

Informe de coyuntura económica y financiera

Marzo de 2012

Visión general *La relajación de las tensiones financieras ha permitido una cierta mejora de las expectativas económicas* **2**

Eventos económicos y financieros recientes **4**

Análisis *Contracción del crecimiento del área del euro en la última parte del año* **6**

Principales indicadores de coyuntura **12**

Visión general

La relajación de las tensiones financieras ha permitido una cierta mejora de las expectativas económicas

La primera subasta de liquidez a 3 años por parte del BCE del mes de diciembre, junto a los avances en los acuerdos políticos hacia una mayor integración fiscal, permitieron, en la última parte de 2011, relajar las tensiones de los mercados de deuda pública del área del euro. Esta evolución, más favorable, de los mercados financieros se ha prolongado en los primeros meses de 2012, permitiendo que determinados indicadores macroeconómicos se hayan comportado mejor de lo esperado, especialmente significativos en los EE.UU., al mismo tiempo que en Europa se consolidan las mejoras de los indicadores de confianza.

En los EE.UU., la segunda estimación del PIB del cuarto trimestre de 2011 mostró un crecimiento trimestral anualizado del 3,0%, dos décimas superior a la primera estimación, gracias a la revisión al alza de la inversión residencial, así como del consumo privado. Los indicadores económicos más recientes avanzan en el mismo sentido. Desde el lado de la oferta, los indicadores de confianza del sector manufacturero consolidan una evolución favorable hasta febrero, aunque la producción industrial de enero se estancó, al mismo tiempo que la capacidad utilizada se redujo ligeramente. En el mercado laboral mantuvo una evolución muy favorable en enero, con una contratación neta de 243 mil personas, permitiendo reducir la tasa de desempleo hasta el 8,3%. El mercado residencial, si bien los datos de precios de la vivienda de diciembre mantienen una evolución desfavorable, los indicadores de actividad del sector de enero han registrado una mejora considerable, como muestra el avance de las ventas de vivienda de segunda mano. Bajo este contexto, la Reserva Federal mantiene un discurso cauteloso respecto a la senda de crecimiento económico, y especialmente sobre el mercado laboral, ya que anticipa que las señales favorables de los últimos meses son insuficientes para recuperar, a corto plazo, el nivel de pleno empleo.

Si bien es cierto que el conjunto de indicadores de confianza de los meses de enero y febrero han sido mejor de lo esperado, gracias, en parte, a la relajación de las tensiones en los mercados financieros, los datos de actividad de la última parte de 2011 fueron especialmente adversos para el conjunto de economías desarrolladas, así como para las emergentes. En este sentido, Japón registró una contracción de la actividad del 0,6% trimestral en el último trimestre del año, mientras que la China moderó su crecimiento por encima de lo previsto, hasta el 8,9% interanual, crecimiento que estuvo mermado por el deterioro del comercio exterior. En este escenario más adverso de lo previsto, las autoridades chinas han reducido su objetivo de crecimiento para 2012 hasta el 7,5% (8,0% anterior), al mismo tiempo que el Banco Central chino ha reducido el coeficiente de reserva bancario en medio punto porcentual, con el objetivo de incentivar el crédito al sector privado.

En el área del euro, finalmente, las autoridades europeas (Comisión Europea y BCE), junto con el FMI, han acordado liberar el segundo paquete de ayuda financiera internacional a Grecia. Tras varias semanas de desacuerdo, se ha aprobado un nuevo plan de ajuste fiscal, que pretende reducir el nivel de deuda pública griega hasta el 120,5% en 2020, a la vez que se ha otorgado un préstamo por valor de 130.000 millones de euros hasta 2014. El acuerdo incluye una quita voluntaria del sector privado del 53,5%, a la vez que se reduce el tipo de interés con carácter retroactivo, aplicando un diferencial de 150 puntos básicos sobre el Euríbor.

Respecto a la evolución económica del conjunto del área del euro, la estimación preliminar del PIB del cuarto trimestre de 2011 muestra una contracción de la actividad del 0,3% trimestral, tras el incremento del 0,1% del trimestre anterior. Esta contracción ha sido generalizada en todos los países del área, a excepción de Francia, que registró un crecimiento del 0,2%, impulsado por la fortaleza de la inversión y las exportaciones. No obstante, los primeros indicadores de confianza publicados de febrero han mejorado significativamente, por lo que se anticipa una cierta estabilidad en el nivel de actividad económica. Es bajo este contexto que la Comisión Europea (CE) anticipa una modesta contracción del PIB del conjunto del área del euro para 2012, revisando a la baja respecto a anteriores proyecciones (0,5% en noviembre de 2011). El escenario descrito por la CE establece un comportamiento asimétrico entre economías, por lo

que las caídas más relevantes se registrarán en aquellas economías que están sujetas a planes de ajuste fiscal, principalmente las periféricas, mientras que las economías centrales mostrarán un crecimiento modesto en su conjunto, inferior al 1,0%.

Bajo este contexto de menores expectativas de crecimiento del conjunto del área del euro, el BCE ha decidido mantener los tipos de interés estables en el 1,0% en la reunión de febrero, mientras que relajaba nuevamente las exigencias de colateral a las entidades financieras, lo que ha permitido un incremento de la demanda de liquidez en la segunda subasta a 3 años. De esta manera, 800 entidades financieras acudieron a la subasta del BCE, solicitando 529.531 millones de euros.

