

Informe de coyuntura económica y financiera

Noviembre de 2012

Visión general <i>Evolución asimétrica de la actividad económica a nivel mundial</i>	3
Eventos económicos y financieros recientes	5
Indicadores de la economía catalana	7
Análisis internacional <i>QE3, la nueva respuesta al debilitamiento de la economía estadounidense</i>	8
Análisis de Cataluña <i>Las exportaciones, elemento clave para la salida de la crisis de Cataluña</i>	11
Principales indicadores de coyuntura	15



Visión general

Evolución asimétrica de la actividad económica a nivel mundial

Las medidas de estímulo económico introducidas por la Reserva Federal y el Banco Popular de China parecen haber tenido un impacto favorable sobre las expectativas económicas, a la vez que se observan mejoras en algunos indicadores parciales de actividad. Así, los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre en ambas economías han superado al alza las estimaciones de los analistas. En China, a pesar de mostrar una ligera desaceleración del crecimiento, éste se ha situado ligeramente por encima de lo previsto, lo que facilita la consecución del objetivo anual del gobierno de crecimiento medio del 7,5%. En los EE.UU. el PIB del tercer trimestre refleja un ligero cambio de tendencia, acelerando modestamente el ritmo de crecimiento respecto a trimestres anteriores, gracias a la consolidación de la mejora de los indicadores del sector residencial y de la creación de empleo, que ha permitido reducir la tasa de paro por debajo del 8% por primera vez desde 2009. Las expectativas económicas de los EE.UU. siguen siendo de crecimiento modesto, ya que la incertidumbre sigue siendo elevada, principalmente por el potencial efecto del Fiscal Cliff, que provocará un ajuste automático del gasto público a partir de 2013, si la clase política no alcanza un acuerdo para posponerlo.

Por el contrario, en Japón las decisiones de política monetaria han tenido un impacto menos relevante, y las expectativas económicas son menos favorables. Asimismo, los esfuerzos de la autoridad monetaria por acelerar el crédito y estimular la demanda interna no han tenido ningún efecto sobre los indicadores de actividad domésticos. Una vez agotado el efecto rebote de reconstrucción tras el tsunami de mayo de 2011, la producción industrial y el gasto en infraestructuras se han vuelto a contraer, al mismo tiempo que el consumo de los hogares sigue estancado y existen riesgos de deflación. Otro condicionante negativo sobre las expectativas económicas de Japón es la apreciación del yen, que se añade al debilitamiento económico del área del euro que está penalizando la evolución de las exportaciones niponas. Por tanto, el escenario de la economía japonesa sigue estando muy debilitado y las expectativas siguen siendo de modesto crecimiento con riesgos elevados.

En el área del euro, los principales indicadores de confianza se mantienen en niveles de contracción, lo que anticipa un deterioro de la actividad en el tercer trimestre, el cual se espera que se prolongue en el conjunto del año, cerrando 2012 con una contracción en torno al 0,4%, según las últimas estimaciones de la Comisión Europea. El deterioro de los indicadores de demanda interna se ha trasladado negativamente a la evolución del mercado laboral, donde la tasa de paro ha alcanzado un nuevo máximo histórico en septiembre, tras situarse en el 11,6%. Así, solo la contribución positiva de las exportaciones modera el impacto negativo de la contracción del PIB, si bien los datos de exportaciones de Alemania de septiembre muestran una contracción significativa, reflejo de la dependencia de los flujos comerciales entre los países del área del euro.

La evolución de la economía española ha sorprendido favorablemente a las expectativas de los analistas. El PIB se contrajo un 0,3% trimestral, moderándose desde el 0,4% del trimestre anterior. Esta mejor evolución obedece a factores coyunturales, reflejo de la menor presión de los mercados de deuda, que ha permitido moderar los costes de financiación pública, por primera vez desde el mes de abril. Al mismo tiempo, el incremento del IVA del mes de septiembre ha provocado una mejora significativa de los indicadores de consumo de los meses de julio y agosto, que, sin embargo, han vuelto a contraerse con mayor intensidad en septiembre. Por tanto, el efecto neto de la subida del IVA puede haber sido positivo en el conjunto del trimestre, pero las expectativas de consumidores y empresas siguen estando en niveles de contracción intensa, por lo que no se observa un cambio de tendencia. Es por ello que, a pesar de una evolución del PIB ligeramente más favorable de lo previsto, el mercado laboral mantiene niveles de intensa destrucción de empleo, lo que ha provocado un nuevo repunte de la tasa de paro hasta el 25,02%, representando un nuevo máximo histórico del indicador.

La Comisión Europea ha presentado sus proyecciones de crecimiento para la economía española y anticipa una contracción intensa del PIB para 2013, similar a la registrada en 2012, en torno al 1,4%, cifra que pone en duda el cuadro macroeconómico presentado por el gobierno español en los Presupuestos Generales de 2013, en el que se incluye una contracción del PIB del 0,5%. Es por ello que la CE considera que el déficit público se situará en el 8,0% en 2012 y en el 6,0% en 2013, niveles muy alejados a los objetivos comprometidos por el ejecutivo español, del 6,3% en 2012 y del 4,5% en 2013. El escenario descrito por la Comisión Europea es más acorde con las medias de las

estimaciones de los analistas privados, y anticipan un continuo deterioro del mercado laboral y especialmente de la tasa de paro, que alcanzará en 2013 su nivel más alto, del 26,6%. Según la CE, la economía española saldrá de la recesión actual en 2014, con un crecimiento moderado del 0,8%, si bien recomienda al estado español presentar un presupuesto también para 2014 que le garantice acelerar la senda de reducción del déficit, lo que implicaría una rebaja de las proyecciones de crecimiento del PIB.

A pesar de las adversas expectativas económicas, y de que el objetivo del déficit de 2012 se ha cuestionado, el Tesoro ha cerrado un mes de octubre muy favorable en cuanto a la colocación de deuda pública, ya que en todas las emisiones de letras y bonos ha conseguido superar el máximo del objetivo previsto, a la vez que moderar significativamente el coste de emisión respecto a los niveles de máxima tensión de los mercados de los meses de verano. Con las emisiones realizadas hasta octubre, el Tesoro ha conseguido cubrir todas las emisiones previstas para el conjunto del año, por lo que afronta los dos últimos meses del año con un exceso de liquidez, suficiente para amortizar los vencimientos previstos hasta final de año. Es por ello que en la primera semana de noviembre el Tesoro ha cerrado con éxito la primera emisión de deuda a 20 años, tras adjudicar más de 750 millones de euros hasta 2032, a un tipo de interés medio del 6,33%.



