

Informe de coyuntura económica y financiera

Agosto de 2011

Visión general <i>Los Estados Unidos y Europa adoptan soluciones temporales para sus problemas de fondo</i>	2
Eventos económicos y financieros recientes	4
Análisis <i>Impacto sobre el sector exterior español de una desaceleración del crecimiento en el área del euro</i>	6
Principales indicadores de coyuntura	12

Visión general

Los Estados Unidos y Europa adoptan soluciones temporales para sus problemas de fondo

El mes de julio se ha caracterizado por una mayor intensidad de los riesgos que han venido creciendo desde la primavera. Los indicadores de confianza han experimentado nuevas correcciones a la baja, tanto en economías emergentes como desarrolladas, anticipando un freno de la fuerte expansión registrada hasta el inicio de 2011. Así, en los meses centrales del año, los índices PMI de Brasil, China, Rusia, Reino Unido y España se sitúan por debajo del umbral de 50, se encuentran ligeramente por encima en los EE.UU., el área del euro en su conjunto, Italia y Francia, mientras Alemania muestra una corrección sustancial (de 57,7 en mayo a 52,1 en julio).

A este clima de desconfianza sigue contribuyendo la persistencia de elevados precios de las materias primas, que incluso en julio muestran nuevos aumentos. El barril de crudo Brent, que se había situado en cotizaciones de 105 dólares a finales de junio (mínimo desde febrero), cierra el mes en niveles cercanos a 120 dólares, lo que supone una revalorización del 14%. Este proceso coincide además en su inicio con la liberalización por parte de la Agencia Internacional de la Energía de 60 millones de barriles, mostrando así la fortaleza de los factores que distorsionan el mercado (restricciones de oferta y debilidad del dólar). Una situación similar se vive en otras materias primas, especialmente las metálicas (el subíndice CRB se ha revalorizado un 6,0% en el mismo período). Este encarecimiento de los inputs sigue presionando al alza la inflación en todo el mundo, sobre todo en las economías emergentes. En junio, el aumento de los precios se situó en el 6,4% en China, en el 6,5% en Brasil, en el 9,4% en Rusia y en el 8,6% en la India, cifras que continúan endureciendo las políticas monetarias, con nuevos aumentos del tipo de interés en julio en los tres primeros países. También ha aumentado el precio del dinero este mes en el área del euro, Suecia, Taiwán, Tailandia y Dinamarca. La persistencia de altas tasas de inflación puede llevar a que la ralentización de las economías emergentes sobrecalentadas sea más brusca de lo deseable, lo que, sin duda, tendría un impacto muy negativo sobre los desarrollados, que han fundamentado buena parte de su reactivación en las exportaciones a aquellos países. Estimaciones propias muestran que la producción industrial en los emergentes ha pasado de aumentos en torno al 10% interanual al inicio del año a crecimientos por debajo del 8% en abril y mayo. Los ritmos siguen siendo elevados, pero la tendencia es claramente de ralentización. Esta situación ha tenido reflejo en los países desarrollados, que en el mismo período han pasado de tasas cercanas al 7% a valores inferiores al 3%. En esta evolución hay que tener en cuenta el impacto directo e indirecto de la catástrofe de Japón, pero este país ya venía mostrando menor dinamismo en meses previos, por lo que la tendencia sólo ha cambiado en intensidad, pero no en su dirección. Y esta misma situación se observa en las cifras de comercio mundial. A partir también de estimaciones propias, usando datos en dólares corregidos por su cotización, las exportaciones aumentaron en torno al 16% interanual en el primer trimestre de 2011, mientras en el segundo la tasa se había moderado al 10%.

En este contexto se sitúan los dos elementos que más han preocupado durante el mes de julio, la demora en un acuerdo fiscal en los Estados Unidos y una nueva fase de elevada intensidad de la crisis de deuda soberana en Europa. Aspectos ambos que han complicado aún más la gestión de políticas monetarias de sus respectivos bancos centrales, y lo seguirán haciendo, ya que los problemas de fondo no se han solucionado de forma permanente y es previsible más ruido en próximos trimestres. En los Estados Unidos, los datos recientes en el mercado laboral han decepcionado y han interrumpido la buena senda marcada en meses anteriores (un promedio mensual de 22 mil nuevos ocupados en mayo y junio respecto a los 161 mil entre octubre y abril). La tasa de paro ha vuelto a subir, situándose en el 9,2% (8,8% en marzo), aspecto que, junto al aumento de la inflación, penaliza la capacidad de gasto de las familias. A estos datos se une un mercado inmobiliario que, desde la eliminación de las ayudas a la compra, sigue ofreciendo señales mixtas, con un sesgo todavía inclinado hacia el lado negativo. A las dudas que esta situación despierta sobre la capacidad de recuperación de la economía estadounidense, que apenas ha crecido un 0,4% y un 1,3% anualizado en el primer y segundo trimestre, respectivamente, se ha unido la falta de acuerdo político para aumentar el techo de endeudamiento. El 2 de agosto estaba establecida la fecha límite para incrementar el tope de deuda pública más allá de los 14,3 billones de dólares. En caso contrario, no se podría afrontar los pagos del gasto comprometido, una parte del cual ya había sido realizado por encima del límite marcado, con lo que las agencias de calificación habrían revisado de forma inmediata a la baja el *rating* de la deuda soberana estadounidense, con todos los efectos domésticos y exteriores que eso hubiera comportado (aumento de tipos a largo plazo, mayor depreciación del dólar, pérdida de colateral 'AAA' en financiación). La práctica de ampliar el techo de deuda ha sido habitual en las últimas décadas, pero en esta ocasión la confrontación ha sido especialmente intensa, marcada por la discusión en torno a la reducción del déficit. En primer lugar, frente a un ajuste fiscal repartido entre la

reducción del gasto y el aumento de ingresos que planteaba el Gobierno, la oposición ha defendido la vía exclusiva del recorte del gasto. Y en segundo lugar, mientras los demócratas abogaban por una solución estable a medio y largo plazo, los republicanos han sido más partidarios de un acuerdo de mínimos a corto plazo, postura enmarcada en la celebración en 2012 de elecciones presidenciales. Finalmente, el acuerdo de última hora ha consistido en una primera fase de reducción ya consensuada del gasto público en 1 billón de dólares y una segunda fase en la que una comisión de ambos partidos aprobará en noviembre una reducción adicional del déficit de 1,5 billones, que podría articularse con una combinación de nuevos recortes sobre el gasto y de aumentos de impuestos a las rentas más altas.

