NÚMERO 360 • SETEMBRE 2012

Informe Mensual

LA UNIÓ BANCÀRIA A LA ZONA DE L'EURO

La integració financera europea: abans, durant i després de la crisi Pàg. 20
Ha arribat el moment de reorientar aquest element crucial del projecte de la Unió Europea

El marc de resolució de crisis: un primer pas cap a la unió bancària Pàg. 29
Els bancs han de deixar de ser europeus en la prosperitat i nacionals en l'adversitat

Primers passos cap a la unificació europea dels fons de garantia de dipòsits Pàg. 44
La centralització europea de fons permetria trencar amb la relació perversa entre risc bancari i risc sobirà

Cap a un règim de supervisió bancària supranacional Pàg. 69
La creació d'un supervisor europeu és clau per resoldre la crisi del deute sobirà

ESTUDIS I ANÀLISI ECONÒMICA

"la Caixa"

Previsions

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

	2010	2011	2012	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions					Previsions	
Producte interior brut									
Estats Units	2,4	1,8	2,3	1,6	2,0	2,4	2,3	2,5	1,9
Japó	4,6	–0,7	2,5	–0,7	–0,6	2,8	3,6	1,8	1,8
Regne Unit	2,1	0,7	0,2	0,5	0,6	–0,2	–0,8	1,0	0,7
Zona de l'euro	1,9	1,5	–0,5	1,3	0,7	0,0	–0,5	–0,9	–0,7
Alemanya	*3,6*	*3,1*	*0,8*	*2,7*	*1,9*	*1,2*	*1,0*	*0,4*	*0,6*
França	*1,6*	*1,7*	*0,1*	*1,5*	*1,2*	*0,3*	*0,3*	*–0,1*	*–0,1*
Preus de consum									
Estats Units	1,6	3,1	2,1	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	2,1
Japó	–0,7	–0,3	0,2	0,2	–0,3	0,3	0,2	0,1	0,3
Regne Unit	3,3	4,5	2,6	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	1,8
Zona de l'euro	1,6	2,7	2,3	2,7	2,9	2,7	2,5	2,0	1,8
Alemanya	*1,1*	*2,3*	*1,8*	*2,4*	*2,4*	*2,1*	*2,0*	*1,8*	*1,6*
França	*1,5*	*2,1*	*2,1*	*2,1*	*2,4*	*2,3*	*2,0*	*2,0*	*2,0*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	0,6	–0,8	–1,9	–0,2	–2,4	–1,5	–2,2	–2,1	–1,6
Consum de les AP	1,5	–0,5	–4,4	–2,7	–1,1	–3,6	–3,0	–4,2	–7,0
Formació bruta de capital fix	–6,2	–5,3	–9,8	–4,2	–6,0	–7,7	–9,4	–11,5	–10,6
Maquinària i béns d'equipament	*3,1*	*2,5*	*–8,7*	*3,4*	*–1,6*	*–6,0*	*–7,0*	*–11,4*	*–10,3*
Construcció	*–9,8*	*–9,0*	*–11,4*	*–8,0*	*–8,6*	*–9,5*	*–11,8*	*–12,5*	*–11,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	–0,6	–1,9	–4,0	–1,8	–3,1	–3,3	–3,9	–4,5	–4,5
Exportació de béns i serveis	11,2	7,7	2,0	7,6	5,8	2,8	3,3	0,7	1,1
Importació de béns i serveis	9,3	–0,8	–6,1	–1,2	–4,9	–5,9	–5,4	–7,4	–5,7
Producte interior brut	**–0,3**	**0,4**	**–1,5**	**0,6**	**0,0**	**–0,6**	**–1,3**	**–1,8**	**–2,3**
Altres variables									
Ocupació	–2,6	–1,7	–4,1	–1,6	–2,9	–3,6	–4,6	–4,5	–3,9
Taxa d'atur (% població activa)	20,1	21,6	24,8	21,5	22,9	24,4	24,6	24,8	25,4
Índex de preus de consum	1,8	3,2	2,2	3,1	2,8	2,0	2,0	2,5	2,7
Costos laborals unitaris	–2,0	–1,4	–2,4	–1,6	–1,5	–1,5	–2,1	–3,0	–2,8
Saldo operacions corrents (% PIB)	–4,5	–3,9	–2,6	–2,9	–2,8	–5,5	–2,1	–1,5	–1,3
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–4,0	–3,4	–2,1	–2,4	–2,3	–5,3	–1,6	–0,9	–0,7
Saldo públic (% PIB)	–9,3	–8,9	–6,3	–6,2	–12,7	–5,5			
MERCATS FINANCERS			Previsions					Previsions	
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Repo BCE	1,00	1,26	0,88	1,50	1,31	1,00	1,00	0,75	0,75
Bons EUA 10 anys	3,20	2,77	1,75	2,42	2,03	2,02	1,81	1,58	1,60
Bons alemanys 10 anys	2,77	2,65	1,54	2,30	1,98	1,88	1,50	1,35	1,44
Tipus de canvi									
$/Euro	1,33	1,39	1,25	1,41	1,35	1,31	1,28	1,22	1,18

