estabilización del área del euro y, por consiguiente, en las perspectivas de crecimiento mundial. El EFSF debe iniciar su andadura, captando recursos en los mercados y comenzando a adquirir (o asegurar) deuda de los países con problemas, lo que debería reducir la presión sobre el BCE. Además, la deseada solución de la crisis política en Grecia, junto a la recapitalización de la gran banca europea, son aspectos que también deberían contribuir a la mejora de la situación en la eurozona y, por extensión, a la economía global.

Eventos económicos y financieros recientes

Las nuevas estimaciones de la OCDE sitúan el crecimiento mundial en el 3,9% en 2011 y el 3,8% en 2012

- El PIB de EE.UU. avanzará el 1,7% en 2011 y del 1,8% en 2012, mientras que la actividad en el área del euro se desacelerará significativamente en 2012 (desde el 1,6% previsto para 2011 hasta el 0,3% un año después). Respecto a Japón, las expectativas son de una caída de la actividad en 2011 del 0,5%, y una posterior recuperación hasta el 2,1% en 2012.
- El organismo mantiene que el escenario económico está sujeto a una elevada incertidumbre, que ha aumentado significativamente en los últimos meses.

En los EE.UU., tímida recuperación de los indicadores de actividad, mientras el sector residencial sigue sin dar señales claras de recuperación

- El PIB del tercer trimestre crecía en línea con lo estimado por los analistas, un 2,5% en tasa trimestral anualizada (tta), aunque sorprendía favorablemente el conjunto de componentes que han impulsado el dato general desde el 1,3% del segundo trimestre y el 0,4% del primero. Así, las partidas que más han favorecido este crecimiento han sido las de consumo privado, con un incremento del 2,4% (tta), junto a la inversión no residencial, 15,4% (tta), y las exportaciones, 3,9% (tta).
- El resto de indicadores económicos de los EE.UU., mantienen un cierto tono positivo. Por un lado, las ventas minoristas repuntaban un 1,1% en el mes, lo que supone un crecimiento del 7,9% interanual. A pesar de que el dato ha sorprendido muy favorablemente, no se espera que tenga continuidad en los próximos meses, si nos atenemos al último dato de confianza del consumidor, publicado por el *Conference Board*, y que se sitúa en mínimos desde marzo de 2009, al descender 6,6 puntos hasta el nivel de 39,8 puntos. Por otro lado, la producción industrial registraba un aumento mensual del 0,2%, del 3,2% en tasa interanual. Las expectativas del sector industrial han repuntado en septiembre hasta los 60,4 puntos, desde los 56,4 anteriores.
- El mercado residencial sigue sin dar signos claros de recuperación. Así, aunque las ventas de viviendas nuevas aumentaban un 5,7% mensual en septiembre, las de viviendas de segunda mano, y más representativas del mercado residencial, cedían un 3,0%. Del mismo modo, los precios, aunque parecen haber frenado su caída, continúan en niveles muy bajos.
- En cuanto al mercado laboral, los datos del mes de octubre muestran una creación de empleo de 80 mil puestos de trabajo, a la vez que se revisan al alza los datos de septiembre (158 mil frente a los 103 mil iniciales) y agosto (104 mil frente a los 57 mil iniciales). Aunque el dato se sitúa por debajo de lo estimado, analizando el dato por componentes, se observa una generación de empleo en el sector privado de 104 mil puestos de trabajo, sobre todo en el sector servicios. Lectura positiva de la tasa de desempleo, que sorprende al consenso con una disminución hasta el 9,0%, desde el 9,1% anterior.
- En septiembre, los precios registraron una aceleración del 0,5% mensual, debido principalmente al encarecimiento del precio de la energía y el transporte. La evolución de la inflación subyacente muestra un perfil más modesto de crecimiento, del 0,2%. En tasas interanuales, se acumulan ya diez meses de incrementos y se sitúa en el 3,9%, una décima por encima del dato del mes anterior.