Eventos económicos y financieros recientes

El FMI revisa a la baja las previsiones de crecimiento

- La persistencia de las tensiones financieras y el deterioro económico de la actividad han provocado que se revisen a la baja las proyecciones de crecimiento para 2012 y 2013. De esta forma, el FMI espera un crecimiento mundial del 3,3% en 2012 y del 3,6% en 2013, dos y tres décimas por debajo de la última actualización de julio.
- Por áreas geográficas, las economías periféricas lideran la senda de recuperación, con un avance del 5,3% y del 5,6% para 2012 y 2013, respectivamente, a pesar de haber registrado una desaceleración más severa de lo previsto.
- Para las economías avanzadas se prevé un crecimiento significativamente más modesto, del 1,3% y del 1,5%, para 2012 y 2013. Así, las expectativas de los EE.UU. y de Japón están en torno al 2%, mientras que el área del euro se contraerá un 0,4% en 2012, para después crecer un 0,2% en 2013.

Se mantienen las señales positivas en los EE.UU.

- El PIB del tercer trimestre de los EE.UU. sorprendía al registrar un crecimiento del 2,0%, en tasa trimestral anualizada (tta), siete décimas por encima del dato del segundo trimestre (1,3%) y por encima de lo que estimaban los analistas. El consumo repuntaba significativamente, tanto el público como el privado, hasta el 4,3% y el 2,0%, respectivamente.
- Las exportaciones lastran el crecimiento del trimestre, con una caída del 1,6% (tta), frente al descenso del 0,2% de las importaciones, reflejo de la debilidad de la demanda proveniente de Europa y Asia.
- A su vez, los últimos datos del mercado laboral volvían a mostrar un repunte de la creación de empleo, que en octubre se sitúa en 171 mil nuevos puestos de trabajo, por encima de los 125 mil previstos y de los 148 mil del mes anterior. Por su parte, el sector privado consigue crear 184 mil empleos. Por el lado negativo, está la tasa de paro, que repuntaba una décima hasta el 7,9%.
- En cuanto al mercado residencial estadounidense, éste mantiene la senda de recuperación. Así, las ventas de vivienda nueva registraban un fuerte repunte en septiembre, del 5,7%, al igual que las viviendas iniciadas, que crecían, en tasa interanual, un 34,8%. Otros indicadores como los precios o la confianza de los constructores también repuntan en octubre.
- Respecto a las expectativas económicas, el índice de confianza manufacturera, ISM, se mantiene en zona de expansión, al subir ligeramente en octubre hasta el nivel de 51,7, desde el 51,5 anterior.

Los países asiáticos siguen desacelerándose

- En China, tal y como se esperaba, el PIB del tercer trimestre se desaceleraba dos décimas, hasta el 7,4% interanual. La principal causa de esta ralentización la encontramos en un menor crecimiento de las exportaciones, muy dependientes de la demanda europea, aunque los indicadores de demanda interna también muestran un debilitamiento significativo.
- En cuanto a las expectativas de crecimiento, el indicador de confianza empresarial PMI registraba un fuerte repunte en octubre, situándose en los 49,5 puntos, frente a los 47,9 del mes anterior. Esta mejora se debe, principalmente, a la recuperación de las órdenes y de la producción industrial. A pesar de todo, la confianza se mantiene todavía en zona de contracción, por doceavo mes consecutivo.
- Las autoridades japonesas volvían a introducir nuevos estímulos a la economía del país, tan sólo un mes después de su última actuación. Así, se inyectaban 105 mil millones de euros a través de la compra de bonos, lo que aumenta el programa de compra hasta los 875 mil millones. Además, se impulsarán los préstamos a largo plazo y a bajo interés a las instituciones financieras, para intentar estimular el crédito.
- El debilitamiento de la economía ha obligado al Banco de Japón a revisar el crecimiento para el actual ejercicio fiscal, que acaba en marzo de 2013, hasta situarlo en el 1,5%, frente al 2,2% que se pronosticó en el mes de julio. En los últimos cuatro meses, las exportaciones, uno de los principales motores de su economía, han registrado contracciones, acelerando el ritmo de caída hasta el 10,3% interanual en septiembre.

Las expectativas en el área del euro continúan deteriorándose

- A pesar de que las tensiones financieras en el área del euro se han relajado ligeramente este mes, las expectativas sobre la economía europea continúan deteriorándose. Así lo muestran los indicadores de confianza empresarial como el PMI, que se sitúa en mínimos de los últimos tres años, o los índices alemanes de confianza, IFO y ZEW, que muestran un deterioro de las estimaciones tanto sobre la situación actual como en su componente de expectativas.

- Entre los indicadores que más reflejan este deterioro de la economía encontramos la tasa de paro del área del euro, que continúa su tendencia ascendente y se sitúa en septiembre en el 11,6%, una décima por encima de la tasa de agosto. De esta forma, el número de parados del área del euro asciende a 18,5 millones de personas, lo que supone un aumento de 146 mil personas en el mes y de 2,2 millones respecto a septiembre de 2011.
- En cuanto a la vertiente política, apenas ha habido avances durante el mes. Continúa discutiéndose el próximo tramo de ayuda a Grecia, al no haberse llegado todavía a un acuerdo sobre las próximas reformas exigidas por la Troika. Por otro lado, este mes de octubre entró en funcionamiento el Fondo de Rescate Permanente (MEDE), que comienza con una capacidad de financiación de 500 mil millones de euros.