En materia de política monetaria, antes de entrar en la fase más crítica de las discusiones fiscales, la Reserva Federal había dado por finalizada la fase más expansiva, consistente en la compra de un elevado volumen de deuda pública entre noviembre de 2010 y junio de este año. En julio se han conocido las actas de la reunión en la que se tomó la decisión de sólo reinvertir los vencimientos de la cartera de títulos en deuda pública. En este documento se establecen los pasos a seguir para la normalización de la política monetaria en los próximos años, que abarca aumentos de tipos de interés y la venta total de la cartera de títulos de MBS y de las agencias hipotecarias gubernamentales. Sin embargo, dado el contexto económico (tasa de paro muy superior a la de pleno empleo) y fiscal (con necesidades de financiación elevadas los próximos años), el inicio de este proceso se demorará con toda seguridad, especialmente en lo que a subidas de tipos se refiere, y no es descartable que se recupere un programa de compra de deuda pública por parte de la Reserva Federal. Estimaciones propias sitúan la adquisición de títulos del Tesoro en torno a 260 mil millones anuales en el caso de que sólo se reinviertan los vencimientos del conjunto de la cartera. Este volumen supondría en torno a un 20% del aumento neto de deuda pública previsto para 2012, un porcentaje significativamente inferior al 40% estimado para 2011 y el 75% entre agosto de 2010 y junio de este año. La capacidad para que el sector privado doméstico absorba las nuevas emisiones está en duda y la consecuencia más probable sería un aumento de los tipos a largo plazo, con impacto negativo en el crecimiento.

En cuanto a las turbulencias soberanas en Europa, los diferenciales de la deuda pública de los países periféricos respecto a Alemania alcanzaron a mediados de julio máximos desde la creación de la unión monetaria. La rentabilidad del bono griego a 2 años superó el 40%, descontando así, con una elevada probabilidad, un *default* a corto plazo. Además, se intensificó el contagio a las dos mayores economías de este grupo, España e Italia, aprobando este último por la vía de urgencia un plan de ajuste fiscal para los próximos años. La persistencia de las tensiones y los riesgos de extensión al conjunto del área llevaron, finalmente, a convocar una reunión extraordinaria del Eurogrupo, en la que, no sin problemas, se alcanzaron diferentes acuerdos: a) Nuevo programa de ayuda oficial a Grecia de la Unión Europea y el FMI por valor de 109 mil millones de euros, b) Mejora de las condiciones de la financiación existente y futura para Grecia, Irlanda y Portugal, c) Participación del sector privado en el programa griego en 50 mil millones de euros hasta 2014 (asumiendo una pérdida del 21% en valor presente), y d) Mayores atribuciones al fondo de estabilización, EFSF (financiación preventiva, recapitalización del sistema bancario y compra de deuda pública en los mercados).

Sin embargo, en síntesis, el acuerdo supone un alivio a corto plazo sobre las tensiones de liquidez, no sólo de Grecia sino de otros países periféricos, pero no elimina las dudas sobre la solvencia. Se estima que las pérdidas asumidas por el sector privado reducirán la ratio de deuda pública griega en 12 puntos, similar cuantía a la que contribuirá la nueva ayuda oficial, en comparación con los niveles actuales en torno al 150% del PIB. Además, la falta de concreción de las nuevas atribuciones del EFSF no ayuda a moderar la incertidumbre, especialmente en lo referente al mecanismo para comprar deuda pública en los mercados secundarios, fórmula bien recibida pero entendida como rígida al tener que ser aprobada por demasiadas instancias (miembros del área del euro y BCE). En este contexto, se sigue poniendo en duda que las economías bajo programas de ayudas puedan volver a los mercados en los plazos pactados, no descartándose nuevos acuerdos, con una mayor participación del sector privado (el mercado ha venido recogiendo quitas del 40-50% en el caso de Grecia) o bien con la adopción finalmente de eurobonos (siendo esto último, hoy por hoy, menos probable).

En definitiva, las soluciones adoptadas tanto por las autoridades económicas de los Estados Unidos como de Europa, tienen un grado de validez temporal, al no haber eliminado los problemas de fondo, al seguir condicionadas las decisiones de los bancos centrales por la sostenibilidad fiscal y al persistir la incertidumbre sobre hacia dónde se dirige el ciclo económico. En este contexto, el euro y el dólar siguen penalizados globalmente frente a otros activos, como el oro, el franco suizo, las materias primas y la deuda pública de máxima calificación. Y son previsibles nuevos episodios de turbulencias y nuevas soluciones de última hora que requieren compromisos de más largo plazo.

Eventos económicos y financieros recientes

La Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisa al alza las proyecciones de demanda de petróleo para 2011 y 2012

- El entorno de fuerte crecimiento de las economías emergentes ha hecho revisar al alza las proyecciones de demanda de petróleo para 2011 y 2012 de la AIE. Cabe destacar que el 30% de este aumento esperado de la demanda será de China, con 480.000 barriles diarios más que en 2010. En cambio, se prevé que los países desarrollados reduzcan un 0,3% su demanda, por la debilidad de la recuperación en la cual se encuentran inmersos. Respecto al precio del petróleo, las hipótesis del organismo lo sitúan por encima de 100 dólares tanto en 2011 como en 2012. En este contexto, el precio del barril de tipo Brent ha cerrado el mes de julio en 117 dólares, y el WTI en 96 dólares, un 4,0% y un 0,4% por encima de los valores del mes anterior, respectivamente. En lo que concierne al índice CRB de precios de materias primas, ha aumentado en torno al 7% entre enero y julio.