Caída de la confianza en el área del euro, en un contexto marcado por el acuerdo del Eurogrupo sobre las finanzas griegas y por la bajada de los tipos de interés

- El indicador de sentimiento económico registró la octava caída consecutiva en octubre, con una pérdida acumulada que ya supera los 13 puntos desde febrero de este año. El sector industrial es el que acumula la mayor caída, con 13,3 puntos, la cual contrasta con la evolución de la producción industrial, que tanto en julio como en agosto mostró un avance superior al 1,0% mensual, con una aceleración del ritmo de aumento interanual hasta el 5,3% en agosto. La confianza en los servicios se deterioró 11 puntos entre febrero y octubre de 2011, y la de los consumidores y las ventas minoristas de cerca de 10 puntos, registros en línea con el retroceso de las ventas al por menor de agosto, del 0,3%. Finalmente, la confianza en la construcción siguió en registros mínimos, con un deterioro de 1,1 puntos acumulado.
- El escenario más pesimista, en términos de confianza, ha repercutido en la tasa de ahorro familiar, que en el segundo trimestre de 2011 ha repuntado hasta el 13,9%, volviendo al nivel de principios de 2010. El panorama alcista de la inflación, que repuntó hasta el 3,0% en septiembre, y se espera que continúe en este nivel en octubre, así como el repunte de una décima de la tasa de paro, hasta el 10,2%, afectarán también a las decisiones de ahorro y de consumo de las familias europeas.

- Los líderes del Eurogrupo acordaron ampliar el EFSF hasta 1 billón de euros, así como la quita de la deuda griega del 50%. También decidieron incrementar los requerimientos de capital de las entidades financieras hasta el 9,0%.
- En la primera reunión con Mario Draghi como presidente del BCE, se acordó rebajar el tipo de referencia en 25 pb, hasta el 1,25%.

La economía española se estanca en el tercer trimestre, según el Banco de España

- Las estimaciones del Banco de España señalan un estancamiento de la economía española en el tercer trimestre, con un crecimiento del 0,7% en términos interanuales. La demanda externa habría aportado 0,8 puntos porcentuales al crecimiento, compensados por la detracción de la demanda interna. En concreto, la inversión en construcción habría acentuado su deterioro respecto a trimestres anteriores, y el gasto de las AA.PP. también habría contribuido negativamente. Por el contrario, el organismo estima que el consumo familiar habría crecido el 0,1% trimestral, resultado que, aunque modesto, sorprende en un entorno de aceleración del ritmo de destrucción de ocupación y de contracción de la renta familiar. La inversión en capital también habría mostrado una variación positiva, de un 0,6% trimestral (2,1% interanual), por el avance de la producción industrial de bienes de capital. Sin embargo, las expectativas de los empresarios de la industria han empeorado con intensidad, lo que podría anticipar una contracción de este componente en los próximos trimestres.
- El sector exterior se consolida como motor del crecimiento, con un avance acumulado de las exportaciones del 18,0% en los ocho primeros meses del año, en comparación con el 11,1% de las importaciones. El déficit comercial se redujo un 12,5% hasta el mes de agosto. En esta línea, el sector turístico hotelero mantuvo una senda favorable en los nueve primeros meses del año, con un crecimiento acumulado de las pernoctaciones del 8,4%, gracias al dinamismo del segmento no residente.
- La tasa de paro repuntó hasta el 21,5% en el segundo trimestre del año, seis décimas por encima del registro anterior, lo que confirma la escasa capacidad de creación de ocupación de la economía. Asimismo, la destrucción de ocupación se acentuó, con 146.700 ocupados menos respecto al trimestre anterior (-0,8% trimestral). En términos interanuales, la ocupación cayó el 2,1% (-0,9% anterior).
- Los precios repuntaron en septiembre hasta el 3,1%, debido al aumento del precio del tabaco. Para octubre se espera que vuelvan al 3,0%, según el indicador avanzado.

