NÚMERO 345 • ABRIL 2011

Informe Mensual

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCER

Rescat garantit: una percepció perillosa per al sistema Pàg. 18
La percepció de ser massa important per caure genera riscos complexos de mitigar

Prociclicitat de la nova regulació: dormirem més tranquils amb els nous coixins? Pàg. 32
Coixins de capital i provisions anticícliques, a examen

La regulació del mercat de CDS: buscant l'equilibri entre estabilitat i eficiència Pàg. 43
Com canviarà el mercat d'un dels més importants derivats financers

Estressant la banca en temps d'estrès Pàg. 68
Les proves d'esforç al sector bancari ajudaran a determinar-ne la salut, però han de ser llegides amb cautela

ESTUDIS I ANÀLISI ECONÒMICA

"la Caixa"

Previsions

% de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat d'indicació expressa

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions					Previsions	
Producte interior brut									
Estats Units	–2,6	2,9	3,0	2,4	3,0	3,2	2,8	2,7	3,1
Japó	–6,3	4,0	0,6	5,4	3,3	4,7	2,6	1,4	–0,1
Regne Unit	–4,9	1,8	2,1	–0,3	1,7	2,8	2,8	2,7	1,9
Zona de l'euro	–4,0	1,7	1,5	0,8	2,0	1,9	2,0	2,1	1,4
Alemanya	*–4,7*	*3,5*	*2,4*	*2,1*	*3,9*	*3,9*	*4,0*	*4,1*	*2,2*
França	*–2,5*	*1,5*	*1,6*	*1,2*	*1,6*	*1,7*	*1,5*	*1,9*	*1,5*
Preus de consum									
Estats Units	–0,3	1,6	2,7	2,4	1,8	1,2	1,2	2,1	3,0
Japó	–1,4	–0,7	1,0	–1,1	–0,9	–0,8	0,1	0,1	0,9
Regne Unit	2,2	3,3	4,0	3,3	3,4	3,1	3,4	4,1	4,2
Zona de l'euro	0,3	1,6	2,3	1,1	1,5	1,7	2,0	2,4	2,5
Alemanya	*0,4*	*1,1*	*2,1*	*0,7*	*1,0*	*1,2*	*1,5*	*2,1*	*2,1*
França	*0,1*	*1,5*	*1,9*	*1,3*	*1,6*	*1,5*	*1,7*	*2,1*	*2,0*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	–4,3	1,3	0,9	–0,3	2,2	1,5	1,7	1,0	–0,1
Consum de les AP	3,2	–0,7	–1,7	–1,1	–0,1	–0,7	–0,9	–0,9	–2,4
Formació bruta de capital fix	–16,0	–7,5	–3,6	–10,5	–6,7	–6,7	–6,1	–5,1	–5,2
Béns d'equipament	*–24,8*	*1,9*	*3,0*	*–4,6*	*8,7*	*2,4*	*1,2*	*1,7*	*–1,3*
Construcció	*–11,9*	*–11,1*	*–7,5*	*–11,3*	*–11,3*	*–11,2*	*–10,6*	*–9,4*	*–8,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	–6,4	–1,2	–0,6	–3,0	–0,3	–0,7	–0,6	–0,7	–1,7
Exportació de béns i serveis	–11,6	10,3	9,4	9,4	11,9	9,4	10,5	8,5	9,5
Importació de béns i serveis	–17,8	5,5	4,7	2,0	9,6	5,0	5,3	3,1	1,0
Producte interior brut	**–3,7**	**–0,1**	**0,5**	**–1,4**	**0,0**	**0,2**	**0,6**	**0,6**	**0,5**
Altres variables									
Ocupació	–6,6	–2,3	–0,5	–3,8	–2,5	–1,7	–1,4	–0,6	–0,6
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	20,1	20,4	20,0	20,1	19,8	20,3	20,6	20,4
Índex de preus de consum	–0,3	1,8	2,9	1,1	1,6	1,9	2,5	3,5	3,1
Costos laborals unitaris	1,0	–1,5	–0,5	–0,9	–0,9	–1,9	–2,3		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–5,5	–4,5	–3,7	–6,0	–5,1	–3,7	–3,2	–4,4	–3,6
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–5,1	–4,2	–3,2	–5,3	–4,4	–3,1	–2,6	–3,9	–3,1
Saldo públic (% PIB)	–11,1	–9,2	–6,4						
MERCATS FINANCERS			Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2
Bons EUA 10 anys	3,2	3,2	3,6	3,7	3,5	2,8	2,8	3,4	3,6
Bons alemanys 10 anys	3,3	2,8	3,5	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2	3,4
Tipus de canvi									
$/Euro	1,39	1,33	1,39	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,39

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
12 Xina
13 Brasil
15 Mèxic
17 Primeres matèries
18 Rescat garantit: una percepció perillosa per al sistema

21 Unió Europea
21 Zona de l'euro
24 Alemanya
26 França
27 Itàlia
28 Regne Unit
30 Europa emergent
32 Prociclicitat de la nova regulació: dormirem més tranquils amb els nous coixins?

35 Mercats financers
35 Mercats monetaris i de capital
43 La regulació del mercat de CDS: buscant l'equilibri entre estabilitat i eficiència

47 Conjuntura espanyola
47 Activitat econòmica
51 Mercat de treball
55 Preus
59 Sector exterior
62 Sector públic
65 Estalvi i finançament
68 Estressant la banca en temps d'estrès

La reforma del sistema financer

La crisi global que es va desencadenar a partir del 2007 va posar de manifest el risc excessiu acumulat pel conjunt del sistema financer. En els anys previs, l'expansió econòmica va ser excepcionalment vigorosa i, a més a més, es va desenvolupar en un entorn d'inflació baixa, tipus d'interès molt baixos i liquiditat àmplia. Aquest còctel explica que l'expansió del sistema financer fos més intensa que en un cicle expansiu normal i també que el grau de palanquejament anés més enllà del que era raonable, sense que els mecanismes reguladors alertessin de l'excessiva assumpció de riscos.

Pot una regulació adequada anticipar i prevenir els desequilibris del sistema financer? Probablement no, per la dificultat d'anticipar tots els comportaments, desenvolupaments i innovacions possibles. Tampoc seria desitjable, ja que una regulació rígida i estreta restaria fluïdesa al crèdit i impediria que el sector exercís el seu paper d'intermediació. Però sí és possible aprendre de l'experiència de la crisi i tractar de reparar els mecanismes actuals per detectar amb l'adequada anticipació l'excessiva adopció de riscos del sistema financer.

En aquest Informe presentem diversos articles que examinen alguns aspectes de l'actual procés de reforma del sistema financer. Així, s'exploren les propostes dirigides a evitar que les entitats que se saben «massa grans per caure», ja que la seva fallida provocaria un gran col·lapse econòmic, assumeixin riscos excessius. Per a aquestes institucions «sistèmicament importants», les propostes reguladores tracten d'incrementar els requeriments de capital i de liquiditat per damunt dels fixats recentment per Basilea III, d'introduir impostos i taxes que reflecteixin el cost social del risc sistèmic existent, de taxar les rendes «excessives» al sector financer o d'establir mecanismes d'intervenció d'entitats que agilitin un eventual rescat.

Un altre focus d'interès rau en les propostes destinades a compensar o a eliminar la prociclicitat del sistema financer, és a dir, el fet que no esmorteeix els cicles econòmics, sinó que, en canvi, els accentua. Basilea III introdueix dos elements clau per esmorteir l'efecte procíclic: els «coixins» de capital i el càlcul de les provisions creditícies en funció de la pèrdua esperada. L'objectiu és que les entitats constitueixin reserves o provisions en èpoques de bonança econòmica que puguin consumir en moments de recessió.

Les mancances del sistema de supervisió del sistema financer es posen de manifest en les conjuntures adverses, de manera que, per curar-se en salut, una iniciativa ha estat sotmetre les entitats als anomenats tests d'estrès, o proves d'esforç. L'exercici consisteix a definir un escenari molt negatiu i calcular-ne l'efecte sobre les entitats bancàries. Els Estats Units van ser pioners a l'hora de dur-los a terme, i les proves van contribuir a recuperar la confiança dels inversors. A Europa, es va fer el mateix l'any passat, però, malgrat el bon efecte inicial, la incapacitat de predir el col·lapse del sistema financer irlandès va afectar-ne seriosament la credibilitat. En aquests mesos, es procedeix a una segona ronda de tests i es revisa la metodologia del 2010.

Finalment, l'Informe fa referència als derivats, en particular als derivats de crèdit, pel seu important paper en la crisi, i planteja diverses mesures per evitar-ne la potencial capacitat desestabilitzadora. No s'acaben aquí les reformes, ja que moltes altres qüestions estan sota revisió, com el paper de les agències de qualificació o l'articulació de la supervisió macroprudencial. Cal desitjar l'encert de les reformes i també que no obstaculitzin la fluïdesa del crèdit, pel bé de la intensitat i de la fermesa de la recuperació de les economies.

RESUM EXECUTIU

La catàstrofe del Japó i la guerra al nord d'Àfrica, convidats inesperats en la recuperació de les economies.

El Japó aconseguirà superar el drama en relativament poc temps, atesa la seva provada capacitat de recuperació davant de l'adversitat.

L'entrada en joc de les forces internacionals en el conflicte de Líbia no contribueix a relaxar el preu del barril de petroli.

La confiança en la recuperació es manté, malgrat tot

En termes de conjuntura econòmica, l'any 2011 no és gens avorrit. Va començar amb bones perspectives de recuperació, gràcies a l'embranzida dels emergents i a la sortida de la crisi de les economies avançades. Preocupaven la ràpida pujada de les primeres matèries en l'última part del 2010 i la persistència dels problemes en el deute sobirà europeu. En el primer trimestre del 2011, els indicadors d'activitat han confirmat els bons auguris. Però l'encariment de les primeres matèries s'ha complicat arran del conflicte dels països del nord d'Àfrica, la tempesta del deute sobirà europeu no s'acaba d'aclarir i la catàstrofe que va assolar el Japó a mitjan març planteja interrogants sobre els seus efectes sobre la recuperació mundial.

No creiem que el terratrèmol i el posterior *tsunami* que van afectar el nord del Japó hagin d'alterar el curs de l'economia mundial, per més que la nipona sigui la tercera potència del globus, després dels Estats Units i de la Xina. Atesa l'experiència d'anteriors desastres naturals (en especial, el terratrèmol de Kobe el 1995) i suposant que l'afectació de la planta nuclear de Fukushima s'estabilitzi aviat, cal concloure que el Japó aconseguirà superar el drama en relativament poc temps, atesa la provada capacitat de recuperació del país davant de l'adversitat. Hem reduït la previsió de creixement per al 2011 de l'1,3% al 0,7%, però apugem la previsió per al 2012. Cal tenir en compte que el producte interior brut (PIB) mesura els béns i els serveis produïts en un període determinat, de manera que no és un mesurament de riquesa o de capital físic. Les primeres estimacions apunten a una pèrdua de capital equivalent, com a mínim, al 4%, però la necessitat de recompondre aquestes pèrdues serà, precisament, el que impulsarà el PIB en els propers trimestres.

Els costos de reconstrucció representaran una pesada càrrega per a les arques públiques nipones, que ostenten ja el rècord de ser les més endeutades. L'any passat, el deute del sector públic va superar el 200% del PIB, un panorama preocupant si no fos perquè la major part del deute està en mans d'inversors interns i el seu finançament no planteja els interrogants d'altres països. Per la seva banda, el Banc del Japó ha reaccionat ràpidament i ha injectat un enorme volum de liquiditat en el sistema monetari i financer. Al mateix temps, ha intervingut al mercat de canvis per contenir la tendència a l'apreciació del ien, impulsada per la repatriació de capitals. En aquesta tasca, ha rebut el suport extraordinari dels bancs centrals dels països membres del G-7, que van acordar dur a terme una intervenció conjunta al mercat de divises, la primera en deu anys.

El balanç de riscos de l'exercici 2011 s'ha vist agreujat per l'escalada del conflicte libi, en entrar en joc les forces internacionals en una guerra de conseqüències incertes. Tot i que la producció de Líbia és relativament petita i que l'Organització de Països Exportadors de Petroli ha decidit sostenir l'oferta, la veritat és que el preu del barril de cru s'ha mantingut elevat. Els interrogants oberts per l'accident nuclear de Fukushima tampoc no contribueixen a asserenar l'ànim dels mercats. Ja comença a donar-se per descomptat que, enguany, el preu mitjà

del barril se situarà per damunt dels 100 dòlars (80 dòlars el 2010), i això significa, pel transvasament de renda que comporta, menys creixement de les economies importadores.

L'encariment del petroli és ara mateix el risc més important per al creixement. Als Estats Units, de tota manera, no creiem que l'economia s'hagi de desviar de la previsió de creixement del 3% que esperem el 2011. El consum de les famílies consolida la recuperació i els preus es mantenen sota control (inflació subjacent de l'1,1% al febrer). A més a més, la confiança continua predominant en el sentiment empresarial. Aquest optimisme es comença a percebre en els plans de noves contractacions. Seguint aquest patró, el mercat laboral va mostrar signes de millora al febrer, amb 192.000 llocs de treball i una taxa d'atur que va tornar a baixar lleugerament, fins al 8,9%, un registre que no es donava des de l'abril del 2009.

A la Xina, es constata que la producció industrial i la inversió continuen mostrant una marcada vitalitat. A més a més, la inflació es manté per damunt de l'objectiu oficial del 4%, de manera que el banc central ha decidit apujar el coeficient de caixa, per tercera vegada des del començament de l'any, i l'ha situat en el 20% per a les entitats més grans. Per la seva banda, l'economia brasilera va saldar el còmput total del 2010 amb un espectacular creixement del 7,6%. El registre del quart trimestre també va batre expectatives, amb un avanç interanual del 5,0%. D'aquesta manera, es reafirma la solidesa de la recuperació brasilera, on l'única ombra emana de les creixents tensions inflacionistes que podrien espatllar el panorama del 2011.

A la zona de l'euro, el tarannà d'aquests primers mesos del 2011 ens obliga a revisar les nostres previsions de creixement del PIB, que reduïm en una dècima, fins a l'1,5%, per al conjunt de l'any. Al mateix temps, augmentem la nostra previsió d'inflació del 2,1% al 2,3%. En cap cas representa un canvi d'escenari, però sí un reconeixement que l'escalada de les primeres matèries i el risc d'uns tipus d'interès una mica més alts poden provocar una menor activitat econòmica. Pel que fa al tipus d'interès, el president del Banc Central Europeu va sorprendre els mercats en la roda de premsa posterior a la reunió del Consell de Govern del 3 de març, en apuntar cap a properes pujades dels tipus d'interès de referència. La principal raó és mantenir les expectatives d'inflació a mitjà i a llarg termini fermament ancorades, en un moment en què l'índex de preus de consum harmonitzat de la zona de l'euro supera clarament la frontera del 2%. Aquestes declaracions han provocat un canvi radical en les previsions dels inversors, que ara estan anticipant que el banc central iniciarà les pujades durant aquesta primavera.

Als Estats Units, sembla que el creixement està assegurat, mentre que la vitalitat dels països emergents pressiona sobre la inflació.

No és precisament una pujada de tipus d'interès el que més convé en aquests moments a les economies europees més endarrerides. Tampoc no contribueix a calmar les turbulències vinculades a la crisi del deute sobirà de la perifèria europea. Una crisi que es troba en una fase clau per a la seva resolució. En concret, el Consell Europeu del 24 i del 25 de març va donar llum verd a un paquet de mesures per garantir l'estabilitat financera de la zona de l'euro, entre les quals es troba el Mecanisme Europeu d'Estabilitat, un fons permanent que, el 2013, substituirà el fons de rescat actual per donar suport a països de la zona de l'euro en greus dificultats econòmiques. També es va aprovar el Pacte per l'Euro Plus, que pretén intensificar la coordinació econòmica amb l'objectiu de millorar la competitivitat.

A la zona de l'euro, el BCE anuncia una propera pujada de tipus d'interès...

Les decisions comunitàries i l'aplicació d'un extens programa de reformes han permès que la prima de risc del deute espanyol s'hagi relaxat en les últimes setmanes. Així, el cost del finançament dels bons a 10 anys en relació amb els alemanys s'ha

...i el Consell Europeu s'esforça a adoptar mesures que contribueixin a contenir la crisi del deute perifèric.

La prima de risc del deute públic espanyol se situa per sota dels 200 punts bàsics.

reduït de forma gradual durant el mes de març i s'ha situat per sota dels 200 punts bàsics al final del mes, 15 punts per sota de la mitjana del febrer. En aquest context, el Tresor ha col·locat noves emissions de deute al mercat a tipus d'interès més baixos que els pagats al final de l'any passat. Amb aquestes emissions, s'ha aconseguit cobrir gairebé la totalitat dels venciments fins al juliol. La major confiança dels mercats en el deute espanyol contrasta amb l'augment dels diferencials de la resta de països perifèrics i amb la delicada situació de Portugal, a la vora del rescat.

La millora de la valoració d'Espanya per part dels mercats financers deriva del compliment dels objectius de dèficit públic i de les reformes estructurals iniciades (contractació laboral, pensions, negociació col·lectiva, sistema financer). A la cimera de Brussel·les, el president del Govern espanyol va anunciar, a més a més, la reforma de la llei d'Estabilitat Pressupostària amb l'objectiu de vincular l'augment de la despesa pública al del conjunt de l'economia. Es tracta de millorar la sostenibilitat de les finances públiques, en línia amb els requeriments de la nova estratègia europea de competitivitat.

L'augment dels preus, la reculada dels llocs de treball i la pujada dels tipus d'interès, obstacles per a la millora de la despesa interna.

Mentrestant, la recuperació continua avançant, però a un ritme molt moderat. La despesa de consum privat mostra una certa feblesa, malgrat que l'índex de confiança recollia una millora al febrer. L'augment dels preus, la destrucció de llocs de treball que encara es registra i la gradual pujada dels tipus d'interès de referència dels crèdits hipotecaris no afavoreixen l'estabilització dels pressupostos de les llars. La despesa pública tampoc no contribuirà a augmentar el creixement, atesa l'exigència d'austeritat en les partides més importants, com sanitat o educació.

Modestes previsions de creixement el 2011, malgrat la major aportació del sector exterior.

Pel que fa a la inversió, destaca el bon comportament de la producció de béns d'equipament en el mes de gener, que va pujar significativament i va col·locar la taxa de creixement interanual en el 4,6%. Quant a la inversió en construcció, els indicadors continuen essent desfavorables. La caiguda de la majoria d'aquests indicadors es va intensificar, com la confiança dels empresaris de la construcció i els visats d'obra nova, per bé que la demanda de ciment va presentar senyals de canvi de tendència.

Si la demanda interna no acaba de refer-se, el sector exterior continua donant alegries remarcables. L'exportació de béns continua progressant a bon ritme, i, segons les dades acumulades de dotze mesos fins al gener, el saldo comercial amb la zona de l'euro va ser gairebé nul, situació que no es donava des de la creació del Mercat Únic. Pel que fa a l'exportació de serveis, l'evolució continua essent també molt positiva, gràcies al turisme exterior, que, en part, s'està beneficiant de la inestabilitat de les destinacions del nord d'Àfrica.

En definitiva, l'increment dels preus del petroli i l'augment dels tipus d'interès obliguen a revisar les previsions de creixement i d'inflació per al 2011. Les majors dificultats per a la recuperació de la demanda interna porten a reduir el creixement esperat del 0,7% al 0,5%. Una part del llast del petroli es veurà compensada per una major aportació del turisme a causa de la pèrdua d'atractiu del nord d'Àfrica, de manera que el gros del creixement provindrà de la demanda externa. També esperem una taxa d'inflació més alta, ja que se situaria en el 2,9% de mitjana del 2011, percentatge que contrasta amb l'1,8% registrat el 2010. En aquest context, l'atur es mantindrà encara en nivells elevats, però els objectius de reducció del dèficit es consideren assolibles, en un context de despalanquejament del sector privat.

29 de març de 2011

CRONOLOGIA

2010

abril	7	El Govern presenta el **Pla extraordinari d'Infraestructures**, que mobilitzarà 17.000 milions d'euros en els pròxims dos anys.
	9	El Govern aprova un **nou paquet de mesures per impulsar l'activitat econòmica**.
	10	Els ministres de finances de la zona de l'euro anuncien les **condicions de l'ajuda a Grècia**.
maig	2	Els països de la zona de l'euro aproven l'**ajuda financera a Grècia**, que pujarà a 110.000 milions d'euros.
	10	La Unió Europea adopta un **Mecanisme Europeu d'Estabilització** dotat amb 750.000 milions d'euros, amb participació del Fons Monetari Internacional.
	20	El Govern aprova un Decret-llei pel qual s'adopten **mesures extraordinàries per avançar la reducció prevista del dèficit públic**.
juny	17	El Consell Europeu decideix publicar les **proves d'esforç** dels principals bancs europeus, l'aplicació d'un **nou impost als bancs** i la millora de les **normes de disciplina pressupostària i macroeconòmica**.
	22	El Congrés dels Diputats **convalida el Decret-llei de mesures urgents per a la reforma del mercat de treball** proposat pel Govern.
	26	Un any després de la creació del FROB, el Banc d'Espanya considera gairebé acabat el procés de **reestructuració de les caixes d'estalvis** a Espanya.
	27	El **G-20** decideix reduir a la meitat els dèficits de les economies avançades el 2013.
juliol	1	**Augmenta el tipus de gravamen de l'IVA** general, del 16% al 18%, i del reduït, del 7% al 8%.
	9	El Govern aprova la **reforma de la Llei d'Òrgans Rectors de les Caixes d'Estalvis**.
	22	El Ministeri de Foment concreta la **retallada de la inversió en obra pública**.
	23	El Comitè de Supervisors Bancaris Europeus publica els resultats de les **proves d'esforç** dels bancs europeus.
setembre	9	El Congrés dels Diputats aprova la **reforma laboral**.
	24	El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2011**, que representen un intens ajustament destinat a reduir el dèficit públic.
	29	Jornada de **vaga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
octubre	20	Àmplia remodelació del **Govern d'Espanya**.
novembre	19	El Govern estableix un **calendari legislatiu** que inclou la **reforma de les pensions i de la negociació col·lectiva**.
	24	**Irlanda** presenta un **pla d'ajustament** amb severes mesures de retallada del dèficit públic per rebre els **ajuts financers** de la UE i de l'FMI.
desembre	3	El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica** que inclou, entre d'altres, la privatització parcial de les Loteries i Apostes de l'Estat i de la societat estatal AENA, així com l'augment de la fiscalitat sobre el tabac.
	16	El Consell Europeu acorda la creació d'un **Mecanisme d'Estabilitat Financera** el 2013, que substituirà l'actual fons de rescat, i l'ampliació del capital del Banc Central Europeu.

2011

gener	1	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Estònia, fins a disset estats membres.
	14	Caiguda del règim de Ben Ali a Tunísia, primera baula d'una cadena de **canvis polítics** al nord d'Àfrica i a l'Orient Mitjà, amb repercussions en el preu del petroli.
febrer	2	Signatura de l'**Acord Social i Econòmic** per part del Govern, els sindicats i la patronal, que inclou la reforma de les pensions.
	18	El Govern aprova un Decret-llei que reforça la solvència de les **entitats de crèdit.**
març	25	S'aprova el **Pacte per l'Euro Plus** i es posen les bases per a l'establiment del **Mecanisme Europeu d'Estabilitat** al Consell Europeu.

AGENDA

Abril

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
6 Índex de producció industrial (febrer).
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
12 IPC (març).
15 IPC harmonitzat de la UE (març).
20 Comerç exterior (febrer).
25 Preus industrials (març).
26 Ingressos i despeses de l'Estat (març).
27 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
29 Enquesta de població activa (primer trimestre).
Vendes al detall (març).
Avanç IPCH (abril).
Balança de pagaments (febrer).

Maig

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
5 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
6 Índex de producció industrial (març).
12 IPC (abril).
13 Avanç del PIB (primer trimestre).
Avanç del PIB de la UE (primer trimestre).
16 IPC harmonitzat de la UE (abril).
18 Comptabilitat Nacional Trimestral (primer trimestre).
19 Comerç exterior (març).
25 Preus industrials (abril).
27 Vendes al detall (abril).
30 Avanç IPCH (maig).
31 Balança de pagaments (març). Ingressos i despeses de l'Estat (abril).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units consoliden la recuperació, però el petroli i l'endeutament públic són un risc.

Estats Units: el petroli amenaça el creixement

Al mateix temps que l'economia nord-americana consolida la recuperació, els riscos s'orienten a la baixa. El producte interior brut (PIB) va créixer el 2,9% el 2010, i, per al 2011, esperem un avanç proper al 3%. La demanda continua rebent ajuts del sector públic i prossegueix l'expansió quantitativa de la Fed, però hi ha un apreciable fons de fortalesa al sector privat. Així, per bé que el consum s'allunya del repunt de la segona meitat del 2010, manté els avanços. Per la seva banda, el sector manufacturer es mostra fort i el mercat laboral comença a emetre tímids senyals de millora.

L'encariment del petroli és el risc més important per al creixement, però, a diferència del que va passar en els anys setanta i vuitanta, hauria de tenir una influència limitada sobre els preus no energètics. Al desembre del 2010, el barril de Brent es va situar lleugerament per sota dels 92 dòlars, mentre que la mitjana del febrer va ser de 104,6 dòlars. L'apreciació de l'or negre és un pal a la roda de la recuperació, ja que, per exemple, un barril 10 dòlars més car, atesos els actuals nivells de demanda, augmenta la factura energètica el 0,5% del PIB dels Estats Units.

El segon risc és l'elevat endeutament en què incorre el sector públic per sostenir la

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

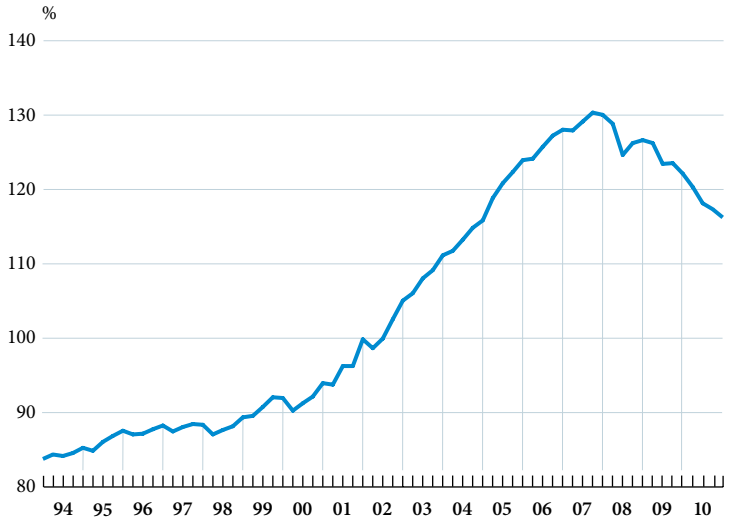
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	–2,6	2,8	2,4	3,0	3,2	2,8	–	...
Vendes al detall	–6,4	6,5	5,5	6,9	5,8	7,7	8,1	8,9
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	51,7	58,2	50,9	57,0	64,8	70,4
Producció industrial	–9,3	5,7	2,7	7,4	6,9	5,9	5,6	5,6
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	58,6	57,6	55,2	57,9	60,8	61,4
Habitatges iniciats	–38,4	5,6	16,5	12,2	0,4	–5,4	1,0	–20,8
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	9,7	9,6	9,6	9,6	9,0	8,9
Preus de consum	–0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3	1,6	2,1
Balança comercial (3)	–375	–496	–398	–450	–484	–496	–507	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,3	74,8	77,6	75,9	73,0	73,0	72,0

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.
(4) Índex del tipus de canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: UN ENDEUTAMENT QUE HA DE CONTINUAR BAIXANT

Deute brut de les llars en percentatge de la renda disponible



FONTS: BEA, Reserva Federal i elaboració pròpia.

demanda agregada. El deute brut ha passat del 62,1% del PIB el 2007 al 92,7% el 2010, i els pressupostos expansius per al 2011 podrien dur-lo al 100% del PIB. A això s'afegeixen l'endeutament de les famílies, que, en el quart trimestre del 2010, era el 116,1% de la renda disponible, la sobreoferta del sector de l'habitatge i la persistència de l'atur elevat. El desenllaç d'aquest 2011 dependrà de la força amb què la demanda privada agafi el relleu dels estímuls públics i com es tradueixi en una millora del mercat de treball.

La major cautela dels consumidors es va poder veure als comptes nacionals del gener. La rebaixa d'impostos va fer que la renda disponible de les llars augmentés, al gener, a un ritme superior a la mitjana del 2010, però l'increment es va destinar, sobretot, a l'estalvi, que, al gener, va arribar al 5,8% de la renda disponible, quan, en l'últim trimestre del 2010, s'havia quedat en el 5,4%. Una prudència benvinguda que no impedeix, però, que el consum privat continuï mostrant un vigor considerable. Així, el comerç al detall del febrer va avançar el 5,3% interanual, un cop exclosos els volàtils automòbils i benzina, mentre que l'índex de confiança del consumidor del Conference Board va millorar al febrer i va passar de 64,8 a 70,4 punts.