En cuanto a la economía española, el deterioro de la actividad ha tenido un impacto severo, especialmente sobre el mercado laboral, por lo que se mantiene una evolución desfavorable del paro registrado en los primeros meses del año. El mes de febrero ha sido especialmente intenso en cuanto a reformas institucionales, con la aprobación de una nueva reforma financiera, por la que el gobierno espera que se inicie la senda de crecimiento del crédito, a la vez que se aprobó la reforma laboral, que permite una mayor flexibilidad laboral, con plena facultad de la empresa para alterar la jornada laboral, el horario e incluso el salario, para poder adaptar con mayor facilidad la oferta a cambios en la demanda. Con todo, las expectativas de crecimiento para 2012 son desfavorables, por lo que la Comisión Europea estima una contracción del PIB del 1,0%, mientras que las previsiones del gobierno anticipan una contracción aún mayor del 1,7%, en la que se incluyen ajustes fiscales adicionales para poder reducir el déficit público, del 8,51% de 2011 al 5,8% que se ha fijado como objetivo para 2012.

La respuesta de los mercados financieros, tanto al acuerdo de Grecia, la mayor liquidez del BCE, los pasos previstos en reformas estructurales de las economías periféricas, así como a la relativa mejora de los indicadores de confianza, ha permitido moderar las tensiones en los mercados de deuda soberana, así como leves incrementos en los mercados de renta variable. La relativa mejora de la confianza en los mercados europeos ha permitido al euro apreciarse ligeramente respecto al dólar, por lo que ha mantenido una cotización estable a lo largo del mes en torno a los 1,32 dólares por euro. Sin embargo, el foco de los mercados financieros se ha centrado a lo largo del mes en el precio del barril de petróleo tipo Brent, que, derivado de las tensiones en el suministro de Irán, ha repuntado hasta los 127 dólares por barril, desde los 110 dólares del mes de enero.

Eventos económicos y financieros recientes

EE.UU. continúa con una evolución favorable de los principales indicadores económicos

- La segunda estimación del PIB del cuarto trimestre de 2011 lo ha situado en el 3,0% trimestral anualizado, registro que representa una revisión al alza de dos décimas. Este repunte se ha dado gracias al mejor comportamiento de la inversión no residencial y del consumo privado, con respecto a la primera estimación.
- Para el mes de febrero se anticipa una continuidad en la evolución más favorable del mercado laboral, según las peticiones semanales de paro, que durante el mes de febrero se han situado en niveles mínimos de 2008.
- La evolución general más expansiva se refleja en los índices de confianza de los consumidores. Así, el índice de la Conference Board repuntó en febrero en poco más de 9 puntos, hasta 75,0, alcanzando el nivel máximo de los últimos 12 meses.
- Sin embargo, la confianza empresarial mostró un ligero retroceso en febrero, con una caída de 1,7 puntos del índice PMI de manufacturas, hasta el 52,4, aún por encima del umbral de 50 (que marca expansión para niveles superiores y contracción para los inferiores).
- Dentro del mercado de la vivienda, los últimos datos de ventas de segunda mano mostraban un repunte del 4,3% en enero, si bien en términos interanuales se pasaba del 2,7% al 0,7%. En cuanto al precio de la vivienda, el índice estimado por la Oficina Federal de Vivienda registraba un avance del 0,7% en diciembre, que en términos interanuales representaba un 0,8%, con una aceleración desde el -2,3% de noviembre.

La Comisión Europea revisa a la baja las previsiones de crecimiento para 2012

- Los datos de la segunda estimación del PIB del área del euro del cuarto trimestre de 2011 muestran una caída trimestral del 0,3% (en términos interanuales, se pasó del 1,3% del tercer trimestre, hasta el 0,7% en octubre-diciembre), con una bajada generalizada de los componentes de la demanda interna, que contribuye negativamente (-0,6 puntos porcentuales), y una aportación positiva de la demanda externa (+0,3 puntos), por una mayor contracción de las importaciones. Esto confirma el debilitamiento que se produjo en la segunda parte del año, y que se espera que continúe a lo largo de 2012, según las previsiones de los principales organismos internacionales.
- En este sentido, la Comisión Europea situó las previsiones de crecimiento del PIB del área del euro en el -0,3% en 2012, con evoluciones diferenciadas entre las economías de Austria (0,7%), Alemania (0,6%), Irlanda (0,5%) y Francia (0,4%), por una parte, y Grecia (-4,4%), Portugal (-3,3%), Italia (-1,3%) y España (-1,0%), por otra. Los Países Bajos y Bélgica, con retrocesos del 0,9% y el 0,1%, respectivamente, formarían parte del segundo grupo de países mencionado. Pese a este escenario menos optimista, el organismo prevé que en el segundo semestre del año se pueda salir de la recesión si se han tomado las medidas adecuadas ante la crisis de deuda soberana.
- La tasa de paro se elevó hasta el 10,7% en enero de 2012, con un aumento de siete décimas respecto a los registros de un año antes. Destaca la tasa de paro más elevada de España (23,3%), seguida de, a falta de la publicación de los datos de Grecia, la de Irlanda (14,8%), que contrastan con los bajos registros de Austria (4,0%) y los Países Bajos (5,0%). Sin embargo, los datos de consumo al por menor del mes de enero señalan un ligero repunte, hasta el 0,3% mensual, que, en términos interanuales, representa una aceleración desde -1,3% hasta el 0,0%, gracias al impulso de Francia, Finlandia y Luxemburgo.
- Respecto a la inflación, el indicador avanzado del mes de febrero muestra un repunte de una décima, hasta el 2,7%, por el aumento de los precios energéticos.
- Finalmente, la producción industrial siguió con su tendencia a la baja y cayó un 1,1% en diciembre de 2011, que representa una desaceleración, en términos interanuales, desde el 0,1% de noviembre hasta el -2,0% un mes después. En el conjunto de 2011, la producción industrial ha avanzado un 3,6%, desde el 7,4% anterior.