Las negociaciones para solucionar la crisis de deuda en el área del euro marcan la evolución de los mercados

- Los mercados financieros han registrado, en los últimos días de octubre, una alta volatilidad, fruto de la incertidumbre generada por las negociaciones de los líderes europeos para salir de la crisis. Con la cumbre del Eurogrupo del 27 de octubre parecían relajarse las tensiones en los mercados, con importantes repuntes en las bolsas y caídas de las primas de riesgo. De esta forma, los principales índices bursátiles acababan octubre con ganancias en torno al 9%, en el caso del Eurostoxx50 o el Dow Jones, y en torno al 5% en el caso del Ibex-35. El sector financiero lideró las ganancias, al incrementarse las expectativas de una mayor confianza en los bancos europeos ante los nuevos requerimientos de capital exigidos. Aunque el volumen de recursos adicionales ascenderá hasta los 106 mil millones de euros, se descuenta que las principales entidades no van a tener problemas para conseguirlos.
- A pesar de la favorable evolución de los últimos días de octubre, el anuncio del presidente de Grecia Y. Papandreu, de un posible referéndum que ratifique el segundo paquete de ayuda a Grecia, hacía saltar las alarmas y provocaba importantes recortes en las bolsas a la vez que disparaba las primas de riesgo de España (372 pb), Italia (439 pb) y, sobre todo, de Grecia (2.442 pb). Finalmente, la marcha atrás en su decisión, así como la inesperada bajada de tipos del BCE, volvía a traer la calma a los mercados.
- De esta forma, las primas de riesgo de España (359 pb) e Italia (428 pb) encaran el mes de noviembre con niveles altos, aunque no en zona de máximos. No ocurre lo mismo con la prima de Grecia, que continúa su escalada acercándose a los 2.900 pb. En cuanto al tipo a 10 años alemán, ha sufrido una rebaja de 30 puntos básicos desde el día de la cumbre del Eurogrupo (2,20%), hasta situarse claramente por debajo del 2% (1,80%-1,90%). En el caso del bono estadounidense, registraba un movimiento similar, aunque se sitúa ligeramente por encima del 2%.
- Durante el mes de octubre, las principales agencias de rating rebajaban la calificación de España, ante unas perspectivas de menor crecimiento, y Moody's, a su vez, bajaba la de Italia tres escalones.
- Respecto a las divisas, el euro registraba en octubre una tendencia ascendente, que lo situaba en el nivel de 1,42\$/€, aunque el anuncio del posible referéndum en Grecia provocaba una depreciación hasta la zona de 1,36\$/€. Las noticias posteriores conseguían situarlo, de nuevo, por encima de los 1,38\$/€.
- El petróleo ha estado moviéndose en un amplio rango, entre los 100 y los 115\$/Barril de Brent, favorecido por el buen dato de crecimiento estadounidense y por la bajada del dólar, pero retrocediendo ante el incremento de la incertidumbre en el área del euro. El resto de materias primas ha registrado una favorable evolución en el mes, y el oro conseguía recuperar terreno hasta situarse por encima de los 1.700\$/Onza.

Análisis

Expectativas de crecimiento del sector manufacturero del área del euro, un análisis de indicadores avanzados

El ciclo de la actividad industrial refleja el comportamiento subyacente del conjunto de la actividad de una economía. En el momento actual, el principal motor de crecimiento de las economías desarrolladas es el sector exterior, por lo que el sector manufacturero es el que refleja de manera más clara el momento coyuntural de la economía en su conjunto. Desde el inicio de la recesión mundial a mediados de 2008, el sector manufacturero del área del euro registró contracciones de magnitudes superiores al 20%, debido a la caída abrupta del comercio mundial, que se contrajo un 30% trimestral entre el cuarto y el tercer trimestre de 2008. En el momento actual, la incertidumbre sobre la senda de crecimiento del área del euro se centra principalmente en los problemas de financiación de las economías periféricas, que está provocando un aumento muy significativo de las tensiones financieras, repercutiendo negativamente en la financiación pública y privada. Es evidente que de persistir las tensiones en los mercados financieros, y especialmente en los mercados de crédito, se producirá un impacto negativo significativo sobre la senda de modesto crecimiento económico descrito actualmente.