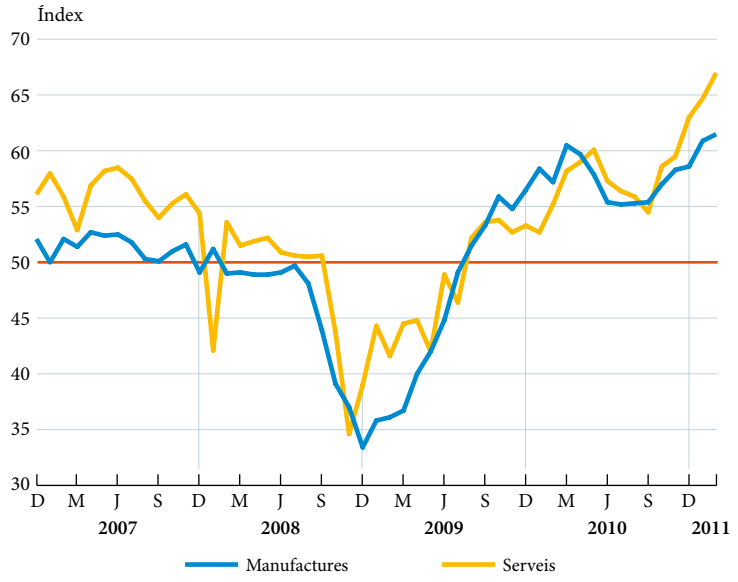
El deute públic arriba al 93% del PIB el 2010.

El bon to del consum privat s'afegeix a la confiança que continua predominant en el sentiment empresarial, fonamentat en unes empreses no financeres clarament menys endeutades que els bancs, les llars i el sector públic i en unes expectatives de més beneficis, propiciades per una demanda a l'alça que no hauria de tensionar gaire els costos, gràcies a la baixa utilització de la capacitat productiva. En aquest sentit, l'índex de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management va continuar repuntant al febrer fins al nivell dels 61,4 punts en les manufactures i els 66,9 en els serveis. En el cas de les manufactures, aquesta xifra iguala el màxim del maig del 2004, i, per trobar nivells superiors, caldria remuntar-se al 1983, quan l'economia es recuperava d'una doble recessió, la qual cosa dóna idea de l'optimisme regnant entre la classe empresarial. Aquest optimisme també es

L'optimisme dels empresaris continua augmentant.

ESTATS UNITS: UNS EMPRESARIS CADA COP MÉS OPTIMISTES

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



NOTA: (*) Un nivell de 50 implica que hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes.
FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

La taxa d'atur baixa al 8,9%, però la millora de l'ocupació continuarà essent lenta.

La construcció decep a causa de la persistència de la sobreoferta en l'habitatge.

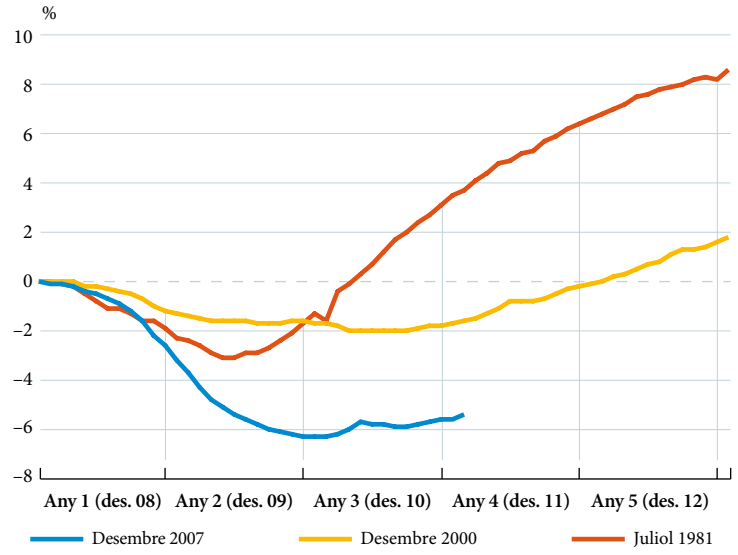
comença a intuir, tot i que de forma més moderada, en els plans de noves contractacions, que perfilen ja una tendència alcista una mica més nítida que en els mesos anteriors.

Seguint aquest patró, el mercat laboral va mostrar signes de millora al febrer, amb 192.000 llocs de treball creats i una taxa d'atur que va tornar a baixar lleugerament, fins al 8,9%, un registre que no es donava des de l'abril del 2009. Però la cautela és aquí obligada. En primer lloc, cal considerar que, en un any de recuperació, el mercat laboral només porta creats 1.269.000 llocs de treball, lluny encara dels 8.750.000 que es van perdre durant la crisi. En segon lloc, l'elevada proporció de l'atur de llarga durada i el gran nombre de treballadors desanimats o que treballen menys del que voldrien faran que la taxa d'atur no baixi gaire més enllà dels nivells actuals, atesa la previsió de creixement econòmic per al 2011.

Aquesta persistència de l'atur elevat castiga en especial la classe mitjana, situació que es tradueix en més morositat, que, al seu torn, acaba en l'execució per impagament de la hipoteca i alimenta la sobreoferta que domina el sector des del 2007. Així, el nombre d'hipoteques executades baixa al sector *subprime*, de baixa qualitat creditícia, però continua augmentant al sector *prime*, que representa el 73,1% del total del nombre d'hipoteques. La sobreoferta fa baixar els preus, amb un índex Case-Shiller de preus de l'habitatge de segona mà que va recular al desembre per sisè mes consecutiu i va acumular un descens del 3,8% en la segona meitat del 2010. Si va a més, aquesta nova etapa de pèrdua de valor dels immobles podria tenir efectes negatius sobre el consum privat a través de l'efecte riquesa. Amb aquest panorama del sector, la construcció continua sota mínims. Els 479.000 habitatges iniciats al febrer, en termes anuals, queden molt a la vora del mínim històric.

ESTATS UNITS: LA RECUPERACIÓ DE L'OCUPACIÓ VA LENTA

Pèrdua d'ocupació en percentatge del total d'ocupats a l'inici dels descensos (*)



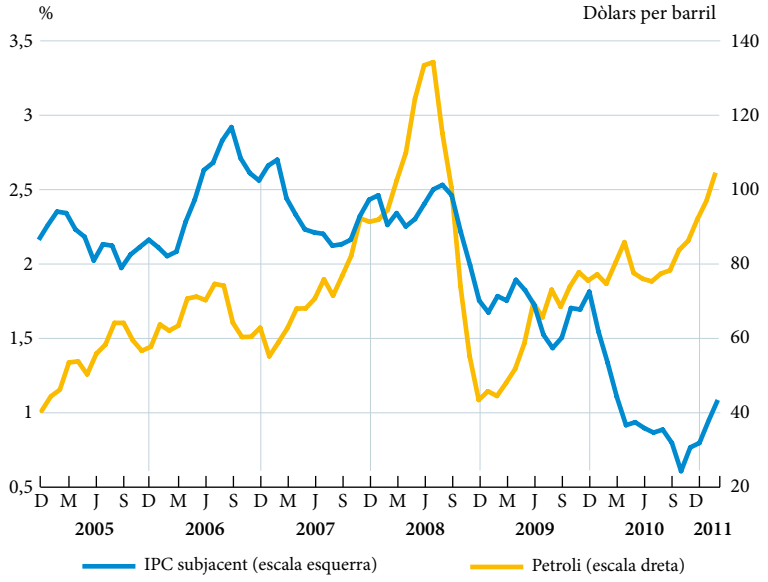
NOTA: (*) Les dates entre parèntesis són les corresponents a l'ultima recessió (desembre del 2007).
FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

La inflació va repuntar al febrer, amb un índex general de preus al consum (IPC) que va pujar al 2,1% interanual i que, al llarg del 2011, podria anar a més, a causa de l'encariment del petroli. No obstant això, la Fed adopta com a referència l'índex

L'IPC repunta fins al 2,1%, però la inflació subjacent es manté en un moderat 1,1%.

ESTATS UNITS: UNA INFLUÈNCIA MOLT POC SUBJACENT

Preu del petroli i variació interanual de l'índex de preus al consum subjacent (*)



NOTA: (*) L'índex subjacent exclou els aliments i l'energia. El preu del petroli és el futur a un mes del barril de Brent.
FONTS: Departament de Treball, Datastream i elaboració pròpia.

El dèficit comercial decep a causa de la recuperació de les importacions.

subjacent de l'IPC, que, sense els preus de l'energia i de l'alimentació, reflecteix amb més fidelitat les tendències de fons. L'IPC subjacent també va repuntar al febrer, amb un increment de l'1,1% interanual. Els preus de producció i el sentiment empresarial estan tensionant a l'alça els preus en aquest inici del 2011, a causa de l'encariment general de les primeres matèries, però el recorregut ascendent continua limitat per l'atur elevat i per la capacitat ociosa, que empenyen cap avall els salaris i compensen, així, l'efecte de les primeres matèries. En aquest sentit, cal recordar que el mínim històric de la inflació subjacent de l'octubre del 2010 queda molt a la vora en el temps i en les xifres.

Al sector exterior, el saldo comercial del gener va deixar en res les millores dels dos mesos anteriors. Les importacions van despertar de la letargia i van empènyer a l'alça el dèficit comercial, que va arribar als 46.341 milions de dòlars. El dèficit comercial que exclou el petroli també va augmentar i va arribar als 19,677 milions, el registre més negatiu dels quatre últims mesos. Per bé que les exportacions van conservar una part del vigor dels mesos anteriors, amb la recuperació gradual de la demanda interna, la contribució del sector exterior al creixement el 2011 serà limitada.

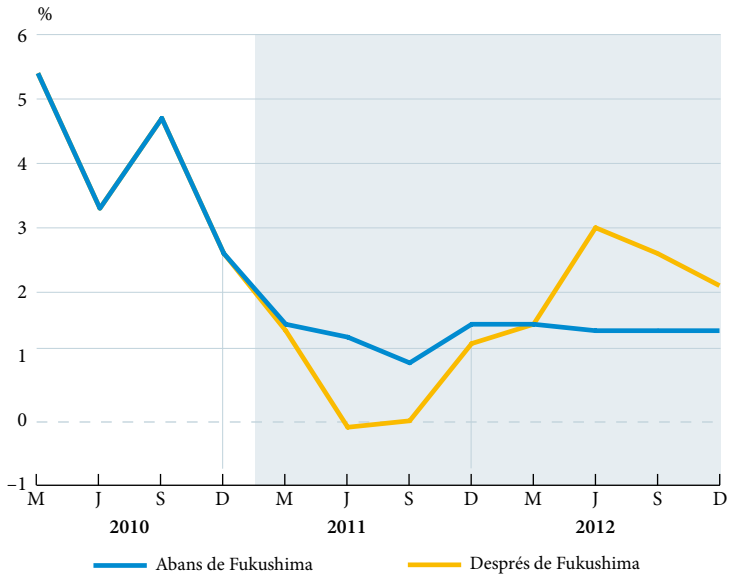
La tragèdia de Fukushima comporta un gran cost humà, però la seva influència en el PIB hauria de ser limitada.

Japó: ressorgir de les cendres

La tragèdia de Fukushima comporta un enorme cost humà i una pèrdua de riquesa que, segons les primeres estimacions, podria superar el 4% del PIB, 1,6 vegades el que es va perdre en el terratrèmol de Kobe de 1995. No obstant això, els efectes sobre el PIB, que és una mesura d'activitat, no de riquesa, haurien de ser limitats en una economia com la japonesa, amb més fortalesa de l'oferta que de la demanda, uns nivells d'existències que, en els mesos previs, ja s'havien recuperat dels mínims, i una població amb una notable capacitat de recuperació davant de les adversitats.

JAPÓ: LA RECUPERACIÓ DEL FÈNIX

Variació interanual del PIB (*)



NOTA: (*) Les dades del 2011 i el 2012 són previsions (ombrejat).
FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Datastream i elaboració pròpia.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	–6,3	4,0	5,4	3,3	4,7	2,5	–	...
Vendes al detall	–2,3	2,5	3,8	3,7	3,2	–0,4	0,1	...
Producció industrial	–21,8	16,0	27,1	21,1	12,9	5,0	1,8	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	–40,8	0,0	–14,0	1,0	8,0	5,0	–	...
Habitatges iniciats	–27,7	2,7	–7,0	–0,8	13,7	6,8	2,3	...
Taxa d'atur (2)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	...
Preus de consum	–1,3	–0,7	–1,2	–1,0	–0,8	0,1	0,0	...
Balança comercial (3)	4,0	8,0	6,7	7,4	8,1	8,0	7,3	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	98,6	106,0	101,1	102,8	109,1	111,0	111,1	110,3

NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Percentatge.
(5) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Per al 2011, esperem un creixement del 0,7%, per sota de l'1,3% previ, a causa de la previsible reculada del segon trimestre, amb una segona meitat de l'any i un 2012 amb avanços robusts. El major risc d'aquest escenari cal buscar-lo en la crisi nuclear de la planta de Fukushima. La hipòtesi central és que s'estabilitzi la situació, però no es pot descartar un empitjorament que, si comporta una aturada energètica més llarga, podria fer recular el PIB el 2011.

La indústria nuclear subministra el 29,0% de la potència elèctrica del Japó; un altre 66% procedeix de combustibles, i la resta és d'origen hidroelèctric. La central afectada de Fukushima I cobreix el 7,2% de la demanda de potència elèctrica del costat oriental de Honshu, l'illa que inclou la conurbació de Tòquio. Compensar la potència perduda amb la xarxa de l'oest és inviable, la qual cosa obliga a realitzar apagades intermitents que haurien de tenir la seva màxima incidència a l'abril. La producció industrial, que, al gener, va mantenir el repunt, es veurà directament afectada a curt termini. No obstant això, amb una utilització de la capacitat manufacturera que se situa el 9,0% per sota de la mitjana històrica, podríem assistir a un fort repunt en la segona meitat de l'any, un patró que s'hauria de reflectir en les exportacions, el veritable motor de l'economia nipona.

La previsió de creixement per al 2011 queda en el 0,7%.

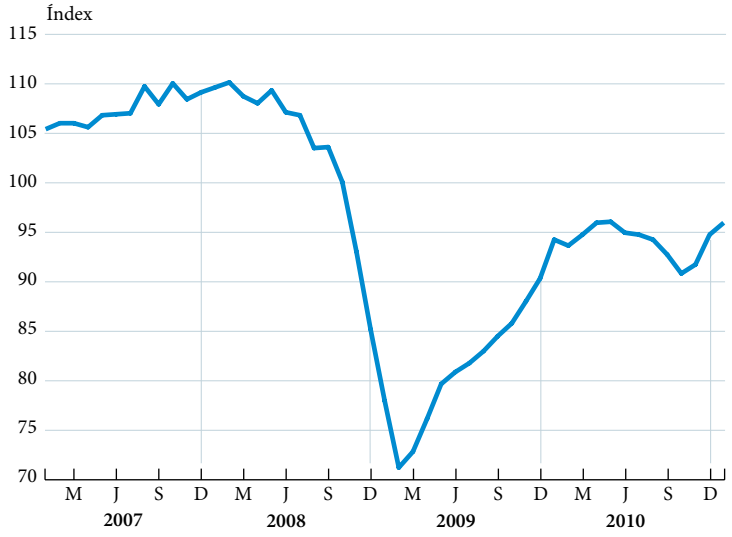
Els costos de reconstrucció pressionaran les arques públiques, ja prou castigades. El Banc del Japó, que va intervenir per garantir la liquiditat del sistema i per evitar l'apreciació del ien impulsada per la repatriació d'actius per part de les asseguradores i l'especulació, és reticent a monetitzar deute, però el fet que els principals prestadors del Govern siguin els mateixos japonesos hauria d'alleujar les pressions a curt termini.

Si s'estabilitza el risc nuclear, l'economia repuntarà en la segona meitat del 2011.

L'IPC del gener es va mantenir invariat en termes interanuals, mentre que el subjacent, que exclou l'energia i els aliments, va

JAPÓ: UN REPUNT INDUSTRIAL AMB MOLT CAMÍ PER RECÓRRER

Índex de producció industrial



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

A la Xina, la inflació se situa en el 4,9% al febrer i subratlla els riscos de sobreescalfament.

baixar el 0,6% interanual. Per bé que els preus de Tòquio van recular al febrer, el panorama inflacionista es presenta incert, amb una pressió a l'alça per les dificultats energètiques i alimentàries.

Xina: sobreescalfament?

Amb una inflació del 4,9% al febrer, per damunt de les previsions del consens i de l'objectiu del 4% de l'executiu, els riscos de sobreescalfament es consoliden al gegant asiàtic. Tot i que, de nou, hem d'esmentar la forta pujada del preu dels aliments –de l'11% al febrer, enfront de la mitjana del 7,2% del 2010–, el component sense alimentació continua accelerant el ritme, de manera que s'evidencia la importància de les pressions de demanda en l'escalada dels preus.

Continua l'enduriment monetari: tercera pujada del coeficient de caixa.

Ateses aquestes tensions inflacionistes, el banc central ha decidit apujar el coeficient de caixa, per tercera vegada des de l'inici d'enguany, i la taxa se situa ja en el 20% per a les entitats més grans. Aquest enduriment monetari s'uneix a les diferents disposicions per frenar el fort flux de crèdit, que podrien haver començat a fer efecte. En particular, la concessió de nous crèdits per al mes de febrer es va situar en els 540.601 milions de renminbis, xifra que representa un creixement del 17,7% interanual, clarament per sota de la mitjana del 21% de l'any passat. Així mateix, l'oferta monetària també va alentir el creixement.

En aquest context, i amb la precaució interpretativa que requereixen les dades d'activitat del febrer, pels efectes estacionals de l'any nou xinès –que canvia de dates cada any–, tant la producció industrial com la inversió continuen mostrant una marcada vitalitat. Així, la producció industrial del gener i del febrer combinats va créixer un robust 14,1%. La inversió en capital fix, lluny de moderar-se, va avançar el 24,9% interanual al febrer, per damunt del 24,5% del desembre. En canvi, l'índex de gestors de compres (PMI) va baixar per tercer mes consecutiu –fins als 52,2 punts–,

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	9,2	10,3	11,9	10,3	9,6	9,8	–	...
Producció industrial	12,5	15,7	19,8	16,0	13,5	13,3	13,3	14,9
Producció elèctrica	6,8	14,0	22,6	17,8	11,8	6,2	8,2	15,0
Preus de consum	–0,7	3,3	2,2	2,9	3,5	4,7	4,9	4,9
Balança comercial (*)	196	184	148	155	182	184	177	162
Tipus d'interès de referència (**)	5,31	5,81	5,31	5,31	5,31	5,81	5,81	6,06
Renminbi per dòlar	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6

NOTES: (*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(**) Percentatge a final de període.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

tot i que es manté dins de la zona d'expansió. Igualment, les vendes al detall per al conjunt del gener i del febrer van créixer el 15,8% en termes nominals, clarament per sota del 19,1% del desembre.

Per la seva banda, i tal com es va anunciar en la passada Assemblea Popular Nacional, la política fiscal continuarà activa. Contràriament al que succeeix en altres economies emergents amb símptomes de reescalfament, la Xina no es planteja dur a terme una gran consolidació fiscal, ja que el dèficit és modest (al voltant de l'1,6% el 2010) i el nivell de deute, reduït (al voltant del 18% del PIB). A més a més, existeix el compromís de reforçar la xarxa de prestacions socials. Tot això afegeix pressió sobre les polítiques monetària i canviària com a instruments per frenar el risc de sobreescalfament.

Finalment, les dades del comerç exterior del febrer van mostrar un dèficit de 7.306 milions de dòlars, el dèficit mensual més alt en set anys, tot i que molt proper a l'observat al març del 2010. De nou, és difícil treure conclusions d'aquest dèficit, ja que és degut, principalment, a la davallada de les exportacions pel període de vacances de l'any nou lunar. Així i tot, per al 2011, esperem una certa correcció dels desequilibris externs del país, en línia amb un patró de creixement menys depenent de la demanda externa.

Els efectes estacionals poden explicar la totalitat del gran dèficit comercial del febrer.

Brasil: objectiu, moderació

L'economia brasilera va saldar el còmput total del 2010 amb un creixement espectacular del 7,6%. El registre del quart trimestre també va batre expectatives amb un avanç interanual del 5,0%. D'aquesta manera, es reafirma la solidesa de la recuperació brasilera, l'única ombra de la qual deriva de les creixents tensions inflacionistes que podrien espatllar el panorama del 2011.

En els últims mesos, l'intens avanç de la inflació, que se situa ja en el 6,0% –cada cop més lluny de la meta del Banc Central del Brasil, del 4,5% ±1 punts percentuals–, ha intensificat la restricció dels estímuls des de tots els àmbits: s'han reprès les pujades de tipus i se n'esperen més enguany; es van reduint, gradualment, les línies de crèdit engegades arran de la crisi, i el nou Govern ja ha iniciat el procés de consolidació fiscal. La relativa acceleració de l'ajustament ens obliga a revisar lleugerament a la baixa la nostra previsió de creixe-

L'economia del Brasil salda el 2010 amb un avanç espectacular del 7,6%.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	–0,7	7,5	9,4	9,1	6,8	5,0	–	...
Producció industrial	–7,3	10,5	17,4	14,2	8,1	3,5	1,9	...
Confiança del consumidor (*)	138,3	157,9	158,1	154,6	159,5	159,3	159,9	162,2
Taxa d'atur São Paulo (**)	12,8	12,1	12,4	13,2	12,1	10,9	...	...
Preus de consum	4,9	5,0	4,9	5,1	4,6	5,6	6,0	6,0
Balança comercial (***)	25,3	20,3	23,2	19,3	16,9	20,3	20,9	21,7
Tipus d'interès SELIC (%)	9,92	10,00	8,75	10,25	10,75	10,75	11,25	11,25
Reals per dòlar (*)	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

La demanda interna revalida el paper motriu, però l'externa comença a sumar.

ment per al Brasil el 2011 i a situar-la més a la vora del 5% que del 5,5% anterior. No obstant això, valorem positivament el to restrictiu de les polítiques econòmiques al Brasil, del tot imprescindibles per garantir l'estabilitat macroeconòmica i per reduir el risc d'aterratge sobtat d'una economia que ja ha patit, en el passat, els estralls d'una inflació sense control.

L'anàlisi per components de les últimes dades de creixement, corresponents al quart trimestre del 2010, no deixa lloc a dubtes: la demanda interna brasilera ja no necessita l'ajut dels suports públics i ha de tornar a nivells compatibles amb l'estabilitat de preus. Amb un avanç interanual del 7,5%, el consum privat demostra no entendre d'efectes de base i va anotar una millora tan luxosa com en el mateix trimestre del 2009. Per la seva banda, la inversió, tot i que va moderant el ritme d'avanç, va continuar registrant un creixement interanual en doble dígit, del 12,2%. Pel que fa a la despesa pública, va reduir la marxa després del *boom* preelectoral del tercer trimestre, però es va mantenir en positiu, amb un avanç de l'1,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Finalment, tot i que les exportacions van alentir l'avanç, les importacions ho van fer molt més i van permetre que, aquest cop sí, la demanda externa empenyés la interna i contribuís al creixement del PIB en positiu. Així i tot, per al total de l'any, el balanç es va continuar tancant en negatiu per al saldo extern i en positiu per a la resta de partides, on destaca la inversió, amb un creixement anual del 22,5% (vegeu el gràfic de la pàgina següent).

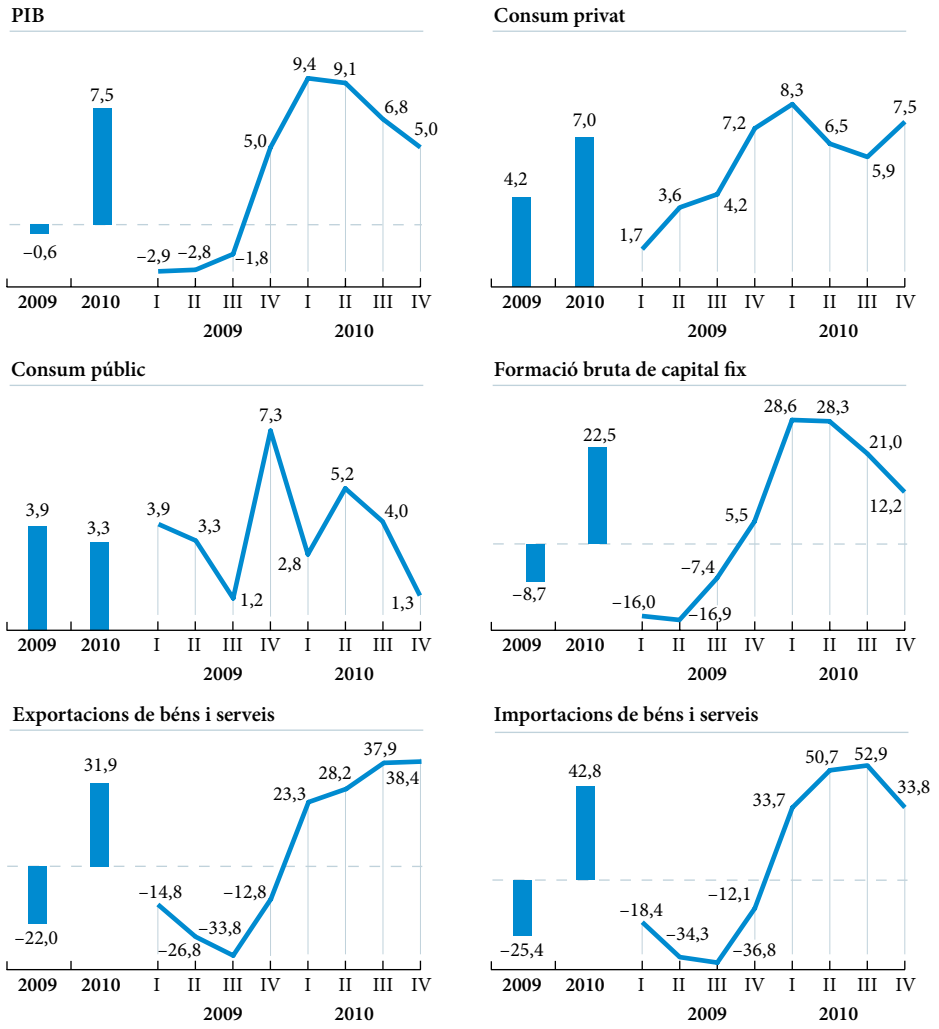
La inflació manté l'embranzida i continua imposant riscos, però l'ajustament ja està en marxa.

En definitiva, el panorama macroeconòmic al Brasil esbossa una tònica de creixement vigorosa, amb clars símptomes de sobreescalfament. En aquest sentit, la continuïtat del to restrictiu de la política monetària al llarg del 2011 està garantida. Pel flanc fiscal, creiem que les mesures promogudes pel Govern fins avui seran insuficients, motiu pel qual caldrà introduir més ajustaments per neutralitzar les pressions creixents sobre els preus. Més encara si tenim en compte que la inversió que exigiran el mundial del 2014 i els jocs olímpics del 2016 imposa un risc afegit per a les pressions de demanda, ja prou elevades.

En aquest punt, doncs, i clausurat recentment un altre gran carnaval, el Brasil ha d'apuntar cap a la moderació. Només així

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

podrà continuar gaudint de la festa, tot i que ja no sigui a ritme de samba.

Mèxic: un còctel equilibrat

Mentre molts altres països, emergents i avançats, lluiten contra les creixents tensions inflacionistes i intenten no arriscar la continuïtat de la recuperació, l'economia mexicana avança a velocitat de creuer amb una taxa d'inflació històricament baixa (el 3,6% al febrer). Aquest deliciós còctel mexicà, que ha aconseguit consolidar una recuperació sorprenentment vigorosa en un entorn de preus lliure de riscos inflacionistes, és digne d'admiració. Més encara si tenim en compte que la cistella de la compra mexicana és molt sensible a l'evolució d'uns preus alimentaris que han encarrilat diversos mesos de pujades.

Mèxic aconsegueix consolidar la recuperació sense despertar l'espectre de la inflació.