En España, el PIB del tercer trimestre registra una caída del 0,3%

- El indicador avanzado del PIB, publicado por el INE, muestra una contracción del 0,3% en el tercer trimestre, una décima menos que la previsión del Banco de España. En términos interanuales, el tercer trimestre registró un descenso del 1,6%.
- La actividad se ha visto favorecida por el efecto de la anticipación de las compras ante la subida del IVA, así como por el mayor dinamismo de las exportaciones, lo que ha provocado nuevas caídas de la actividad en el mes de septiembre. Así lo muestran indicadores como las ventas minoristas o las matriculaciones de vehículos, que crecían un 3,4% en agosto, pero que en septiembre registran una caída récord del 36,8%.
- Lo mismo se observa en la producción industrial, que tras desacelerar el ritmo de caída interanual en los meses de julio y agosto, hasta tasas en torno al 2%, en septiembre registra un importante descenso, del 11,7%.
- En octubre se publicó la EPA del tercer trimestre, que mostraba un nuevo repunte de la tasa de paro, hasta el 25,02%, desde el 24,6% anterior, lo que supone un incremento del número de parados de 85.000 personas. El número de ocupados cayó en 96 mil personas en el trimestre.
- La administración central del Estado registra un déficit de 46.162 millones de euros hasta septiembre, un 4,4% del PIB, 3 décimas menos que el mes anterior, situándose por debajo del objetivo de este año (4,5%). La recaudación por IVA asciende a 36.115 millones de euros. En términos interanuales, la recaudación por este impuesto aumenta un 11,9%, hasta los 6.523 millones de euros. A los datos de déficit público habría que añadir el déficit previsto por la Seguridad Social, alrededor de unos 10.500 millones de euros.
- El déficit por cuenta corriente de los ocho primeros meses del año se situó en 16.139 millones de euros, reduciéndose un 39,3% respecto al mismo periodo de 2011. La reducción más significativa se observó en la balanza comercial (-26,4%), mientras que el sector servicios incrementó el superávit un 12,4%.

El posible rescate de España centraba la atención de los mercados

- De nuevo España volvía a ser el foco de atención de los inversores. Los rumores acerca de la petición de ayuda por parte del estado español animaban de forma importante a los mercados financieros, aunque el paso de los días sin confirmación al respecto devolvía la calma.
- Así, la prima del bono español conseguía relajarse hasta los 376 p.b., desde los 454 del cierre de septiembre, aunque acaba el mes con un nuevo repunte, hasta los 416 p.b.
- El Tesoro español, aprovechando la relajación de las tensiones, ha realizado diversas emisiones, las cuales se han saldado con la adjudicación máxima prevista y a costes inferiores a los de subastas anteriores. De esta forma, se ha conseguido emitir más del 100% de la previsión para el conjunto del año.
- Durante este mes, Fitch rebajaba el rating de España hasta BBB-, aunque días después, Moody's se lo mantenía en Baa3, atendiendo a que, en breve, España podría solicitar el rescate.
- En cuanto a los mercados de renta variable, éstos acaban con resultados mixtos. En Europa, el Eurostoxx50 acaba con una revalorización en torno a un 2%, mientras que el Ibex-35 finaliza octubre con una ganancia del 1,7%. En los EE.UU., el Dow Jones finaliza octubre con una caída del 2,5%, afectado, principalmente, por los rumores acerca de una posible rebaja de rating a la economía estadounidense, así como por los efectos de la tormenta Sandy, que mantuvieron a los mercados estadounidenses cerrados durante dos días.



Indicadores de la economía catalana

El mercado laboral mantiene su deterioro

- La EPA del tercer trimestre del año registraba un nuevo repunte de la tasa de paro, hasta el 22,56%, desde el 21,95% del trimestre anterior, alejándose del 19,53% del mismo trimestre del año anterior.
- De esta forma, el número de parados asciende ya a 840 mil personas, lo que supone 98 mil parados más que en septiembre de 2011.
- Por grupos de edad, los jóvenes entre 16 y 24 años presentan la tasa más elevada, de casi un 50% (49,01%). Por sexos, apenas hay distinción, ya que tanto hombres como mujeres presentan tasas superiores al 22%.
- En cuanto al empleo, éste disminuye el ritmo de contracción, hasta el 6,2%, desde el 6,8% del trimestre anterior, acumulando ya 16 trimestres sin creación de puestos de trabajo.
- Por sectores de actividad, la construcción sigue penalizando el deterioro del mercado laboral, con una caída del 19,7% interanual. Los servicios han moderado ligeramente su deterioro, si bien mantienen un nivel de contracción significativo, del 5,6%. Sólo la industria muestra un comportamiento relativamente favorable en el trimestre, aunque acumula una caída del 3,6% interanual, desde el 6,0% anterior.
- Los datos de afiliación a la Seguridad Social y de paro registrado de octubre confirman el deterioro del mercado laboral de Cataluña.

La inflación vuelve a repuntar en septiembre

- La entrada en vigor del aumento del tipo impositivo del IVA ha vuelto a hacer repuntar a la inflación, hasta el 3,9% en tasa interanual, desde el 3,1% del mes de agosto, cuando ya se empezaron a sentir los efectos de otras medidas de ajuste presupuestario.
- Este incremento, al igual que en meses anteriores, se ve muy penalizado por el aumento del precio de los productos relacionados con la medicina, y que acumulan un incremento interanual del 18,3%, casi cinco puntos porcentuales más que en el trimestre anterior. A continuación encontramos al transporte (7,3%), vivienda (6,9%) y las bebidas alcohólicas y el tabaco (6,4%).

Debate de la producción industrial

- La producción industrial de septiembre registraba una contracción interanual del 11,9%, después de tres meses de relativa estabilidad. Esta caída supone nueve puntos porcentuales menos que en el mes anterior, cuando el descenso fue del 2,0%.
- Por tipos de bienes, todos registran caídas a excepción de la energía, que crece un 1,4%. Dentro de los bienes de consumo, cuyo descenso es del 13,9%, destacan los de consumo duradero, que caen un 27,9%. En cuanto a los bienes de equipo, que son los que más se contraen, un 16,9%, destacan las estructuras metálicas y el material de transporte, con una caída del 26,5%. Los bienes intermedios registran la menor disminución, del 10,4%.
- Por tipo de industria, las extractivas son las que más caen, con un 33,5%, mientras que la industria manufacturera lo hace en un 13,0%, mientras que la energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado apenas crecen un 0,9%.

Nueva caída en la creación de empresas

- Se acelera el ritmo de destrucción de empresas en el tercer trimestre del año, hasta el 2,4%, en tasa interanual, desde el 2,0% del segundo trimestre. En números absolutos, en el último trimestre se destruyeron 3.980 empresas, tras crearse 2.988 en el segundo trimestre, aunque por factores estacionales.
- Por sectores, todos muestran destrucción de empresas en el trimestre, aunque si analizamos las variaciones interanuales, agricultura es el único sector que mantiene tasas positivas y que además crece, aunque de forma modesta, un 1,3%, mientras que el resto acelera el ritmo de contracción, con el sector de la construcción a la cabeza, con una tasa del 13,55%, seguido de industria, 4,70%, y de servicios, 0,56%.
- Desde el inicio de la crisis (marzo 2008), se han destruido un total de 41.298 empresas, casi un 15% del total. El sector de la construcción es el que más compañías ha destruido, tanto en valores absolutos, 24.333, como en porcentaje, un 50% de compañías, seguido del sector servicios, con un total de 9.532 empresas (un 4,7% menos) y del sector de la industria, con 7.688 (un 23,2% menos). El sector de la agricultura ha resistido el envite de la crisis y consigue crear 255 empresas, un 13,4% más que a principios de la crisis.