Bajo este punto de vista, se construye un indicador sintético de actividad del sector manufacturero, para poder cuantificar la magnitud del impacto sobre la actividad manufacturera de los indicadores parciales entre los que se incluyen indicadores que anticipan la evolución de la producción industrial de corto plazo, así como la confianza manufacturera y las órdenes industriales, que en cierta manera mantienen una evolución paralela a la producción industrial, pero que en la medida en que se publican con algunas semanas de antelación respecto a la producción, nos permiten disponer de información previa. Por otra parte, la evolución de los mercados de renta variable tienen una capacidad de anticipar la producción en torno a un año, y por último, otros indicadores monetarios, como la pendiente de la curva de 10 años respecto a los 3 meses y la evolución de la masa monetaria, permiten anticipar el comportamiento del sector manufacturero con mayor antelación.

Los primeros resultados arrojan que la evolución reciente del conjunto de indicadores económicos relevantes a la hora de analizar el comportamiento de la producción manufacturera anticipan una consolidación en el ritmo de expansión de la producción industrial, con un avance en torno al 5% anual, crecimiento que se moderará a lo largo de 2012.

Sorprendente recuperación de la producción industrial en los meses de julio y agosto,...

La evolución industrial de los meses de julio y agosto ha sorprendido favorablemente, con avances del 1,2% y del 1,1% mensual, respectivamente, consolidando un cambio de tendencia en el ritmo de crecimiento interanual, que se aceleró hasta el 5,3% en agosto desde el 4,4% anterior. En los meses previos se había observado una ralentización de la producción, precedida por la caída abrupta de los indicadores de confianza del sector. El cambio de perspectivas económicas que se observó en el segundo trimestre del año se ha agravado con el empeoramiento de los problemas de financiación de Grecia, provocando un deterioro muy significativo de las expectativas de los agentes económicos, restando capacidad de crecimiento.

No obstante, en los últimos dos meses, la evolución de los indicadores de actividad del sector industrial han repuntado con cierta intensidad, en contra de lo que reflejaban los indicadores adelantados de la actividad industrial, especialmente relevantes respecto a la caída de la confianza del sector, así como otros indicadores adelantados como la evolución de los mercados de renta variable, e indicadores monetarios como la pendiente de la curva de tipos de interés y la masa monetaria.

La recuperación de la producción industrial ha estado liderada principalmente por el componente de bienes intermedios y de capital, que han experimentado crecimientos del 2,1% y del 1,7% mensual, respectivamente en el mes de agosto, reflejo de la mejora del comercio

internacional, mientras que la producción de bienes de consumo se mantiene una senda de crecimiento más moderada, debido principalmente al modesto crecimiento del componente de consumo duradero, en línea con la evolución de los indicadores de demanda interna, que mantienen una cierta atonía, especialmente negativa en el sector del automóvil.