Desxifrar la recepta d'una barreja tan apetitosa exigeix una visió retrospectiva. Per començar, cal tenir en compte que Mèxic va encarar la crisi amb relativa estabilitat

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	–6,1	5,5	5,0	7,4	5,3	4,4	–	...
Producció industrial	–7,0	6,0	5,4	7,6	6,5	4,7	6,6	...
Confiança del consumidor (*)	80,5	86,3	81,5	84,9	89,2	89,6	92,3	92,3
Índex avançat d'activitat (*)	110,9	117,2	115,3	116,9	117,7	118,6	...	...
Taxa d'atur general (**)	5,5	5,4	5,4	5,2	5,6	5,3	5,4	5,4
Preus de consum	5,3	4,2	4,8	4,0	3,7	4,2	3,8	3,6
Balança comercial (***)	–4,6	–3,1	–1,9	–2,4	–2,0	–3,1	–2,6	–2,8
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	14,2	12,3	12,3	12,8	12,6	12,3	12,2	12,1

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

La millora econòmica als Estats Units i el renovat ímpetu de la despesa interna milloren les perspectives de creixement per al 2011.

macroeconòmica, assolida a costa d'un creixement econòmic relativament mesurat i que intentava evitar, abans que res, els exagerats vaivens d'altres èpoques. Aquesta estabilitat li va permetre recórrer, aquest cop sí, a l'ús de polítiques econòmiques contracícliques per mitigar l'impacte del cicle recessiu. No obstant això, no va poder evitar que la pitjor recessió en anys acabés fent estralls en la classe mitjana mexicana. Això va atemorir massa la despesa domèstica, que va acabar necessitant llargs mesos i el suport dels estímuls per recuperar, de manera molt gradual, el to perdut i la confiança en la seva economia.

La persistent feblesa de la despesa interna i la dràstica caiguda del PIB el 2009 van marcar la diferència entre Mèxic i altres països propers, com el Brasil, on la recessió va ser fugaç i la demanda domèstica amb prou feines va patir-ne les conseqüències, però on ara, davant d'una retirada dels estímuls massa tardana, s'enfronta a creixents riscos de sobreescalfament.

Així mateix, Mèxic es caracteritza per una enorme dependència de la demanda externa nord-americana, i la recuperació a l'altre costat del Río Grande avança a un ritme moderat, de manera que l'embranzida de les exportacions cap a Mèxic tampoc no va ser ni sobtada ni exagerada. Finalment, cal tenir en compte que Mèxic és un exportador net de cru, de manera que, en principi, surt beneficiat dels alts preus internacionals.

Tot plegat no solament ha contribuït a l'èxit mexicà el 2010, sinó que, de cara al 2011, esbossa un escenari macroeconòmic relativament còmode. A més a més, la millora recent de les perspectives econòmiques als Estats Units i la fortalesa dels últims indicadors avançats d'activitat a Mèxic ens han portat a revisar lleugerament a l'alça el creixement del PIB mexicà el 2011, fins al 4,2%. Ara com ara, però, no revisem l'escenari de tipus de referència, ja que, atesa l'aparent calma dels preus, continuem sense preveure que Banxico mogui fitxa fins al començament del 2012. Així i tot, si els preus alimentaris es disparen i la recuperació de la despesa domèstica s'accelera, podríem considerar la possibilitat d'una primera pujada del tipus de referència en l'últim trimestre del 2011.

Un petroli cada vegada més car

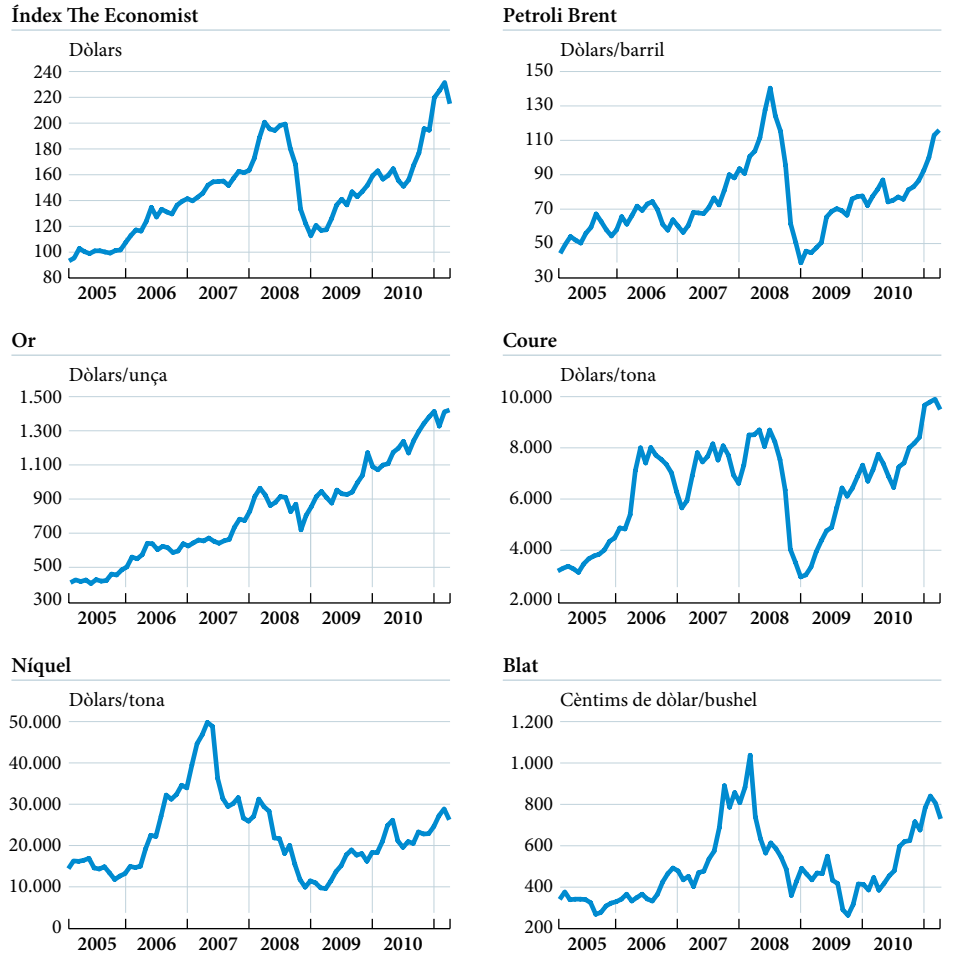
El preu del petroli va reprendre amb decisió la tònica alcista. Entre el 20 de febrer i el 22 de març, el preu del cru va mantenir la trajectòria ascendent amb una pujada del 10,4% i es va situar en els 115,99 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes), xifra que representa un increment del 25,2% des del començament de l'any i del 49,1% des de l'inici del 2010.

L'escalada de la crisi líbia, amb un desenllaç incert que no sembla gaire proper, unida a factors alcistes ja coneguts, com l'expectativa d'una demanda global més elevada, que incorpora la consolidació del creixement nord-americà, crearà colls d'ampolla als països productors, en especial als que no pertanyen a l'Organització de Països Exportadors de Petroli, que presenten un dèficit d'inversió en infraestructures d'extracció. Amb aquesta nova situació, és difícil que el petroli torni a nivells inferiors als 100 dòlars per barril durant el 2011, nivell que fa perillar el precari creixement de les economies avançades i que genera pressions inflacionistes en les emergents.

El petroli arriba als 115 dòlars per barril.

La incertesa i una demanda més elevada mantindran el petroli per damunt dels 100 dòlars el 2011.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 22 de març).
FONTS: The Economist, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Les primeres matèries adopten un rumb a la baixa, llevat de l'or i de l'alumini.

Les pujades prèvies i els riscos sobre la demanda global van repercutir en els preus de la resta de primeres matèries. L'índex The Economist va baixar el 9,1% entre el 21 de febrer i el 22 de març. Entre els metalls, es van donar baixes generalitzades, llevat de l'alumini, que podria ser arrossegat a l'alça per l'encariment del petroli, ja que la seva obtenció és intensiva en energia. L'or, per la seva banda, va mantenir els nivells assolits per la seva condició de valor refugi. Entre els aliments, també van predominar els descensos. En aquest sentit, cal destacar la reculada del te i del sucre, a causa de la recollida de beneficis de les pujades anteriors.

Rescat garantit: una percepció perillosa per al sistema

Fins a la caiguda de Lehman Brothers al setembre del 2008, es creia que, per una llei no escrita del sector financer, hi havia entitats «massa grans per caure». Entitats la fallida de les quals provocaria tal col·lapse econòmic al seu país d'origen que el Govern preferiria rescatar-les. Lluny de trencar aquesta creença, la caiguda de Lehman Brothers va certificar-ne la validesa en permetre albirar la magnitud del col·lapse i en adoptar el G-7 un pla d'acció que, en el seu primer punt, assegurava que s'adoptarien «accions decisives i s'usarien totes les eines disponibles per sostenir aquelles institucions financeres sistèmicament importants i per evitar-ne la fallida». Aquesta decisió suscita una forta polèmica, ja que incentiva les entitats a prendre encara més riscos. Enfront d'això, els reguladors intenten trobar l'enfocament normatiu correcte que mitigui aquests incentius.

Declaracions com la del G-7 contribueixen a reduir la percepció de les entitats sobre el cost de les inversions arriscades que surten malament. Aquesta percepció és, aïlladament, inferior al veritable cost per a la societat, que inclou també l'efecte d'aquestes inversions sobre el bon funcionament del sistema financer en conjunt i, per tant, sobre la canalització dels recursos de l'economia. Arran d'aquesta inferior percepció dels costos del risc, les entitats tendeixen a finançar projectes més arriscats del que seria desitjable. Per corregir aquesta percepció, la regulació existent exigia a les entitats mantenir uns requisits mínims de capital creixents amb el risc dels seus actius. No obstant això, el que ha revelat la present crisi és que aquest risc, atesa la informació incompleta que se'n té, no pot ser correctament mesurat. Així, mantenint uns mateixos requisits mínims, les entitats podien optar per finançar projectes amb rendibilitats esperades elevades i nivells de risc real que superaven els anticipats pel regulador.

Resulta, doncs, imprescindible modificar la regulació per corregir aquests incentius, i ja existeixen diverses propostes, més o menys avançades, en aquesta direcció. Moltes d'aquestes propostes se centren en les entitats que juguen un paper clau en el funcionament del sistema financer, ja que presenten més incentius per assumir riscos excessius davant de la impossibilitat dels governs de comprometre's de forma creïble a no rescatar-les si arriba el cas. Unes altres són d'un abast més gran. No obstant això, totes presenten complexitats importants de disseny per resultar realment eficaces.

La primera de les propostes pretén reduir la probabilitat i la severitat de les fallides de les institucions financeres sistèmicament importants (o SIFI) incrementant els seus requeriments de capital i de liquiditat per damunt dels fixats recentment per Basilea III. A manera indicativa, Suïssa, l'única jurisdicció on s'han concretat, exigeix a les seves SIFI un capital regulador mínim total del 19% (més del doble de l'exigit per Basilea III), atesa la seva descomunal magnitud en relació amb el PIB. Aquesta opció presenta dos problemes. El primer és com definir la condició de SIFI d'una entitat: la seva dimensió, la seva interconnexió amb la resta d'entitats o la incapacitat d'aquestes últimes per substituir els serveis prestats per l'entitat poden convertir-la en una peça clau. El segon problema és que continua confiant en el mateix mesurament del risc dels actius que s'ha revelat defectuós. Per tant, malgrat que el cost per a les entitats s'incrementi, el mecanisme que ha generat l'excés de risc en la present crisi continua present.

IDENTIFICANT LES PECES CLAU: LA DIMENSIÓ NO ÉS L'ÚNIC QUE DETERMINA LA CONDICIÓ DE SIFI

Índex d'interconnexió(*) i dimensió en una selecció d'institucions financeres

		Actius el 2008 (en % del PIB del país d'origen)				
		< 20%	20% < x < 50%	50% < x < 100%	100% < x < 200%	> 200%
Índex d'interconnexió	Molt elevat	Lehman Brothers Safeco Chubb Morgan Stanley AIG	Dresdner Bank	BNP Paribas		UBS
	Elevat	Goldman Sachs Bank of America Bear Stearns(**) Met Life HVB	Commerzbank	Barclays	RBS	
	Moderat	Fannie Mae Freddie Mac Merrill Lynch American Express Standard Chartered B. Monte dei Paschi Abbey National	Lloyds TSB AXA Allianz	HBOS HSBC Crédit Agricole Société Générale UniCredit Banco Santander Banco Comercial Português		Credit Suisse
	Baix	Citigroup JP Morgan Hartford	ABN Amro(**)	Deustche Bank Rabobank	ING	

En vermell, institucions que han rebut injeccions de capital públic

NOTES: (*) Índex d'importància en matèria d'interconnexió. Un valor elevat indica que les mostres d'inestabilitat a l'entitat es propaguen per la via d'una major probabilitat d'inestabilitat en altres entitats. Vegeu J. Yang i I. Zhou (2010), «Finding systemically important financial institutions around the global credit crisi: Evidence from credit default swaps», article presentat en la 13a conferència del *BCE-CFS Research Network: Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments.*

(**) Dades del 2007.

FONTS: The Banker 2008, OECD, Yang, J. i Y. Zhou (2010) i elaboració pròpia.

Un segon conjunt de propostes persegueix modificar els incentius a l'adopció de risc de les entitats mitjançant la introducció d'impostos o de taxes que reflecteixin el cost social del risc sistèmic existent. Per aconseguir-ho, l'FMI proposa una taxa amb un tipus impositiu que augmenti en funció del risc de l'entitat i de la seva contribució al risc sistèmic. La base de l'impost vindria donada pel finançament aliè (excloent els dipòsits) de les institucions financeres, ja que aproximaria el volum de recursos que hauria d'aportar l'estat per garantir els passius de les entitats. Definida de forma prou àmplia, i aplicable a qualsevol tipus d'institucions financeres, evitaria possibles distorsions i arbitratges en les decisions de finançament. No obstant això, la qüestió torna a ser quins criteris cal utilitzar en la definició del tipus impositiu per mesurar la contribució al risc sistèmic i millorar el sistema actual.

Altres propostes en matèria d'impostos amb el mateix objectiu són d'una eficàcia més qüestionable. Per exemple, s'ha suggerit taxar les rendes excessives al sector financer amb la idea que aquestes rendes són fruit del risc excessiu i de la protecció implícita de l'Estat. No obstant això, aquests impostos topen amb la dificultat de definir quin és el nivell de rendes adequat per al sector financer per no taxar beneficis que, en realitat, són fruit d'una major eficiència.

Més eficaç sembla ser un últim conjunt de propostes, que també persegueix modificar els incentius, però actuant sobre la probabilitat de futur rescat que perceben les entitats. Això passa per reduir els costos públics associats a

les fallides bancàries, de manera que l'alternativa d'afrontar-les sigui més plausible. Un mecanisme d'intervenció d'entitats, dissenyat en diverses etapes i que evités la paralització del sistema financer quan arribi el moment, podria aconseguir-ho. Els primers indicis de problemes desencadenarien una fase d'intervenció primerenca, en què el supervisor tindria facultat per incidir en el comportament de l'entitat, tant en matèria de distribució de beneficis com en les línies de negoci. Aquesta intervenció seria creixent amb la gravetat de la situació, fins a arribar a l'incompliment de les ràtios reguladores. Llavors es procediria a la liquidació ordenada de l'entitat mitjançant el possible traspàs de l'activitat essencial de dipòsits, o altres funcions considerades essencials, a un banc pont fins que fos possible la seva venda a competidors interessats. El cost públic d'aquest procés podria ser finançat amb la creació d'un fons de liquidació procedent de la recaptació d'una taxa com la proposada per l'FMI. Els Estats Units, la Unió Europea i el Regne Unit estan treballant en aquesta direcció.

En definitiva, les propostes són nombroses, i la majoria d'autoritats tenen la temptació d'aplicar-les totes de forma ràpida i sense tenir en compte l'efecte de les seves interaccions. No obstant això, cal evitar que això comporti l'adopció de mesures genèriques i poc vinculades amb el risc de cada entitat. Si no es fa així, estaríem incitant l'acumulació de més riscos en el sistema i consolidant les bases perquè la història es torni a repetir.

Aquest requadre ha estat elaborat per Sandra Jódar Rosell
Departament d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: el petroli i els tipus d'interès amenacen l'activitat econòmica

Després de la victòria de les tropes aliades a Egipte, Winston Churchill, en el seu discurs del novembre de 1942, va pronunciar les famoses paraules: «No, aquest no és el final, no és ni tan sols el principi del final. Pot ser, més aviat, el final del principi». El seu objectiu era animar els seus conciutadans i, al mateix temps, celebrar la primera victòria remarcable en la contesa que podia indicar un canvi de signe.

Un canvi de rumb que també s'ha produït a la Unió Europea (UE) després de les cimeres celebrades durant el mes de març. Durant setmanes, els líders polítics de la UE havien promès que arribarien a un gran acord sobre reformes econòmiques. I, en la reunió extraordinària celebrada a Brussel·les l'11 de març, van sorprendre amb un seguit de decisions molt importants, entre les quals en destaquen quatre. La primera mesura acordada és ampliar la capacitat de concessió de préstecs del Fons Europeu d'Estabilitat Financera (FEEF) des del nivell anterior de 250.000 als 440.000 milions d'euros. A més a més, el FEEF podrà adquirir deute públic dels països membres als mercats primaris sempre que el país en qüestió es comprometi a un pla d'austeritat fiscal.

La segona decisió consisteix en la creació d'un mecanisme d'estabilitat permanent, a partir del 2013, el Mecanisme Europeu d'Estabilitat, que tindrà a la seva disposició 500.000 milions d'euros per contenir

La Unió Europea assoleix un gran acord sobre reformes econòmiques.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

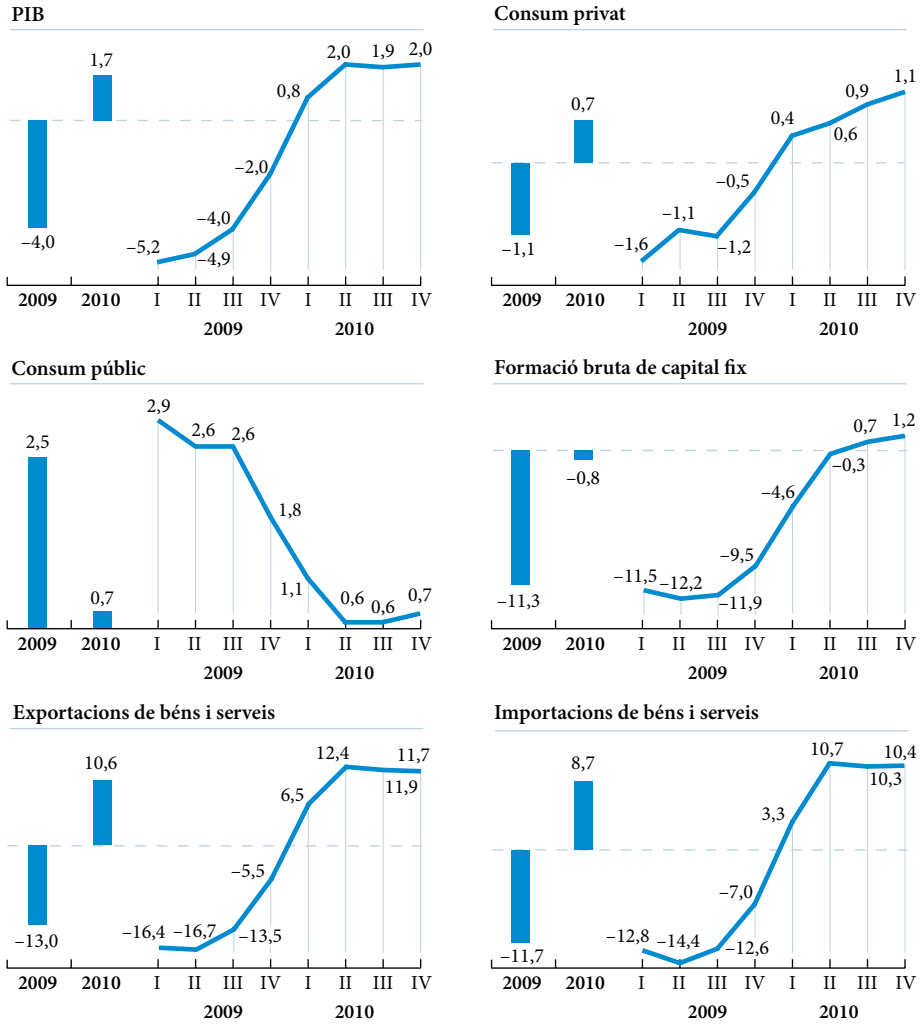
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	–4,1	1,7	0,8	2,0	1,9	2,0	–	...
Vendes al detall	–2,5	0,8	0,5	0,6	1,4	0,5	0,7	...
Confiança del consumidor (1)	–24,8	–14,0	–16,8	–16,7	–12,1	–10,4	–11,2	–10,0
Producció industrial	–14,7	7,5	4,7	9,1	7,0	7,9	5,9	...
Sentiment econòmic (1)	80,7	100,8	96,4	99,1	102,2	105,6	106,8	107,8
Taxa d'atur (2)	9,4	10,0	9,9	10,0	10,0	10,0	9,9	...
Preus de consum	0,3	1,6	1,1	1,6	1,7	2,0	2,3	2,4
Balança comercial (3)	–16,7	14,1	23,5	20,0	8,2	4,6	–4,5	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos	1,2	0,8	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	111,7	104,7	108,7	103,2	102,3	104,4	102,4	103,4

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors impliquen apreciació de la moneda.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

S'allarga el préstec concedit a Grècia i es rebaixa el tipus d'interès aplicat.

les potencials crisis que puguin sorgir en el futur.

Una altra mesura, que, en particular, ajudarà Grècia, és la revisió del tipus d'interès aplicat a la porció de l'ajut que va rebre de la UE (110.000 milions d'euros), que es redueix l'1%, fins al 4%. A més a més, el préstec, concedit originalment per un període de 4,5 anys, s'allarga fins als 7,5 anys. A canvi, l'Estat grec es va comprometre a vendre actius per un import de 50.000 milions d'euros.

Finalment, els líders europeus van acordar un pacte per incrementar la coordinació econòmica, una nova sèrie de mesures de retallades fiscals i el seguiment dels plans de pensions públics als diferents països membres. Resumint, la UE ha mostrat la seva fortalesa en defensa de l'euro.

Aquesta protecció és útil en un context macroeconòmic que es veu amenaçat per dos factors: l'augment del preu del petroli i l'alça dels tipus d'interès. Impactes que encara no s'havien manifestat en l'activitat

econòmica del quart trimestre de l'any passat. El desglossament de les dades del producte interior brut (PIB) mostra una correcció de la inversió a causa de l'adversa climatologia.

No obstant això, aquests dos riscos ens obliguen a revisar les nostres previsions de creixement del PIB de la zona de l'euro, que reduïm en una dècima, fins a l'1,5% per al conjunt de l'any 2011, i, al mateix temps, a augmentar la nostra estimació d'inflació per al conjunt de l'any, del 2,1% al 2,3%. En cap cas representa un canvi d'escenari, però sí un reconeixement que el desenvolupament dels esdeveniments al mercat energètic i el risc d'uns nivells de tipus d'interès una mica més alts puguin provocar un alentiment de l'activitat econòmica.

Per això és interessant revisar els diferents components del PIB per poder estimar els possibles impactes sobre cadascun d'ells. Pel que fa al consum, les compres que no es van poder fer durant els mesos de novembre i de desembre, a causa de les nevades, s'estan realitzant durant el primer trimestre, com ho mostra la recuperació de les vendes al detall del mes de gener, que van créixer el 0,7% intermensual. A més a més, es mantenen elevats els índexs de confiança dels consumidors, tot i que l'augment dels preus energètics deteriorarà la renda neta disponible de les famílies i, per tant, reduirà lleugerament el creixement del consum, efecte que es notarà més a partir del segon trimestre.

Per tant, el reflex d'aquest augment dels preus energètics en una renda menor disponible de les famílies podria provocar que un bon registre del consum familiar durant el primer trimestre fos succeït per uns creixements lleugerament inferiors en els trimestres següents.

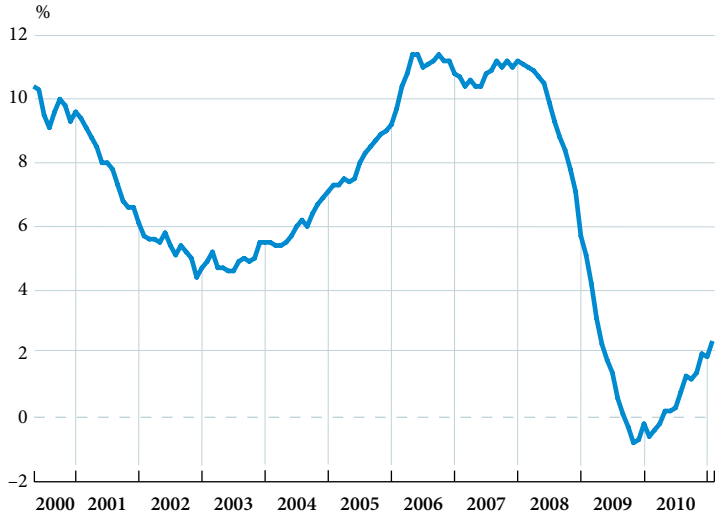
Aquest impacte seria esmorteït per dos factors: el primer, la millora en la concessió de crèdit a la zona de l'euro i, el segon, la reducció de la taxa d'atur, que, en el mes de gener, va baixar en una dècima fins al 9,9%. Aquesta tendència s'hauria de mantenir gràcies a la contenció dels costos laborals i a les bones expectatives dels empresaris.

L'augment del preu del petroli i dels tipus d'interès reduirà el creixement a la zona de l'euro.

La renda neta disponible de les famílies es deteriorarà per l'augment de la inflació.

EL DESPALANQUEJAMENT JA NO FRENA LA RECUPERACIÓ ECONÒMICA

Variació interanual del crèdit a la zona de l'euro



FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

La cartera de comandes industrials augura un bon comportament de la inversió empresarial.

Pel que fa a la inversió privada, l'últim trimestre de l'any passat, va caure el 0,6% intertrimestral, a causa del col·lapse del sector de la construcció provocat per les nevades del final de l'any. La normal reactivació d'aquest sector i l'elevat nivell de producció industrial, que, en el mes de gener, a la zona de l'euro, va avançar el 6,6% en termes interanuals, juntament amb l'alta confiança dels empresaris, que expressen en les enquestes una visió optimista basada en la cartera de comandes que tenen per als propers trimestres, permeten augurar que aquest component tindrà una aportació positiva al creixement durant enguany.

El component de despesa pública hauria de disminuir a una taxa d'una dècima durant els propers trimestres, a causa dels diferents ajustaments fiscals en alguns membres de la zona de l'euro. En tot cas, el risc seria que un creixement menor exigís, en alguns països, mesures addicionals per reforçar els programes.

La Unió Europea mostra una forta voluntat en la defensa de l'euro.

Un dels factors que ens ha obligat a rebaixar el creixement per al 2011, però, ha estat la tendència de la balança comercial a la zona de l'euro. La primera estimació del mes de gener llança un dèficit de 14.800 milions d'euros. L'impacte més important el va produir el fort augment del preu del petroli, que va incrementar la factura de les importacions. En els propers trimestres, el manteniment dels preus actuals provocarà que el sector exterior resti una mica de creixement a la zona de l'euro.

L'increment del preu de les primeres matèries energètiques també repercuteix en l'IPC, l'última dada del qual, del mes de febrer, va pujar a un ritme del 2,4% interanual. L'augment de preus es pot traduir en una tònica de tipus d'interès més alta que impliqui una reducció de l'activitat econòmica. En les nostres noves estimacions de creixement, hem tingut en compte la trajectòria esperada dels principals tipus d'interès del deute públic i del mercat interbancari.

Resumint, podem afirmar que el risc d'increment de preus, a causa del fort augment del preu de les primeres matèries energètiques i del seu impacte en els tipus d'interès, podria reduir lleugerament el creixement. Però el risc més important que presentava la zona de l'euro era la crisi del deute sobirà, que ha estat continguda gràcies a les decisions adoptades per la Unió Europea, que ha mostrat una voluntat política de defensa del projecte comú sense precedents en la seva curta història. Parafrasejant les paraules de Churchill, podem afirmar que potser no és el final de la crisi del deute sobirà, però sí s'han posat a punt les eines per reconduir-la, per bé que és cert que la travessia podria ser llarga.

Bon moment de l'economia alemanya

Després de la desacceleració de l'activitat econòmica en el quart trimestre del 2010, sobretot pel mal temps, es constata una robusta recuperació en els primers compassos del 2011. Sembla que tant la demanda interna com l'externa contribueixen a l'expansió en marxa.

Vigor del consum germànic en els primers compassos de l'any.