Crecimiento moderado en EE.UU. y creciente incertidumbre sobre la evolución a medio plazo

- Los datos preliminares del PIB del segundo trimestre señalan un crecimiento trimestral anualizado del 1,3%, con aportaciones positivas de las exportaciones, de la inversión productiva privada y de los inventarios del sector privado. En comparación con el trimestre anterior (crecimiento anualizado del 0,4%, después de una fuerte revisión a la baja desde el 1,9% de la estimación preliminar), la aceleración se ha producido por una reducción en el ritmo de avance de las importaciones y una menor contracción del gasto público, junto con una aceleración de la inversión privada productiva, la cual ha sido parcialmente compensada por la desaceleración del gasto en consumo privado.
- Sobre este último elemento, el consumo familiar, no se observan elementos de mejora a corto plazo, con una inflación que siguió situada en el 3,6% el mes de junio, al igual que el mes anterior, por una desaceleración del precio de la energía, mientras que la inflación subyacente se situó en el 1,6%, una décima por encima del registro del mes anterior. En cuanto al mercado laboral, continuó dando síntomas de debilidad, con una creación de ocupación de 18 miles, muy por debajo de los registros del mes anterior (54 mil), y alejado del promedio del primer cuatrimestre (en torno a 190 mil), mientras que la tasa de paro se situó en el 9,2%, una décima por encima de la de mayo.
- Los indicadores de confianza del consumidor de la Conference Board y de la Universidad de Michigan coinciden en situarse en niveles reducidos. El primero, si bien aumentó cerca de 2 puntos en julio, hasta 59,5, se sitúa por debajo de 66,9 puntos del primer trimestre y de 61,8 del segundo. El indicador de la Universidad de Michigan ha mostrado una caída de cerca de 8 puntos en julio, hasta 63,7, concentrada, principalmente, en el componente de expectativas. En lo que concierne al indicador de confianza empresarial, el ISM de manufacturas mostró una caída de 4,4 puntos en julio, hasta 50,9, registro que corrobora el debilitamiento de la recuperación de la economía estadounidense.

Deterioro de los indicadores de confianza en el área del euro

- El índice de Sentimiento Económico publicado por la Comisión Europea mostró en julio una caída de 2,2 puntos, hasta 103,2. Se trata de la quinta caída consecutiva, liderada por la industria y los servicios.
- En cuanto a la producción industrial, su componente de ciclo-tendencia mostró un avance del 0,3% mensual en mayo, registro que representa una desaceleración en términos interanuales, desde el 5,8 hasta el 5,3%. Respecto al índice IFO de confianza empresarial alemana, mostró en julio un retroceso cercano a tres puntos, que puede indicar expectativas menos favorables en los próximos meses.
- En julio se suavizan las expectativas inflacionistas, con un retroceso de dos décimas en el indicador avanzado del IPCA, hasta el 2,5%, desde el 2,7% registrado en mayo y junio. Sin embargo, continúa situada por encima del nivel óptimo de referencia, del 2%.
- Sobre el mercado laboral, la tasa de paro de junio se situó en el 9,9% por quinto mes consecutivo.

Mejora del mercado laboral español el segundo trimestre, por factores estacionales

- Los datos correspondientes al segundo trimestre de 2011 señalan una creación neta de ocupación de 151 mil, que responde, principalmente, a factores estacionales, si bien es el registro más elevado desde el segundo trimestre de 2007. No obstante, es preciso hacer dos apreciaciones de tipo cualitativo a estos resultados. En primer lugar, el 91% de los nuevos asalariados es de carácter temporal, y, en segundo lugar, un 53% de los ocupados a tiempo parcial no han podido encontrar una ocupación a tiempo completo. La tasa de paro se ha situado en el 20,9%, desde el 21,3% anterior.
- Las exportaciones españolas han seguido mostrando un elevado dinamismo, y en los cinco primeros meses de este año han avanzado un 20,2% interanual, por encima de las importaciones, que han crecido el 14,4%.
- La inflación continúa con una senda de moderación gradual, y entre abril y julio la desaceleración alcanza 0,7 puntos porcentuales, desde el 3,8% hasta 3,1%, según el indicador avanzado. El componente de energía se ha desacelerado en más de tres puntos en el periodo mencionado.
- La demanda interna continúa débil, con caídas del índice de comercio al por menor (-7,4% interanual en julio), del indicador de actividad de los servicios (-0,8% interanual en mayo, corregido de efectos de calendario), del índice de producción industrial (-0,5% interanual en mayo), de los viajeros y las pernoctaciones del turismo residente (-0,9 y -1,9%, respectivamente acumulado de los seis primeros meses del año) y de las matriculaciones de turistas (-24,1% acumulado en enero-julio).

El sector exterior de mercancías y de turismo impulsa a la economía catalana

- El sector turístico hotelero ha mostrado un comportamiento expansivo del segmento extranjero, con avances en torno al 13% tanto de los viajeros como de las pernoctaciones en enero-junio de 2011, respecto al mismo periodo de 2010. Esto contrasta con un segmento interno que aún no se ha recuperado, con bajadas en torno al 4% en el periodo mencionado, tanto de viajeros como de pernoctaciones.
- En cuanto a las exportaciones de mercancías, avanzaron un 16,4% interanual en el primer cuatrimestre de este año, por encima del avance de las importaciones (14,4%), y el déficit comercial llegó a 6,7 miles de millones de euros acumulados de los cuatro primeros meses del año, un 8% más elevado que en el mismo periodo del año anterior.
- La producción industrial acumula una caída del 1,0% interanual en los cinco primeros meses del año, si bien el indicador de clima industrial ha aumentado 4 puntos en junio, lo que indica unas perspectivas ligeramente más favorables en los próximos meses. En este contexto destacan los pedidos extranjeros, en el nivel más elevado desde el inicio de la crisis.