Gráfico 1

IPI del área del euro

Variación en porcentaje

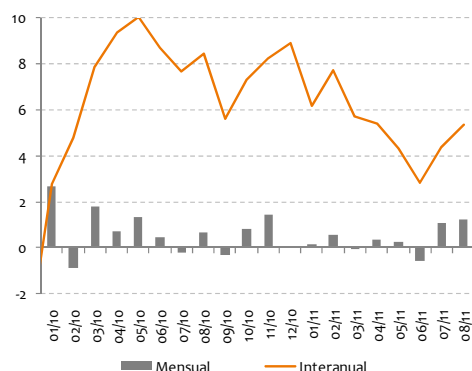
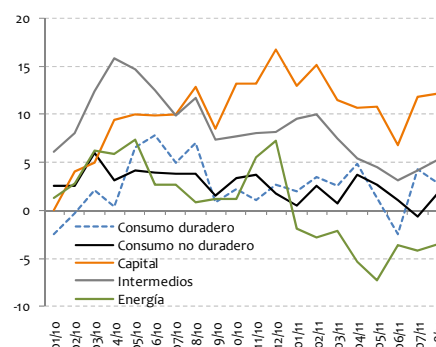


Gráfico 2

IPI por sectores de actividad

Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En términos interanuales, se ha consolidado la fuerte aceleración de los componentes de bienes intermedios y bienes de capital, que se ha acelerado hasta el 12,2% y el 5,3% en agosto, respectivamente, después de que en el mes de junio se registraran mínimos anuales. En cuanto a la evolución de los bienes de consumo, estos muestran un perfil de crecimiento más volátil, aunque en agosto se observan crecimientos en ambos componentes, del 2,8% y del 1,9%, consumo duradero y no duradero, respectivamente.

...a pesar de que las expectativas de corto plazo anticipaban contracciones de la actividad

Esta recuperación del ritmo de crecimiento de la producción industrial se produce en un escenario en el que la confianza industrial, estimada por la Comisión Europea, se ha contraído con mucha intensidad desde el mes de julio, aunque ya desde abril se venía dibujando una tendencia negativa. Asimismo, los indicadores de confianza estimados por los índices de gestores de compras del sector manufacturero, PMI por sus siglas en inglés, se han situado en los meses de septiembre y octubre en niveles de contracción, inferiores a los 50 puntos.

Históricamente los índices de confianza mantienen una evolución paralela a la producción industrial, aunque se publican con cierta antelación respecto a los datos de actividad, lo que permite anticipar algunas semanas la evolución de la actividad del sector manufacturero. Por tanto, en los últimos meses, se ha observado una desviación entre el comportamiento de los indicadores de confianza, que han estado penalizados por la crisis de deuda pública de los países periféricos, y la producción industrial que se ha beneficiado de la evolución favorable de las exportaciones, especialmente en las economías extra área del euro y en economías emergentes.

De la misma manera, las órdenes industriales han registrado un comportamiento muy volátil en los últimos meses, con caídas significativas en junio y julio, mientras que en agosto han repuntado con cierta intensidad. En términos interanuales, se consolida una tendencia de desaceleración, con crecimientos del 6,63% en agosto, muy por debajo de los niveles del 20% registrado, en los primeros meses del año.

Gráfico 3

Producción manufacturera y confianza industrial
Variación interanual en porcentaje y nivel

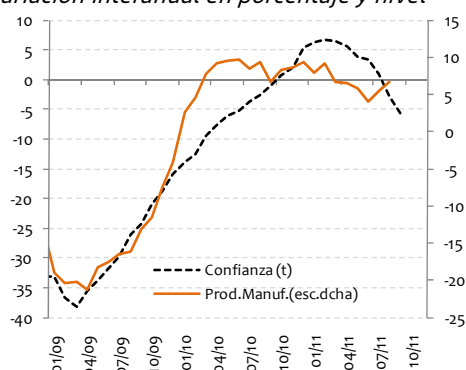
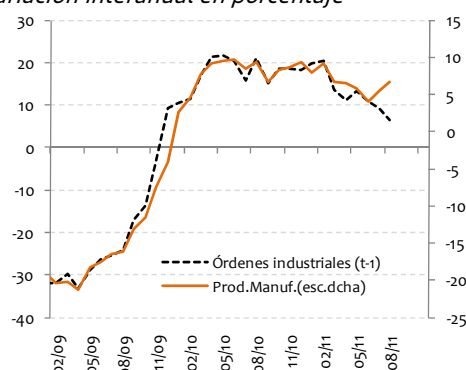


Gráfico 4

Producción manufacturera y órdenes industriales
Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Así, en su conjunto, los indicadores adelantados de corto plazo, es decir los indicadores de confianza y la evolución de las órdenes industriales muestran un empeoramiento de la situación industrial que, hasta el momento, no se ha reflejado en la evolución de la actividad industrial del conjunto del área del euro.