Les expectatives d'augment de l'ocupació i d'increments dels salaris estan donant suport al consum. Així, les vendes al detall van pujar el 2,6% en termes reals al gener en relació amb el mateix mes de l'any anterior. A més a més, les matriculacions de turismes mostren un notable impuls, malgrat l'alça dels preus dels carburants. En el primer bimestre, les vendes d'automòbils van anotar un increment interanual del 15,8%. Les perspectives del consum són favorables, per bé que, probablement, es moderarà el seu creixement, tal com sembla indicar una lleugera retracció de la confiança del consumidor en els últims tres mesos fins al febrer, afectada per un repunt de la inflació.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	–4,7	3,5	2,1	3,9	3,9	4,0	–	...
Vendes al detall	–3,2	1,4	1,0	0,5	2,7	1,0	2,6	...
Producció industrial	–15,4	10,0	6,2	12,2	10,3	11,5	12,4	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	87,7	103,5	96,5	101,8	106,7	108,9	110,3	111,2
Taxa d'atur (**)	8,2	7,7	8,1	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3
Preus de consum	0,4	1,1	0,7	1,0	1,2	1,5	2,0	2,1
Balança comercial (***)	142,8	149,2	143,3	150,2	149,9	153,4	153,8	...

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Igualment, la inversió mostra vigor, atesos el bon to de la demanda i l'augment de la utilització de la capacitat productiva, l'ús de la qual en la fabricació dels béns d'equipament se situa per damunt de la mitjana a llarg termini.

Pel que fa al comerç exterior, l'horitzó també es presenta clar. Les dades del gener presenten una tendència alcista per a les exportacions. Les expectatives són bones, per bé que és probable que es produeixi un cert alentiment en relació amb els forts creixements del 2010. No tant per la situació al Japó després de la catàstrofe sísmica del març, ja que la proporció de les vendes exteriors al país del sol naixent és relativament petita. Per la seva banda, les importacions van pujar de forma apreciable al gener, però, sobretot, per l'alça dels preus.

Pel costat de l'oferta, la situació també és favorable. La producció industrial va continuar avançant al gener fins a presentar un increment interanual del 12,4%. L'augment de les comandes industrials reforça la posició del sector secundari. No obstant això, el més destacable és l'espectacular recuperació del sector de la construcció, que es va expandir el 36,3% al gener en relació amb el mes anterior, després de la reculada del final del 2010 per les condicions meteorològiques. A més a més, els serveis participen de la millora general i el sector hoteler va registrar un notable ascens de la xifra de negocis en el mes de gener.

El bon moment conjuntural es reflecteix al mercat de treball. El nivell d'ocupació va pujar el 0,1% al gener en termes desestacionalitzats en relació amb el desembre i l'1,2% en relació amb el mateix mes de l'any passat. Al febrer, l'índex de la demanda d'ocupació BA-X va assolir una cota màxima, com es pot observar al gràfic següent, resultat que evidencia les favorables perspectives al mercat laboral. D'aquesta manera, la taxa d'atur va continuar baixant fins al 7,3% al febrer, el nivell més baix dels últims anys.

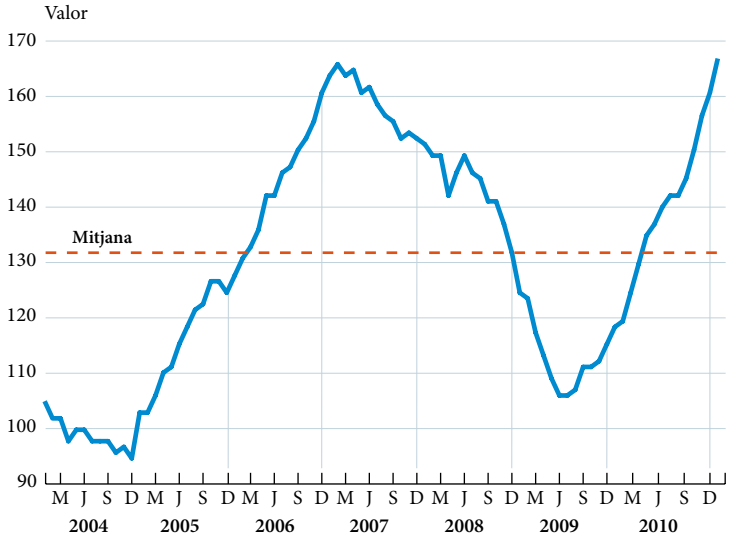
En contrapartida, s'han intensificat les demandes d'augments salarials. No obstant això, sembla que els costos laborals unitaris seran continguts, per l'increment de la productivitat. D'altra banda, la taxa d'inflació va continuar pujant al febrer, per quart mes consecutiu, fins al 2,1%, i va superar la cota del 2% per primera vegada des de l'octubre del 2008. Aquest repunt va

La catàstrofe al Japó hauria d'afectar poc les exportacions alemanyes.

Espectacular recuperació del sector de la construcció després de la reculada del final del 2010.

LA DEMANDA D'OCUPACIÓ ASSOLEIX UN NIVELL MÀXIM

Índex d'ocupació BA-X (*)



NOTA: (*) Dades desestacionalitzades.
FONTS: Bundesagentur für Arbeit i elaboració pròpia.

El PIB alemany s'accelerarà en el primer trimestre.

ser degut, fonamentalment, als preus energètics. Així, la inflació subjacent, que exclou els components més volàtils, es va mantenir, al febrer, en l'1%. Així i tot, incrementem la previsió de la inflació mitjana anual en 2 dècimes, fins al 2,1%.

En resum, en el primer trimestre del 2011, el PIB s'accelerarà després d'haver registrat un creixement intertrimestral del 0,4% en el quart trimestre del 2010. No obstant això, amb posterioritat, esperem que es vagi moderant i que, en el conjunt del 2011, anoti un augment anual inferior al 3,5% del 2010, que situem en el 2,4%. Aquest alentiment obeeix, sobretot, a un cert esgotament de l'efecte rebot després de la gran recessió del 2008-2009 i a les repercussions d'una política pressupostària contractiva el 2011. El proper increment del tipus d'interès de referència del Banc Central Europeu que es perfila no hauria d'afectar de forma apreciable l'economia germànica si els tipus d'interès reals romanen en cotes baixes.

Noves mesures a favor de l'ocupació a França per reduir una taxa d'atur relativament alta.

Acceleració de l'economia francesa en el primer trimestre

Al febrer, el consum es va revifar una mica. Les vendes al detall van créixer el 0,5% en termes reals i desestacionalitzats en relació amb el mes anterior. Cal destacar la pujada del 12,5% mensual del calçat i del 4,5% del vestit. Per la seva banda, les matriculacions de turismes van augmentar el 13,3% en relació amb el febrer del 2010. No obstant això, probablement, el consum s'alentirà en el proper trimestre, atès el descens de la confiança dels consumidors al febrer per tercer mes consecutiu. Les desfavorables perspectives del mercat de treball pesen en l'ànim dels ciutadans francesos.

Efectivament, malgrat que l'atur registrat va anotar un descens del 0,7% al gener en relació amb el desembre del 2010 i que la taxa d'atur va disminuir lleugerament fins al 9,6%, aquest és un nivell relativament alt, i tot fa pensar que la seva reducció serà

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	–2,5	1,5	1,2	1,6	1,7	1,5	–	...
Consum de manufactures per les llars	0,8	1,0	1,8	0,4	1,5	0,4	2,4	...
Producció industrial	–12,4	5,9	4,8	7,5	5,1	5,9	5,4	...
Taxa d'atur (*)	9,5	9,8	9,8	9,8	9,7	9,7	9,6	...
Preus de consum	0,1	1,5	1,3	1,6	1,5	1,7	1,8	1,7
Balança comercial (**)	–49,3	–47,1	–43,0	–45,1	–49,6	–50,7	–53,4	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: OCDE, Eurostat, INSEE, Comissió Europea i elaboració pròpia.

molt gradual. Per això, es van presentar noves mesures a favor de l'ocupació per un import de 500 milions d'euros, centrades en els joves i en els aturats de llarga durada, amb èmfasi en la formació.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial va avançar al gener en relació amb el mes anterior. Les perspectives són positives, en part per la demanda d'Alemanya. Els serveis també mostren un panorama propici. D'aquesta manera, el creixement intertrimestral del PIB en el primer trimestre del 2011 es podria situar per damunt del 0,4% registrat en el quart trimestre del 2010.

No obstant això, l'expansió econòmica, probablement, es moderarà en els trimestres següents, segons es desprèn d'alguns indicadors avançats i dels efectes d'una política fiscal restrictiva. En aquest sentit, el Govern va aprovar un projecte d'introducció en la Constitució de disposicions per assegurar l'equilibri de les finances públiques, seguint els passos d'Alemanya i en sintonia amb les recents orientacions de la Unió Europea sobre el governament econòmic. Com és sabut, el dèficit públic s'ha de reduir fins al 6% el 2011, el 4,6% el 2012 i el 3% el 2013. Per tot plegat, i tenint en compte les alces dels preus del petroli, hem rebaixat en 2 dècimes la previsió d'augment anual del PIB el 2011, fins a l'1,6%.

El Govern gal també vol introduir disposicions en la Constitució per assegurar l'equilibri de les finances públiques.

La crisi líbia no afavoreix l'economia italiana

En la seva condició de veí europeu més proper a Líbia i de notable soci comercial, Itàlia pot ser perjudicada per la crisi del país magrebí. Tot i que també es podria beneficiar per la desviació d'una part del turisme internacional cap al nord d'Àfrica, sembla que el balanç és negatiu, tot i que, ara com ara, els indicadors econòmics no s'han vist afectats sensiblement.

Sí que s'ha produït un repunt de la inflació al febrer fins al 2,4% interanual, 3 dècimes més que al gener. Es tracta del tercer increment consecutiu de la taxa d'inflació dels preus de consum, arran, principalment, de l'escalada dels preus de les primeres matèries i, en especial, del petroli, que també ha reflectit la tensió a Líbia. Així mateix, la inflació subjacent va augmentar en 3 dècimes al febrer, fins a l'1,7%, a causa, sobretot, de l'alça del transport. D'altra banda, les dades de salaris a les grans empreses mostraven un modest avanç interanual del 0,9% per empleat al desembre, resultat

La destrucció d'ocupació al gener i el repunt de la inflació desanimen el consumidor italià.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	–5,2	1,2	0,6	1,5	1,4	1,5	–	...
Vendes al detall	–1,7	0,0	–0,1	–0,3	0,6	0,1	0,1	...
Producció industrial	–18,2	5,4	3,5	7,9	6,2	4,2	0,9	...
Taxa d'atur (*)	7,8	...	8,4	8,4	8,3	...	–	...
Preus de consum	0,8	1,5	1,2	1,4	1,6	1,7	2,1	2,4
Balança comercial (**)	–10,2	–16,2	–7,7	–13,2	–19,1	–24,8	–29,9	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Modest ritme d'avanç per a l'economia transalpina.

que dóna suport a la tesi de l'exclusió, ara com ara, d'efectes de segona volta.

Si, a tot plegat, afegim una destrucció d'ocupació del 0,4% al gener en relació amb el mes anterior, no és estrany que el consum es mostri feble en els primers mesos de l'any. La producció industrial tampoc no ha començat l'any amb bon peu, ja que va recular l'1,5% en relació amb el desembre. No obstant això, les comandes presentaven un augment interanual del 17,5%, i la confiança al sector secundari se situava per damunt de la mitjana a llarg termini, de manera que les perspectives són moderadament optimistes. Així mateix, el panorama per a la inversió també és favorable.

D'altra banda, la demanda exterior podria afavorir l'expansió econòmica. De fet, al gener, les exportacions van créixer més que les importacions en relació amb el mes anterior. Per al conjunt del 2011, i atès que la necessitat de consolidació pressupostària moderarà la demanda interna, esperem un increment anual del PIB proper a l'1%, una mica per sota de l'augment del 2010, que va ser revisat a l'1,2%. D'aquesta manera, l'economia transalpina continuaria creixent menys que la mitjana de la zona de l'euro. D'altra banda, augmentem la previsió de la inflació mitjana per al 2011 fins al 2,3%, a conseqüència de la tendència alcista dels preus de les primeres matèries.

Regne Unit: més inflació i més incertesa sobre el creixement

En matemàtiques, una equació és una igualtat que conté una o més incògnites. No obstant això, no totes les equacions tenen solució. En l'actualitat, sembla que aquesta és la situació del Regne Unit, on les dues incògnites són el consum i la despesa pública, que formen part de l'equació del producte interior brut. El mateix governador del Banc d'Anglaterra, Mervin King, va reconèixer, davant de la premsa, que la incertesa sobre la trajectòria futura de la inflació i del creixement havia augmentat de forma significativa.

No obstant això, podem delimitar aquest nivell d'incertesa en seleccionar les variables clau sobre les quals pivotarà l'activitat econòmica al Regne Unit durant el 2011. Són: la inflació, els tipus d'interès, el nou pressupost fiscal i el comerç exterior. La importància d'aquestes variables rau en el seu impacte sobre la renda neta disponible de les famílies.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	–4,9	1,3	–0,3	1,5	2,5	1,5	–	...
Vendes al detall	1,0	0,4	–0,1	0,9	0,7	0,1	5,3	...
Producció industrial	–10,1	2,1	0,1	1,5	3,0	3,3	4,5	...
Taxa d'atur (1)	4,7	4,6	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Preus de consum	2,1	3,3	3,2	3,4	3,1	3,4	4,0	4,4
Balança comercial (2)	–86,8	–88,7	–83,3	–85,4	–90,6	–95,5	–96,5	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	1,2	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	73,9	80,4	80,4	78,2	81,5	79,3	79,2	80,5

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.
(2) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
(3) Mitjana del període.
(4) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Pel que fa a la inflació, l'última dada de l'IPC del mes de febrer va augmentar a una taxa del 4,4% interanual, màxim des de l'octubre del 2008, mentre que la inflació subjacent va presentar un registre del 3,4%. La nostra previsió d'inflació, que mantenim per a l'any 2011, és del 4,0%.

Quins són els components que empenyen la inflació? Els factors són varis, però en destaquen dos. El primer és l'increment de 2 punts i mig de l'impost de l'IVA, del 17,5% al 20%, que es va produir al gener. En segon lloc, el Regne Unit no és immune a l'increment de preus del petroli i de la resta de primeres matèries. No descartem que, en els pròxims mesos, la inflació es pugui apropar al 5%. Però és molt important reflexionar sobre si els impactes són permanents o transitoris, i en els dos casos són de la segona classe. Això és important, perquè esperem que la inflació britànica acabi l'any a la vora del 3,6% i que, el 2012, l'efecte de base comporti una intensa reducció de la inflació, tot i que, indubtablement, aquesta inflació mes elevada representa una erosió de la renda disponible de les famílies durant el 2011.

Una altra variable clau serà la reacció del banc central davant de l'increment de la inflació. L'acta publicada d'una de les últimes reunions mostra la divisió al si del Comitè de Política Monetària. En l'actualitat, el tipus d'interès oficial està en el 0,5%. Un membre propugnava un increment del 0,5%; dos més van votar a favor d'una alça del 0,25%, i un altre preferia incrementar la liquiditat per la via de la compra d'actius. La resta de membres van decidir que el millor era mantenir el tipus d'interès oficial.

Aquesta situació reflecteix la incertesa sobre el creixement al Regne Unit. Atesa la mala dada de creixement del quart trimestre, creiem que el banc emissor preferirà tenir les dades del primer trimestre abans d'adoptar una decisió. No obstant això, és probable que, cap a l'estiu, el Regne Unit tingui un tipus d'interès oficial més alt. És evident que aquesta situació provocaria, de nou, una reducció de la renda disponible dels consumidors, tot i que aquesta eventualitat ja s'ha incorporat en el preu del diner, com es pot comprovar en les diferents corbes de tipus d'interès (deute públic i mercat interbancari), que, en incor-

La inflació augmenta fins al 4,4% interanual.

Impostos i tipus d'interès més alts reduiran la renda disponible de les famílies.

El risc per al Regne Unit és una revisió a la baixa del creixement econòmic.

porar aquesta informació, han pujat recentment.

Els altres dos factors més importants són el nou pressupost fiscal, que serà presentat pel ministre d'Hisenda al final de març, i l'evolució del comerç exterior. Pel que fa al pressupost, és important conèixer quins seran els increments impositius que permetran l'objectiu del Govern de consolidació fiscal, ja que permetrà fer un càlcul de l'impacte sobre la reducció que representarà en la renda neta de les famílies. D'altra banda, s'esperava que la depreciació de la lliura esterlina i el major creixement mundial afavorissin l'augment de les exportacions. Tot i que les últimes dades no apunten a una millora de la balança comercial, l'encariment dels productes estrangers en relació amb els nacionals provocarà una substitució de la despesa del consumidor cap als nacionals que permetrà que l'aportació d'aquest component al creixement del Regne Unit sigui positiva.

Afortunadament, durant els propers mesos, es dilucidaran una bona part de les incògnites, i això permetrà traçar amb més seguretat una trajectòria de l'activitat econòmica per a enguany i per a l'any vinent. Podem avançar, però, que el risc és asimètric, ja que és més probable que s'hagi de revisar a la baixa la nostra previsió de creixement del 2,1% per al 2011.

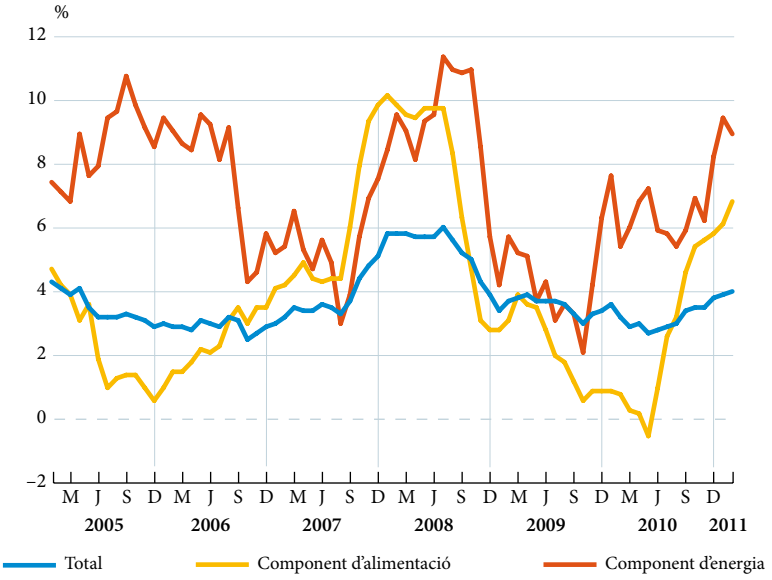
Europa emergent: la inflació, un tigre de paper?

A l'Europa emergent, la inflació preocupa.

El fort augment del preu de les primeres matèries i, en especial, del petroli ha suscitat dubtes sobre l'impacte que aquest procés tindrà sobre la inflació i el creixement a l'Europa emergent. Per establir si aquesta preocupació exhibeix uns fonaments sòlids o, en canvi, té poca base factual, ens podem plantejar tres interrogants: s'han traslladat ja aquestes pressions en els preus d'origen als preus de consum de la regió?;

NOTABLE PRESSIÓ INFLACIONISTA DELS ALIMENTS I DE L'ENERGIA

Variació interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat, mitjana ponderada de Polònia, la República Txeca, Eslovàquia, Hongria i Romania



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

s'han modificat les expectatives d'inflació dels agents econòmics i, en conseqüència, les premisses bàsiques que regien els desenvolupaments de política monetària fins avui?, i, finalment, s'està produint aquest repunt de preus en un context de recuperació dinàmica o en un altre que suggereix una pèrdua del ritme econòmic?

La primera d'aquestes qüestions es pot respondre afirmativament: la inflació reflecteix ja el repunt dels preus de les primeres matèries. Prenent com a referència regional la mitjana de les dades de Polònia, la República Txeca, Eslovàquia, Hongria i Romania, els components energètics i, amb menys pes, els dels aliments han registrat un augment sensible des del tram final del 2010 (vegeu el gràfic anterior). Les últimes xifres disponibles, corresponents al febrer, situen el primer d'aquests agregats en xifres d'avanç properes al 9% interanual. Per la seva banda, les del grup d'alimentació se situen per damunt del 7% interanual. Així i tot, l'índex general ha experimentat un tensionament més contingut, ja que, des de mitjan 2010, la inflació ha passat del 3% interanual al 4%.

Tot i que les dades contemporànies no poden ser considerades com històricament elevades, tampoc haurien de ser vistes amb complaença. D'entrada, més que el nivell d'inflació assolit, hauria de preocupar que la dinàmica alcista s'ha produït en relativament pocs mesos. A més a més, i això connecta amb la segona de les qüestions, la de l'ajustament de la política monetària, les xifres assolides a les principals economies de la zona se situen en la part alta dels objectius d'inflació dels respectius bancs centrals (que, en funció del país, s'acostumen a situar entre el 3% i el 4%). Aquest fet, aïlladament, no implica una reacció immediata de l'autoritat monetària, ja que podria ser un registre conjuntural, però si té més importància si el xoc de preus ha modificat de forma més permanent les expectatives d'inflació.

Si assumim que les previsions d'inflació per al 2011 i el 2012 que consideren els analistes són una aproximació raonable a aquestes expectatives, cal reconèixer que tant els nivells previstos per a la inflació com la revisió a l'alça feta en els últims mesos no suggereixen un empitjorament extraordinari.

Així i tot, durant els pròxims trimestres, els preus al consum creixeran massa a la vora dels límits superiors dels objectius d'inflació per concloure que la situació està lliure de riscos.

Tot plegat suggereix que els bancs centrals seguiran el guió previst per al 2011 i el 2012 d'inici del procés de normalització dels tipus d'interès de referència. Si es compleixen les previsions, a Hongria i Polònia, que ja han iniciat l'enduriment monetari, s'afegiran, abans de l'estiu, la República Txeca i, durant la segona meitat de l'any, Romania. En tots els casos, l'augment del tipus d'interès serà gradual i hauria de prosseguir el 2012.

En definitiva, la resposta a la segona de les qüestions plantejades inicialment és que, pel que sembla, les expectatives d'inflació amb prou feines s'han degradat i que les premisses que informen sobre els desenvolupaments previstos de normalització monetària no són gaire diferents de les considerades uns mesos enrere.

Queda per considerar l'última de les preguntes plantejades, la referida al context de l'activitat econòmica en què es produeix el rebrot inflacionista. En aquest sentit, la valoració definitiva sobre els perjudicis econòmics del repunt dels preus depèn, decisivament, de si es produeix en una etapa de recuperació dinàmica o vacil·lant. Afortunadament, l'Europa emergent s'enquadra en la primera d'aquestes tipologies. Els indicadors disponibles mostren que, després d'una suau desacceleració de l'activitat en el quart trimestre del 2010, l'eco-

Certament, els preus de consum han repuntat...

...tot i que no s'aprecia, ara com ara, un deteriorament de les expectatives d'inflació.

No es preveuen canvis en el guió que regeix la política monetària: procés de normalització gradual el 2011 i el 2012.

Afortunadament, el repunt inflacionista es dóna en un context d'expansió sòlida.

nomia està recuperant el dinamisme. Es tracta, per tant, d'una clara consolidació d'una recuperació que ja es va refermar al llarg de 2010 i que hauria de mantenir una inèrcia de notable vigor, si més no durant la primera meitat del present exercici. En aquest context, el drenatge en el creixement que representen uns preus més alts es veurà, probablement, compensat per una activitat que s'expandeix per damunt del que s'esperava uns mesos enrere.

De forma implícita, tota la valoració anterior, àmpliament compartida a la regió, depèn críticament de la forma d'interpretar el repunt inflacionista a l'Europa emergent. Fins avui, la interpretació majoritària és que es tracta d'un xoc temporal i, per tant, amb efectes relativament concentrats en el temps i d'abast moderat (en especial, perquè es produeix en el context de recuperació sòlida esmentat més amunt). Si la realitat s'allunyés d'aquesta hipòtesi, l'escenari seria diferent i, certament, menys benigne en una regió on el compromís amb l'estabilitat macroeconòmica és una fita relativament recent.

Prociclicitat de la nova regulació: dormirem més tranquils amb els nous coixins?

Una de les principals causes de la recent crisi financera i econòmica, citada de manera recurrent, és el caràcter procíclic del sistema financer. És a dir, el fet que el sistema financer no esmorteeix els cicles econòmics, sinó que els accentua.[1]

Aquest requadre analitza una de les arrels principals d'aquesta prociclicitat –la falta d'ajust cíclic del capital regulatori– i avalua fins a quin punt les noves propostes reguladores solucionen els problemes detectats.

La proposta de Basilea III[2] introdueix dos elements clau per esmorteir l'efecte procíclic: l'establiment de **coixins de capital** i el càlcul de les provisions creditícies basant-se en la pèrdua esperada **(provisions anticícliques)**. L'objectiu és que les entitats constitueixin coixins en els moments de bonança econòmica per poder consumir-los, i així compensar les pèrdues creditícies en moments de recessió. D'aquesta manera, es vol evitar que les entitats redueixin l'oferta de crèdit durant les fases a la baixa per poder complir les exigències regulatòries de capital.

Pel que fa als **coixins de capital**, s'estableixen dos coixins per damunt de la nova exigència mínima de *core capital* del 4,5% dels actius ponderats per risc (APR): un de «conservació de capital» (2,5% d'APR, a discreció de l'entitat financera)[3] i un altre «contracíclic» (fins al 2,5% d'APR, a discreció del regulador nacional). La idea és que, amb la plena entrada en vigor de Basilea III el 2019, les entitats puguin fer oscil·lar la seva ràtio de *core capital* entre el 9,5% en temps de bonança i el 4,5% en temps de crisi, utilitzant fins a 5 punts percentuals de capital per esmorteir l'efecte d'una crisi. Com a referència, en el cas espanyol, això augmentaria la capacitat d'assumir pèrdues brutes fins als 140.000 milions d'euros.

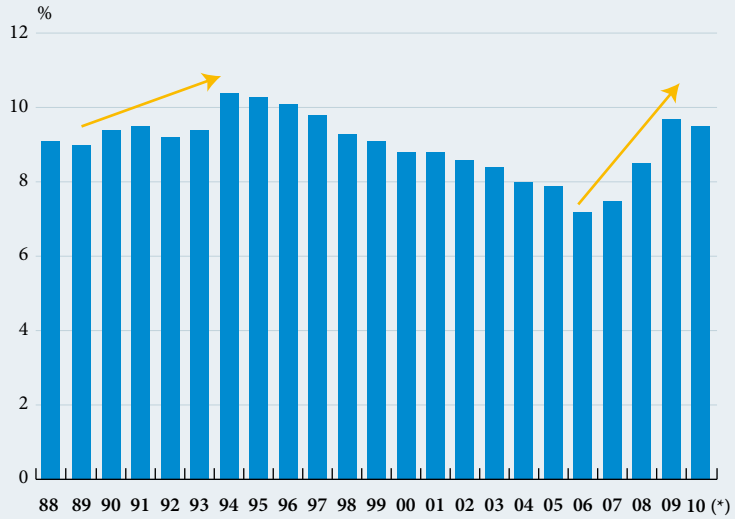
(1) Per a una discussió exhaustiva del tema, vegeu J. Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», *Documento de Economía "la Caixa"*, número 14.
(2) Basel Committee on Banking Supervision (2010), «Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems».
(3) El seu incompliment té com a conseqüència restriccions sobre el repartiment de dividends, entre d'altres.

No obstant això, **el consum dels coixins de capital** no és automàtic, sinó a discreció del supervisor nacional i de l'entitat financera. Per això és necessari que els supervisors, els Governs i també els mercats permetin realment que les entitats utilitzin aquests coixins i redueixin els nivells de capital en els anys de crisis. Però acceptarien aquests agents el consum dels coixins i, per tant, tal deteriorament de capital? Sembla més aviat que el senyal negatiu que s'emetria en baixar el nivell de capitalització seria massa fort i limitaria de manera substancial la capacitat d'accedir als mercats de capitals per part de les entitats. Al gràfic següent, s'aprecia que, en l'última fase expansiva, les entitats financeres espanyoles, malgrat anar reduint la base de *Capital Tier 1*,[4] van preservar uns amplis coixins en mantenir-se sempre molt per damunt del nivell exigit per la regulació (el 4% sota Basilea II per a *Capital Tier 1*). No obstant això, des de l'inici de la crisi el 2007, i tal com va ocórrer en la crisi dels anys noranta, no han pogut utilitzar aquests coixins. És més, s'han vist obligades a augmentar la base de capital perquè no es deteriorés encara més la imatge de solvència. En aquesta última crisi, observem que molts analistes internacionals desconfien no solament dels models reguladors d'estimació de riscos (la base per al càlcul de les exigències de capital), sinó també de les proves d'estrès efectuades pels supervisors a nivell europeu. De fet, en les seves pròpies anàlisis, utilitzen escenaris encara més severs i, per tant, encara menys probables. A més a més, exigeixen que, ja ara, les entitats guardin prou capital per continuar mantenint nivells molt superiors als reguladors fins i tot sota aquests escenaris extrems. Obvien el fet que aquests mínims reguladors estan justament pensats per al pitjor moment del cicle, un cop consumits els coixins establerts. En definitiva, sembla poc raonable pensar que, en una futura crisi, els mercats reaccionin de manera més racional i permetin reduir els nivells de capital, utilitzant els coixins acumulats en els anys bons.