La crisis de deuda soberana y las discusiones sobre la deuda pública estadounidense pasan factura a los principales mercados bursátiles

- Las dudas sobre el segundo rescate a Grecia provocaron un movimiento alcista de las primas de riesgo en los países del sur de Europa, hasta niveles máximos históricos en algunos casos. La aprobación posterior suavizó esta tendencia, con un movimiento bajista, que, sin embargo, al cierre del mes de julio no ha conseguido compensar del todo el anterior. Así, los diferenciales se han situado en 1.238 pb en Grecia, 852 en Irlanda, 851 en Portugal, 354 en España, 334 en Italia y 184 en Bélgica a finales de julio.
- Ante la situación de incertidumbre algunos metales preciosos, como el oro, algunas divisas, como el franco suizo y la deuda a largo plazo de Alemania y de EE.UU. están atrayendo capitales frente a los activos de mayor riesgo. En concreto, el oro se ha revalorizado el 8,4% en julio, el franco suizo se ha apreciado el 7,2%, el tipo de interés del bono a 10 años estadounidense ha pasado del 3,2% al 2,8% al cierre de julio y el del bono alemán del 3,0% al 2,5%.
- La crisis de deuda soberana europea y la difícil negociación de la ampliación del techo de la deuda pública estadounidense han hecho retroceder a los principales índices bursátiles. El Dow Jones cayó el 2,2%, el Euro-Stoxx el 6,0% y el Íbex-35 el 7,0%. En cuanto al Nikkei japonés, ha avanzado el 0,2% al cierre de julio.
- Las dudas sobre el crecimiento de EE.UU. han presionado al alza la cotización del euro, mientras que, en el extremo opuesto, la crisis de deuda soberana la ha presionado a la baja. El saldo neto del mes de julio ha sido de una ligera depreciación, hasta 1,44 EUR/USD. En cuanto al yen, se ha apreciado en torno al 5% tanto respecto al dólar (hasta 76,7 USD/JPY) como al euro (hasta 110,5 EUR/JPY).



Análisis

Impacto sobre el sector exterior español de una desaceleración del crecimiento en el área del euro

El conjunto del área del euro registró un notable dinamismo en el primer trimestre (0,8%), liderado por las economías centrales, entre las que Alemania mostró un extraordinario crecimiento (1,4%). A partir de la primavera, sin embargo, los datos parciales de actividad han ido revelando un menor impulso, reforzado por el deterioro en los indicadores de confianza empresarial. De realizarse un escenario menos favorable en los principales socios comerciales, la recuperación de la economía española se vería dificultada en su principal fuente de crecimiento de los últimos trimestres, las exportaciones. A continuación, se analiza, en primer lugar, la relación entre las ventas de bienes de España al resto del área del euro y la demanda en estos países, desagregando entre bienes de consumo, de inversión e intermedios. En segundo lugar, se realiza una aproximación a la intensidad de la desaceleración del área del euro desde el segundo trimestre, utilizando como variables de referencia los indicadores de sentimiento general, de la industria y de los consumidores. Finalmente, las conclusiones recogen la relación entre ambos aspectos, valorando el impacto directo sobre el crecimiento de España que este nuevo escenario plantea¹.

La reactivación industrial europea en la base del auge exportador de España

Los países del área del euro constituyeron en 2010 el destino del 56% de las exportaciones españolas de bienes. Por tipología de productos, estos porcentajes fueron del 65% para los bienes de consumo, del 47% para los de capital y del 51% para los intermedios. De esta forma, estos mercados constituyen el grueso de las ventas empresariales al exterior y han sido un elemento dinamizador de la demanda externa desde 2010. Las exportaciones españolas al resto del área del euro avanzaron a un ritmo medio anual cercano al 3% entre 2000 y 2007, ralentizando su crecimiento en 2008 al 1,3% y contrayéndose en 2009 un 8,4%. En 2010 iniciaron una intensa recuperación, con un aumento del 15,4%, que tuvo continuidad en el primer trimestre de 2011, cuando se registró un incremento interanual del 12,6%.

Es de especial interés analizar de forma desagregada el comportamiento de las exportaciones, ya que los patrones de recuperación de los diferentes componentes del PIB presentan importantes divergencias. Así, se compara la evolución de las exportaciones españolas de bienes de consumo al resto del área del euro con la del consumo privado de estas economías, y lo mismo para las ventas de bienes de capital y la inversión en bienes de equipo, y para las exportaciones de bienes intermedios y la producción industrial en el sector manufacturero. Hay que tener en cuenta que las sensibilidades entre los correspondientes pares de variables no son fijas y dependen de factores tales como la competitividad de los productos de exportación o cambios en la demanda relativa de productos que beneficien/perjudiquen según la estructura exportadora.

Las exportaciones de bienes de consumo al resto del área del euro habían aumentado un 1,6% en promedio anual entre 2000 y 2007, un ritmo inferior a la media. A diferencia del conjunto, en 2008 y 2009 se aceleró el avance, hasta el 4,3% y el 2,7%, respectivamente, y no fue hasta 2010 cuando registró una caída, del 2,1%. En el primer trimestre de 2011 muestra un crecimiento del 6,5% interanual. Este patrón de comportamiento se ha producido en un contexto en el que el consumo privado se desaceleró en 2008, pasando de un crecimiento medio del 1,8% en 2000-2007 a un 0,7%, se contrajo moderadamente en 2009, un 0,3%, y se recuperó también de forma leve en 2010, con un avance del 0,7%, acelerado hasta el 1,1% interanual en el primer

¹ Los datos de exportaciones españolas proceden del Ministerio de Economía y Hacienda, los componentes del PIB y los índices de producción industrial de Eurostat, y los índices de confianza de la Comisión Europea. Para las exportaciones, los valores nominales corregidos de variaciones estacionales son deflactados por los índices de valor unitario y posteriormente agregados trimestralmente. Los componentes del PIB están expresados en euros constantes de 2000 y se detrae el valor de España del agregado del área del euro. En el caso de la producción industrial, para calcular el índice excluyendo a España se utiliza la ponderación del VAB del sector, mientras que en los índices de confianza la del conjunto del PIB. En ambos casos, los datos mensuales son transformados a frecuencia trimestral. Los escenarios planteados toman como referencia los datos de Contabilidad Nacional de España publicados por el INE. El período empleado para el cálculo de sensibilidades es el comprendido entre 2000 y 2011.