Al mismo tiempo, los indicadores de medio y largo plazo muestran una ralentización de la evolución del sector industrial

Entre los indicadores que nos permiten anticipar a medio y largo plazo la evolución de la producción industrial del conjunto del área del euro destaca la evolución de la renta variable y un conjunto de indicadores de carácter monetario, como la pendiente de la curva de tipos de deuda soberana de 10 años respecto al de 3 meses y la evolución de la masa monetaria estimada por la M1. Este conjunto de indicadores anticipan la evolución de la producción industrial entre 1 y 2 años, con una correlación histórica relativamente elevada, entre el 60% y el 80%.

Gráfico 5

Producción manufacturera e índice bursátil¹
Variación interanual en porcentaje

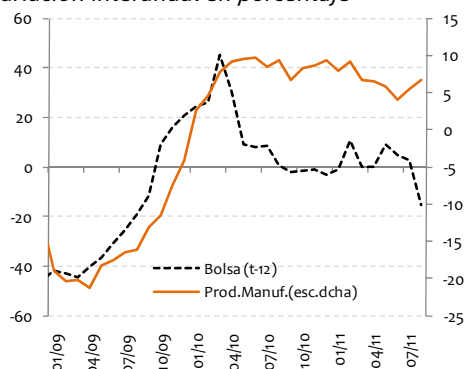
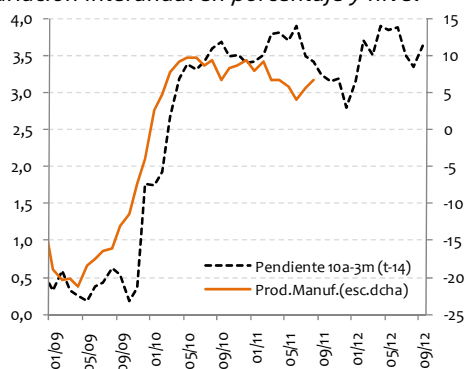


Gráfico 6

Prod. manufacturera y pendiente deuda 10a-3m
Variación interanual en porcentaje y nivel



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Entre estos indicadores se observan señales mixtas respecto a las expectativas del sector industrial, si bien la evolución de los mercados de renta variable, ejemplificada por el índice Eurostoxx, ha presentado caídas muy significativas desde comienzo de año, mientras la pendiente de la curva de deuda se ha aplanado con intensidad, sin recoger valores negativos.

¹ Se dibuja la variación interanual de la producción manufacturera respecto a la variación interanual del índice bursátil Eurostoxx50 avanzada en 12 meses, lo que equivale al período de máxima correlación histórica entre ambas variables. Este mismo criterio se utiliza con el resto de variables analizadas.

Así, las bolsas del conjunto de Europa, que han estado penalizadas por la crisis de deuda pública del conjunto de economías periféricas, anticipan caídas abruptas de la producción industrial, mientras que el aplanamiento de la pendiente de la curva de deuda anticipa sólo una leve desaceleración del ritmo de crecimiento, que se mantendría en los niveles actuales hasta finales de 2012. La M1, igual que la evolución de la bolsa, anticipa una caída significativa de la producción manufacturera, especialmente intensa en la primera mitad de 2012.