Un tipus de coixins que, pel que sembla, s'ha pogut utilitzar millor durant l'última crisi són les **provisions anticícliques** del Banc d'Espanya. Com s'aprecia al gràfic següent, les entitats financeres espanyoles han anat acumulant provisions durant la fase alcista del cicle i les han començat a utilitzar per esmorteir l'impacte de la crisi en resultats

CAPITAL *TIER 1* DELS GRUPS ESPANYOLS

En percentatge d'actius ponderats per risc



NOTA: (*) Avanç del Banc d'Espanya en una presentació del seu governador al febrer del 2011.
FONT: Memòria de Supervisió del Banc d'Espanya.

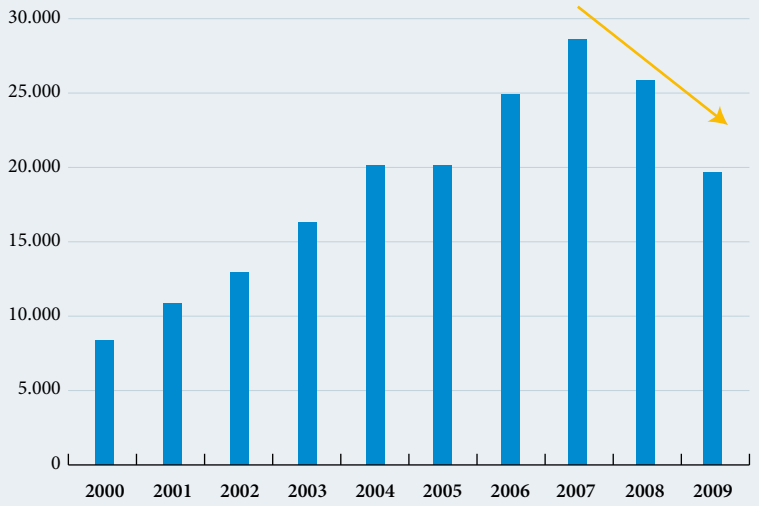
(4) Definició de capital més àmplia que el *core capital* en incloure també les participacions preferents.

i en solvència a partir del 2007. Sembla que aquesta forma de consumir el coixí és més acceptada per part del mercat. Són coixins que no formen part del *core capital* i que, en consumir-los, es converteixen en capital, ja que eviten més caigudes dels beneficis. A més a més, és un instrument que –correctament calibrat– no solament pot esmorteir l'efecte d'una crisi *ex post*, com els coixins de capital, sinó que, a més a més, desincentiva el creixement creditici excessiu de les entitats, perquè discrimina entre institucions en funció del creixement de la seva cartera. La nova regulació de Basilea III dóna suport a l'elaboració d'un sistema de provisions anticícliques, però la deixa en mans dels organismes de fixament d'estàndards comptables (IASB i FASB). L'última proposta conjunta d'aquests dos organismes[5] representa un pas correcte en aquesta direcció, però encara deixa importants aspectes pendents. D'una banda, s'utilitzen conceptes diferents als del regulador. De l'altra, el fons de provisions que cal constituir té, com a límit mínim, una estimació de la pèrdua esperada de la cartera creditícia per als propers anys (i no una estimació fixa de la mitjana del cicle, com en el cas de les anticícliques espanyoles). D'aquesta manera, incrementen els requeriments quan s'inicia la fase a la baixa del cicle i es continuen acumulant provisions en un moment en què caldria utilitzar-les per esmorteir l'efecte d'una desacceleració econòmica. Conseqüentment, s'ajorna el consum del coixí de provisions acumulat fins a l'inici de la fase de recuperació i se li resta una gran part de la seva funció contracíclica.

En conclusió, per poder dormir realment millor amb els nous coixins, sembla necessari realitzar un important esforç de convenciment dels mercats de la utilitat d'aquests mecanismes i afinar encara més la proposta de provisions anticícliques per part d'IASB i FASB.

PROVISIONS ANTICÍCLIQUES (*)

En milions d'euros



NOTA: (*) Estimació sobre la base de les dades del Banc d'Espanya. Infraestima el consum real en incloure, a més de les provisions genèriques, les específiques per a l'administració pública, els sectors no residents i els riscos contingents. En una publicació recent (febrer del 2011), el Banc d'Espanya situa el consum de la provisió genèrica entre el desembre del 2007 i el setembre del 2010 en uns 16.000 milions d'euros.
FONT: Capítol 4.07 del Butlletí Estadístic del Banc d'Espanya.

(5) IASB, IFRS (2011), «Financial Instruments: Impairment - Supplement to ED/2009/12 – Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment», gener del 2011.

Aquest requadre ha estat elaborat per Matthias Bulach
Departament d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Tranquil·litat malgrat els xocs

Si, al febrer, els mercats financers es van veure pertorbats pel conflicte sociopolític dels països del nord d'Àfrica i l'Orient Mitjà, al març, cal afegir, lamentablement, la catàstrofe natural patida pel Japó. La transmissió internacional de l'impacte d'aquests factors té lloc mitjançant dos canals bàsics. En primer lloc, l'encariment de les primeres matèries –principalment, del cru–, que és important pels riscos que suscita en matèria d'inflació i de creixement global. En segon lloc, el fet que els dos esdeveniments estiguin subjectes a una gran incertesa, atès que són difícilment quantificables, constitueix una amenaça per a la confiança dels inversors i per a l'estabilitat financera.

No obstant això, el comportament observat durant el primer trimestre del 2011 als mercats financers ha estat força satisfactori si es compara amb el del mateix període de l'any anterior. Aquesta situació és deguda a la bona evolució de les variables macroeconòmiques de cada regió i a les actuacions coordinades entre les autoritats monetàries i els Governs. Tot indica que els agents, a l'hora de realitzar les inversions, descompten que continuarà la consolidació del creixement econòmic global, amb nivells d'inflació continguts i condicions de liquiditat relativament folgades. A mitjà termini, tot fa pensar que la progressiva consolidació d'aquest escenari econòmic hauria d'anar acompanyada d'una normalització de les polítiques monetàries, que no hauria d'afectar les revaloracions dels índexs borsaris.

Així i tot, és necessari destacar, una vegada més, els matisos generats per les diferències cícliques i estructurals entre les diferents regions econòmiques, ja que els ritmes desiguals de creixement comporten diferents decisions de política monetària, amb reaccions dispars als mercats de divises, de renda fixa i de renda variable.

La irrupció del conflicte dels països àrabs i el sisme al Japó centren l'atenció dels inversors globals.

Pel que fa a la zona de l'euro, cal destacar que l'evolució de la crisi del deute sobirà de la perifèria es troba en una fase clau per a la seva resolució, després de les diferents cimeres celebrades pels màxims líders polítics. En concret, els avanços en les atribucions i en el funcionament del Fons Europeu d'Estabilitat Financera i l'aprovació del Pacte de l'Euro Plus, juntament amb la disciplina fiscal, estan aconseguint restablir la confiança dels inversors en els actius espanyols.

L'augment de les expectatives de creixement econòmic dóna suport a la confiança dels inversors.

La Fed s'orienta al creixement, el BCE continua preocupat per la inflació

L'economia mundial continua avançant a bon ritme, liderada pels països emergents i amb el suport de la progressiva recuperació dels Estats Units i d'Europa. No obstant això, els recents esdeveniments politicomilitars i naturals distorsionen negativament el balanç de riscos, situació que dificulta l'adopció de decisions econòmiques, en particular les relacionades amb la política monetària. D'una banda, hi ha el creixent risc geopolític de l'Orient Mitjà i el nord d'Àfrica, que té un impacte directe sobre el preu del petroli i, per extensió, sobre la inflació i l'activitat econòmica

L'evolució de la crisi del deute sobirà de la perifèria europea entra en una fase clau per a la seva resolució.

La Fed continua apostant per la política monetària laxa i per la compra de bons, però sense oblidar la inflació.

dels diferents països, en magnituds incertes i dispars. Des de mitjan 2010, el preu del petroli ha augmentat gairebé el 40%. El consens dels analistes econòmics estima que aquest increment pot restar el 0,2%-0,4% al PIB dels països desenvolupats (els del G-7) durant els propers trimestres, però caldrà veure la durada i la magnitud que finalment assoleixen les tensions al mercat del cru. De l'altra, s'hi afegeix l'impacte negatiu que es pugui derivar del *tsunami* que va assolar el Japó i del posterior accident nuclear de Fukushima. En principi, la majoria dels analistes limiten al Japó els efectes directes importants. No obstant això, i tot i que sigui difícil de calibrar, no s'ha d'obviar l'impacte d'aquests esdeveniments sobre la confiança dels inversors.

En canvi, el BCE anuncia possibles pujades dels tipus oficials amb la finalitat d'assolir l'estabilitat de preus.

En aquest entorn global, la Reserva Federal (Fed) comença a mostrar una visió lleugerament més optimista sobre les variables rellevants que determinarien el moment d'iniciar un gir en la política monetària convencional i no convencional. En relació amb l'activitat, la institució ha indicat que la recuperació «continua a pas ferm», al mateix temps que destacava que les condicions del mercat laboral «sembla que milloren de forma gradual». Cal tenir en compte que, al gener d'enguany, el qualificatiu del banc emissor sobre l'activitat era d'«insuficient» per impulsar la creació d'ocupació de forma sostinguda. En l'apartat de la inflació general, la Fed considera que no es produiran efectes de segona ronda després de la pujada del preu de les primeres matèries energètiques en els últims mesos, però que és un factor que vigilarà de prop. Atès aquest escenari, la Fed va anunciar que manté intacte el programa de compra de bons, amb el propòsit de consolidar i d'impulsar la millora. La majoria d'economistes dóna suport a la visió que la institució presidida per Ben Bernanke mantindrà l'*statu quo* en matèria de tipus oficials i de gestió del balanç durant uns mesos i continuarà apel·lant a la política de comunicació com a principal eina a l'hora de guiar els mercats. Cal esperar que, ja de cara a l'estiu, l'entitat passi a explicar les línies d'actuació que adoptarà quan la recuperació estigui consolidada, que haurien d'incloure un full de ruta per a la retirada progressiva dels estímuls actualment en vigor.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE), per mitjà del seu president, Jean-Claude Trichet, va sorprendre els mercats en la roda de premsa posterior a la reunió del Consell de Govern del 3 de març. Trichet va manifestar explícitament la incomoditat de la institució sobre el reduït nivell dels tipus d'interès oficials i la necessitat de normalitzar-los. La principal raó del contundent canvi de to del BCE és mantenir les expectatives d'inflació, a mitjà i a llarg termini, fermament ancorades en un nivell adequat. Aquestes declaracions van provocar un canvi radical en les previsions dels inversors, que ara anticipen que el banc central iniciarà les pujades dels tipus oficials durant la primavera. A més a més, Trichet, emparant-se en el «principi de separació» entre el mandat de mantenir l'estabilitat de preus (mitjançant els tipus d'interès) i la necessitat d'assegurar el funcionament adequat dels mercats financers (mitjançant la provisió de liquiditat), va confirmar que es mantindrà durant un trimestre més la política d'adjudicació total en les subhastes de préstecs a set dies, un mes i tres mesos.

Els bancs centrals de les economies emergents endureixen les polítiques econòmiques davant del repunt de la inflació.

En general, als països emergents, la conjuntura no ha variat substancialment, i les autoritats econòmiques centren els esforços en la contenció de les pressions inflacionistes a curt termini, derivades de la important pujada del preu de les primeres matèries energètiques i alimentàries, i en l'ancoratge de les expectatives d'inflació a

mitjà i a llarg termini. En aquesta línia, els bancs centrals continuen restringint la política monetària i accepten una apreciació progressiva de les monedes. En el cas de la Xina, l'autoritat monetària ha optat per incrementar la ràtio de reserves obligatòries dels bancs comercials, fins al 20%. Els bancs emissors de l'Índia, de Corea del Sud, del Brasil o de Xile, entre d'altres, han optat per incrementar el tipus rector. Tot i que el procés d'enduriment monetari és gradual, l'opinió que preval als mercats és que l'estratègia adoptada pels bancs emissors aconseguirà contenir els efectes de segona ronda que amenacen l'estabilitat econòmica. El principal risc, en particular per a la Xina, és que el ritme de la restricció sigui massa moderat i insuficient per evitar el sobreescalfament econòmic, un entorn poc desitjable, ja que podria acabar desembocant posteriorment en una desacceleració brusca del creixement.

En aquest context global, caracteritzat per pressions inflacionistes a l'alça, els mercats interbancaris en dòlars i en euros continuen registrant un comportament dispar. En el cas dels tipus d'interès líbor en dòlars, les expectatives dels mercats indiquen que l'estabilitat actual continuarà essent la nota dominant al llarg dels pròxims mesos. La decisió de la Fed de mantenir els tipus oficials molt baixos i l'abundant liquiditat injectada afavoreixen aquesta si-

El mercat interbancari europeu reflecteix l'augment de les expectatives de pujades de tipus d'interès.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2010									
Març	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Maig	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Juny	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Juliol	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agost	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Setembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Novembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Desembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Gener	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrer	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Març (1)	1,00	1,19	1,95	0,25	0,31	0,20	0,50	0,81	0,29

NOTES: (1) Dia 24.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%).

(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(4) Últimes dates de variació: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 4-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 5-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

Els mercats de deute públic han rebut el conflicte dels països àrabs i el terratrèmol del Japó amb augments de la volatilitat.

tuació. En canvi, arran de la contundència en el missatge de Trichet, el mercat de tipus interbancaris en euros ha reaccionat a l'alça, principalment l'euríbor a 12 mesos, que va pujar des de l'1,77% del final de febrer fins a nivells superiors a l'1,9% al març. La gran majoria d'analistes han incrementat les previsions per als tipus interbancaris europeus. No obstant això, és probable que els nivells assolits al març es consolidin durant uns mesos, per tornar a reprendre una tendència alcista durant la segona meitat de l'any, a mesura que la restricció monetària del banc emissor estigui plenament en marxa.

Factors temporals incideixen sobre els mercats de deute públic

En les últimes setmanes, el deute sobirà ha patit el conflicte geopolític a l'Orient Mitjà i els esdeveniments al Japó. Les *yields*, o taxes internes de rendibilitat del deute públic a nivell global, han registrat una forta volatilitat i un biaix a la baixa durant el mes de març, conseqüència d'aquests factors temporals a curt termini i no tant per un canvi en les perspectives macroeconòmiques a mitjà i a llarg termini. En el cas dels Estats Units, la caiguda de les *yields* a dos i a deu anys –fins a nivells del 0,53% i del 3,15%, respectivament– s'ha produït en dues fases. La primera va estar associada a una mera correcció tècnica després del fort repunt de les *yields* al final de febrer i al començament de març. La segona respon a la «fugida cap a la qualitat» per part dels inversors, arran del terrible terratrèmol i del *tsunami* que van assolar el Japó i de la intervenció de les potències occidentals a Líbia. Aquesta última fase també va afectar les taxes de rendibilitat dels bons alemanys a 2 i a 10 anys, que es van reduir fins a l'1,47% i el 3,09%, respectivament. Al final de març, la incertesa geopolítica i

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2010								
Març	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Maig	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Juny	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Juliol	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agost	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Setembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Novembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Desembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Gener	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrer	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Març (*)	3,23	3,59	5,18	4,76	3,35	1,22	3,56	1,85

NOTA: (*) Dia 24.
FONT: Bloomberg.

nuclear va començar a dissipar-se, situació que va consolidar la confiança, va impulsar l'apetència dels inversors pels actius de més risc i, per tant, va empènyer les rendibilitats del deute sobirà dels països centrals fins a nivells una mica més alts, situació que reflecteix, de forma més precisa, les perspectives de sòlid creixement global i de moderat increment dels riscos inflacionistes.

Als Estats Units, cal esperar que, a mesura que s'apropi el final del programa de compra de bons de la Fed (previst per al juny) i es comuniqui el nou rumb de la política monetària, les rendibilitats reprendran la tònica alcista. En aquest procés hi ha, principalment, dos riscos que podrien intensificar el moviment. El primer és la inflació, que, segons ha afirmat, la Fed controlarà de prop. El segon, crucial perquè no es produeixi una pèrdua de confiança per part dels inversors, és l'escomesa de la necessària consolidació fiscal que asseguri la sostenibilitat a mitjà i a llarg termini.

En el cas d'Europa, en concret dels països centrals, les condicions existents apunten a una consolidació de nivells durant la primavera, que anirà seguida, durant la segona meitat de l'exercici, per una moderada tònica alcista. Això afectaria els tipus a llarg i a curt termini i compassaria el procés de restricció monetària del BCE. Pel que fa a les primes de risc de països com Espanya i Itàlia, la reducció gradual que s'observa indica que els agents valoren de forma molt positiva les mesures de la Unió Europea per millorar el governament econòmic i financer de la regió. Aquesta nova realitat contribuirà a reduir les primes de risc sobiranes dels països perifèrics, per bé que països com Espanya ho faran amb més intensitat que altres que registren importants ràtios d'endeutament, com Grècia, Irlanda i Portugal.

Cooperació internacional per frenar l'apreciació del ien

Com és habitual des de l'inici d'enguany, el mercat de divises ha continuat mostrant, en línies generals, una notable estabilitat, esquitxada, malgrat tot, per alguns episodis inesperats. Així, al començament de març, la tranquil·litat es va veure alterada per les declaracions del president del BCE en què avançava els plans de pujades de tipus i, amb posterioritat, pel sisme del Japó. En qualsevol cas, la dinàmica dels tipus de canvi reflecteix de forma més equilibrada l'evolució de les dades econòmiques entre les principals regions econòmiques (bàsicament, entre els països emergents i els desenvolupats), la qual cosa ha facilitat una reducció de la volatilitat en aquests mercats.

A la zona de l'euro, els avanços en la resolució de la crisi del deute sobirà donen suport a l'estabilització de les rendibilitats del deute públic espanyol.

En el cas de l'euro, el canvi d'expectatives dels inversors sobre la pujada en breu dels tipus oficials, alimentat per les reiterades declaracions d'importants membres de la institució, i la raonable evolució de la crisi del deute sobirà de la perifèria europea han estat els factors responsables de l'apreciació de l'euro fins als 1,41 dòlars, que representa més del 2,5% entre l'última reunió del BCE i el final del mes.

El tipus de canvi de l'euro s'aprecia, alimentat per les expectatives de pujades de tipus.

Pel que fa al ien japonès, els tràgics esdeveniments van provocar una intensa apreciació d'aquesta divisa enfront del dòlar, fins a màxims històrics (76,25 iens per dòlar). Aquest fort moviment va ser provocat per l'augment de les expectatives de repatriació d'estalvi japonès invertit en actius estrangers. Atesa aquesta conjuntura, i com a mesura extraordinària, els bancs centrals dels països membres del G-7 van acordar dur a terme una intervenció conjunta al mercat de divises, la primera en deu anys. La consigna va ser la de vendre iens, amb la finalitat d'alleujar les penúries de l'economia japonesa. Arran

L'actuació monetària conjunta del G-7 redueix les pressions alcistes sobre el ien.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

24-03-2010

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2010	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	80,9	–1,2	–0,2	–14,1
Lliura esterlina	0,618	0,3	3,5	8,1
Franc suís	0,912	–1,6	–2,6	–17,7
Dòlar canadenc	0,979	–0,4	–2,0	–4,9
Pes mexicà	11,995	–1,3	–2,9	–4,9
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,410	–2,2	–5,4	–5,9
Ien japonès	114,1	0,9	4,9	–7,7
Franc suís	1,286	0,6	2,7	–11,1
Lliura esterlina	0,872	1,9	1,6	–2,8
Corona sueca	8,934	1,4	–0,6	–8,5
Corona danesa	7,457	0,0	0,0	0,2
Zloty polonès	4,025	1,1	1,5	3,3
Corona txeca	24,42	–0,4	–2,4	–4,0
Forint hongarès	268,6	–1,9	–3,8	1,8

NOTA: (*) Un signe positiu indica una apreciació del dòlar (primer grup) o de l'euro (segon grup).
FONT: Bloomberg.

A conseqüència de les inestabilitats internacionals, es va produir un augment dels *spreads* de crèdit.

d'aquesta actuació del G-7, el tipus de canvi del ien es va depreciar gairebé el 3% i es va situar al voltant dels 80 iens per dòlar al tancament del mes.

Els bons *high yield* continuen brillant

El mercat de renda fixa privada global ha mostrat un comportament favorable al març, tot i que subjecte temporalment, com no podia ser d'una altra forma, als episodis d'inestabilitat derivats dels tràgics esdeveniments de l'Àfrica i del Japó. Com ja s'ha indicat, aquests factors van provocar una caiguda selectiva de les rendibilitats del deute sobirà de màxima qualitat i, per tant, un increment en els *spreads* de crèdit. Això va comportar la interrupció transitòria de la reducció que es venia produint des de la primavera de l'any passat. No obstant això, a mesura que s'anaven assimilant els possibles efectes del desastre natural japonès, els diferencials de crèdit han tornat a reprendre amb facilitat la tònica a la baixa i han demostrat la fortalesa que, des de fa mesos, exhibeixen els mercats de bons corporatius.

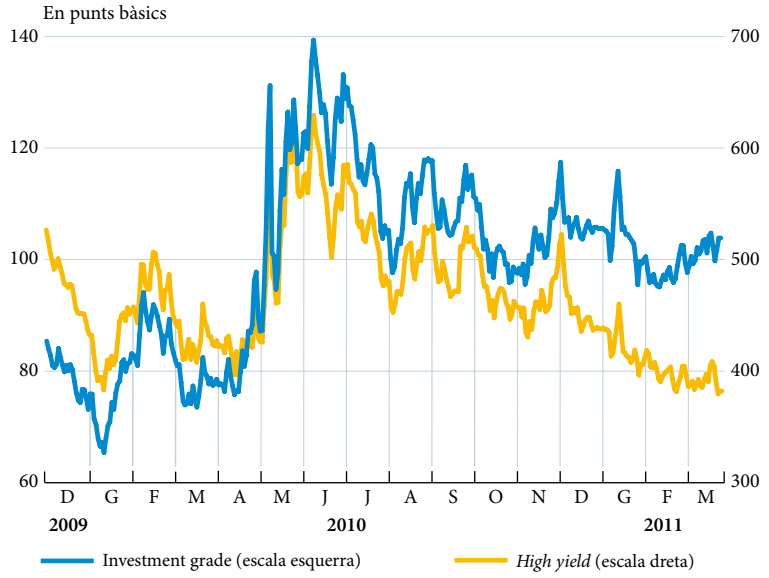
El segment de bons d'alt risc continua immers en una espiral de descens de les rendibilitats.

En efecte, superats, si més no parcialment, els episodis d'inestabilitat, el descens dels riscos crediticis de les empreses ha prosseguit inexorable, tant als Estats Units com a la zona de l'euro. S'ha produït, una vegada més, una reducció més intensa al segment de *high yield*, fins al punt que les rendibilitats d'aquests bons corporatius s'han apropat als mínims històrics. Aprofitant aquesta circumstància, els inversors han optat per augmentar el volum de les carteres en aquesta classe d'actius.

Des del punt de vista dels emissors, cal destacar que, en el cas dels Estats Units, la

EVOLUCIÓ DE LES PRIMES DE RISC CORPORATIVES A LA ZONA DE L'EURO

Índexs Markit iTraxx a 5 anys



FONT: Bloomberg.

laxitud que continua predicant la Reserva Federal brinda a les companyies una oportunitat, que no estan deixant passar, d'emetre bons amb garanties febles i tipus d'interès molt reduïts, atès que els inversors estan rebaixant les exigències davant del marc general de baixos tipus d'interès en els productes tradicionals alternatius (dipòsits bancaris i deute públic). Així i tot, dins de l'ampli ventall d'actius de la renda fixa corporativa, la veritat és que els gestors encara poden trobar oportunitats interessants, vigilant la selecció, això sí, segons àrees geogràfiques i emissors.

En el cas de la zona de l'euro, els avanços assolits en les últimes reunions de caps d'Estat sobre el nou marc de governament econòmic i financer han encaminat la crisi del deute sobirà de la perifèria cap a una resolució satisfactòria, la qual cosa afavoreix el descens de les primes de risc del crèdit corporatiu. A això cal sumar la tendència de millora en la confiança dels inversors, que s'han refet de contratemps puntuals com els viscuts al març, de manera que s'han incrementat de nou els fluxos de capital cap al mercat de bons corporatius. En la fase actual, s'observa una preferència pel deute del sector bancari i assegurador de la zona de l'euro, molt castigat durant els moments més severs de la crisi del deute sobirà.

Els acords per solucionar la crisi del deute sobirà europeu afavoreixen l'atractiu dels bons del sector bancari.

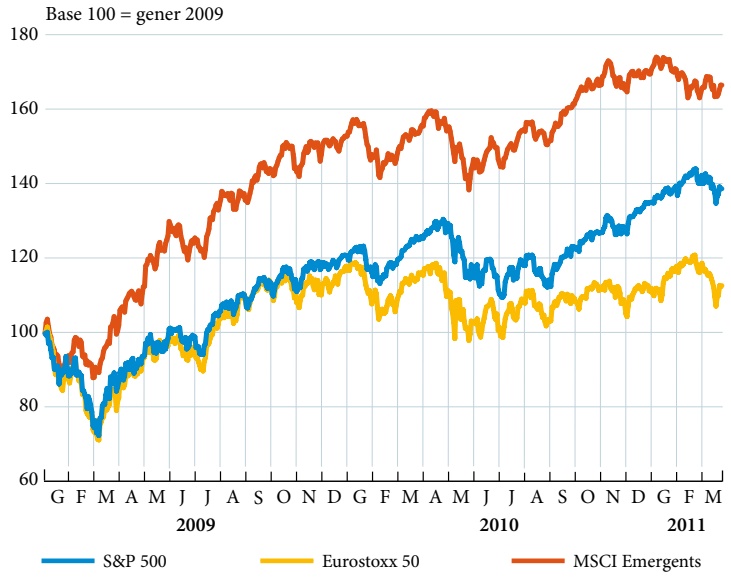
Malgrat les adversitats, les perspectives per a la borsa són favorables

El context borsari mundial no s'ha mantingut al marge del convuls entorn internacional del març. No obstant això, gràcies al suport que li dóna la consolidació de les expectatives de creixement econòmic global i a la bonança del cicle empresarial, les pèrdues han estat limitades. Tot i que s'han produït repunts puntuals de la volatilitat, els inversors, després d'haver sospesat els efectes dels riscos descrits anteriorment, han tornat progressivament a la renda variable, en detriment d'altres actius amb rendibilitats esperades menys atractives.

Les perspectives de creixement econòmic i el cicle expansiu empresarial donen suport a les borses.

EVOLUCIÓ DE LES PRINCIPALS BORSES INTERNACIONALS

Índexs de borses



FONT: Bloomberg.

Les millors expectatives de retorn dels índexs de les economies avançades comencen a atreure més fluxos inversors.

Al març, s'ha observat una pausa en el pitjor comportament relatiu de les borses emergents en relació amb les desenvolupades. Atès que les condicions econòmiques que envolten les economies emergents no han canviat, sembla que aquesta situació és un fet puntual vinculat als tràgics esdeveniments del mes que podria no repetir-se en el futur. Cal tenir en compte que la necessitat de mantenir sota control les pressions inflacionistes indica que la normalització de les polítiques monetàries a les economies emergents continuarà, i això representa un llast per a la revaloració dels índexs borsaris. A més a més, les majors expectatives de retorn que ofereixen els índexs dels països industrialitzats, que reflecteixen les millors perspectives econòmiques, haurien de generar un transvasament de fluxos des dels emergents, fet que accentuaria de nou el desacoblament. Cal destacar que els avanços realitzats en matèria de disciplina fiscal a la zona de l'euro, centrats en la millora de l'estabilitat i en l'enfortiment del sistema financer de la regió, estan obtenint el beneplàcit dels inversors i dels analistes i s'estan convertint en un suport addicional.

A mitjà termini, els factors econòmics i empresarials reforcen l'atractiu de la renda variable.