El déficit público de la economía española se sitúa en el 8,51% del PIB en 2011

- El déficit público de España superó en 2,5 puntos el objetivo fijado por el Gobierno, situándose en el 8,51% del PIB. Según el detalle por tipo de administración, el déficit de la Administración Central se situó en el 5,1% (4,8% de objetivo), las CC.AA en el 2,9% (1,3% de objetivo), la Seguridad Social en el 0,1% (objetivo de superávit del 0,4%) y las Corporaciones Locales en el 0,4% (0,3% de objetivo). Dentro de las CC.AA. destacan Castilla-La Mancha (7,3%), Extremadura (4,6%) y Murcia (4,3%), con los déficits más elevados, mientras que Madrid (1,1%), Galicia (1,6%) y Canarias (1,8%) tuvieron los déficits de menor magnitud.
- El saldo negativo de la balanza por cuenta corriente de 2011 se redujo hasta 40 mil millones de euros, gracias a la reducción del déficit comercial y al incremento del superávit de los servicios, lo que ha permitido reducir el déficit exterior hasta el 3,7% del PIB, nueve décimas por debajo del déficit de 2010.
- El menor tono de la actividad se ha reflejado en el mercado laboral, con un aumento del número de parados registrados en torno a 112 mil en febrero (55 mil en términos desestacionalizados) y un descenso de los afiliados a la Seguridad Social en torno a 50 mil (60 mil en términos desestacionalizados).
- En cuanto a la inflación, el indicador avanzado del mes de febrero la sitúa en el 2,0%, igual que en el mes anterior, si bien se espera que se modere en los próximos meses, siempre y cuando los precios de los bienes energéticos no muestren un repunte inesperado.

Repunte del precio del petróleo, en un contexto de retorno a cierta calma en los mercados

- Las medidas de liquidez del Banco Central Europeo, con la última subasta a 3 años que se ha saldado según lo previsto, y los acuerdos del Eurogrupo sobre el segundo rescate a Grecia han dado cierta estabilidad a las primas de riesgo. Así, la española se ha mantenido próxima a 315 pb durante el mes de febrero y la italiana se ha situado por debajo de 400 pb, mientras que la rentabilidad del bono alemán se ha situado en torno al 1,8%.
- Esta menor incertidumbre también se ha reflejado en la evolución de los mercados bursátiles, los cuales han mostrado una estabilidad relativa durante el mes de febrero e, incluso, en el caso del índice estadounidense, se ha acercado a los niveles máximos de los cuatro últimos años. En el conjunto de Europa, los principales índices cerraron el mes en positivo, exceptuando el caso de España, donde el Ibex-35 retrocedió un 0,7% entre finales de enero y los primeros días de marzo.
- Este escenario ha permitido que el euro continúe recuperando posiciones frente al dólar, hasta situarse en 1,33\$/€ a finales de febrero.
- Por su parte, los tipos del interbancario continúan su tendencia a la baja, y el Euribor a 12 meses se ha situado en torno al 1,6% a finales de febrero y los primeros días de marzo, un 18,6% por debajo de los registros de finales de 2011.
- En cuanto al precio del petróleo, el mes de febrero y los primeros días de marzo ha intensificado su escalada hasta situarse en torno a 127\$ el barril de tipo Brent, a causa, principalmente, del incremento de las tensiones con Irán. Esto representa el registro más elevado desde el mes de mayo de 2011, y muy próximo al máximo de los últimos cuatro años.

Análisis

Contracción del crecimiento del área del euro en la última parte del año

Las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega, en los meses de verano de 2011, provocaron un nuevo episodio de tensiones financieras en los mercados de deuda, con un impacto significativo en Italia, y con un efecto contagio, no sólo en el resto de economías periféricas, sino también en economías centrales como Francia, Austria o Bélgica, que vieron también como sus costes de financiación se incrementaron con intensidad. La persistencia de las tensiones financieras en los mercados de deuda provocó una caída abrupta de los indicadores de confianza del conjunto del área del euro, donde, especialmente en los componentes de expectativas, se anticipaba una nueva contracción de la actividad. De esta manera, el crecimiento del área del euro se moderó con intensidad en el tercer trimestre del año, con un avance del PIB del 0,1% trimestral, inferior al 0,8% y al 0,2% del primer y segundo trimestre del año. No obstante, no fue hasta el cuarto trimestre cuando se observaron contracciones generalizadas de la actividad, del 0,3% en el conjunto del área del euro, lo que sitúa la tasa interanual en el 0,7%.