Análisis internacional

QE3, la nueva respuesta al debilitamiento de la economía estadounidense

El modesto crecimiento que está registrando la economía de los EE.UU. preocupa, y mucho, a las autoridades monetarias del país. A pesar de ser una de las economías que mejor está resistiendo el envite de la crisis, la mejora del mercado laboral está siendo más lenta de lo previsto, el mercado residencial aún está en fase de recuperación y el crecimiento parece haber entrado en una fase de desaceleración.

Ante este escenario, la Reserva Federal ha vuelto a poner sobre la mesa un nuevo programa de estímulo económico, el Quantitative Easing 3 (QE3), mediante el cual pretende dar un empuje definitivo a su economía.

Evolución reciente de la economía estadounidense

Los últimos datos de PIB mostraban una desaceleración significativa en el crecimiento en el primer y segundo trimestre del año. Así, mientras a finales de 2011 la economía de los EE.UU. crecía a una tasa trimestral anualizada (tta) del 4,1%, en el primer y segundo trimestre de 2012 lo hacía al 2 y al 1,3%, respectivamente, principalmente lastrado por un menor crecimiento del consumo y de la inversión. Sin embargo, el PIB del tercer trimestre sorprendía positivamente al registrar un crecimiento del 2,0%. A pesar de ello, las autoridades monetarias mantienen la cautela y optan por dar el apoyo necesario para que la economía estadounidense crezca a tasas no tan modestas.

El mercado laboral, aunque mantiene una tendencia favorable, con una creación de empleo en los últimos doce meses que se sitúa, de media, cercana a los 150 mil puestos de trabajo mensuales, mantiene una tasa de paro estancada en torno al 8% (Gráfico 1).

En cuanto al mercado residencial, éste parece haber recogido los estímulos introducidos con anterioridad en el sector y ha permitido que algunos indicadores hayan presentado una tendencia positiva en los últimos meses. Así, tanto las ventas de viviendas como las viviendas iniciadas y los permisos de construcción registran tasas de crecimiento interanuales muy significativas. A pesar de ello, los niveles absolutos son todavía muy reducidos y están alejados de los registrados antes de la crisis.

De esta forma, ayudar a la recuperación del mercado laboral, a la vez que asegurar la recuperación del mercado residencial, se convierte en el principal objetivo de la Reserva Federal para tratar de impulsar de nuevo el crecimiento.

Tercera ronda del QE3

Ante el agotamiento de las medidas de política monetaria convencionales, con los tipos cercanos a cero desde hace cuatro años, la Reserva Federal ha apostado por una nueva ronda de compra de deuda, el llamado QE3, además de alargar la operación twist (cambio en la duración de la cartera de deuda) y de mantener los tipos en mínimos hasta 2015. A diferencia de los dos programas anteriores, éste se plantea sin fecha de finalización, hasta que el mercado laboral se recupere y se consiga rebajar la tasa de paro de forma considerable y sostenida. Aunque no se marcaron niveles, en torno a un 6% podría ser el umbral deseado por la FED en el largo plazo, tal y como indica en sus proyecciones. Para ello, se destinarán unos 40 mil millones de dólares mensuales a la compra de titulizaciones hipotecarias, MBS (Mortgage Back Securities), y, de esta forma, según las palabras del propio presidente de la FED, Ben Bernanke, "asegurando a la población que se está preparado para actuar si la economía desfallece, aumentará la confianza, lo que provocará que la gente esté más predispuesta a invertir, contratar y gastar". En definitiva, se trata de asegurar al sector privado que el Estado respaldará a la economía de forma ilimitada, generando unas expectativas sobre ésta que potencien la creación de empleo.

Los programas de compra anteriores tuvieron plazos operativos concretos, pero llegaron a alcanzar unos volúmenes de compras muy significativos. En el caso del QE1, que se anunció en noviembre de 2008 pero no entró en funcionamiento hasta enero de 2009, llegaron a comprarse 1,25 billones de dólares tanto de MBS, como de bonos del tesoro y deuda de entidades financieras. En el QE2, que entró en vigor en noviembre de 2010, el importe estuvo en torno al billón de dólares, principalmente de bonos del tesoro.

De esta forma, el tamaño del balance de la Reserva Federal ha aumentado de forma significativa durante la crisis, triplicándose desde el inicio de 2008 hasta nuestros días. El peso sobre el PIB de los títulos adquiridos en el balance de la FED ha pasado del 6,5% a inicio de 2009, hasta el 19,5% a finales del tercer trimestre de 2012 (Gráfico 2).

Gráfico 1. Evolución del empleo
En miles de personas

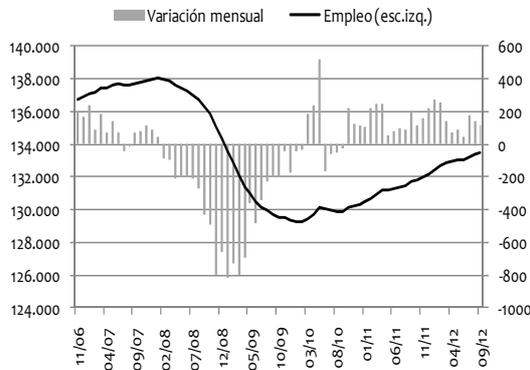
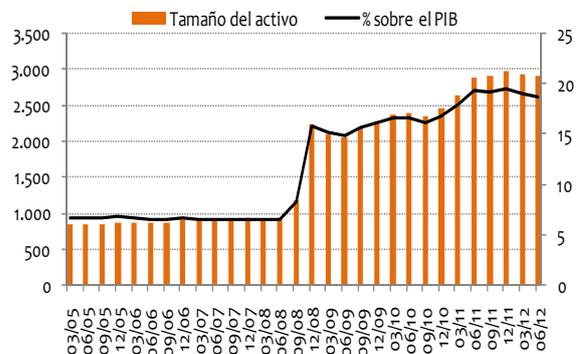


Gráfico 2. Evolución del balance de la FED
En miles de millones de euros y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TSDatastream

Pros y contras del programa

Las políticas de compra de activos llevadas a cabo por la FED pretenden inyectar más recursos a la economía para que familias y empresas puedan dedicarlos a un mayor consumo e inversión. La importante deuda adquirida a lo largo de las últimas décadas por ambos grupos es el principal lastre de su recuperación. Con los programas de cambio de duración de la cartera de la FED (Operation Twist) se pretende rebajar el tipo de interés y así aligerar los costes.