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
13 Xina
14 Brasil
15 Mèxic
16 Primeres matèries

18 Unió Europea
18 Activitat econòmica
20 La integració financera europea: abans, durant i després de la crisi
23 Mercat de treball
25 Preus
26 Sector exterior
27 Sector públic
29 El marc de resolució de crisis: un primer pas cap a la unió bancària
32 Estalvi i finançament
33 Europa emergent

36 Mercats financers
36 Mercats monetaris i de capital
44 Primers passos cap a la unificació europea dels fons de garantia de dipòsits

47 Conjuntura espanyola
47 Activitat econòmica
52 Mercat de treball
56 Preus
60 Sector exterior
64 Sector públic
66 Estalvi i finançament
69 Cap a un règim de supervisió bancària supranacional

La unió bancària a la zona de l'euro

Al final de juny, els líders europeus es van comprometre a crear una unió bancària i a facilitar fons de rescat per, en cas de necessitat, recapitalitzar directament els bancs. La Comissió Europea presentarà, en breu, la seva proposta d'un mecanisme europeu de supervisió, en el marc del desenvolupament d'un full de ruta per enfortir la unió monetària, que haurà de ser estudiat pel Consell de Ministres amb caràcter d'urgència abans que acabi el 2012. Aquest marc financer integrat pretén reparar una de les majors deficiències estructurals en l'entramat institucional per a l'estabilitat financera europea. Respondran les actuacions comunitàries a les expectatives generades?

El Banc Central Europeu defineix la integració financera com una situació en què no existeixen friccions que discriminin, en particular sobre la base de la localització, entre agents econòmics en l'accés al capital i en les possibilitats d'inversió. Sota aquesta concepció, els efectes de la integració financera adquireixen un caire peculiar en el cas de la zona de l'euro, tenint en compte que es tracta d'un mercat financer en què predomina la intermediació bancària de base nacional. Durant les dues dècades prèvies a l'esclat de la crisi, l'enfocament adoptat va fer prevaler l'eficiència sobre l'estabilitat, confiant en un funcionament correcte dels mecanismes de mercat. Els dos principals elements del marc institucional van ser la llibertat de circulació i d'establiment i la creació de l'euro (eliminació del risc canviari i simplificació de l'operativa), partint sempre de la concepció que el control i la supervisió bancària i l'assegurament dels dipòsits es basaven al país d'origen de l'entitat bancària.

La integració bancària europea va anar guanyant lentament terreny, en termes de fluxos financers entre països i, fins i tot, en fusions i en adquisicions supranacionals. Va destacar la ràpida integració dels mercats d'accions i de bons, però també va ser notable en àrees bancàries, en particular als mercats de finançament majorista (interbancari, titulitzacions, etc.) i, amb menys empenta, als mercats minoristes de préstecs i de dipòsits. En un clima de complaença, propiciat per aquesta estratègia, va irrompre la greu i persistent crisi actual, que es va iniciar el 2008 als Estats Units i que ha empitjorat, des del 2009, amb els problemes de Grècia i, amb posterioritat, d'altres països de la perifèria. La dinàmica de la integració financera es va truncar en sec i, posteriorment, ha revertit. De sobte, van aflorar les insuficiències i les disfuncions de l'entramat institucional existent. Amb freqüència, les respostes que les autoritats van anar donant sobre la marxa només van accentuar la fragmentació. L'epicentre dels problemes s'ha localitzat al nucli del sistema financer europeu: els bancs. El fet que el marc de supervisió, de recuperació i de resolució sobre el qual opera la banca sigui d'abast nacional, en lloc de comunitari, ha estat determinant en el replegament de les entitats a l'interior de les seves fronteres.