La persistencia de las tensiones en los mercados financieros, junto con la ralentización de la actividad, provocaron un cambio significativo en la política monetaria del BCE, que no solo rectificó, situando nuevamente los tipos de interés en su nivel mínimo histórico, del 1,0%, tras dos subidas de 25 puntos básicos en los meses previos al verano, sino que introdujo nuevos instrumentos de financiación a las entidades financieras, a más largo plazo, con subastas de liquidez a 3 años, a la vez que relajaba parcialmente los criterios de aceptación de colateral. Estas medidas adoptadas por la autoridad monetaria han permitido, según el propio BCE, moderar la contención de crédito, que se estaba observando en los últimos meses de 2011.

El deterioro de la actividad en el conjunto del área del euro ha tenido un impacto negativo sobre la senda de crecimiento mundial, especialmente sobre la evolución del comercio, que ha registrado una intensa desaceleración en los últimos meses de 2011. Por tanto, las expectativas para 2012 se han reducido, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, que tienen una mayor dependencia del comercio mundial. La excepción son los EEUU, cuya mayor dependencia de la demanda interna, impulsada por el buen comportamiento del empleo, está favoreciendo los últimos datos de crecimiento, que muestran una tónica positiva.

El incremento de las tensiones financieras y la debilidad de la demanda mundial, principales causas del deterioro económico

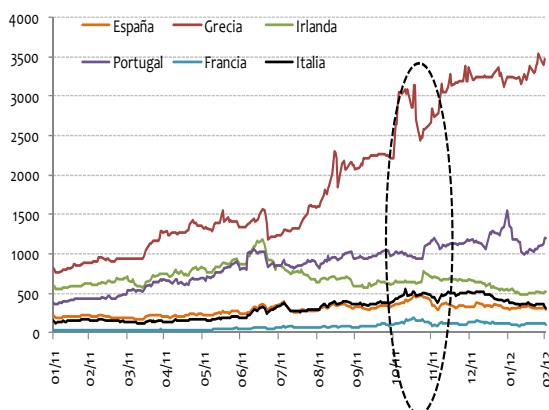
Después de los meses de verano, y tras el breve repunte que parecían experimentar determinados indicadores, sobre todo del sector industrial, de nuevo se avivaron las tensiones financieras en el área del euro. La situación de Grecia empeoraba hasta el punto de plantearse el segundo plan de rescate de 130 mil millones de euros, con un inacabable proceso de negociación, de cara a determinar los detalles de éste. Esta situación provocaba una desconfianza gubernamental que trajo como consecuencia bruscos cambios de gobierno, no sólo en Grecia, sino también en Italia, con la salida de Berlusconi, y que en España ya vino dado, aunque de forma natural, con las elecciones de noviembre. Las primas de riesgo volvían a dispararse, después de la estabilidad de los meses centrales del año. La prima de Italia, que a finales de septiembre se situaba en torno a los 365 pb, a finales de noviembre alcanzaba niveles máximos por encima de los 500 pb, la de Portugal pasaba de los 930 pb hasta los 1.195, en el mismo período, y la de España iba de los 315 a los 470. Pero no sólo los países periféricos veían incrementar sus diferenciales, Francia duplicaba con creces el suyo al pasar de los 70 pb a los 167. Un caso aparte merece Grecia, que todavía no ha finalizado su rebote y desde los 2000 puntos que registraba a finales de septiembre, a principios de año mantiene la tendencia al alza y se sitúa por encima de los 3.400 pb.

A este incremento de las tensiones financieras se le sumó un claro deterioro de la actividad económica, alimentado por unas expectativas de crecimiento negativas y un empeoramiento del mercado laboral, con unas pobres cifras de ocupación. Estos factores se reflejaron en el comercio mundial, que sorprendentemente ha caído de forma muy significativa y generalizada. En el caso de Alemania, principal exportador europeo, las exportaciones se situaban en terreno negativo por primera vez desde junio de 2009, al caer un 0,8% en el trimestre, desde el crecimiento del 2,6% anterior. Las importaciones también registraban una contracción, del 0,3%, desde el crecimiento del 2,7% anterior. Y en el caso de China, la desaceleración es mucho más acusada y significativa, al situarse, tanto las exportaciones como las importaciones, en tasa interanual, en terreno negativo ya en enero, del 0,5% y del 15,3%, respectivamente, desde avances superiores al 10% en ambos casos.