Si se observa la evolución de los tipos hipotecarios podría decirse que se ha conseguido el objetivo, al alcanzar niveles mínimos no registrados en décadas. De esta forma, los tipos hipotecarios a largo plazo, principal referencia del mercado residencial, han pasado a la mitad desde el inicio de la crisis hasta nuestros días (Gráfico 3).

El mercado inmobiliario, por su parte, como ya se ha comentado anteriormente, está registrando una recuperación que cada vez parece consolidarse más. Por lo tanto, se podría concluir que en el mercado residencial se están consiguiendo los objetivos previstos (Gráfico 4).

Gráfico 3. Tipos hipotecarios en los EE.UU.
En porcentaje

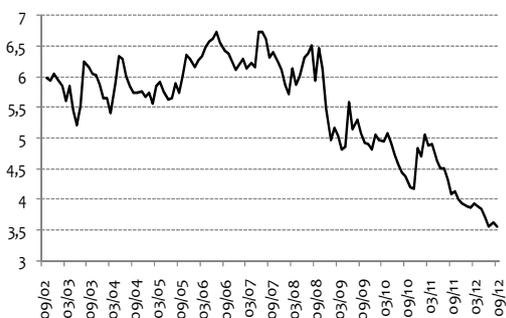
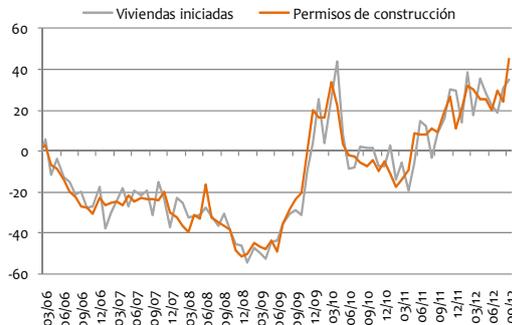


Gráfico 4. Indicadores del sector construcción
Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TSDatastream

En cambio, el mercado laboral no ha registrado la recuperación esperada. La creación de empleo que se ha dado en el último año, no parece suficiente para rebajar la tasa de desempleo de forma significativa. El último dato de paro, que situaba la tasa en el 7,8%, tuvo mucho que ver con el incremento de la población

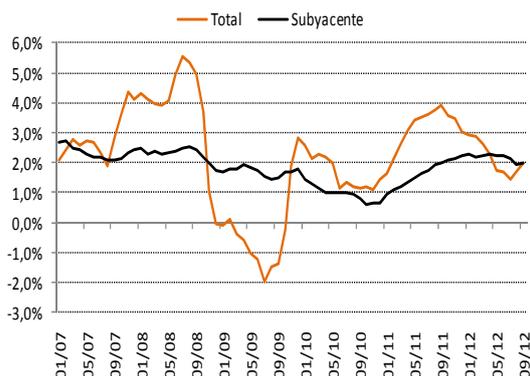
activa y por esta razón se cuestiona si realmente la mejora del mercado residencial se está trasladando a una mejora del mercado laboral.

Es por ello que la FED, consciente de las consecuencias negativas que pueda conllevar un QE, ha dejado claro cuál es su objetivo, reducir la tasa de paro, sobre lo cual comenta que es el problema que más le ha de preocupar, frente a otras derivadas. Además, el hecho de que la compra se haga de forma muy paulatina y a pequeñas dosis mensuales hace que el programa sea más controlable y se pueda acomodar ante situaciones indeseadas.

Entre los riesgos comentados, se encuentra la generación de inflación que estas medidas conllevan. La inyección de dinero en la economía ya ha disparado las expectativas de inflación y se teme que se puedan crear otras "burbujas" especulativas, como ya ha empezado a pasar en los precios de algunas materias primas. De todas formas, actualmente la inflación parece controlada por debajo del objetivo del 2%, tanto en el índice general como en el subyacente (Gráfico 5). Además, el hecho de que en esta tercera ronda se compren sólo MBS, activos considerados ilíquidos, supone unos riesgos inflacionistas menores.

Una depreciación del dólar es otra de las consecuencias que se pueden esperar de una compra masiva de bonos, lo cual podría beneficiar a las exportaciones estadounidenses, así como un rally de los mercados de renta variable, aunque a diferencia de las anteriores QE, en las que los mercados acumulaban contracciones significativas, actualmente los índices bursátiles estadounidenses se encuentran en máximos de los últimos 5 años, por lo que el recorrido podría ser más contenido (Gráfico 6).

Gráfico 5. Evolución del IPC
En tasa de variación interanual



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TSDatstream

Gráfico 6. Evolución del índice Dow Jones
Nivel



La FED, en su última reunión, actualizaba sus proyecciones para los próximos años, en las que se muestra como 2012 acabará con un crecimiento en torno al 1,7% y al 2,0%, mientras que estiman que la tasa de paro se mantendrá alta, en torno al 8%, y no será hasta pasado 2015 que se empiecen a ver tasas cercanas al 6%. En cuanto a la inflación, prevén que no habrá presiones en los precios que puedan aumentarla por encima del 2,0%. Ante este escenario, su política monetaria estaría más que justificada y sobre todo teniendo en cuenta el carácter flexible de su última ronda de compras.

Tabla 1. Previsiones de septiembre de 2012 del Federal Open Market Committee (FOMC)

	2012	2013	2014	2015	Largo plazo
PIB	1,7 - 2,0%	2,5 - 3%	3,0 - 3,8%	3,0 - 3,8%	2,3 - 2,5%
Desempleo	8,0 - 8,2%	7,6 - 7,9%	6,7 - 7,3%	6,0 - 6,8%	5,2 - 6,0%
IPC General	1,7 - 1,8%	1,6 - 2,0%	1,6 - 2,0%	1,8 - 2,0%	2,0%
IPC Subyacente	1,7 - 1,9%	1,7 - 2,0%	1,8 - 2,0%	1,9 - 2,0%	nd

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FOMC.