trimestre de 2011. Por lo tanto, la vinculación entre ambas variables habría sido en apariencia inexistente los últimos años. Esta desvinculación podría explicarse por los programas de ayuda a la compra de automóviles en Europa establecidos a finales de 2008 o principios de 2009 (las matriculaciones al resto del área del euro crecieron un 6,6% en 2009 frente al descenso del 4,2% en 2008) y por la relativa especialización de las exportaciones españolas en este producto (un 10-12% sobre el total de exportaciones y en torno a un 30% de las de bienes de consumo durante los últimos años). En la misma línea, la fuerte caída de las exportaciones de estos productos en 2010 tendría como marco el agotamiento de la mayoría de estos programas (las matriculaciones se redujeron un 9,2%), mientras que en el primer trimestre de 2011 se observó cierta recuperación, un 1,0%, liderada por los dos principales mercados (un 13,9% en Alemania y un 9,0% en Francia).

En cuanto a las exportaciones españolas de bienes de capital al resto del área del euro, éstas aumentaron a un ritmo medio anual del 3,3% entre 2000 y 2007, crecimiento similar al registrado en 2008 (3,5%). El profundo cambio de escenario económico a partir de finales de ese mismo año llevó a un hundimiento de las ventas de estos productos al resto del área del euro, con una caída del 19,5%. A partir de 2010, sin embargo, comienza una reactivación intensa de las exportaciones, con un crecimiento del 27,7%, seguido de un aumento interanual del 43,9% en el primer trimestre de 2011. El patrón de comportamiento es, así, similar al de conjunto de exportaciones, y responde al seguido por la inversión en bienes de equipo en el resto del área del euro, que promedió un avance del 3,2% en 2000-2007, creció un 2,4% en 2008, se contrajo un 13,5% en 2009, aumentó un 2,6% en 2010 y un 7,7% en los tres primeros meses de este año.

Exportaciones de España al área del euro y macromagnitudes explicativas. 2000-2011

Variación en porcentaje

Gráfico 1

PIB y exportaciones totales

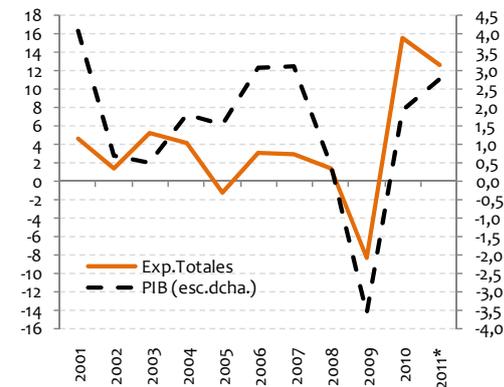


Gráfico 2

Consumo privado y exp. de bienes de consumo

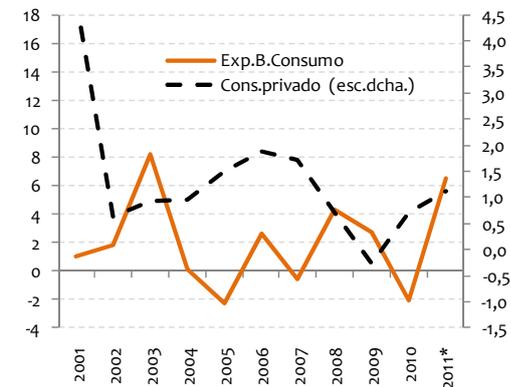


Gráfico 3

Inversión en equipo y exp. de bienes de capital intermedios

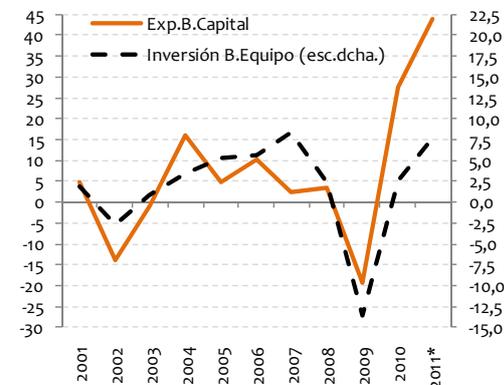
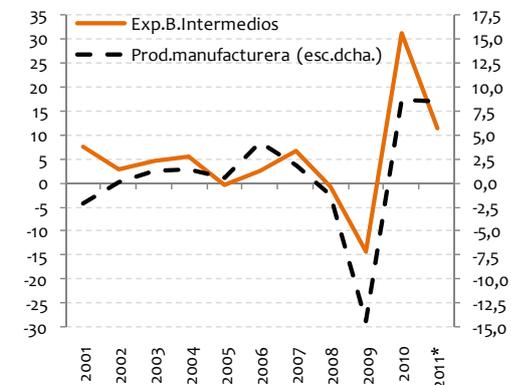


Gráfico 4

Producción manufacturera y exp. de bienes



*Variación interanual del primer trimestre

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat y del Ministerio de Economía y Hacienda

Finalmente, en el caso de las exportaciones españolas de bienes intermedios al resto del área del euro, el patrón de cambio es similar al del conjunto y al de las de bienes de capital, si bien algo más adelantado en el tiempo. De esta forma, el crecimiento en 2000-2007 fue de un 4,1% en promedio anual, en contraste con la caída del 0,8% en 2008 y del 14,2% en 2009. En 2010 inician la recuperación con un notable avance del 31,0%, continuado en el primer trimestre de 2011 con un aumento interanual del 11,4%. El comportamiento de la producción industrial del sector de manufacturas en el resto del área del euro es muy similar y está en la base de la dinámica exportadora española de bienes intermedios. De un promedio de crecimiento anual del 1,0% entre 2000 y 2007, la producción retrocedió un 1,3% en 2008 y un 14,3% en 2009, recuperándose a un ritmo del 8,6% en 2010 y del 8,4% en el primer trimestre de 2011.