Gráfico 1

Diferenciales del bono a 10 años respecto al alemán

En puntos básicos

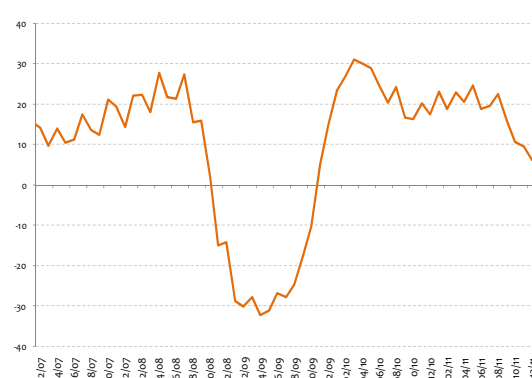


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin

Gráfico 2

Exportaciones de los 25 principales países exportadores

Variación interanual en porcentaje



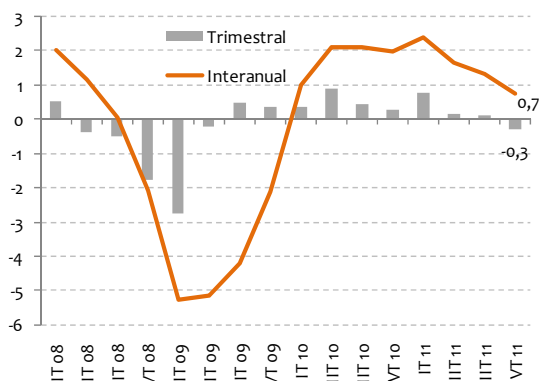
El PIB del cuarto trimestre del área del euro recoge finalmente el deterioro de la actividad y la mayor inestabilidad y desconfianza

De esta forma, el crecimiento del área del euro se vio afectado en la última parte del año. Prácticamente todos los países arrojan tasas negativas en el último trimestre, a excepción de Francia, que crecía un 0,2%. Grecia lidera las caídas del área del euro, aunque también destacan las de Portugal (-1,3%), Italia (-0,7%) y, sorprendentemente, Países Bajos, que cae un 0,7%.

A diferencia de trimestres anteriores, donde se observaba una cierta divergencia entre economías periféricas y centrales, ahora, a excepción de Francia, todos los países se están viendo afectados por esta desaceleración del crecimiento, dada la envergadura de la contracción del comercio a nivel mundial. De esta forma, economías como Alemania (-0,2%), Bélgica (-0,2%), Austria (-0,1%) y Países Bajos (-0,7%) también han registrado caídas en el último trimestre del año. Entre los países periféricos, aparte de Grecia y Portugal, comentados anteriormente, España ha registrado una contracción del 0,3% trimestral (+0,7% en tasa interanual), mientras que Italia presentaba una caída más acusada, del 0,7%, y que sitúa su tasa interanual en terreno negativo (-0,5%), desde el crecimiento del 0,2% del tercer trimestre.

Gráfico 3

Evolución del PIB del área del euro
Variación en porcentaje

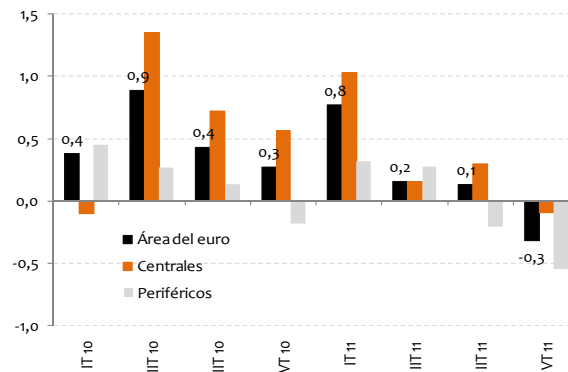


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Gráfico 4

PIB de los principales países del área del euro

Variación interanual en porcentaje



Contribución desigual de los componentes del PIB, según el país

En el conjunto del área del euro, se observa una caída de todos los componentes del PIB, con una contribución negativa de la demanda interna y positiva de la demanda externa. Destaca la caída de la inversión, del 0,7% (-0,3% en el tercer trimestre), mientras el consumo privado se desacelera un 0,4%, desde el avance del 0,3% registrado el trimestre anterior, y el consumo público mantiene la caída del 0,2% registrada ya en el tercer trimestre. Las exportaciones se sitúan en terreno negativo, en el 0,4%, después de crecer por encima del 1% trimestral en los tres trimestres precedentes, mientras las importaciones se desaceleran con intensidad hasta el 1,2%, desde el 0,7% anterior, por lo que la contribución positiva del sector exterior ha venido explicada, principalmente, por el fuerte deterioro de esta última partida.

La evolución de las diferentes partidas del PIB, aunque en su mayoría muestran desaceleración, ésta ha sido de mayor o menor intensidad, según el país. En el caso más destacado de Francia, que conseguía crecer en el cuarto trimestre, se observa una favorable evolución de la inversión, del 0,9%, por encima del 0,2% del trimestre anterior, mientras que el consumo se desaceleraba ligeramente hasta el 0,2%, desde el 0,3%. En el caso de Alemania, cuyo PIB para el conjunto de 2011 avanzaba un 3,0%, desde el 3,6% de 2010, en el último trimestre registra una moderada contracción, arrastrada por un significativo deterioro de la demanda externa, anteriormente comentado, mientras que la demanda interna se vio favorecida por la positiva evolución de la inversión, que crecía un 1,1% trimestral.

En el caso de los países periféricos, es la demanda interna la que ha lastrado de forma importante el PIB del último trimestre del año. En España, cuyo PIB trimestral caía, desde el estancamiento del trimestre anterior, el consumo registraba una contracción del 1,0%, desde el ligero avance del 0,1% del trimestre anterior, mientras la inversión también reflejaba un importante deterioro, con una variación del 4,3%, al igual que el gasto público, que ya se resiente de la aplicación de los planes de ajuste que se están empezando a aplicar y disminuye un 1,1%.