En aquest context, les perspectives per als mercats de renda variable globals es presenten favorables a mitjà termini. Les previsions de la gran majoria d'economistes apunten a una consolidació del creixement econòmic global, que restaurarà la confiança dels inversors i dels empresaris, donarà continuïtat a l'expansió del cicle empresarial i comportarà una disminució gradual dels riscos de crèdit. Tot plegat hauria de donar suport a un procés de revaloració de la renda variable. Així i tot, cal reconèixer l'existència de riscos a curt termini que podrien generar incertesa i correccions puntuals en la trajectòria dels principals parquets. Entre aquests elements, destaquen l'agreujament d'algun dels riscos geopolítics i un rebrot (poc probable) de la crisi del deute sobirà al si de la zona de l'euro.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

24-03-2011

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.086,0*	*0,1*	*4,4*	*11,5*
Standard & Poor's	*1.297,5*	*–0,7*	*3,2*	*11,1*
Nasdaq	*2.698,3*	*–1,4*	*1,7*	*12,5*
Tòquio	9.435,0	–9,7	–7,8	–12,8
Londres	5.805,9	–1,9	–1,6	2,3
Zona de l'euro	2.858,5	–3,1	2,4	–1,6
Frankfurt	*6.811,5*	*–4,5*	*–1,5*	*12,8*
París	*3.903,0*	*–2,7*	*2,6*	*–1,2*
Amsterdam	*359,4*	*–1,2*	*1,4*	*5,2*
Milà	*21.687,0*	*–1,2*	*7,5*	*–4,9*
Madrid	*10.569,4*	*–0,7*	*7,2*	*–2,7*
Zuric	6.240,6	–4,2	–3,0	–9,3
Hong Kong	22.915,3	1,4	–0,5	9,1
Buenos Aires	3.348,8	–1,0	–5,0	37,3
São Paulo	67.795,5	1,3	–2,2	–1,6

NOTA: (*) Nova York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tòquio: Nikkei 225; Zona de l'euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Frankfurt: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milà: MIBTEL; Madrid: Ibex 35 de les borses espanyoles; Zuric: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.
FONT: Bloomberg.

La regulació del mercat de CDS: buscant l'equilibri entre estabilitat i eficiència

Els mercats de derivats, i, en particular, dels derivats de crèdit, han jugat un paper important en diferents episodis al llarg de la crisi econòmica i financera dels últims anys. L'opinió dominant entre les autoritats és que van contribuir a desestabilitzar el sistema i a agreujar les tensions, de manera que, en el transcurs del 2010, es van engegar diverses iniciatives internacionals i locals per a la reforma de la seva regulació, que han de culminar en els propers mesos. Com és freqüent en matèria financera, el conflicte entre estabilitat i eficiència envolta el debat sobre els avantatges i els inconvenients de les noves normes.

Els derivats de crèdit són instruments el valor dels quals depèn (motiu que explica el terme «derivat») del risc de crèdit (impagament d'un compromís de deute) existent en un altre actiu (anomenat «subjacent»), com, per exemple, un bo o un préstec. En els últims anys, els derivats de crèdit més importants han estat els *Credit Default Swaps* (CDS) i les *Collateralized Debt Obligations* (CDO), presents de forma destacada en la crisi de les hipoteques *subprime* als Estats Units del 2007, en el quasi-col·lapse del sistema bancari a la tardor del 2008 i, en aquests moments, en les tensions sobre el deute sobirà dels països perifèrics de la zona de l'euro. Mentre que les CDO gairebé estan

desapareixent per l'estigma del fiasco *subprime*, els CDS s'han erigit en un instrument bàsic i fonamental per a la gestió del risc de crèdit i han acaparat l'atenció dels reguladors.

En essència, un CDS és un contracte derivat pel qual una part (el comprador) paga una prima periòdica a una altra part (el venedor) durant un cert termini, a canvi d'un pagament per part d'aquesta en cas que una determinada empresa o govern (l'entitat de referència) incompleixi les seves obligacions durant aquest període. Aquest pagament contingent engloba la diferència entre el valor nominal de l'actiu subjacent (els bons emesos per l'entitat de referència) i el seu valor de mercat després de l'eventual incompliment. Així, doncs, aquest instrument es pot utilitzar per cobrir el risc d'una cartera de bons preexistent (comprant CDS) o per crear una exposició al risc de crèdit (venent CDS). Però també és possible comprar el CDS sense posseir simultàniament l'actiu subjacent, situació que rep el nom de «descoberta» o *naked*.

Fins a la crisi, la concepció preponderant entre els inversors, els acadèmics i els reguladors emfatitzava que els CDS permeten augmentar sensiblement l'eficiència del mercat financer i de l'economia, ja que milloren el procés de descobriment de preus, redistribueixen els riscos cap als agents disposats i capacitats per suportar-los i completen els mercats ampliant les possibilitats de selecció de cartera. I tot plegat amb uns costos de transacció molt baixos. Amb aquests arguments, la posició de les autoritats va ser de *laissez-faire*, ja que es van mantenir al marge d'un mercat que va créixer sobre la base de la iniciativa privada, amb pràctiques i costums emanats dels mateixos participants i amb prou feines sense regulació ni supervisió pública.

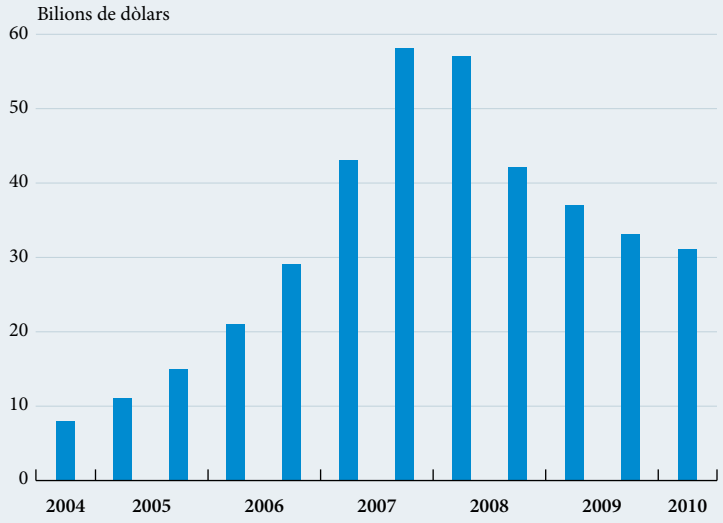
Amb aquestes condicions, en els cinc anys previs a la crisi, el mercat internacional de CDS va experimentar un creixement extraordinari, literalment exponencial en algunes rúbriques. En part, aquesta expansió semblava raonable, ja que es partia de nivells molt baixos en tractar-se d'un instrument nou i de gran utilitat, just en una etapa en què el cicle econòmic i creditici era clarament alcista. Però, en part, era una conseqüència de la forma de negociació dels CDS: mitjançant acords bilaterals OTC (*over-the-counter*), és a dir, sense la presència d'una cambra central ni per a la contractació ni per a la liquidació. Això significava, en la majoria d'operacions d'uns anys enrere, que les contractacions es realitzaven verbalment entre les dues parts, les confirmacions es feien per fax o via similar, els registres tenien escàs formalisme i no eren d'abast públic, i les liquidacions es deixaven al criteri i a la discreció dels implicats.

Aquest tipus de funcionament va propiciar, com s'il·lustra al gràfic següent, que el valor nocional brut dels contractes CDS es disparés, tenint en compte que, per exemple, la manera per a un determinat agent de desfer una posició venuda en un contracte CDS específic no era mitjançant la recompra d'aquest contracte (situació que només seria possible si la contrapart original s'hi avenia), sinó comprant un altre contracte anàleg i addicional amb una nova contrapart. La conseqüència va ser un creixement desmesurat i desordenat, que augmentava enormement els riscos de contrapart i de concentració. Especialment preocupant era l'amenaça de desestabilització del conjunt del sistema (risc sistèmic), en la mesura que problemes inicialment localitzats en una entitat podrien fàcilment derivar en un efecte dominó d'arrossegament, com, finalment, es va plantejar en els casos de la fallida de Lehman Brothers i del rescat *in extremis* de l'asseguradora AIG.

Efectivament, en esclatar les tensions durant el 2008 i el 2009, la sensació generalitzada era que el mercat de CDS, envaït per l'opacitat i vulnerable des de diversos fronts, es trobava fora del control i del coneixement de les autoritats. Amb l'impuls del G-20, s'han llançat diversos projectes de reforma, entre els quals destaquen els promoguts pels reguladors dels Estats Units i de la Unió Europea. Tot i que hi ha diferències importants entre els dos, les línies bàsiques d'actuació són semblants i es poden agrupar en tres grans àrees estretament entrellaçades.

LA DIMENSIÓ DEL MERCAT DE CDS VA CRÉIXER DE FORMA ESPECTACULAR

Saldo viu del valor nocional brut



FONT: BIS.

En primer lloc, les mesures per corregir els problemes d'infraestructura i de falta de transparència, com, per exemple, el foment de la confirmació electrònica i els registres electrònics, l'estandardització dels contractes (com a part del reforç de la infraestructura legal), la creació de bases de dades sobre posicions vives (per exemple, el projecte *Trade Information Warehouse* de DTCC) i l'establiment d'obligacions de revelació d'informació (*disclosure*) per als participants al mercat. En aquest àmbit, les iniciatives de les autoritats tenen el suport majoritari de les entitats participants i dels economistes acadèmics. No obstant això, no falten les objeccions. La més destacada és l'argument que un nivell excessiu de detall en les obligacions de *disclosure* és contraproduent, en la mesura que pot inhibir algunes actuacions que, en principi, contribuirien a millorar l'eficiència del sistema. Igualment, una estandardització rígida impedeix cobrir o gestionar amb precisió l'enorme varietat de riscos de crèdit existents.

En segon lloc, les mesures per mitigar els riscos de contrapart i de concentració. Aquest és, possiblement, l'àmbit més transcendent, i, afortunadament, s'està encarant amb un grau de consens raonable entre reguladors i participants. Els elements bàsics de millora són dos: l'establiment de cambres centrals de contrapartida (CCP o *Central Counterparties*) en la contractació i en liquidació, i el reforçament dels requisits de garantia (*collateral*). És gairebé unànime l'opinió que les CCP són una alternativa preferible al sistema de contractació OTC bilateral que suscita tants temors. No obstant això, no són la panacea, ja que també presenten inconvenients que els reguladors estan intentant minimitzar en el desenvolupament de les normes, en particular el risc sistèmic que la mateixa CCP comporta. Per la seva banda, l'augment dels requisits de garantia té l'inconvenient de reduir la liquiditat dels contractes CDS per a algunes entitats.

Finalment, les disposicions per neutralitzar les possibilitats d'abús de mercat i de manipulació. Aquest front ha adquirit una rellevància especial arran de la crisi del deute sobirà als països perifèrics de la zona de l'euro. Així, al maig del 2010, coincidint amb l'esclat de les tensions a Grècia, les autoritats alemanyes van decidir prohibir la compra «descoberta» o *naked* de CDS. Al setembre, la Comissió Europea va incloure aquestes mesures prohibitives en la proposta per a la regulació de l'activitat amb CDS i de les vendes en curt, que recentment ha rebut el

suport del Parlament Europeu, però que encara està pendent d'aprovació definitiva. La justificació remet a la percepció que aquestes operacions són pràctiques especulatives indesitjables, executades per part d'agents que miren només a curt termini i que fan cas omís dels fonaments del deutor i, en algun cas, amb tints de manipulació. Es fa referència, en aquest sentit, a l'incentiu que el comprador al descobert pot tenir per instigar que el mercat dubti de la solvència de l'entitat de referència, la qual cosa en revaloraria la posició. El problema s'agreuja en la mesura que aquestes actuacions puguin desencadenar una espiral de vendes que es retroalimenta. Possiblement es tracta de la mesura reguladora més polèmica, que ha trobat l'oposició tant dels inversors privats com de la majoria dels economistes acadèmics, per diversos arguments. En primer lloc, la dificultat de distingir entre operacions especulatives i operacions genuïnes de cobertura. En segon lloc, i més transcendent, el paper legítim i beneficiós que juguen els especuladors, en particular en relació amb el procés de descobriment de preus esmentat més amunt. Cal destacar que les autoritats dels Estats Units van rebutjar incloure restriccions a la compra «descoberta» de CDS en la reforma de la regulació aprovada l'any passat. De fet, l'absència d'una coordinació internacional adequada d'aquestes normes pot neutralitzar els intents locals i unilaterals de prohibició.

En definitiva, l'aprovació de les reformes del mercat de CDS encara, en els propers mesos, la recta final amb molts elements ja clarament perfilats, però també amb altres sotmesos a un intens debat. De l'equilibri que s'assoleixi entre preservació de l'estabilitat i foment de l'eficiència dependrà l'impacte últim sobre el sistema financer i econòmic.

Aquest requadre ha estat elaborat per Avelino Hernández
Departament de Mercats Financers, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'escalada de preus limitarà una mica el ritme de progrés de l'economia

L'activitat econòmica avança a Espanya, tot i que més lentament que a la majoria de països europeus. La pujada recent dels preus de les primeres matèries ha motivat que les previsions de creixement per a l'any 2011 s'hagin revisat en dues dècimes a la baixa, fins al 0,5%. La lectura dels indicadors ofereix una visió mixta i fa pensar que els riscos s'anivellaran i permetran un avanç de l'economia lent però segur. En efecte, durant els propers mesos, tot i que és possible que s'alenteixi una mica l'ajustament si la inflació elevada persisteix, el millor comportament del turisme podria impulsar el sector exterior i suplir, així, la menor demanda interna.

Des de la perspectiva de la demanda, les variables es mouen en diverses direccions i, per tant, de mitjana, mostren que el consum privat tindrà un progrés lent al llarg de l'any, amb taxes intertrimestrals properes al 0,3%, i situarà la taxa anual per al conjunt del 2011 en el 0,9%. Un exemple d'aquesta dispersió en els indicadors s'observa en l'evolució de les matriculacions de cotxes i en les vendes al detall, que han continuat caient al gener, fet que contrasta amb la millora de la confiança del consumidor del febrer.

Es preveu un creixement del PIB lent però segur el 2011, del 0,5% anual.

INDICADORS DE DEMANDA

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Consum								
Producció de béns de consum (*)	–8,2	0,8	0,4	2,5	0,4	0,1	3,2	...
Importació de béns de consum (**)	–6,1	–10,2	–10,8	2,8	–16,2	–15,1	...	...
Matriculacions d'automòbils	–17,9	3,1	44,5	35,3	–25,0	–29,3	–23,5	–27,6
Crèdit al consum de béns duradors	–11,5	–11,5	–5,6	–9,8	–19,2	–14,6	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–28,3	–21,0	–18,2	–22,9	–21,5	–21,0	–21,0	–15,2
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	–22,1	–3,4	–2,4	–1,7	–6,3	–3,2	4,6	...
Importació de béns d'equipament (**)	–27,0	6,4	–1,2	13,0	5,8	6,5	...	...
Matriculació de vehicles industrials	–40,0	6,4	8,5	24,2	–9,3	1,4	–0,7	–2,7
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	–17,5	9,4	10,4	18,1	5,1	4,2	11,0	...
Exportacions	–9,8	14,7	17,4	14,9	11,7	14,1	24,6	...

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(**) En volum.
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Si la inflació elevada persisteix, l'avanç del consum es pot desaccelerar una mica.

Tot i que hi ha alguns factors que poden incidir negativament sobre la despesa de les famílies, probablement aquests factors puguin ser compensats per uns altres més favorables. Un dels riscos que cal tenir en compte és la possibilitat que un allargament de les taxes elevades d'inflació redueixi el poder adquisitiu i desincentivi, així, el consum. Un altre aspecte que podria desaccelerar el ritme de recuperació del consum és la lenta recuperació del mercat de treball, que incideix negativament sobre la renda disponible de les llars. No obstant això, com que la taxa d'estalvi és relativament alta (més del 14%, mentre que, en la dècada anterior a la crisi, s'apropava a l'11%), una part del descens de la renda disponible es pot dirigir cap a una reducció de l'estalvi sense que el consum es vegi gaire afectat. Per tant, l'efecte sobre el consum d'un augment dels preus i de l'empitjorament del mercat de treball, probablement, acabi essent relativament petit.

La millora de la confiança pot augmentar la velocitat d'ajustament.

Una altra conseqüència d'una inflació elevada és que pot motivar una pujada dels tipus d'interès per part del banc central, la qual cosa podria alterar la voluntat de consumir. No obstant això, s'espera que la pujada del tipus de referència del BCE sigui molt moderada, i, en qualsevol cas, el seu efecte sobre la despesa de les famílies no serà immediat.

D'altra banda, cal destacar alguns factors favorables que poden comportar que el creixement es recuperi més ràpid del que indiquen les previsions, com l'augment de la confiança del consumidor i la reorganització del sistema financer. Això últim està incidint de forma positiva en la confiança dels mercats, com ho posa de manifest la davallada important de les primes de risc, a diferència del que succeeix a altres països perifèrics de la zona de l'euro. Això pot facilitar que el crèdit flueixi millor i que s'estimuli, així, la demanda interna.

La inversió en equipament es manté ferma.

Pel que fa al consum públic, les perspectives són de taxes de creixement negatives per complir l'objectiu de reducció del dèficit públic. Si els tipus d'interès augmenten, la càrrega del pagament dels interessos es farà més pesada i, per contrarestar-la, el govern pot acabar retallant més les despeses. Però cal remarcar que aquest escenari és cada vegada menys probable. En aquest context, és important l'esforç de l'Administració per equilibrar els comptes mitjançant la introducció d'algunes reformes importants.

La inversió tampoc no ajudarà al creixement de la demanda interna, ja que s'espera que la inversió en construcció torni a anotar una important reculada el 2011. Malgrat això, és notable la bona evolució de la inversió en béns d'equipament. Així, destaca el bon comportament de la producció de béns d'equipament en el mes de gener, que va pujar significativament i va situar la taxa de creixement interanual en el 4,6%. Pel que fa a la inversió en construcció, els indicadors continuen essent, de mitjana, desfavorables. D'aquesta manera, tot i que la caiguda de la majoria d'indicadors es va intensificar, com la confiança en la construcció i els visats d'obra nova, la demanda de ciment va presentar algun símptoma de canvi de tendència.

Arran de l'evolució dels diferents components, està previst que la demanda interna reculi gairebé sis dècimes el 2011. Per tant, serà gràcies a la contribució de la demanda externa que el PIB creixerà, aproximadament, a un ritme del 0,5% interanual. Efectivament, les dades disponibles del sector exterior confirmen la bona marxa d'aquesta partida. En el mes de gener, les vendes a l'exterior van augmentar de forma significativa, en gran part gràcies a la recuperació d'Europa, el principal soci comercial. A més a més, la productivitat va començar a millorar arran de la modera-

ció dels costos laborals i de la reducció de l'ocupació. Si aquesta situació es manté, facilitarà l'augment de la competitivitat, un factor clau per impulsar les exportacions. Per la seva banda, el creixement de les importacions va ser també elevat, tot i que menor, impulsat per l'encariment del preu del cru.

Les perspectives són favorables per a la demanda externa, i està previst que la contribució al creixement arribi a l'1,2% enguany. No obstant això, l'evolució positiva del sector exterior no està lliure de riscos, ja que depèn estretament de l'evolució del preu del petroli. D'aquesta manera, si continua la tendència alcista, les importacions s'encariran i la contribució del sector exterior al creixement del PIB serà menor. Una inflació més elevada també deteriorarà el poder de compra dels països compradors de productes espanyols, la qual cosa incidirà negativament sobre les exportacions. En canvi, el bon comportament del turisme pot facilitar el ritme d'avanç del sector exterior.

El sector exterior dóna suport al creixement el 2011...

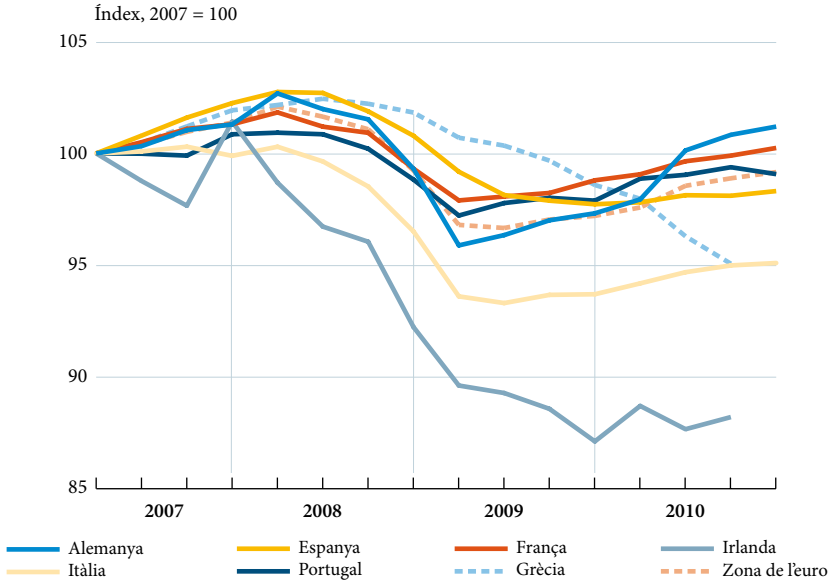
Pel costat de l'oferta, un exemple que l'activitat econòmica es troba en terreny positiu es posa de manifest quan s'observen els indicadors de producció industrial. Efectivament, aquests indicadors mostren, de mitjana, un to més positiu en els últims mesos. Així, en el quart trimestre del 2010, l'índex de gestors de compra (PMI) es va situar per damunt dels 50 punts, la cota que separa els períodes expansius dels recessius. Aquesta tendència s'ha mantingut durant els primers mesos del 2011, i, al febrer, aquesta variable s'ha col·locat en els 52,1 punts.

No obstant això, tot i que l'economia s'expandeix de nou, Espanya està encara lluny de recuperar els nivells de PIB previs a la crisi. Per tornar a la cota del començament del 2007, quan va començar la crisi financera, caldrà, probablement, cinc trimes-

...però és vulnerable a l'evolució del preu del cru.

ESPANYA ES DESMARCA DE LA RESTA DE PAÏSOS PERIFÈRICS DE LA ZONA DE L'EURO

Producte interior brut en volum



FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Eurostat i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OFERTA

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	–4,8	2,7	2,6	3,7	2,3	2,4	1,2	1,9
Índex de producció industrial (2)	–15,8	0,8	0,3	2,9	–0,2	0,4	3,8	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–31,2	–14,3	–18,4	–13,9	–13,5	–9,2	–8,3	–7,2
Utilització capacitat productiva (4)	71,2	72,0	69,5	71,8	73,9	72,9	72,6	–
Importació béns interm. no energ. (5)	–21,6	22,4	26,9	28,4	18,8	15,8	...	...
Construcció								
Consum de ciment	–32,4	–15,1	–21,3	–12,3	–13,6	–16,1	0,3	2,7
Indicador de confiança en la construcció (3)	–30,6	–29,6	–25,6	–24,0	–27,8	–41,5	–50,7	–52,1
Habitatges (visats obra nova)	–58,1	–18,3	–24,4	–10,3	–13,2	–20,3	...	...
Licitació oficial	–8,2	–35,0	–52,2	–18,1	–36,6	–34,7	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	–5,4	–1,0	0,7	–0,2	–2,5	–1,9	–4,5	...
Turistes estrangers	–8,8	1,0	0,3	–3,1	4,2	1,3	4,7	...
Ingressos turisme	–9,0	4,0	0,2	0,4	7,0	5,8	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–28,4	6,4	4,5	20,9	5,9	–4,2	1,2	...
Tràfic aeri passatgers	–7,9	2,8	3,7	–0,6	4,2	4,3	6,0	4,6
Consum de gasoil automoció	–5,1	–1,2	–0,5	–0,5	–2,1	–1,6	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.
(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.
(5) En volum.
(6) Índex (sense estacions de servei) deflactat i corregit de l'efecte calendari.
FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

Fins al final de l'any 2013, no es recuperarà l'anterior cota màxima del PIB.

tres més. Així mateix, per assolir el màxim de l'inici del 2008, és possible que l'espera s'allargui fins al final del 2013. Això contrasta, per exemple, amb el cas germànic, que ja ha recuperat el total de la pèrdua del PIB durant el període recessiu. Així i tot, el procés de recuperació a Espanya sembla clarament més reconfortant que a Grècia, Portugal, Itàlia o Irlanda.

Mercat de treball

El mercat de treball continua sense refer-se

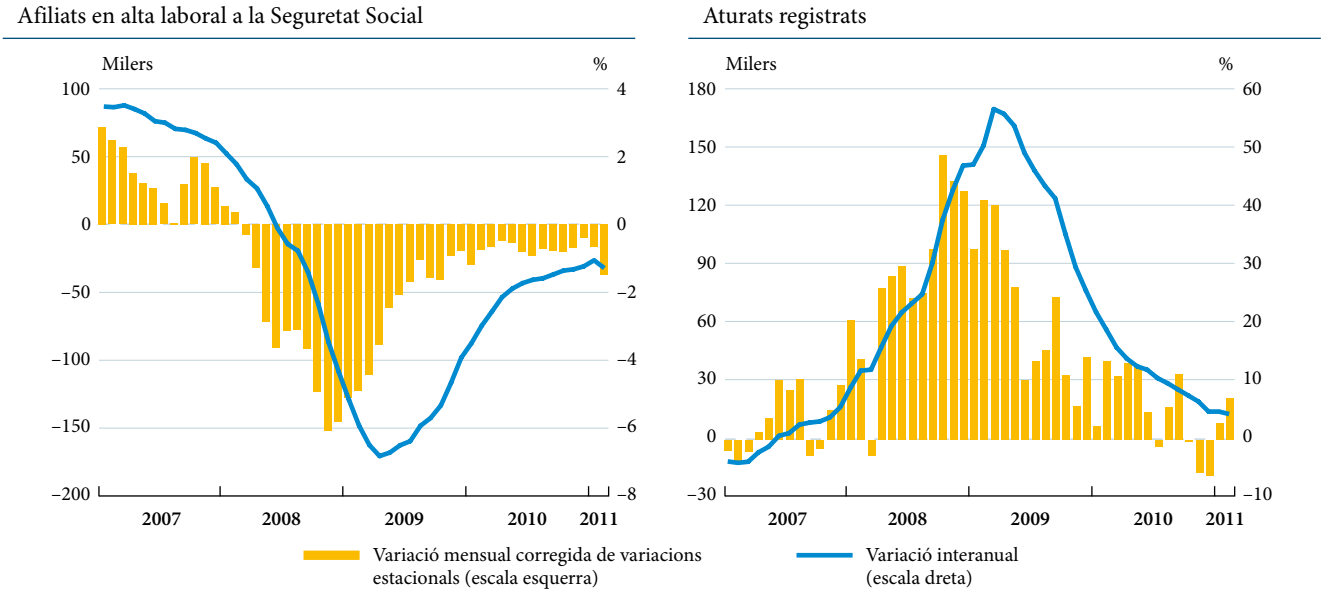
Malgrat el dinamisme més intens de l'activitat econòmica en els últims mesos, la millora encara no s'ha materialitzat al mercat de treball. Les últimes dades disponibles del mes de febrer van ser més negatives del que s'esperava, i això va motivar que les nostres previsions fossin revisades lleugerament a la baixa. Així, per a l'any 2011, s'incrementa en dues dècimes la previsió de la taxa d'atur, fins al 20,4%, i la taxa de caiguda mitjana de l'ocupació, fins al 0,5%.

Efectivament, de moment, la reactivació de l'economia ha estat insuficient per crear ocupació, tal com ho mostra el descens del total d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social del mes de febrer, de 14.745 persones (gairebé 38.000 un cop corregida l'estacionalitat). Això va comportar una reculada en la recuperació del mercat laboral, ja que el ritme de caiguda interanual de l'ocupació es va intensificar, amb un increment de dues dècimes de la taxa interanual, fins a l'1,3%. A més a més, aquest descens del total d'ocupats va sorprendre negativament, perquè s'esperava un lleuger augment de l'ocupació en aquest mes.

Pel que fa a l'atur registrat, va créixer en 68.260 persones en el mes de gener (unes 21.000 en termes desestacionalitzats), un increment per damunt del previst. D'aquesta manera, l'atur registrat va pujar per segon mes consecutiu i va trencar l'evolució més favorable dels últims mesos de l'any

S'accelera en dues dècimes el ritme de caiguda de l'ocupació, fins a l'1,3%.

LA SITUACIÓ DEL MERCAT DE TREBALL TORNA A EMPITJORAR



FONTS: Ministeri de Treball i Immigració, Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

La feblesa del mercat de treball pot generar un ajustament més lent.

2010. Així i tot, la taxa d'increment interanual va disminuir en quatre dècimes, fins al 4,1%.

Una conseqüència del comportament poc favorable del mercat laboral és que pot acabar generant un ajustament més lent de l'activitat. En aquest context, és important avaluar el funcionament de la recent reforma laboral, en vigor des del juliol del 2010, que busca facilitar que el progrés de l'economia es tradueixi en creació d'ocupació. En aquest sentit, un dels objectius de la nova legislació és reduir la dualitat del mercat de treball entre empleats amb contractes fixos i temporals. Tot i que és aviat per calibrar-ne els efectes, ja que els agents s'han de familiaritzar amb les seves particularitats, les dades mostren que, ara com ara, la taxa de temporalitat no ha variat i continua superant el 25%.