Análisis de Catalunya

Las exportaciones, elemento clave para la salida de la crisis de Cataluña



El sector exterior es el único factor que ha contribuido positivamente a la variación del PIB, desde el inicio de la recesión, mientras que los componentes de demanda interna han contribuido negativamente a la actividad. De la misma manera, las expectativas de crecimiento del mercado nacional son muy moderadas para los próximos años, en la medida que se avanza hacia la consolidación fiscal y el ajuste de los desequilibrios adquiridos en los años previos de crecimiento. Es por ello que la contribución del sector exterior será fundamental para garantizar la recuperación sólida y sostenida de la actividad económica, por lo que merece la pena hacer un análisis más detallado de la evolución de las exportaciones catalanas, para poder extraer conclusiones sobre las fortalezas y debilidades del sector.

La recesión económica ha servido para reducir significativamente el déficit comercial

La creación del área del euro sirvió para reducir las barreras comerciales con el resto de socios europeos, lo que permitió a las exportaciones mantener un ritmo de crecimiento significativo. El crecimiento de las exportaciones entre 1999 y 2007 se enmarcó en un escenario económico expansivo, principalmente por los componentes de demanda interna, lo que provocó un fuerte crecimiento del PIB, así como la necesidad de recurrir a mercados exteriores, vía importaciones, para satisfacer la demanda nacional. Por esta razón, pese a la evolución favorable de las exportaciones, el peso de éstas sobre el PIB se ha mantenido prácticamente estable en torno a niveles del 25%, a la vez que se ha observado un incremento significativo del déficit comercial, que alcanzó en 2007 más de 30.000 millones de euros, en torno al 15% del PIB.

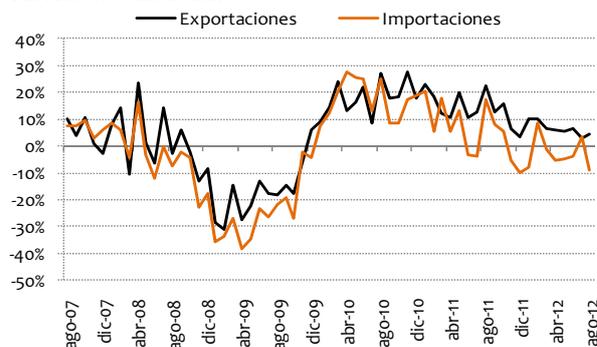
La crisis económica ha servido para reducir drásticamente el déficit comercial, aunque en la primera parte de la recesión se explicó por un mayor deterioro de las importaciones, respecto a las exportaciones, desde 2009 se ha observado una mejora significativa de las exportaciones, con avances superiores al 20%, respecto a las importaciones, que han registrado crecimientos más modestos. Desde finales de 2011, no obstante, la intensificación de la crisis de deuda pública en el área del euro y el impacto negativo sobre la senda de recuperación económica de la zona, que en la actualidad se encuentra en recesión, ha provocado una ralentización significativa de las exportaciones catalanas, hasta el 5%, derivado de la elevada dependencia del comercio exterior de las economías europeas.

En cuanto a la evolución de las importaciones, se ha observado un deterioro más intenso que el registrado por las exportaciones, derivado de la caída intensa de la demanda nacional. Esta tendencia se ha intensificado en 2011 y 2012, reflejo del deterioro de los indicadores de consumo interno y del mercado laboral.

Con todo, la balanza comercial muestra una tendencia de reducción del déficit desde 2008, si bien esta tendencia se ha intensificado en 2011 y los primeros meses de 2012. Así, el déficit comercial se ha reducido prácticamente a la mitad desde 2007, pasando del 14,7% del PIB catalán, al 7,3% de 2011. Esta evolución favorable de los flujos comerciales con el exterior ha permitido incrementar la tasa de cobertura de las exportaciones, hasta el 80%, nivel muy superior al 65% registrado, de media, en el período 2003 – 2009.

Gráfico 1. Exportaciones e importaciones

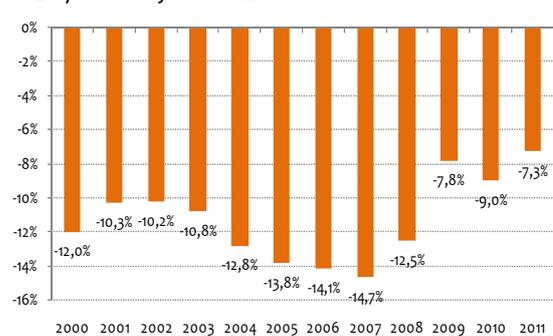
Variación interanual



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del IDESCAT.

Gráfico 2. Balanza comercial

En porcentaje del PIB



La elevada dependencia de los mercados europeos está lastrando las ventas exteriores

Desde el inicio de la recesión económica las exportaciones catalanas han incrementado con mucha intensidad su exposición a mercados comercialmente más dinámicos, principalmente economías emergentes de Asia y los países del este de Europa, lo que ha permitido incrementar el peso relativo de estos mercados hasta el 40% del total de las exportaciones, mientras que en 2007 estos mercados representaban a penas un 30% del total. No obstante, con datos de 2011, la Unión Europea es el principal comprador de las exportaciones catalanas, con el 60% del total, lo que en un escenario económico de recesión y escaso crecimiento para los próximos años, limita la capacidad de crecimiento de las exportaciones catalanas.

El principal determinante de las exportaciones catalanas es la capacidad de crecimiento de los países de destino. Es por ello que en la actualidad las exportaciones a las economías con un mayor dinamismo económico mantienen una evolución más favorable. Con datos acumulados hasta julio, dentro de la Unión Europea, se observan crecimientos importantes de las exportaciones a Alemania, un 24,1%, y a Reino Unido, un 9,0%, países con una situación económica menos debilitada, sobre todo en el primer caso, mientras que disminuyen las exportaciones a Francia y Portugal, un 2,2% y un 9,9%, respectivamente. Destacar el fuerte crecimiento que registran las exportaciones a Japón y China, un 37,7% y un 31,3%, respectivamente, a pesar de que el peso sobre el total de exportaciones aún es muy reducido y no llega al 2% en ambos casos. El caso de Japón tiene un componente extraordinario, dada la situación excepcional que está viviendo el país a raíz del terremoto que sufrió y que le obliga a importar más que en épocas anteriores, pero en el caso de China, el recorrido tendría que ser mayor, puesto que su demanda interna, a pesar de que se está desacelerando, aún crece a ritmos significativos. Otras áreas geográficas de fuera de la Unión Europea también están registrando crecimientos importantes, como los EE.UU., con un crecimiento del 6,9% y también Centroamérica y los países latinoamericanos, del 21,8%, estas dos ya con un peso más relevante, del 4% y del 7%, respectivamente. Esta apertura hacia los países de fuera de Europa es el camino que tendría que afrontar en los próximos años la economía catalana, dadas las tasas de crecimiento que se observan en estas regiones y al estancamiento previsto para la actividad interna, y que podría sostenerse hasta 2014.