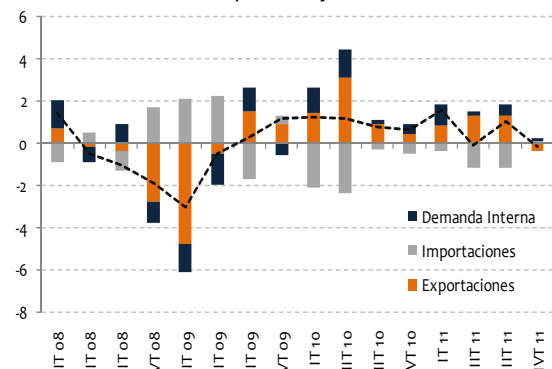
Portugal muestra un patrón similar al de España, con una aceleración del ritmo de caída del PIB trimestral, sitúa su tasa interanual en el -2,7% (-1,8% anterior). Esta caída viene liderada por la contracción de la demanda interna, principalmente consumo privado e inversión, según la nota de prensa de la oficina estadística portuguesa, y a falta de los datos desglosados finales.

Por último, Italia, cuyos planes de ajuste también se han iniciado ya, ha sorprendido con una caída en su tasa interanual, del 0,7%, arrastrada por la desaceleración también del consumo privado y la inversión.

Gráfico 5

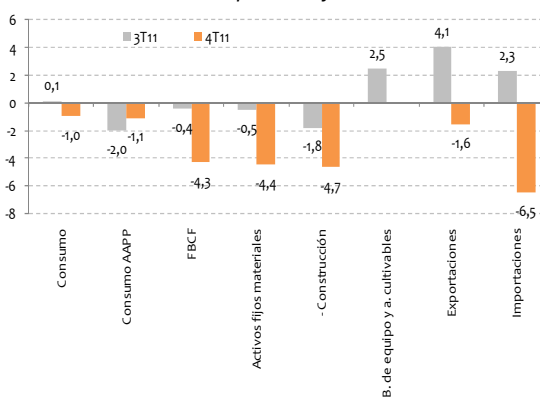
Evolución del PIB de Alemania y componentes

Variación trimestral en porcentaje

**Gráfico 6**

Evolución de los componentes del PIB en España

Variación trimestral en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE y Eurostat

Ante este escenario de desaceleración, gobiernos e instituciones adoptan medidas adicionales que devuelven cierta calma a los mercados

Las tensiones financieras parecen haber disminuido en los primeros meses del año. Los diferentes gobiernos del área del euro se apuraron en anunciar planes de ajuste que devolvieran la confianza a los mercados. No sólo los países periféricos mostraban planes agresivos de reducción de déficit, sino que también economías centrales como Francia, anunciaban una reducción del déficit público. En esta línea, el Gobierno de la UE se comprometía a reformas más profundas en el seno de la Unión Europea, con compromisos de déficit exigentes, obligando a los países a incluir de manera vinculante y permanente en sus legislaciones o constituciones un déficit estructural anual máximo del 0,5 % del PIB. Este compromiso para reducir el déficit de forma significativa ha calado en los mercados, lo que ha permitido una reducción significativa de las primas de riesgo. A su vez, las medidas extraordinarias de liquidez, adoptadas por el BCE, han permitido que las entidades europeas puedan optar a la liquidez deseada, a través de las subastas ilimitadas a tres años, realizadas en diciembre y febrero, aportando más de un billón de euros al sistema. Esta mayor liquidez ha permitido a los gobiernos colocar con mucha facilidad sus nuevas emisiones de deuda, lo que se ha traducido en una reducción significativa de los costes de financiación, especialmente en España e Italia. De esta forma, a finales de febrero, el bono a diez años español e italiano se situaba por debajo del nivel del 5%.

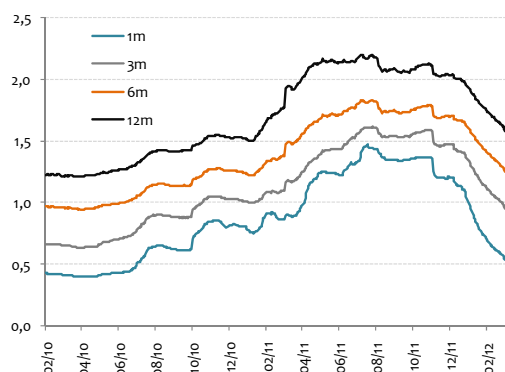
Finalmente, el Eurogrupo ha aprobado el segundo plan de rescate a Grecia, a falta de perfilar algunos detalles, lo que ha aportado una menor volatilidad a los mercados, muy pendientes de las negociaciones durante los últimos meses.

Otros indicadores, como los índices del mercado interbancario, también han registrado una disminución de las primas de riesgo, situándose en niveles mínimos de los últimos 12 meses, como es el caso del Euribor a 12 meses, que se encuentra ya en el 1,60%, desde niveles superiores al 2% a finales de 2011.