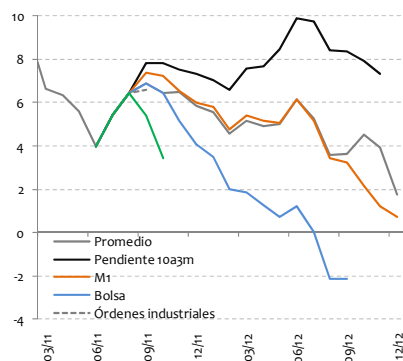
El conjunto de indicadores avanzados de la producción industrial anticipan una evolución desfavorable en los próximos meses y el conjunto de 2012, que no corresponde con el intenso crecimiento de la actividad manufacturera descrita en los últimos meses

Si bien la evolución de los últimos meses de la producción industrial del conjunto del área del euro ha dibujado una senda de crecimiento sorprendentemente elevada, acelerando su ritmo de crecimiento en los meses de julio y agosto, los indicadores avanzados en su conjunto reflejan una expectativa de desaceleración intensa. Ésta debería ser especialmente relevante en el corto plazo, con caídas de la confianza y desaceleración de las órdenes industriales, mientras que en el medio y largo plazo las expectativas son menos evidentes, con una cierta estabilidad respecto a los niveles de crecimiento actuales, según refleja la pendiente de la curva de tipos de deuda, mientras los indicadores de renta variable y masa monetaria presentan una desaceleración más acusada de la producción hasta finales de 2012.

Utilizando el conjunto de indicadores avanzados analizados anteriormente se prevé una ralentización del ritmo de crecimiento de la producción manufacturera, que será más acusado en la segunda mitad de 2012, alcanzando crecimientos modestos, en torno a cero, en la parte final del año.

Gráfico 7

Producción manufacturera²
Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

² Proyecciones a partir de datos de septiembre de 2011, elaboradas a partir de modelos de regresión lineal utilizando como variables explicativas los indicadores anticipados del sector manufacturero. La proyección promedio se construye a través de la media ponderada de cada una de las proyecciones individuales.

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	1,6
Japón	2010 4,0	3,1	5,0	2,2	-1,0	-1,1	-
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	-
Alemania	2010 3,6	4,4	4,0	3,8	5,0	2,8	-
Francia	2010 1,4	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7	-
Indicadores mensuales. Área del Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos mensuales					
		04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	09/2011
Índice de Producción industrial (IPI)*	2010 7,5	5,4	4,3	2,8	4,4	5,6	-
Índice de precios de consumo (IPC)	2010 1,6	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0
Tasa de paro**	2010 10,2	9,9	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2

Tipos de interés

Tipos de Interés

Indicador En %	Final del periodo		Cotización (final del periodo)					
			05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	09/2011	04/11/2011
Tipos BCE	2010	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,50	1,25
Euribor 3 meses	2010	0,94	1,43	1,49	1,60	1,55	1,54	1,49
Euribor 12 meses	2010	1,47	2,15	2,14	2,18	2,10	2,07	2,04
Deuda alemana 10 años	2010	2,96	2,53	3,01	2,56	2,22	1,90	1,82
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	3,16	2,79	2,23	1,92	2,04
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	Últimos datos					
		06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011	09/2011
PIB real España	2010 -0,1	0,0	0,2	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					
		05/2011	06/2011	07/2011	08/2011	09/2011	10/2011
IPI España *	2010 0,8	-1,1	-0,5	-1,7	-1,3	-0,4	-
IPI Cataluña *	2010 4,5	-8,7	3,5	-1,9	-3,6	5,3	-
IPC España	2010 1,8	3,5	3,2	3,1	3,0	3,1	3,0 (a)
IPC Cataluña	2010 2,0	3,5	3,3	3,2	3,0	3,2	-
Pernotaciones hoteleras España	2010 6,4	2,9	12,1	9,0	6,2	8,4	-
Pernotaciones hoteleras Cataluña	2010 11,3	-2,6	15,6	8,3	5,8	10,1	-
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	-4,7	-8,7	-4,9	-2,8	-6,2	-

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

Fuente: Ecwin