Gráfico 3. Exportaciones

Por mercados, en porcentaje del total

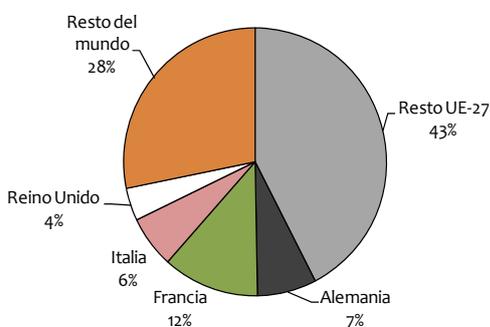
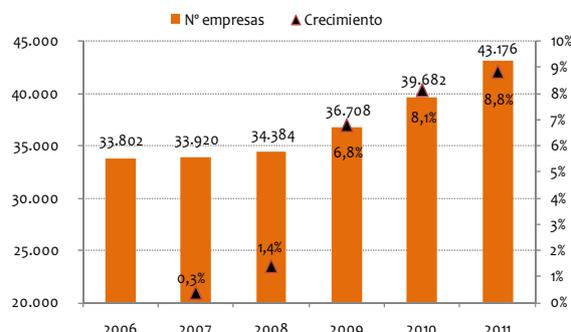


Gráfico 4. Número de empresas exportadoras

En unidades y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del IDESCAT e ICEX.

Las empresas exportadoras se han incrementado en el período de crisis un 27%, aunque sólo representan un 7,4% del total

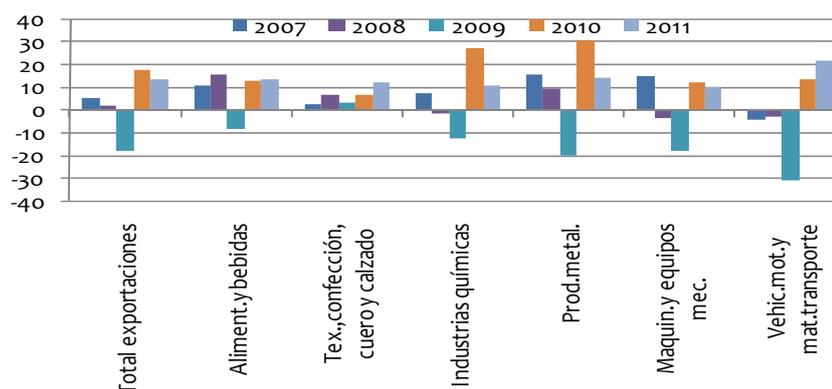
El número de empresas con presencia en mercados extranjeros alcanzó en 2011 la cifra de 43.176, lo que ha representado un intenso crecimiento, del 27%, respecto al número de empresas exportadoras de 2007, de 33.920. A pesar de que el crecimiento de los últimos años ha sido importante, del 8,8% en 2011, 8,1% en 2010 y 6,8% en 2009, las empresas exportadoras sólo suponen un 7,4% del total de empresas. Por esta razón, el potencial de crecimiento aún es amplio para las empresas catalanas y sería conveniente ampliar esta ratio.

La industria química, los vehículos a motor y la alimentación, principales segmentos exportadores de la economía catalana

En cuanto a las ramas de actividad que comercializan con el exterior, aquéllas con más peso en las exportaciones son industrias químicas (23,7%), vehículos a motor y otros materiales de transporte (18,2%) y alimentación y bebidas (10,5%). Si atendemos al crecimiento que han registrado estas actividades en los últimos años, podríamos decir que las exportaciones no han estado mal enfocadas, ya que han registrado crecimientos significativos, a excepción del año 2009, cuando se produjeron caídas generalizadas. De todas formas, sería interesante empezar a impulsar otros sectores que, a pesar de que han crecido a tasas más moderadas, lo han hecho de forma más consistente, como por ejemplo el textil y confección o la metalurgia y que actualmente tienen un peso que no llega al 10%.

Gráfico 5. Exportaciones por ramas de actividad

Variación anual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TSDatastream

En cuanto a la destinación económica de los bienes, se observa un fuerte incremento de los intermedios, que representan casi un 57% del total, y que crecen un 12,9% en el conjunto de 2011, pero que están moderándose en los siete primeros meses de 2012 (3,9% en tasa interanual).

En cuanto al nivel tecnológico de las exportaciones de productos industriales, que para Cataluña representan más del 90% del total, un 10% son consideradas exportaciones de nivel tecnológico alto, proporción que ha disminuido en favor de las exportaciones de nivel tecnológico medio bajo. A pesar de ello, la proporción de productos industriales tecnológicamente altos o medio altos representa un 60% del total. En términos acumulados, en el primer semestre del año, las exportaciones catalanas de productos industriales han aumentado un 5,4% respecto al mismo periodo de 2011, hasta 50.925 millones de euros. Por niveles tecnológicos, se observan aumentos del nivel alto (4,3%), medio alto (8%) y bajo (6%). En cambio, decrecen las exportaciones de nivel tecnológico medio bajo (-3,3%). En el caso de las importaciones de productos industriales, registran un decremento interanual del -5,5%, con todos los niveles tecnológicos registrando contracciones.

Las exportaciones catalanas mejoran su competitividad desde 2008

Si se analizan las exportaciones desde el punto de vista de la competitividad de la industria, y utilizando el índice de competitividad en precios, que mide la diferencia entre los precios en Cataluña y los precios en otro país de referencia, se observa que después de una continua pérdida de competitividad hasta el 2008, los precios en comparación con el resto de áreas geográficas se han ido nivelando a lo largo de los años. La constatación más significativa de este hecho se encuentra en este primer trimestre del año, cuando esta diferencia ha disminuido un 1,6% respecto a los países industrializados. La mayor parte de este incremento se explica por la depreciación del euro respecto a otras monedas, como el dólar o la libra esterlina. A pesar de ello, dentro del área del euro, también se ha reducido la diferencia (0,5%). El descenso de los precios más pronunciado se encuentra respecto los nuevos países industrializados de Asia (-4%).