Gráfico 7

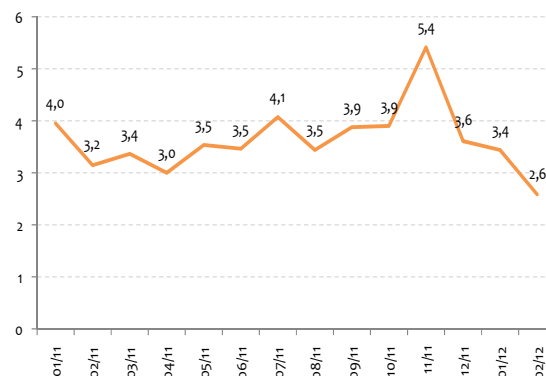
Evolución del Euríbor

En porcentaje

**Gráfico 8**

Evolución del coste medio de las subastas de letras, bonos y obligaciones en España

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de Ecwin y el Tesoro Público

Pero esta relajación de las primas de riesgo no se está trasladando a una mayor confianza a la hora de otorgar crédito, por lo que la financiación a la inversión empresarial permanece cerrada. A su vez, la mayor financiación que están recibiendo los gobiernos, por esta menor aversión al riesgo y mayor liquidez, tampoco se está trasladando a apoyar medidas de crecimiento, a tenor de los importantes planes de ajuste que se tendrán que afrontar no sólo en 2012, sino también en años posteriores.

En cuanto a otras medidas adoptadas por el BCE, y que sí que podrían tener una incidencia más directa en un mayor dinamismo de la actividad, como han sido las bajadas de tipos, parecen haberse frenado en los últimos meses. El inicio del mandato de Draghi, cuyos primeros dos movimientos fueron a la baja, abrió la puerta a unas expectativas de bajadas de tipos más agresivas, pero las últimas reuniones parecen haber relajado esta opción. La bajada de las primas de riesgo, así como el condicionante de los precios, que están repuntando en los últimos meses ante la presión del precio de la energía, no predisponen al BCE a nuevas bajadas en el corto plazo.

Algunos indicadores avanzados parecen estabilizarse en el primer trimestre de 2012

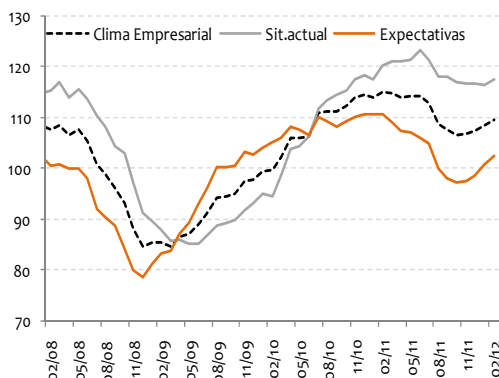
En los meses de enero y febrero, los indicadores adelantados están mostrando una ligera recuperación que cabe destacar. Aunque los niveles todavía se encuentran en el límite de lo que separaría un escenario de expansión de uno de contracción, la mejora de los primeros dos meses de 2012 respecto a los niveles de finales de año, hacen prever que, al menos, se podría observar contracciones menos significativas que las vistas en la última parte del año.

De esta forma, el PMI manufacturero del área del euro subió, por segundo mes consecutivo, hasta el nivel de 49, máximo de los últimos seis meses, lo que haría pensar que se estaría entrando en una fase de estabilización.

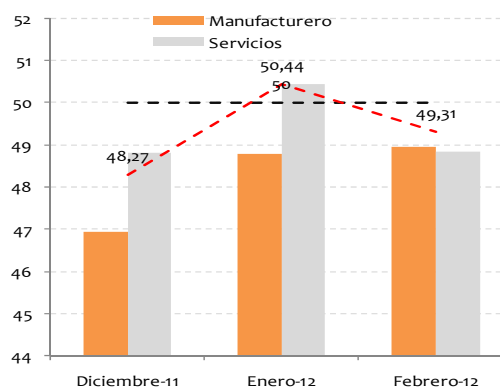
A pesar de ello, si se observa al dato por países, se encuentra una clara diferenciación entre economías centrales y periféricas. Países como Austria, Francia, Países Bajos, Irlanda e incluso Italia se encuentran en máximos de los últimos 5 meses, de media. Los índices de confianza alemanes, IFO y ZEW, también han registrado una importante recuperación en los últimos meses. Otros países, como España o Grecia, siguen lastrando al índice, al encontrarse claramente en zona de contracción, y en el caso griego, en mínimos históricos.

Gráfico 9

Índice de confianza empresarial alemán IFO
Nivel

**Gráfico 10**

PMI del área del euro
Nivel (<50 contracción y >50 expansión)



Fuente: Elaboración propia a partir de Ecwin y Markit

A pesar de las señales de estabilización de los primeros meses del año, las perspectivas para el conjunto de 2012 siguen siendo débiles

De esta forma, el crecimiento en el área del euro en los próximos trimestres podría mantener la tónica de desaceleración iniciada en el último trimestre de 2011. Así lo avanzan las últimas proyecciones de la Comisión Europea, que prevén una contracción para el conjunto del área del euro en 2012 del 0,3%, revisando a la baja las proyecciones realizadas en noviembre, que otorgaban un crecimiento del 0,5%. Bajo este escenario, todavía sujeto a mayores ajustes fiscales y bajo una elevada incertidumbre, se espera una evolución asimétrica entre economías. Así, para las economías centrales se espera una senda de crecimiento moderado, mientras que para las economías periféricas, las proyecciones son de contracciones significativas.