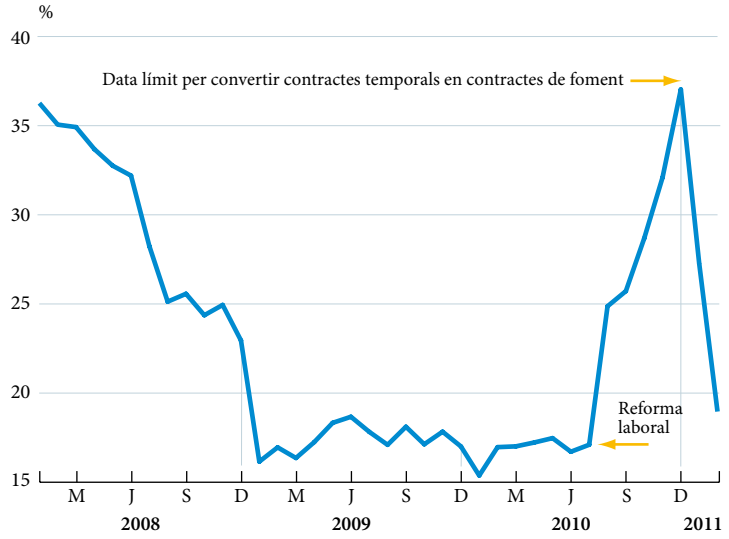
Continua la dualitat del mercat de treball.

Justament, una de les principals mesures de la reforma laboral era incentivar l'ús dels Contractes de Foment de la Contractació Indefinida (CFCI), les indemnitzacions per acomiadament objectiu improcedent dels quals són de 33 dies per any treballat a l'empresa (en lloc dels 45 dies dels contractes indefinits anteriors). El gràfic següent mostra que aquesta modalitat de contractació va augmentar substancialment al final de l'any 2010, estimulada per la possibilitat de convertir contractes temporals anteriors a la reforma en contractes CFCI abans del 31 de desembre. No obstant això, des del gener del 2011, els contractes CFCI han caigut bruscament, situació que, ara com ara, impedeix treure conclusions sobre si les mesures adoptades per estimular aquest tipus de contracte estan funcionant.

Així mateix, cal destacar que una part de la reforma encara no està en marxa, com, per exemple, la incorporació del model austríac, que consisteix a establir una assegurança a càrrec de la cotització de les empreses que cobreix una part de la indemnització per acomiadament i que es pot acumular fins a la jubilació. A més a més, altres reformes importants, com la negociació col·lectiva, encara s'estan negociant.

NO S'OBSERVA UN CANVI DE TENDÈNCIA CLAR EN LA CONTRACTACIÓ INDEFINIDA

Ràtio de Contractes de Foment de la Contractació Indefinida sobre el total de contractes indefinits



FONTS: Ministeri de Treball i Immigració i elaboració pròpia.

Un altre factor que pot alentir l'ajustament del mercat laboral són les pobres perspectives de l'ocupació al sector de la construcció. Les dades del febrer continuen mostrant fortes caigudes de l'ocupació en aquest sector, del 9,7% interanual, i les perspectives són que el ritme de pèrdua de llocs de treball es mantingui elevat el 2011. Això farà que sigui difícil reduir la taxa d'atur. No obstant això, al final del 2012, aquest procés de destrucció d'ocupació hauria de remetre, perquè s'espera que l'activitat al sector deixi de caure.

D'altra banda, a mesura que passin els mesos, alguns empleats de la construcció s'haurien de poder recol·locar en altres llocs de treball, en especial al sector serveis. En aquest context, destaca el to de l'ocupació al sector terciari, relativament millor durant la segona meitat del 2010. Així, malgrat la lleugera reculada de l'ocupació en serveis dels dos primers mesos del 2011, que va moderar la taxa de creixement interanual fins al 0,2%, s'espera que aquest sector absorbeixi una part dels llocs de treball destruïts a la construcció durant els propers mesos, situació a la qual podrien contribuir les bones perspectives del turisme per a enguany, tal com ho mostren les dades de les pernoctacions en establiments hotelers, que van augmentar el 4,6% al gener en relació amb el mateix mes de l'any anterior. A més a més, mentre la inestabilitat dels països del nord d'Àfrica perduri, Espanya es podria veure beneficiada per una redistribució del turisme nacional i internacional.

La recuperació del turisme podria contribuir a crear ocupació en els propers mesos.

Un altre factor que determinarà el ritme de recuperació del mercat laboral en els pròxims mesos és la capacitat d'ajustament dels salaris, els quals, a Espanya, tendeixen a reaccionar lentament i de forma molt

INDICADORS D'OCUPACIÓ

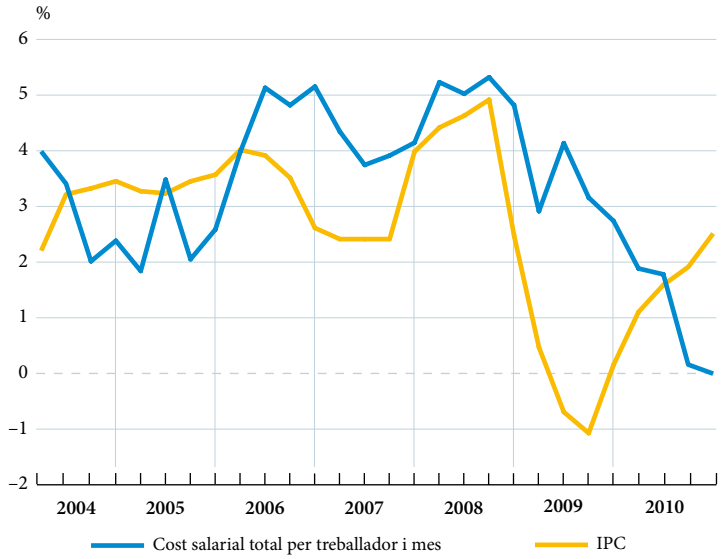
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Afiliats a la Seguretat Social (1)								
Sectors d'activitat								
Indústria	*–10,6*	*–4,8*	*–7,2*	*–4,9*	*–3,8*	*–3,2*	*–2,9*	*–2,9*
Construcció	*–23,1*	*–13,4*	*–16,4*	*–13,1*	*–12,5*	*–11,3*	*–9,6*	*–9,7*
Serveis	*–2,6*	*0,0*	*–0,8*	*0,1*	*0,4*	*0,4*	*0,3*	*0,2*
Situació professional								
Assalariats	*–6,0*	*–1,8*	*–2,8*	*–1,7*	*–1,4*	*–1,2*	*–0,9*	*–1,2*
No assalariats	*–4,8*	*–2,8*	*–4,0*	*–3,0*	*–2,4*	*–1,9*	*–1,7*	*–1,7*
Total	**–5,8**	**–2,0**	**–3,0**	**–1,9**	**–1,6**	**–1,3**	**–1,0**	**–1,3**
Població ocupada (2)	**–6,8**	**–2,3**	**–3,6**	**–2,5**	**–1,7**	**–1,3**	**–**	**–**
Llocs de treball (3)	**–6,6**	**–2,4**	**–3,9**	**–2,4**	**–1,6**	**–1,4**	**–**	**–**
Contractes registrats (4)								
Indefinits	–31,0	–6,4	–11,9	–5,6	–7,6	0,0	8,6	–6,8
Temporals	–13,5	3,8	3,7	5,2	3,5	2,8	6,0	–1,1
Total	**–15,5**	**2,8**	**2,0**	**4,2**	**2,6**	**2,5**	**6,3**	**–1,6**

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.
(2) Estimació de l'enquesta de població activa.
(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(4) A l'INEM.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

MILLORA LA COMPETITIVITAT EN CAURE ELS COSTOS SALARIALS REALS PER TREBALLADOR

Variació interanual



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Baixen els costos reals per treballador.

moderada als canvis del cicle econòmic. Això genera una volatilitat de l'ocupació en relació amb els moviments del PIB més intensa que en altres països avançats, ja que els ajustaments es duen a terme mitjançant la destrucció de llocs de treball, i no per variacions salarials. En efecte, tal com ho mostra el gràfic anterior, els costos salarials reals per treballador van trigar a baixar i no ho van fer fins al tercer trimestre de l'any 2010, després de dos anys de recessió econòmica. No obstant això, les dades reflecteixen, finalment, una important contenció salarial.

S'espera que la moderació dels salaris continuï, tot i que l'abast de l'ajustament dependrà del grau d'indexació salarial. A diferència d'Espanya, a diversos països europeus, els salaris es vinculen a la inflació subjacent. Això limita l'impacte de la pujada del preu del petroli sobre els salaris i facilita l'avanç de la productivitat.

La creació de llocs de treball es mantindrà feble al llarg de l'any.

En definitiva, les perspectives són que el mercat de treball es recuperi gradualment al llarg de l'any 2011, tot i que no es crearà ocupació fins al 2012. Hi ha alguns factors que poden fer que l'ajustament acabi essent més pausat. En primer lloc, si la tendència inflacionista continua, el poder adquisitiu de les llars es podria veure reduït, situació que provocaria una desacceleració de la marxa del consum. Conseqüentment, el procés de millora de l'activitat i de l'ocupació es podria alentir. En segon lloc, una pujada dels tipus d'interès pot reduir els incentius al consum i frenar l'activitat, tot i que s'espera que aquest efecte sigui força limitat. No obstant això, no tots els riscos són desfavorables, ja que el millor comportament del deute sobirà en les últimes setmanes podria contribuir de forma positiva a l'ajustament de l'activitat econòmica i impulsar, així, la creació de llocs de treball.

Preus

La pujada del preu del petroli pressiona la inflació fins al 3,6%

Seguint la tònica creixent dels últims mesos, la variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va pujar tres dècimes al febrer, fins al 3,6%. El repunt de la taxa interanual de l'IPC va ser, en gran part, conseqüència de l'encariment dels carburants, que van aportar la meitat d'aquest augment. En efecte, l'increment dels preus del petroli s'ha accelerat en els últims mesos i es comença a reflectir en taxes d'inflació elevades que no es registraven des del 2008. Això ha motivat que la nostra previsió d'inflació mitjana per a l'any 2011 s'incrementi en quatre dècimes, fins al 2,9% interanual. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments frescos, va ser força inferior al febrer, de l'1,8% interanual, i les seves perspectives per a enguany es mantenen inalterades en l'1,7% interanual.

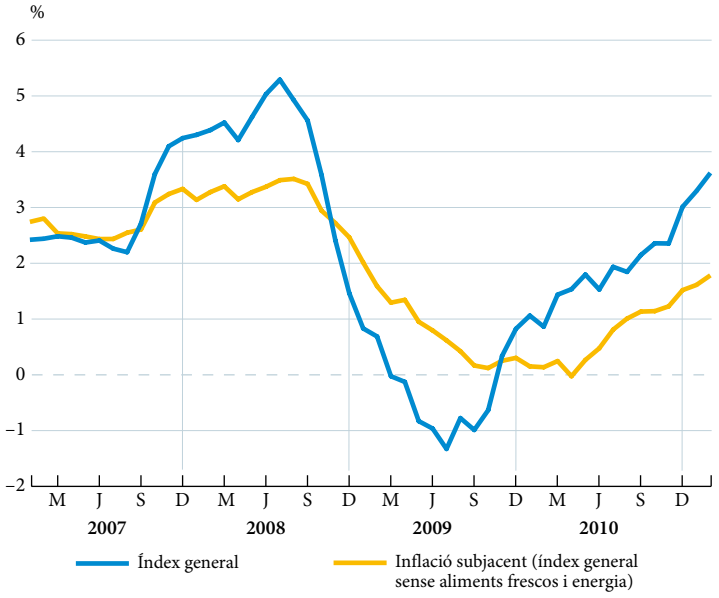
Com les llars tenen una elevada despesa en els productes derivats del petroli, l'evolució de l'IPC depèn estretament del preu de l'or negre. Per tant, els canvis en els preus del cru són fonamentals per determinar els períodes inflacionistes. Precisament, un dels riscos és que la tendència alcista dels preus del petroli, que esperem que sigui transitòria, s'allargui uns mesos i resti, així, algunes dècimes al creixement del PIB.

La previsió d'increment mitjà anual de l'IPC per a l'any 2011 augmenta en quatre dècimes, fins al 2,9%, per la pujada del preu del petroli.

S'espera que aquesta tendència inflacionista sigui transitòria...

CONTINUA LA TENDÈNCIA INFLACIONISTA

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

...perquè els riscos que poden fer que perduri són baixos.

Tot i que la probabilitat que l'escalada dels preus del petroli s'allargui és baixa, es pot donar el cas si el conflicte del nord d'Àfrica no s'estabilitza aviat. No obstant això, si es dóna la situació, els països de l'Organització de Països Exportadors de Petroli podrien incrementar la producció de cru per contenir l'alça dels preus, ja que no els interessa que els seus compradors entrin de nou en recessió.

Pel que fa al comportament dels salaris, també poden influir en l'evolució dels preus si es vinculen a la seva evolució. En aquest context, però, no s'espera que els salaris reforcin les pressions inflacionistes. En primer lloc, recentment ha augmentat la percepció que és important mantenir la competitivitat de les empreses per garantir la recuperació de l'activitat. En segon lloc, l'elevadíssima taxa d'atur relaxa les demandes salarials per part dels empleats. D'aquesta manera, tot i que els convenis signats al gener van incorporar un increment mitjà de les taules salarials del 3% per al 2011, per damunt de

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Febrer

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,8	–0,8	–0,2	–0,8	–0,1	–2,7	1,5
Begudes alcohòliques i tabac	148,5	1,6	0,2	3,0	2,4	12,3	14,5
Vestit i calçat	91,7	–1,5	–1,6	–15,4	–15,6	–1,2	0,3
Habitatge	122,7	0,1	0,3	0,9	3,1	0,8	8,0
Parament	107,5	0,0	0,0	–0,9	–0,9	0,5	0,9
Medicina	96,3	0,1	0,0	0,2	0,0	–1,4	–1,5
Transport	115,5	–0,1	0,8	1,6	2,3	5,8	9,9
Comunicacions	98,5	0,0	0,0	–0,1	–0,1	–0,5	–0,7
Oci i cultura	96,3	–0,3	0,6	–2,2	–1,3	–2,1	–0,2
Ensenyament	117,2	0,0	0,0	0,1	0,1	2,6	2,3
Hotels, cafès i restaurants	114,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,0	1,7
Altres	114,2	0,3	0,6	0,9	1,2	1,8	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	115,6	0,0	0,2	0,0	0,8	0,5	3,4
Aliments sense elaboració	108,6	–1,4	–0,9	–1,2	–0,9	–3,8	2,9
Conjunt no alimentari	109,2	–0,1	0,2	–1,4	–0,8	1,3	3,7
Béns industrials	105,8	–0,3	0,1	–2,9	–2,0	1,4	5,6
Productes energètics	*131,2*	*0,0*	*1,2*	*2,8*	*5,8*	*9,9*	*19,0*
Carburants i combustibles	*127,1*	*0,0*	*1,6*	*3,2*	*4,9*	*11,9*	*20,4*
Béns industrials sense productes energètics	*97,3*	*–0,4*	*–0,4*	*–4,8*	*–4,9*	*–1,5*	*0,8*
Serveis	112,9	0,1	0,3	0,0	0,3	1,1	1,8
Inflació subjacent (**)	107,7	–0,1	0,1	–1,7	–1,4	0,1	1,8
ÍNDEX GENERAL	**110,3**	**–0,2**	**0,1**	**–1,2**	**–0,6**	**0,8**	**3,6**

NOTES: (*) Base 2006 = 100.
(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

les inicials pactades el 2010, que van augmentar, de mitjana, l'1,3% (el 2,1% quan es considera l'efecte de la clàusula de salvaguarda), no s'espera que aquesta tendència continuï.

Un altre efecte indirecte de l'encariment de les primeres matèries és l'increment dels costos de producció, ja que depenen estretament de l'evolució dels preus del petroli. D'aquesta manera, els preus industrials van pujar significativament en el mes de gener, amb un augment d'1,5 punts percentuals fins al 6,8% interanual, la taxa més alta des del setembre del 2008, impulsats, sobretot, pels béns energètics. Així mateix, l'augment del preu del cru repercuteix amb força sobre els preus industrials d'importació, que es van incrementar l'11,9% en els dotze últims mesos fins al gener, una taxa gairebé dos punts superior a la del mes anterior. L'escalada dels costos de producció i dels preus industrials d'importació pot alentir el procés de recuperació, ja que les empreses han de reduir els marges de beneficis o han de traspassar els increments al preu final del producte en detriment del consumidor.

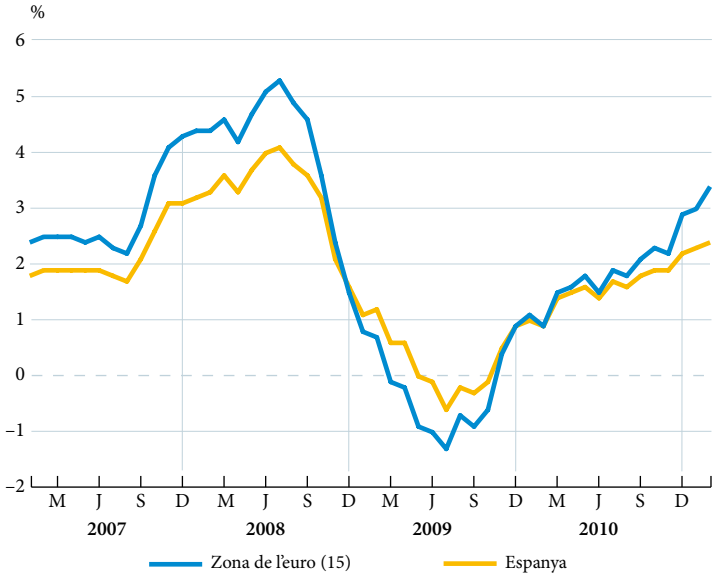
Augmenten substancialment els costos de producció.

Des d'una altra perspectiva, una conseqüència de la inflació elevada a Espanya pot ser la pèrdua de competitivitat si l'augment de preus hi supera l'increment registrat a la resta de països de la zona de l'euro. Segons les dades d'Eurostat, l'índex harmonitzat de la inflació en el mes de febrer de la zona de l'euro es va situar en el 2,4%, mentre que l'índex registrat a Espanya va ser del 3,4%. Així, el repunt de la inflació observat a Espanya en els últims mesos ha estat més intens que el registrat a la zona de l'euro, de manera que el diferencial d'inflació va passar de ser nul al desembre del 2009 a representar un punt percentual al febrer del 2011. Aquesta xifra s'explica, principalment, pel component energètic, tal com va ocórrer l'any 2008, quan la bretxa va arribar als 1,2 punts percentuals al juliol. No obstant això, s'espera que el di-

El diferencial de preus en relació amb la zona de l'euro se situa en un punt percentual pel component energètic.

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ EN RELACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO S'AMPLIA SUBSTANCIALMENT

Variació interanual de l'IPC harmonitzat



FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Eurostat i elaboració pròpia.

INDICADORS D'INFLACIÓ

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis (**)	
2010											
Gener	–5,5	0,9	–0,5	–0,3	–0,9	6,3	3,4	–0,9	0,2	0,2	–
Febrer	1,0	1,1	–0,6	0,0	–0,4	6,8	4,8	–0,5	0,3	1,5	0,6
Març	5,6	2,3	–0,1	0,0	0,4	10,1	7,4	1,2	0,5	4,3	–
Abril	2,8	3,7	0,1	–0,1	2,4	13,1	8,5	2,1	0,7	6,7	–
Maig	13,7	3,8	0,2	–0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,6	9,9	0,5
Juny	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	–
Juliol	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	–
Agost	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,3
Setembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,9	1,8	10,7	–
Octubre	10,2	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	–
Novembre	...	4,4	0,9	0,6	5,1	10,7	9,2	7,7	2,2	11,0	1,4
Desembre	...	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,3	8,1	2,4	11,8	–
2011											
Gener	...	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,9	7,6	2,0	12,4	–

NOTES: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(**) Excepte energia.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

La taxa d'inflació interanual tendirà a cedir al final del 2011, per la desaparició dels efectes de base de les pujades impositives i del preu del cru.

ferencial es torni a reduir quan desapareguin els components volàtils de la inflació, més importants a Espanya.

Així, doncs, les expectatives són que la inflació continuï augmentant lleugerament per l'encariment del preu del petroli durant els pròxims mesos si es mantenen les tensions del Pròxim Orient. No obstant això, amb posterioritat, la taxa d'inflació interanual s'hauria de desaccelerar quan es resolguin els conflictes i desapareguin els efectes de base associats a successos passats, com les pujades impositives. D'aquesta manera, s'hauria d'observar una reversió de l'efecte de la pujada de l'impost sobre el valor afegit en els mesos d'estiu i de l'encariment del petroli i del tabac en el quart trimestre.

Sector exterior

La dependència energètica frena la correcció del dèficit comercial

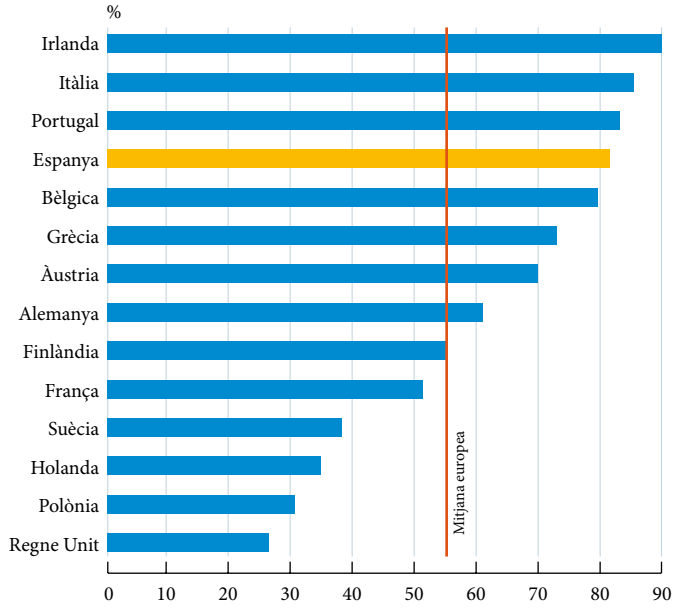
Durant els últims mesos, el petroli s'ha convertit en el principal obstacle per a l'ajustament del saldo comercial. En efecte, l'escalada persistent del preu del cru des del setembre de l'any passat ha deteriorat considerablement el saldo energètic i ha neutralitzat la intensa correcció registrada per la resta de components. L'evolució del preu d'aquesta primera matèria, condicionada per la resolució dels conflictes polítics del nord d'Àfrica, serà un factor clau per a l'ajustament del desequilibri comercial.

Aquest obstacle a la correcció del dèficit comercial és fruit de l'elevada dependència energètica de l'economia espanyola. Com s'observa al gràfic següent, Espanya importava més del 80% de l'energia consumida el 2008, molt per damunt de la mitjana europea. De llavors ençà, aquest reduït nivell d'autoproveïment no s'ha corregit de forma significativa. Així, durant els tres primers trimestres del 2010, l'energia generada al país, principalment nuclear o renovable, va cobrir només el 26,1% del consum energètic total. Això és degut, principalment, a l'important pes del consum de combustibles fòssils, que va representar el 72% del total. Aquest elevat percentatge explica la sensibilitat del dèficit espanyol a les variacions del preu de les primeres matèries. Per tant, la pressió sobre el dèficit comercial molt probablement no es reduirà fins a la normalització de la situació política al nord d'Àfrica.

El preu del petroli marcarà l'evolució del saldo comercial.

ELEVADA DEPENDÈNCIA ENERGÈTICA ESPANYOLA

Percentatge de l'energia consumida que és importada d'altres països, any 2008



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

El saldo comercial amb la zona de l'euro continua millorant.

Pel que fa al saldo no energètic, les expectatives del 2011 són més optimistes. La recuperació de l'economia espanyola, menys intensa que la dels principals socis comercials, mantindrà el creixement de les importacions per sota del de les exportacions. Les dades del gener, amb un creixement interanual de les exportacions del 32,0%, més de sis punts per damunt de les importacions, donen suport a aquesta hipòtesi. Destaca l'evolució del saldo amb la resta de països de la zona de l'euro, principals socis comercials espanyols. Així, la recuperació de les principals economies europees, en especial Alemanya i França, va permetre que les exportacions acumulades durant els dotze últims mesos gairebé igualessin les importacions, situació que encara no s'havia donat des de la creació del mercat únic. En el cas gal, el superàvit comercial acumulat des del febrer del 2010 va arribar als 8.450 milions d'euros, nivell màxim des que es disposa d'informació. Esperem que el paper d'Espanya com a exportadora neta cap a la resta de la zona de l'euro es mantingui durant l'any vinent. No obstant això, hi ha alguns riscos que podrien reduir la tendència de millora del saldo comercial amb la resta de països europeus, com, per exemple, un impacte superior a l'esperat de la inflació o de la pujada dels tipus sobre la demanda europea de productes espanyols.

El menor dèficit de la balança de rendes el 2010 permet la correcció del saldo corrent.

Bones perspectives per al turisme

El desequilibri de la balança de pagaments es va reduir el 18,2% el 2010. Fins i tot el lleuger deteriorament de la balança de béns, principal artífex de l'ajustament del desequilibri corrent en els anys anteriors,

COMERÇ EXTERIOR

Gener 2011

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	4.922	60,0	23,6	943	97,7	5,9	–3.978	19,2
Béns de consum	4.405	4,3	21,1	5.458	16,6	34,2	1.053	123,9
Alimentaris	*1.138*	*18,0*	*5,4*	*2.189*	*20,5*	*13,7*	*1.051*	*192,3*
No alimentaris	*3.267*	*0,2*	*15,6*	*3.270*	*14,1*	*20,5*	*2*	*100,1*
Béns de capital	1.375	11,7	6,6	1.143	51,9	7,2	–232	83,2
Béns intermedis no energètics	10.181	26,2	48,8	8.410	36,1	52,7	–1.770	82,6
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	10.567	15,4	50,6	10.865	25,3	68,1	299	102,8
Zona de l'euro	*8.555*	*15,1*	*41,0*	*8.873*	*24,2*	*55,6*	*318*	*103,7*
Altres països	10.316	38,6	49,4	5.090	48,8	31,9	–5.226	49,3
Rússia	*808*	*57,0*	*3,9*	*153*	*84,1*	*1,0*	*–655*	*19,0*
EUA	*856*	*32,9*	*4,1*	*572*	*62,9*	*3,6*	*–284*	*66,9*
Japó	*278*	*–3,3*	*1,3*	*143*	*42,6*	*0,9*	*–134*	*51,7*
Amèrica Llatina	*1.182*	*55,8*	*5,7*	*746*	*40,3*	*4,7*	*–436*	*63,1*
OPEP	*2.354*	*49,1*	*11,3*	*453*	*26,3*	*2,8*	*–1.901*	*19,2*
Resta	*4.837*	*32,2*	*23,2*	*3.022*	*51,4*	*18,9*	*–1.816*	*62,5*
TOTAL	**20.882**	**25,8**	**100,0**	**15.955**	**32,0**	**100,0**	**–4.927**	**76,4**

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

va ser neutralitzat per la millora de la resta de components en aquest període. Destaca la correcció del dèficit de la balança de rendes per segon any consecutiu, situació que va respondre, principalment, a la reducció dels pagaments per rendiments de la inversió. Una tendència que, malgrat tot, es podria moderar a partir de la segona meitat de l'any.

Atesa aquesta millora menys intensa de la balança de rendes, s'espera que el turisme agafi el relleu i contribueixi positivament a la correcció del desequilibri corrent. Aquesta recuperació va començar a tenir lloc el 2010, en augmentar el nombre de turistes i els ingressos generats pels visitants. D'aquesta manera, es va posar fi a la intensa contracció registrada des del juny del 2008. Es preveu que la recuperació de l'economia mundial, i en particular de l'europea, propiciarà un nou increment de l'entrada de turistes a Espanya el 2011, sens dubte per l'impuls que comportarà el flux de visitants que, ateses les turbulències polítiques al nord d'Àfrica, decideixin passar les vacances en territori espanyol. Segons les nostres estimacions, aquest col·lectiu superarà el milió i situarà la xifra total per damunt dels 56 milions el 2011, xifra que representaria un creixement anual del 6,6%. Conseqüentment, és probable que enguany el sector serveis contribueixi significativament al creixement de l'economia espanyola.

El turisme repuntarà el 2011.

Pel que fa als fluxos financers, la inversió en cartera va ser la principal font d'entrada de capitals per satisfer la necessitat de finançament espanyola. La millora esperada del risc-país permet anticipar noves entrades d'inversió directa i també d'inversió en cartera al llarg d'enguany.