Por otra parte, el Índice de Competitividad Revelada y que mide la competitividad desde el punto de vista de la cuota de mercado, muestra como en el primer trimestre de 2012, las exportaciones catalanas

aumentaron un 4,6% interanual su cuota en los principales mercados internacionales, destacando el aumento de un 5,6% en los mercados del área del euro (sobre todo, Alemania) y del 7,1% en los principales mercados fuera de Europa, como por ejemplo China y Australia.

Optimismo razonable de los empresarios exportadores, que anticipa una mayor exposición a mercados exteriores

Para acabar, es importante conocer las expectativas de los propios exportadores. El clima exportador es una encuesta elaborada por la entidad ACCIÓ a 600 empresas exportadoras. De esta encuesta se desprende que el 39,9% de los encuestados en el segundo trimestre del año creen que su cartera tenderá al alza en los próximos 12 meses, respecto al 19,6% que creen que disminuirá. El Índice mide esta diferencia, en este caso, de 20,3 puntos, notable mejora respecto a los 13 puntos del primer trimestre. En la posible evolución de los precios industriales y del margen de beneficio, sólo un 12,9% y un 4,9%, respectivamente, creen que tenderá al alza, respecto al 14,1% y el 31,1% que creen que lo hará a la baja.

En definitiva, pese a que Cataluña parece tener los canales exportadores bien establecidos, la ralentización de las exportaciones de los últimos meses hacen pensar que tal vez sería necesario un cambio de estrategia, de apertura hacia países más independientes de nuestra situación económica y con un potencial de crecimiento superior. Éste es el caso de los emergentes, no sólo asiáticos, sino también sudamericanos. En cuanto al tipo de producto, tal vez sería interesante reorientarse hacia sectores con más demanda y dejar en un segundo plano aquéllos con un menor recorrido. Reanudar sectores donde Cataluña fue referente hace décadas, con productos de alta calidad que permitan una diferenciación respecto a la producción de otras regiones del mundo, localizando de nuevo empresas, tal vez sería una nueva alternativa a tener en cuenta en el futuro, o potenciando el sector agroalimentario, más resistente a las crisis y con una demanda más estable, tanto de los países emergentes como de los desarrollados.

Principales indicadores de coyuntura económica
Economía internacional

Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en %	Media anual	Últimos datos trimestrales					
		II/2011	III/2011	IV/2011	I/2012	II/2012	III/2012
EE.UU.	2011 1,8	1,9	1,6	2,0	2,5	2,1	2,3
Japón	2011 -0,7	-1,7	-0,7	-0,6	2,8	3,3	NA
Reino Unido	2011 0,9	0,7	0,7	0,7	-0,1	-0,5	0,0
Área del euro	2011 1,5	1,6	1,3	0,6	0,0	-0,4	NA
Alemania	2011 3,1	3,0	2,7	1,9	1,2	1,0	NA
Francia	2011 1,7	1,7	1,6	1,2	0,4	0,3	NA

Indicadores mensuales. Área del euro Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos mensuales					
		04/2012	05/2012	06/2012	07/2012	08/2012	09/2012
Índice de Producción Industrial (IPI)*	2011 3,4	-2,6	-2,6	-2,0	-2,8	-2,9	NA
Índice de precios de consumo (IPC)	2011 2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6	2,6
Tasa de paro**	2011 10,2	11,2	11,3	11,4	11,5	11,5	11,6

Tipos de interés

Indicador En %	Final del periodo	Cotización (final del periodo)					
		05/2012	06/2012	07/2012	08/2012	09/2012	10/2012
Tipos BCE	2011 1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75
Euribor 3 meses	2011 1,36	0,67	0,65	0,39	0,28	0,22	0,20
Euribor 12 meses	2011 1,95	1,23	1,21	0,95	0,81	0,68	0,62
Deuda alemana a 10 años	2011 1,82	1,22	1,61	1,29	1,35	1,42	1,48
Tipos FED	2011 0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EE.UU. a 10 años	2011 1,88	1,56	1,64	1,47	1,55	1,63	1,69
Tipos Banco de Inglaterra	2011 0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipos Banco de Japón	2011 0,10	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					
		II/2011	III/2011	IV/2011	I/2012	II/2012	III/2012
PIB real España	2011 0,4	0,5	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,6
PIB real Cataluña	2011 0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,4	-1,1	NA
Tasa de paro España**	2011 21,6	20,89	21,52	22,85	24,44	24,63	25,02
Tasa de paro Cataluña**	2011 19,3	18,06	19,43	20,50	22,16	21,95	22,56
Ocupación España	2011 -1,9	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-4,8	-4,6
Ocupación Cataluña	2011 -1,9	-0,2	-3,1	-4,0	-5,2	-6,8	-6,2
Transacciones inmobiliarias España	2011 -28,9	-40,7	-5,0	-28,7	-6,8	-11,6	NA
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2011 -30,2	-41,7	6,3	-33,3	9,2	-1,0	NA

Indicadores mensuales Variación interanual en %	Media anual	Últimos datos					
		04/2012	05/2012	06/2012	07/2012	08/2012	09/2012
IPI España *	2011 -1,4	-8,4	-6,6	-6,3	-5,5	-3,2	-11,7
IPI Cataluña *	2011 -2,4	-2,8	-4,4	-2,0	-2,9	-2,9	-11,9
IPC España	2011 3,2	2,1	1,9	1,9	2,2	2,7	3,4
IPC Cataluña	2011 3,3	2,4	2,3	2,2	2,6	3,1	3,9
Pernoctaciones hoteleras España	2011 7,3	-4,8	0,4	-1,3	-1,4	-2,1	-0,1
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2011 6,3	0,0	3,7	-3,9	0,4	0,6	4,5
Índice de comercio al por menor España***	2011 -1,6	-10,0	-4,8	-5,3	-7,4	-2,0	-10,9
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2011 -5,7	-11,3	-4,2	-2,1	-6,2	0,8	-10,4

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

Fuente: TRDatastream.