Tabla 1

Proyecciones de crecimiento del PIB de Febrero de la Comisión Europea

	2010	Febrero'12		Dif. Nov.-11	
		2011 (p)	2012 (p)	2011 (p)	2012 (p)
Área del euro	1,8	1,4	-0,3	-0,1	-0,8
Alemania	3,6	3,0	0,6	0,1	-0,2
Francia	1,6	1,7	0,4	0,1	-0,2
Países Bajos	1,8	1,2	-0,9	-0,6	-1,4
Austria	2,0	3,1	0,7	0,2	-0,2
Bélgica	2,2	1,9	-0,1	-0,3	-1,0
Irlanda	-1,0	0,9	0,5	-0,2	-0,6
Grecia	-4,5	-6,8	-4,4	-1,3	-1,6
España	-0,1	0,7	-1,0	0,0	-1,6
Italia	1,3	0,2	-1,3	-0,3	-1,4
Portugal	1,3	-1,5	-3,3	0,4	-0,3

Por lo tanto, y ya como conclusión, a pesar de que el escenario financiero parece haberse relajado, y de que algunos indicadores de confianza empiezan a estabilizarse, después de las significativas caídas sufridas a partir de la segunda parte de 2011, los importantes planes de ajuste a los que han de hacer frente las economías periféricas, así como la debilidad del comercio mundial, lastrado por un consumo que se deteriora al compás de unos datos de empleo, cada vez más pobres, hace pensar que, aunque no se esperan tasas de deterioro superiores a las del último trimestre del año, sí que se podría tardar en ver una recuperación consolidada en el área del euro, dada la debilidad que se ha observado en los datos de demanda interna. Además, habría que tener en cuenta posibles ajustes fiscales adicionales no contemplados en las últimas proyecciones de la Comisión Europea y que, en casos como España, serán necesarios para reducir la desviación del déficit público de 2011, del 6% inicial, al 8,5% publicado finalmente.

Principales indicadores de coyuntura económica**Economía internacional**

Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en %	Media anual	Últimos datos trimestrales					
		III/2010	IV/2010	I/2011	II/2011	III/2011	IV/2011
EE.UU.	2011 3,9	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	1,6
Japón	2011 0,0	5,2	3,2	-0,1	-1,7	-0,6	-1,0
Reino Unido	2011 0,8	3,0	1,7	1,6	0,5	0,4	0,7
Área del euro	2011 1,4	2,1	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7
Alemania	2011 3,0	4,0	3,8	4,6	2,9	2,7	2,0
Francia	2011 1,7	1,7	1,4	2,2	1,7	1,6	1,4
Indicadores mensuales. Área del euro Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos mensuales					
		10/2011	11/2011	12/2011	01/2012	02/2012	03/2012
Índice de Producción industrial (IPI)*	2011 3,6	1,1	0,1	-2,0	-	-	-
Índice de precios de consumo (IPC)	2011 2,7	3,0	3,0	2,8	2,6	-	-
Tasa de paro**	2011 10,2	10,4	10,5	10,6	10,7	-	-

Tipos de interés

Indicador En %	Final del periodo	Cotización (final del periodo)					
		10/2011	11/2011	12/2011	01/2012	02/2012	05/03/2012
Tipos BCE	2011 1,00	1,50	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 meses	2011 1,36	1,59	1,47	1,36	1,13	0,98	0,93
Euribor 12 meses	2011 1,95	2,12	2,04	1,95	1,75	1,61	1,57
Deuda alemana a 10 años	2011 1,82	2,04	2,28	1,82	1,81	1,83	1,81
Tipos FED	2011 0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EUA a 10 años	2011 1,88	2,12	2,07	1,88	1,80	1,97	1,98
Tipos Banco de Inglaterra	2011 0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipos Banco de Japón	2011 0,30	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					
		III/2010	IV/2010	I/2011	II/2011	III/2011	IV/2011
PIB real España	2011 0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,3
PIB real Cataluña	2010 0,1	0,5	1,2	1,3	0,9	0,7	-
Tasa de paro España**	2011 21,6	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,9
Tasa de paro Cataluña**	2011 19,3	18,0	19,0	19,0	18,1	19,4	20,5
Ocupación España	2011 -1,9	-1,3	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3
Ocupación Cataluña	2011 -1,9	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-3,1	-4,0
Transacciones inmobiliarias España	2010 5,9	2,3	27,7	-30,5	-40,7	-6,3	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010 15,7	23,5	-34,4	-41,7	13,6	-	-
Indicadores mensuales Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos					
		10/2011	11/2011	12/2011	01/2012	02/2012	03/2012
IPI España *	2011 -1,4	-7,0	-3,7	-3,6	-6,5	-3,2	-
IPI Cataluña *	2011 -2,4	-9,1	-9,9	-5,3	-9,1	-9,9	-
IPC España	2011 3,2	3,0	2,9	2,4	2,0	2,0	-
IPC Cataluña	2011 3,3	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5	-
Pernoctaciones hoteleras España	2011 7,3	8,4	3,3	1,8	2,1	3,5	-
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2011 6,0	10,1	1,3	-0,2	-4,0	2,3	-
Índice de comercio al por menor España***	2011 -1,6	-7,2	-7,3	-5,4	-	-	-
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2011 -5,7	-7,0	-8,6	-5,3	-	-	-

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

Fuente: Reuters.