Los ritmos elevados de avance de la producción manufacturera, así como los de la inversión en bienes de equipo, y en contraste con las variaciones de menor intensidad del consumo privado, ponen de manifiesto que la recuperación en el resto del área del euro se ha venido sustentando sobre el sector industrial, impulsado por un escenario de fuerte crecimiento del área emergente que ha favorecido las exportaciones. Y, de forma, indirecta, a través de este canal, se ha trasladado al buen comportamiento de las exportaciones españolas a sus principales socios comerciales, ya sea en forma de demanda de medios productivos o de inputs para satisfacer los nuevos pedidos. Además, las elasticidades de las exportaciones de bienes de capital y de bienes intermedios respecto a las variables explicativas comentadas presentan desde 2010 valores significativamente elevados, lo que sugiere que las empresas exportadoras españolas se han posicionado de forma muy positiva en la expansión de la demanda del resto del área del euro.

Macromagnitudes del resto del área del euro e índices de confianza asociados. 2000-2011*

Variación en porcentaje e índices en puntos

Gráfico 5

PIB e Índice de Sentimiento Económico

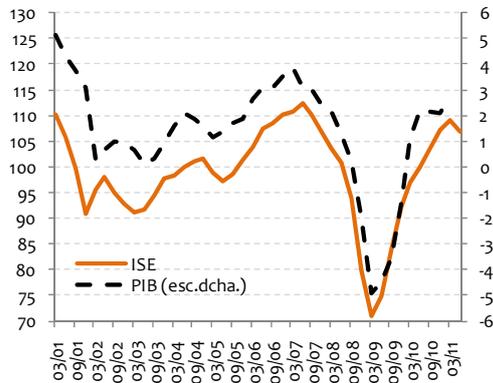


Gráfico 6

Consumo privado y confianza del consumidor

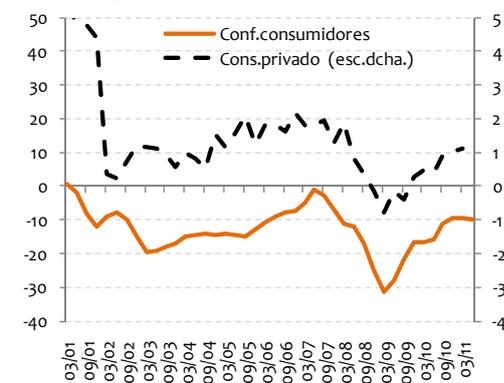


Gráfico 7

Inversión en equipo y confianza industrial

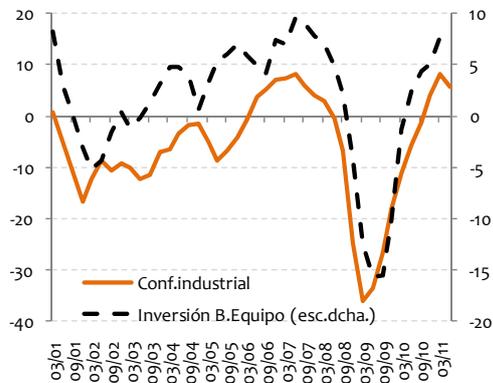
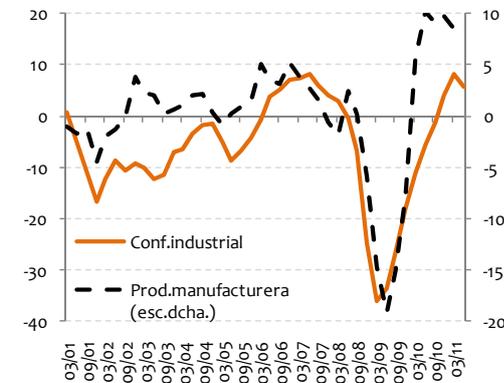


Gráfico 8

Producción manufacturera y confianza industrial



*Variación interanual para las macromagnitudes hasta el primer trimestre de 2011 e índices de confianza hasta el segundo

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat y de la Comisión Europea

Los índices de confianza muestran un freno del crecimiento en el área del euro

El área del euro registró un crecimiento del 0,8% en el primer trimestre de 2011, liderado por los avances de Alemania (1,5%) y Francia (1,0%), pero también acompañados de notables aumentos en los países centrales de menor tamaño (Bélgica y Austria un 1,0%, los Países Bajos un 0,9% y Finlandia un 0,8%). Las otras dos grandes economías del área, Italia y España, mostraron avances muy modestos, del 0,1% y del 0,3%, respectivamente. El intenso dinamismo reflejó no sólo factores transitorios, vinculados al impacto adverso de la climatología a finales de 2010, y el impulso del exterior, sino cierta ampliación de la base de crecimiento a la demanda interna.

Desde la primavera de este año, sin embargo, el escenario económico internacional y europeo se ha tornado menos expansivo y con un panorama amplio de riesgos a la baja: revalorización de las materias primas, aumento de la inflación, recalentamiento de economías emergentes, mayor intensidad de la crisis soberana en Europa, catástrofe en Japón, finalización del programa de compra de deuda pública de la Reserva Federal de los EE.UU. y dudas sobre las finanzas públicas en los EE.UU. y en Japón.

Esta situación se ha trasladado a los indicadores de confianza general y empresarial. En el área del euro sin España, el Índice de Sentimiento Económico (ISE) alcanzó un máximo del ciclo en febrero, situándose en 109,5 puntos, por encima del promedio de 101,1 puntos registrado desde 1987. Desde entonces, sin embargo, muestra una tendencia decreciente, hasta los 106,1 puntos en junio, con las mayores correcciones en abril y mayo. El ISE muestra una correlación positiva contemporánea con la variación interanual del PIB, con una sensibilidad media estimada para el período 2000-2011 de 0,21 puntos del PIB por cada punto del ISE. Esta cifra supondría que en el segundo trimestre de este año, en el que el ISE ha retrocedido en promedio trimestral 2,1 puntos, el crecimiento del PIB en el resto del área del euro se habría moderado algo más de cuatro décimas, pasando del 2,5% al 2,0-2,1%. De cara al tercer trimestre, si se mantuviera el nivel de junio, la desaceleración adicional sería cercana a las dos décimas, situando el avance interanual por debajo del 2%.