La inversió en cartera va ser la principal font d'entrada de capitals el 2010.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Desembre 2010

	Dotze últims mesos		
		Variació anual	
	Saldo en milions d'euros	Absoluta	%
Balança corrent			
Balança comercial	–46.361	–1.250	2,8
Serveis			
Turisme	*26.933*	*894*	*3,4*
Altres serveis	*530*	*1.240*	–
Total	27.462	2.134	8,4
Rendes	–21.448	9.088	–29,8
Transferències	–7.327	654	–8,2
Total	**–47.674**	**10.625**	**–18,2**
Compte de capital	**6.492**	**2.434**	**60,0**
Balança financera			
Inversions directes	574	1.676	–
Inversions de cartera	28.848	–16.073	–35,8
Altres inversions	603	–2.695	–81,7
Total	**30.024**	**–17.091**	**–36,3**
Errors i omissions	–4.538	–1.529	50,8
Variació d'actius del Banc d'Espanya	15.696	5.232	50,0

NOTA: El saldo resultant de la suma de la balança corrent, del compte de capital i de la balança financera es compensa per la variació d'actius del Banc d'Espanya més els errors i omissions.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Sector públic

Espanya fa els deures

Els líders europeus aproven el Pacte per l'Euro Plus per fomentar la competitivitat i afrontar la crisi del deute.

«Una reforma històrica del governament econòmic.» Amb aquestes paraules va definir Olli Rehn, Comissari Europeu d'Assumptes Econòmics, l'acord entre els líders dels disset països de la zona de l'euro per fomentar la competitivitat i afrontar amb garanties la crisi del deute. L'acord va ser ratificat posteriorment pel Consell Europeu, que el va batejar Pacte per l'Euro Plus. Sens dubte, cal considerar-lo com un pas important cap a una política econòmica comuna al si de la unió monetària. En clau espanyola, aquest acord es pot convertir en el revulsiu que necessita l'economia per culminar les reformes estructurals iniciades que han de millorar-ne la competitivitat. Una expectativa que, pel que sembla, és compartida pels mercats, si tenim en compte la millora de la prima de risc associada al deute del país. L'adopció de les mesures necessàries per complir el Pacte i l'exigent reducció del dèficit fiscal prevista per a enguany seran dos reptes importants per a l'Executiu espanyol el 2011.

Espanya ha implementat diferents reformes que s'alineen amb les directrius del Pacte.

El Pacte engloba mesures destinades a reforçar la disciplina pressupostària i a reduir els desequilibris econòmics. Es tracta, doncs, de compromisos que fomenten la competitivitat i l'ocupació, que contribueixen a la sostenibilitat de les finances públiques i que reforcen l'estabilitat financera. Es pretén que els resultats d'aquestes reformes siguin avaluats anualment i que, en cas d'incompliment, puguin donar lloc a sancions.

Millora la prima de risc espanyola, que es diferencia de la de la resta de països perifèrics.

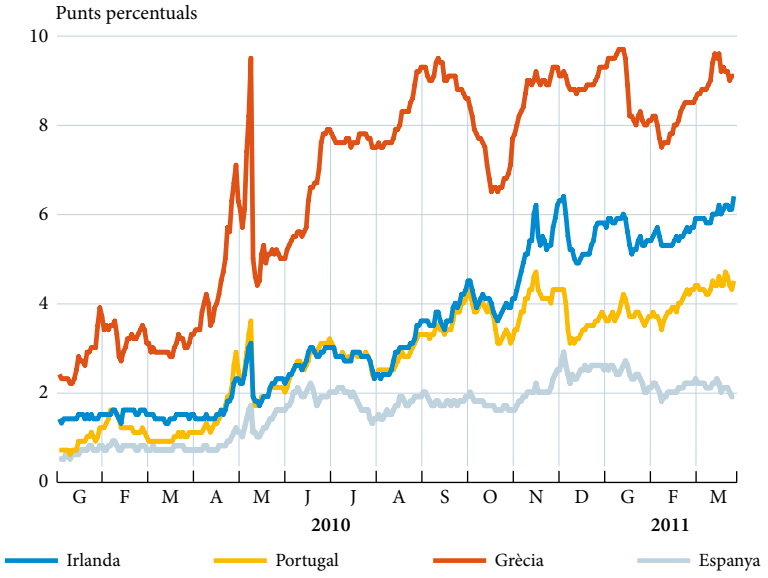
A més d'aquestes decisions, el Consell ha acordat garantir al Fons Europeu d'Estabilitat Financera (FEEF) la seva capacitat efectiva de préstec de 440.000 milions. A més a més, es crearà un fons de rescat permanent a partir del juny del 2013, el Mecanisme Europeu d'Estabilitat, que substituirà l'actual FEEF, dotat amb 500.000 milions.

Pel que fa al cas espanyol, són notoris els esforços que ha realitzat l'Executiu, durant els últims mesos, per adoptar noves mesures, en línia amb les directrius acordades en el Pacte de l'Euro. Entre aquestes directrius, hi ha les realitzades sobre el sistema financer, el sistema de pensions i el mercat de treball. No obstant això, encara són necessàries algunes reformes addicionals, en especial en el cas del mercat laboral. En aquesta direcció apunta la proposta de reforma de la negociació col·lectiva, que pretén, en part, vincular els salaris a la productivitat dels empleats.

La bona acollida d'aquestes mesures es reflecteix en l'evolució del mercat del deute públic. Així, el cost de finançament del deute espanyol a deu anys en relació amb l'alemany (considerat normalment com a referència) s'ha reduït de forma gradual durant el mes de març i s'ha situat per sota dels 200 punts bàsics al final del mes, 15 punts per sota de la mitjana del febrer. Només la rebaixa del *rating* de l'agència de qualificació Moody's va obstaculitzar temporalment aquesta via d'ajustament. En aquest context, el Tresor espanyol va dur a terme noves emissions de deute al mercat, a tipus d'interès més baixos que els pagats al final de l'any passat. Amb aquestes emissions, s'ha aconseguit cobrir gairebé la totalitat dels venciments de l'abril fins al juliol.

LA PRIMA DE RISC ESPANYOLA ES DISTANCIA DE LA DE LA RESTA DE PAÏSOS PERIFÈRICS

Diferencials dels bons de l'Estat a 10 anys en relació amb l'alemany



FONTS: Datastream i elaboració pròpia.

Com ho mostra el gràfic anterior, la major confiança dels mercats en el deute espanyol contrasta amb l'augment dels diferencials de la resta de països perifèrics. En aquest sentit, destaca el cas de Portugal, que, empès per la reduïda competitivitat, per la inestabilitat política i per la dificultat de corregir el dèficit fiscal, es troba a la vora del rescat. Un fet que, si es produeix, no s'espera que afecti significativament el finançament espanyol.

Aquest canvi de tendència en l'evolució de la prima de risc sobirà s'explica, en part, per la millora del dèficit públic espanyol el 2010. La rebaixa de la despesa i, amb més pes, l'augment dels ingressos van permetre rebaixar la necessitat de finançament del sector públic fins al 9,2% del producte interior brut (PIB). Una xifra que, fins i tot, millora en una dècima el nivell previst en el pla d'ajustament fiscal, gràcies a la intensa correcció del dèficit de les administracions centrals.

Les previsions del Govern per al 2011 són encara més ambicioses. Segons el pla d'ajustament, el dèficit fiscal es reduirà fins al 6,0% del PIB enguany. Es preveu que, dels 3,2 punts percentuals de disminució en relació amb el dèficit del 2010, més de dues terceres parts vinguin explicades per la menor despesa del sector públic. Això contrasta amb l'important paper que va jugar l'augment dels ingressos en la correcció del dèficit del 2010. Si es compleixen aquestes dades, l'ajustament fiscal, l'objectiu del qual és assolir un dèficit del 3,0% el 2013, haurà efectuat més de la meitat del recorregut al final d'enguany.

El Govern preveu reduir el dèficit fins al 6,0% del PIB el 2011.

Les dades del mes de gener no aporten prou informació per poder contrastar la bona evolució dels comptes públics. S'observa un deteriorament del dèficit de caixa del gener en relació amb el del mes anterior, de 7.706 i 3.590 milions d'euros, respectivament. No obstant això, aquest increment del dèficit intermensual, que supera el 100%, s'explica per motius de calendari,

Les comunitats autònomes hauran de reduir intensament el dèficit a partir del 2012.

que van demorar el pagament dels venciments del deute del primer mes de l'any passat. De fet, el saldo primari del gener del 2011, és a dir, sense la càrrega dels interessos, va ser el 37,7% inferior al del mateix mes de l'any anterior.

Per tant, l'objectiu del dèficit fiscal del 6,0% el 2011 és possible si l'Executiu manté la rigidesa mostrada durant els últims mesos. Per aconseguir-lo, però, serà necessari controlar la despesa de les comunitats autònomes. Segons les previsions del Govern, el dèficit d'aquestes administracions representarà, el 2011, més de la meitat del total. Aconseguir que tornin a nivells de dèficit més reduïts el 2012 serà, sens dubte, un dels principals reptes per al Govern espanyol.

Estalvi i finançament

La feblesa de la demanda pot frenar la recuperació del crèdit

L'actualitat del sistema financer espanyol del mes de març s'ha centrat en la publicació de les necessitats de recapitalització, estimades pel Banc d'Espanya, segons la qual el sistema financer necessita 15.152 milions d'euros per satisfer els nous requeriments de capital exigits en el Pla de Reforçament del Sector Financer. Aquesta xifra representa l'1,4% del producte interior brut (PIB) espanyol i se situa per sota de les estimacions realitzades pels principals analistes internacionals. Que el capital bàsic exigit a les caixes d'estalvis sigui superior al dels bancs, el 10% i el 8% dels actius ponderats per risc, respectivament, fa que tinguin més necessitat de recapitalització.

De tota manera, la quantitat publicada pel regulador bancari espanyol serà menor, ja que diverses caixes que no compleixen la ràtio de capital mínima exigida pel Banc d'Espanya han anunciat la seva intenció de sortir a borsa. En aquest cas, les exigències de capital seran rebaixades en dos punts percentuals, fins al 8%, el mateix nivell exigit als bancs. En qualsevol cas, la cobertura del capital addicional necessari pel sistema està garantida, a través d'inversors privats o de les aportacions del

El sistema bancari precisa 15.152 milions d'euros per complir els nous requeriments de capital.

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Quart trimestre de 2010

	Saldo (*)	Variació any actual	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives			
Agricultura, ramaderia i pesca	23.127	4	0,0
Indústria	152.374	175	0,1
Construcció	114.517	–15.921	–12,2
Serveis	695.133	9.530	1,4
Total	**985.151**	**–6.212**	**–0,6**
Finançament a persones físiques			
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	662.797	8.231	1,3
Adquisició de béns de consum durador	42.069	–7.204	–14,6
Altres finançaments	107.916	–2.185	–2,0
Total	**812.781**	**–1.158**	**–0,1**
Altres	**46.017**	**14.281**	**45,0**
TOTAL	**1.843.949**	**6.911**	**0,4**
Adquisició d'habitatges i activitats immobiliàries	*948.229*	*490*	*0,1*

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

L'enfortiment del sector financer obrirà els mercats a l'engròs de finançament a la banca.

Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB). Sens dubte, aquest exercici de recapitalització enfortirà la solvència de les entitats de crèdit espanyoles. D'aquesta manera, podran superar amb més facilitat les noves proves de resistència que es realitzaran a la banca durant la primavera. En definitiva, tot això representa un nou avanç en la restauració de la confiança en el sistema financer espanyol.

Quin efecte tindrà la recapitalització bancària sobre l'evolució del crèdit? D'una banda, el Banc Central Europeu (BCE) considera que l'adopció del pla pot dificultar la recuperació del crèdit a les famílies i a les empreses. No obstant això, s'espera que la major solidesa del sistema financer permeti l'obertura dels mercats majoristes de finançament a la banca. Conseqüentment, la dependència de les entitats bancàries espanyoles del finançament del BCE es reduirà i mantindrà la tendència iniciada des de l'agost de l'any passat. Tot això ajudarà a canalitzar el crèdit cap al sector privat.

La recuperació de l'activitat industrial i dels serveis es reflecteix en l'increment del seu finançament.

Hi ha, però, altres factors que podrien frenar la recuperació del crèdit el 2011. Tot i que els dubtes sobre el risc immobiliari del sistema financer s'han moderat, una evolució per sota de l'esperada podria alentir l'obertura dels mercats majoristes. Serà, per tant, important seguir de prop l'evolució de la ràtio de morositat immobiliària durant els pròxims mesos. Com ja prevèiem, aquesta ràtio va tornar a créixer al desembre del 2010, impulsada pels elevats actius dubtosos relacionats amb l'activitat promotora i constructora. El manteniment d'aquesta tendència va empènyer la taxa de morositat del sistema bancari fins al 6,06% al gener d'enguany.

No obstant això, la feblesa de la demanda pot reduir el saldo viu creditici el 2011.

Però els factors que dificultaran el creixement del crèdit es troben, principalment, al costat de la demanda. Destaca la feble recuperació de l'economia espanyola prevista per al 2011. Tot i que tindrà menys pes, la pujada del tipus d'interès per part del BCE també tindrà un lleuger impacte sobre la demanda de crèdit. En aquest últim cas, les nostres previsions anticipen dos augments del tipus d'interès de referència, al maig i a l'octubre, que el situaran en l'1,5%. Ateses aquestes expectatives, el tipus d'interès de les noves concessions creditícies va augmentar en 26 punts bàsics al gener. Per la seva banda, el tipus d'interès del mercat interbancari (euríbor) ha accelerat el creixement des de l'inici de l'any, una tendència que s'espera que s'alenteixi durant els pròxims mesos. D'altra banda, la demanda de crèdit hipotecari per a l'adquisició d'habitatges tampoc serà gaire dinàmica durant enguany. Aquesta situació respon a l'augment de la càrrega hipotecària suportada per les famílies, a causa de la pujada de tipus i, sobretot, del final de les desgravacions fiscals. No obstant això, la caiguda dels preus de l'habitatge mantindrà l'esforç en nivells estables.

Atesa aquesta tessitura, no sorprèn la reducció del finançament al sector privat al gener. Aquesta caiguda, però, no serà generalitzada al llarg de l'any. El desglossament del finançament per sectors mostra que l'activitat industrial i, principalment, la dels serveis van créixer el 2010, una tendència que, possiblement, es mantindrà enguany. D'altra banda, el deute de les administracions públiques va continuar creixent en el primer mes de l'any.

En definitiva, s'espera que un bon resultat del sistema financer espanyol en les proves de resistència esvaeixi els dubtes sobre el sector i obri els mercats a l'engròs de finançament a la banca. No obstant això, la conjuntura econòmica anticipa una demanda creditícia feble, que, possiblement, provocarà la reducció del saldo viu del crèdit el 2011.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Gener 2011

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.205.809	–6.069	0,7	77,2
Empreses no financeres	1.310.386	–2.686	1,3	45,9
Préstecs d'entitats residents (3)	*892.899*	*–4.573*	*–0,8*	*31,2*
Valors diferents d'accions	*63.976*	*–265*	*11,1*	*2,2*
Préstecs de l'exterior	*353.511*	*2.152*	*5,1*	*12,4*
Llars (4)	895.423	–3.383	0,0	31,3
Préstecs per a l'habitatge (3)	*676.164*	*–3.703*	*0,2*	*23,7*
Altres (3)	*215.654*	*306*	*–0,7*	*7,5*
Préstecs de l'exterior	*3.605*	*14*	*4,4*	*0,1*
Administracions públiques (5)	651.771	13.004	13,7	22,8
TOTAL	**2.857.580**	**6.935**	**4,1**	**100,0**

NOTES: (1) Residents a Espanya.
(2) Taxes de variació interanual calculades com a flux efectiu/saldo al començament del període.
(3) Inclouen els préstecs titulitzats fora del balanç bancari.
(4) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
(5) Total de passius (consolidats). Es dedueixen els passius entre administracions públiques.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Es mantindrà la caiguda dels tipus d'interès del passiu bancari?

El saldo dels passius bancaris enfront de les famílies i de les empreses es va contreure l'1,9% intermensual al gener. Aquesta contracció va tenir lloc en un context de reducció dels tipus d'interès, que van caure per segon mes consecutiu. S'espera que el comportament de la rendibilitat dels dipòsits afecti la variació del saldo futur del passiu bancari. No obstant això, hi ha diferents factors que pressionaran el tipus d'interès en sentits oposats durant els pròxims mesos.

D'una banda, l'obertura gradual dels mercats de finançament a la banca espanyola hauria de reduir les necessitats de captació de dipòsits de la clientela. Això disminuirà la competència entre les entitats i, per tant, els tipus d'interès de les noves operacions de dipòsit. Aquest és, probablement, el principal motiu de la caiguda de la rendibilitat dels dipòsits bancaris al gener.

No obstant això, aquest efecte es podria veure afeblit per l'actuació de la màxima autoritat monetària europea durant els propers mesos. Així, la possibilitat que s'endureixin les condicions d'accés a les subhastes de liquiditat del BCE i les probables pujades del tipus d'interès de referència pressionaran a l'alça la rendibilitat dels dipòsits. S'espera que aquest segon efecte adquireixi més importància durant els pròxims mesos, situació que comportarà un nou període de creixement dels tipus del passiu durant la segona meitat de l'any.

Malgrat tot, és possible que l'evolució dels dipòsits bancaris es vegi influïda pel repunt dels fons d'inversió. En efecte, les dades del febrer mostren que les subscripcions netes als fons d'inversió van augmentar. Aquest va ser el primer increment des del novembre del 2009. La reducció gradual de l'aversió al risc als mercats esperada per a enguany podria mantenir aquesta tendència durant el 2011.

Reducció dels dipòsits i de la rendibilitat del passiu al gener.

S'espera que, a mitjà termini, el tipus d'interès torni a augmentar.

PASSIUS DE LES ENTITATS DE CRÈDIT ENFRONT D'EMPRESES I FAMÍLIES

Gener 2011

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	254.928	–6.838	–2,6	–5.956	–2,3	18,1
D'estalvi	208.654	–2.633	–1,2	3.162	1,5	14,8
A termini	739.348	–4.219	–0,6	27.661	3,9	52,4
En moneda estrangera	18.095	–1.287	–6,6	–5.953	–24,8	1,3
Total dipòsits	**1.221.025**	**–14.978**	**–1,2**	**18.914**	**1,6**	**86,5**
Resta del passiu (*)	**190.658**	**–12.353**	**–6,1**	**–9.881**	**–4,9**	**13,5**
TOTAL	**1.411.684**	**–27.331**	**–1,9**	**9.033**	**0,6**	**100,0**

NOTA: (*) Balanç agregat segons els estats de supervisió. Inclou transferències d'actius, passius financers híbrids, cessió temporal d'actius i dipòsits subordinats.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Estressant la banca en temps d'estrès

Les mancances del sistema de supervisió del sector financer van sortir a la llum durant la Gran Recessió dels anys 2008-2009. Després d'aquest episodi, ja ningú no dubta que és necessària una profunda revisió dels mecanismes de supervisió, i això ha permès que, en molt poc temps, s'hagin adoptat nombroses mesures per controlar amb més precisió el risc assumit per les diferents institucions. Els anomenats tests d'estrès s'han convertit en una de les iniciatives estrella.

Els Estats Units van ser el país pioner a l'hora de dur-los a terme i, en part gràcies a això, van aconseguir revifar la confiança dels inversors en el seu sistema financer. Els països de la Unió Europea (UE) van seguir el mateix camí l'any passat, però, en aquest cas, la reacció va acabar essent l'oposada. Tot i que, a curt termini, els mercats van llegir positivament els resultats, la incapacitat de predir el col·lapse del sistema financer irlandès va reduir-ne seriosament la credibilitat. L'efectivitat dels tests d'estrès, per tant, no està garantida. En aquest requadre, en repassem els aspectes clau.

Com és ben sabut, l'objectiu dels exercicis d'estrès és analitzar la capacitat de resistència de les diferents institucions davant de condicions molt adverses. Per exemple, en els exercicis d'estrès als quals s'està sotmetent la banca europea durant aquests mesos, s'ha suposat una reculada del PIB per a la zona de l'euro que, segons les estimacions del BCE, té una probabilitat d'ocurrència inferior a l'1%, un descens del preu de l'habitatge més intens que el previst i el manteniment de la taxa d'atur en nivells anormalment elevats (vegeu la taula següent). L'escenari d'estrès també contempla un repunt de les primes de risc i, per tant, dels tipus d'interès.

Per al cas espanyol, per exemple, l'escenari d'estrès representa una reculada del PIB de l'1,0% el 2011, una caiguda del preu de l'habitatge del 12,3% i una taxa d'atur del 21,3%. Aquestes són les variables clau a partir de les quals cada institució ha d'estimar la seva capacitat de resistència en col·laboració amb el supervisor nacional i sota la coordinació de l'European Banking Authority (EBA). La clau, naturalment, consisteix a determinar amb una certa precisió l'augment de la morositat i la caiguda del marge d'intermediació que aquests escenaris comportarien.

ESCENARI MACROECONÒMIC ASSUMIT EN ELS TESTS D'ESTRÈS

	Creixement del PIB (%)		Taxa d'atur (%)		Variació del preu de l'habitatge (%)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Alemanya	–0,9	0,6	6,8	6,9	4,3	0,5
Espanya	–1,0	–1,1	21,3	22,4	–12,3	–11,0
França	0,4	0,2	9,6	9,8	–3,4	–12,4
Grècia	–4,0	–1,2	15,2	16,3	–9,2	–8,5
Irlanda	–1,6	0,3	14,9	15,8	–17,4	–18,8
Itàlia	–0,1	–1,0	8,6	9,2	–1,2	–3,5
Portugal	–3,0	–2,6	11,6	12,9	–2,9	–8,4

FONT: European Banking Authority.

D'aquesta manera, es pretén identificar si alguna institució presenta un desequilibri important. Fonamentalment, si el nivell de capital del qual disposa seria suficient o no per sobreviure. En aquest sentit, és primordial que cada país hagi dissenyat un sistema de recapitalització de les entitats mitjançant la injecció de capital públic o privat. Això fa que els incentius a l'hora de dur a terme els tests d'estrès siguin els adequats i no hi hagi por que alguna entitat no els superi. Mentre que, als Estats Units, sí es van dissenyar aquests sistemes abans de dur a terme els tests d'estrès, a la UE, l'any passat, no tots els països ho van fer. Enguany, en canvi, l'EBA vol que tots els països els tinguin a punt abans de començar.

L'èxit dels tests d'estrès depèn també d'altres factors. Un grup d'economistes de la Universitat de Nova York, liderats pel premi Nobel d'economia Robert Engle, destaca els següents dos aspectes.[1] En primer lloc, motivar els xocs als quals són sotmesos els bancs de forma molt rigorosa. No tindria gaire sentit contemplar un escenari amb una probabilitat ínfima d'ocurrència. Els escenaris han de ser improbables però plausibles. En aquest sentit, l'aposta feta per l'EBA, justificar la caiguda del PIB de la zona de l'euro utilitzant la distribució de probabilitats de les previsions del BCE, és un pas en la direcció adequada. El que no queda tan clar, però, és com han derivat els escenaris per a cada país. En segon lloc, assenyalen la necessitat que l'estimació de l'impacte dels escenaris sigui el més transparent possible. Però això és difícil de dur a terme, ja que, al capdavall, consisteix en l'avaluació que els supervisors i les entitats fan en cada cas sobre la base dels models interns. Finalment, també apunten que la realització dels tests d'estrès un cop a l'any pot ser insuficient, ja que si, al cap de 2 o 3 trimestres d'haver-se realitzat, augmenta la inestabilitat per un motiu no previst, poden ser poc informatius.

Per solucionar aquests aspectes, Engle i els seus col·laboradors aposten per complementar els tests d'estrès que s'han dut a terme als Estats Units amb uns tests d'estrès que només es nodreixen de dades públiques: les cotitzacions borsàries. De fet, es pot descarregar de la seva pàgina web una actualització setmanal de la capacitat de resistència de cada institució.[2] Ara com ara, estan disponibles els resultats per a les principals institucions dels Estats Units, però han anunciat que, pròximament, oferiran també els resultats per a Europa i Àsia.

(1) V. Acharya, T. Cooley, R. Engle i M. Richardson, «Overseeing Systemic Risk», Voxeu.org (2011).
(2) http://vlab.stern.nyu.edu/

Concretament, per aproximar les potencials necessitats de capital de cada entitat davant d'un xoc sistèmic, estimen quant cauria la seva cotització si el conjunt de l'índex reculés el 40% durant sis mesos. Per fer-ho, utilitzen sofisticats models economètrics que els permeten tenir en compte la correlació de la cotització de cada institució amb la del conjunt del mercat, així com la volatilitat i el seu comportament quan es donen correccions brusques. Aquesta informació la combinen amb el nivell de palanquejament de cada entitat i estimen com canviaria en l'escenari d'estrès. Això els permet inferir les potencials necessitats de capital que cada institució tindria per poder mantenir la ràtio de capital en el 8%.

A diferència dels tests d'estrès que s'han dut a terme als Estats Units i a la UE, aquesta mesura pot ser validada utilitzant dades històriques. Els autors han comprovat que, al juliol del 2007, el model hauria identificat Citigroup, Merrill Lynch, Freddie Mac i Lehman Brothers com les entitats amb unes potencials necessitats de capital més importants. A més a més, també mostren que els resultats del seu model són molt semblants als dels tests d'estrès duts a terme als Estats Units al maig del 2009, resultat que consideren que és un èxit, ja que el mètode utilitzat és senzill i transparent i permet actualitzacions periòdiques.

Però el mètode presentat per Engle i els seus col·laboradors tampoc no està lliure de controvèrsia. Els moviments dels mercats borsaris no sempre responen a qüestions estructurals, i això podria danyar la capacitat predictiva del model. Com ho indiquen els mateixos autors, s'ha d'entendre que la seva proposta complementa els tests d'estrès realitzats pels supervisors. Aquest és l'esperit que ha de perdurar en els pròxims anys. El procés de transformació del model de supervisió només es troba en la fase inicial, i, atès que no hi ha una solució única i definitiva per millorar-lo, hem d'estar atents per poder incorporar les noves aportacions que, molt probablement, es faran des del món acadèmic, regulador i de la indústria.

Aquest requadre ha estat elaborat per Oriol Aspachs Bracons
Departament d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet: www.laCaixa.es/estudis
Correu electrònic: publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL
Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010
Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic

3. L'economia d'Andalusia: diagnòstic estratègic

4. L'economia de la Regió de Múrcia: diagnòstic estratègic

5. L'economia del País Basc: diagnòstic estratègic

6. L'economia de la Comunitat de Madrid: diagnòstic estratègic

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons

13. Ajuts públics en el sector bancari: rescat d'uns en perjudici d'altres? Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

14. El caràcter procíclic del sistema financer Jordi Gual

15. Factors determinants del rendiment educatiu: el cas de Catalunya Maria Gutiérrez-Domènech

16. El retorn del *decoupling*? Mite i realitat en el desacoblament de les economies emergents Àlex Ruiz

17. El creixement de la Xina: de quines fonts beu el gegant asiàtic? Claudia Canals

18. Cap a una nova arquitectura financera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

19. Globalització i *decoupling*. Cap a un món emergent desacoblat de les economies avançades? Àlex Ruiz

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia Adserà

02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

■ ESTUDIS ECONÒMICS

35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez

36. El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

37. Europa, com Amèrica: Els reptes de construir una federació continental Josep M. Colomer

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
  London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
  Adjunt a la Direcció
- Matthias Bulach
  Director d'Anàlisi Econòmica
- Enric Fernández
  Director d'Economia Internacional
- Oriol Aspachs
  Director d'Economia Europea
- Avelino Hernández
  Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL
Abril 2011

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Estudis i Anàlisi Econòmica

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic:
Per a consultes relatives a l'Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Per a subscripcions (altes, baixes...):
publicacionsestudis@lacaixa.es

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS
a 31 de desembre de 2010

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	247.897
Crèdits sobre clients	189.546
Resultat atribuït al Grup	1.307

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	28.651
Oficines	5.409
Terminals d'autoservei	8.181
Targetes (milions)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2011	Milions €
Socials	335
Ciència i medi ambient	68
Culturals	64
Educatives i investigació	33
TOTAL PRESSUPOST	**500**

Informe Mensual
edició iPad

L'economia des del teu sofà

L'Informe Mensual edició iPad s'ha generat en un format que es pot llegir des de l'iPad d'Apple i des de la majoria de lectors de llibres electrònics (e-Book readers). S'inclou el format específic dels lectors Kindle d'Amazon.

Més informació a www.laCaixa.es/estudis

L'Informe Mensual té només propòsits informatius, motiu pel qual "la Caixa" no es fa responsable de l'ús que se'n pugui fer. L'Informe Mensual es basa en informació de fonts considerades fiables, però "la Caixa" no en garanteix l'exactitud ni es responsabilitza dels errors o de les omissions que contingui. Les opinions i les previsions són pròpies de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica i estan subjectes a canvis sense notificació prèvia.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2011
Es permet la reproducció parcial de l'Informe Mensual sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

Disseny, maquetació i impressió: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona

D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

"la Caixa"

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXT
Paper procedent de fonts responsables
FSC® C015618