Esta misma aproximación se puede realizar para los diferentes componentes del PIB empleados en el análisis anterior sobre las exportaciones españolas. Así, respecto al consumo privado, la sensibilidad respecto al índice de confianza correspondiente es de 0,13. Considerando que este índice apenas se modificó en el segundo trimestre (pasó de -9,3 a -9,6 puntos), el cambio de crecimiento en el gasto de las familias habría sido reducido. Lo mismo puede decirse para el tercer trimestre en la hipótesis de que se mantienen los niveles de junio.

Mayores cambios se han registrado en el índice de confianza del sector industrial, con impacto tanto en la producción como en las decisiones de inversión. De esta forma, el índice, que había alcanzado un máximo no sólo cíclico sino también absoluto en toda la serie, situándose en 8,4 puntos en marzo, ha mostrado una tendencia decreciente desde entonces, situándose en 4,6 puntos. Con una sensibilidad de 0,54 puntos para la inversión en bienes de equipo y de 0,45 puntos para la producción manufacturera, la caída del índice de 2,3 puntos en el segundo trimestre, se trasladaría a una desaceleración del crecimiento de estas magnitudes de 1,3 y 1,0 puntos, respectivamente. Respecto al tercer trimestre, la persistencia de los niveles de junio supondría un descenso trimestral de 1,2 puntos en el índice confianza industrial, por lo que el crecimiento de la inversión en equipo y la producción manufacturera se moderarían en torno a seis décimas adicionales.

La ralentización europea y el panorama de riesgos amenazan la continuidad del tirón exportador en la recuperación española

La economía española ha registrado un crecimiento medio trimestral del 0,1% entre el segundo trimestre de 2009, final de la fase más severa de la recesión, y el primero de 2011, último dato disponible. En este período, las exportaciones de bienes muestran una contribución promedio a la variación del PIB de 0,7 puntos por trimestre, constituyendo así el único elemento de impulso sobre el crecimiento. La ralentización del resto del área del euro, el principal mercado de exportación, supone una dificultad más en la senda de recuperación española.

Para realizar una aproximación cuantitativa a este fenómeno se utilizan a continuación las elasticidades de las exportaciones de las diferentes tipologías de productos a las variables de demanda relacionadas. En el caso de los bienes de consumo no parece existir una relación significativa, aunque, dado que no se esperan cambios significativos en el crecimiento del gasto familiar, podría decirse que la contribución de este segmento a la variación de exportaciones no variará en los trimestres centrales del año.

Resultados más concluyentes pueden extraerse del análisis de las exportaciones de bienes de capital y de bienes intermedios, ambas con una elasticidad en torno a 1,5 respecto a la inversión en bienes de equipo y de la producción manufacturera del resto del área del euro, respectivamente. Esta sensibilidad nos daría la pérdida de dinamismo de las exportaciones de unos 2 puntos en el caso de los bienes de capital y de 1,5 puntos en los intermedios de cara al segundo trimestre, si bien la moderación en el primer caso podría ser mayor dado que el dato observado en el primer trimestre fue excepcionalmente alto.

En el conjunto de las exportaciones españolas al área del euro, las de bienes de consumo suponen en torno a un 42%, las de bienes de capital un 8% y las de bienes intermedios el 51%. Con estas ponderaciones, y considerando la reducción de la variación interanual en 0, 2 y 1,5 puntos, respectivamente, el agregado moderaría su avance en 0,9 puntos en el segundo trimestre de 2011. Si se tiene en cuenta que las exportaciones de bienes suponen un 18% del PIB y que dentro de ellas las dirigidas al área del euro un 56%, el impacto en el crecimiento agregado de España sería de una décima menos de avance interanual entre marzo y junio, pasando, *ceteris paribus*, del 0,8% al 0,7%. Este cálculo habría que corregirlo parcialmente por el impacto compensatorio que generaría el menor impulso de las importaciones, dado el contenido de éstas en las exportaciones.

Y para el tercer trimestre, bajo la hipótesis de estabilidad de la confianza de los agentes, con las seis décimas menos de avance de la inversión en bienes de equipo y de la producción manufacturera, las exportaciones al área del euro moderarían su crecimiento entre 3 y 4 décimas, con un impacto marginal sobre el conjunto de la economía española.

Sin embargo, un escenario de mayor ralentización del resto del área del euro y una desaceleración del área emergente tendrían, lógicamente, un efecto de mayor freno en las exportaciones, que, de no mediar un efecto compensatorio de la demanda interna, hoy improbable, condicionarán un lento dinamismo para la economía española en la segunda mitad de 2011.

Un ejercicio de simulación sería asumir que el deterioro de la confianza empresarial en el segundo trimestre repite su patrón en el tercero (como apunta la caída del ISE en julio) y que el impacto sobre las exportaciones es equivalente en intensidad a todos los mercados de destino, y no sólo a los del área del euro. Bajo estos dos supuestos, el impacto en el crecimiento en el segundo trimestre sería cercano a dos décimas. En cuanto al tercer trimestre, las exportaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios moderarían su avance en torno a 3 y 2,5 puntos, respectivamente, lo que, manteniendo el impulso de las de bienes de consumo, supondría un crecimiento menor de las exportaciones de bienes en 1,6 puntos y del PIB en 0,3 puntos.

A estos resultados cabría añadir un factor adicional de impacto potencial negativo, consistente en la traslación del escenario de menor crecimiento a la confianza de los consumidores y al gasto familiar, a través del mercado laboral fundamentalmente.

Escenarios de ralentización en el crecimiento de las exportaciones españolas de bienes*

Variación interanual en porcentaje

Gráfico 9

Exportaciones al resto del área del euro

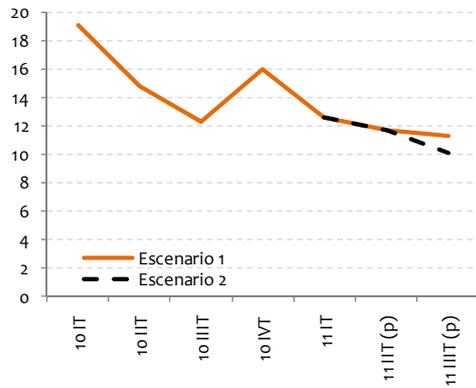


Gráfico 10

Exportaciones totales

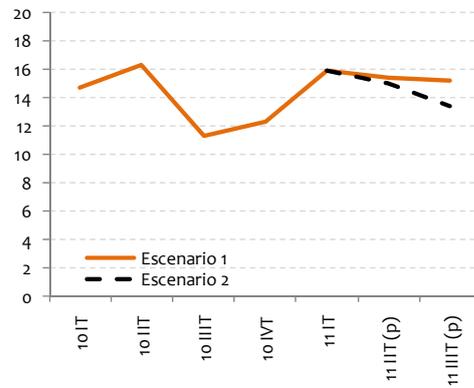
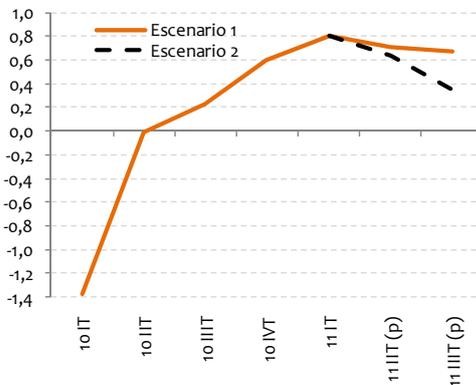


Gráfico 11

PIB



*El Escenario 1 supone el mantenimiento de los niveles de confianza de junio en todo el tercer trimestre y del dinamismo de las exportaciones fuera del área del euro, mientras que el Escenario 2 asume un deterioro adicional de la confianza en el tercer trimestre igual al del segundo y una extensión de la ralentización de las exportaciones al conjunto de destinos geográficos. Se asume un peso de las exportaciones al área del euro del 56% y un peso de las exportaciones de bienes en el PIB del 18%.

(p) previsiones;

Fuente: elaboración propia sobre datos del INE y del Ministerio de Economía y Hacienda



Principales indicadores de coyuntura económica. Economía internacional

Producto Interior Bruto (PIB)		Media anual	Últimos datos trimestrales					
Variación interanual real en %			03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
EE.UU	2010	3,0	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,6
Japón	2010	4,0	5,6	3,1	5,0	2,2	-1,0	-
Reino Unido	2010	1,4	-0,2	1,6	2,5	1,5	1,6	0,8
Área del euro	2010	1,7	0,9	2,0	2,0	2,0	2,5	-
Alemania	2010	3,5	2,5	4,3	3,9	3,8	5,2	-
Francia	2010	1,4	1,0	1,5	1,6	1,4	2,1	-

Indicadores mensuales. Área del euro		Media anual	Últimos datos mensuales					
Variación interanual real en %			01/2011	02/2011	03/2011	04/2011	05/2011	06/2011
Índice de Producción Industrial (IPI)*	2010	7,5	6,3	7,9	5,8	5,4	4,5	-
Índice de Precios al Consumo (IPC)	2010	1,6	2,4	2,5	2,6	2,8	2,7	2,7
Tasa de paro**	2010	10,2	10,0	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9

Principales indicadores de coyuntura económica. Tipos de interés

Indicador		Final del periodo	Cotización (final de periodo)					
En %			02/2011	03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	30/06/2011
Tipo BCE	2010	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,50
Euribor 3 meses	2010	0,94	1,05	1,18	1,35	1,38	1,49	1,49
Euribor 12 meses	2010	1,47	1,54	1,95	2,10	2,11	2,14	2,14
Deuda alemana 10 años	2010	2,96	2,53	3,35	3,26	3,03	3,01	3,03
Tipo FED	2010	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EE.UU. 10 años	2010	3,29	2,60	3,47	3,29	3,06	3,16	3,16
Tipo Banco de Inglaterra	2010	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipo Banco de Japón	2010	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Principales indicadores de coyuntura económica. Economía española y catalana

Indicadores trimestrales		Media anual	Últimos datos					
Variación interanual en %			03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
PIB real España	2010	-0,1	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,8	0,8
PIB real Cataluña	2010	0,1	-2,7	-1,5	0,2	0,5	1,2	1,1
Tasa de paro España**	2010	20,1	20,1	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
Tasa de paro Cataluña**	2010	17,8	17,9	17,7	17,4	18,0	19,0	18,1
Ocupación España	2010	-2,3	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9
Ocupación Cataluña	2010	-1,6	-4,1	-1,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,2
Transacciones inmobiliarias España	2010	5,9	2,3	27,7	-25,1	14,4	-30,4	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010	15,7	11,5	43,7	-22,2	23,5	-32,5	-

Indicadores mensuales		Media anual	Últimos datos					
Variación interanual en %			02/2011	03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	07/2011
IPI España *	2010	0,8	2,4	3,1	-0,7	-1,2	-0,8	-
IPI Cataluña *	2010	4,5	6,6	-0,6	-1,8	-8,5	3,6	-
IPC España	2010	1,8	3,6	3,6	3,8	3,5	3,2	3,1 (a)
IPC Cataluña	2010	2,0	3,6	3,5	3,8	3,5	3,3	-
Pernoctaciones hoteleras España	2010	6,4	8,5	7,7	14,1	2,9	12,1	-
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2010	11,3	3,0	4,5	9,4	-2,6	15,6	-
Índice de comercio al por menor España***	2010	-1,6	-4,3	-8,6	-2,1	-6,6	-7,0	-
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2010	0,8	-4,8	-7,6	-3,0	-4,6	-8,4	-

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

Fuente: Ecowin