La crisi actual ha fet inviable aquest esquema. El control i la supervisió dels bancs per part del país d'origen no serveixen quan una entitat gran entra en problemes, pels seus efectes sobre altres sistemes bancaris; molts països no tenen recursos per afrontar el rescat dels seus bancs principals, i el vincle pervers que es genera entre risc bancari i risc sobirà complica definitivament la resolució de la crisi. El suport financer a Espanya en la recapitalització de la banca reflecteix alguns d'aquests problemes, i la seva implementació està estretament vinculada a les disposicions sobre unió bancària que s'estan forjant. Les propostes de la Presidència comunitària, de la Comissió, de l'Eurogrup i del Banc Central Europeu hauran de marcar la direcció que contribueixi a restablir l'estabilitat financera i a alleujar la pressió sobre la unió monetària europea.

RESUM EXECUTIU

Mesos decisius en la crisi de la zona de l'euro

La crisi del deute sobirà de la zona de l'euro continua polaritzant l'atenció.

Els mesos d'estiu han transcorregut enmig d'una tensa espera vinculada als episodis decisius que s'apropen en la crisi de la zona de l'euro. Grècia i Espanya són els principals focus de preocupació. El país hel·lè ha sol·licitat més temps per aplicar els ajustos i les reformes compromesos, però els socis europeus no es pronunciaran abans del final de setembre. Espanya està pendent d'implementar els termes i les condicions de l'ajuda destinada a la banca ja acordada, amb un calendari que s'intensifica, també, a partir del setembre. A més a més, s'han fet patents les dificultats de l'economia espanyola a l'hora de reduir el dèficit públic, les quals han obligat a l'adopció de noves mesures d'ajust.

Desacceleració de l'activitat global i senyals de possibles actuacions de política monetària.

En el pla macroeconòmic, la desacceleració del ritme d'activitat global i el deteriorament de les expectatives de creixement per als dos pròxims anys han tingut com a contrapunt els anuncis que els bancs centrals podrien fer ús de noves mesures expansives per sostenir, i si és possible impulsar, l'afeblit pols econòmic i financer general. Tant la Reserva Federal dels Estats Units com el Banc d'Anglaterra han apuntat la possibilitat d'engegar noves rondes d'expansió monetària, mentre que el Banc Central Europeu (BCE) ha deixat clar que prendrà part activa en la resolució de la crisi del deute. Aquests anuncis han servit per restaurar, en part, la confiança dels mercats financers, que, durant aquests mesos, han corregit reculades anteriors, dins una tònica de volatilitat. Primeres matèries com el petroli o com els metalls preciosos també han rebut aquesta influència, mentre que d'altres, com els metalls bàsics, més vinculats al cicle real, reflecteixen la desacceleració de les grans economies asiàtiques.

Sembla que l'activitat es revifa als Estats Units, mentre que el Japó registra un dèficit comercial inèdit.

Així i tot, els indicadors més recents apunten a un repunt moderat de l'activitat dels Estats Units i d'algunes economies emergents. L'economia nord-americana registra un tercer trimestre més fort que el segon, la qual cosa hauria de propiciar que el creixement del producte interior brut (PIB) per al conjunt del 2012 superi el 2%. Després d'un fort inici d'any, en què la marxa econòmica va ser esperonada per una climatologia anormalment benigna, l'activitat va caure en uns mesos de letargia. La desacceleració del segon trimestre va ser, però, una mica inferior a les previsions, i els últims indicadors d'ingressos, de consum i de sector exterior apunten a una lleugera reactivació de l'activitat en la segona meitat de l'any. Els riscos de l'escenari actual de l'economia nord-americana són els possibles efectes d'un agreujament de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro i la falta d'un acord pressupostari l'1 de gener del 2013, que, un cop expirades les retallades fiscals de l'era Bush, produiria una contracció fiscal automàtica. S'estima que aquest fenomen podria afectar el PIB nord-americà, a través del descens de la despesa i de l'augment de la càrrega impositiva.

A la zona asiàtica, crida l'atenció l'estancament exportador del Japó, que ha registrat un dèficit comercial inèdit en la seva història recent, ja que ha arribat als 4,8 bilions de iens en l'acumulat dels 12 mesos fins al juny (l'1,0% del PIB). El PIB del segon trimestre es va alentir sensiblement, amb un avanç del 0,3% intertrimestral, tot i que, comparat amb el mateix període del 2011, l'avanç va ser del 3,6%, per l'efecte de base derivat del *tsunami* del març. El consum

privat, que, de forma atípica per al Japó, havia estat el motor del creixement del primer trimestre, va quedar gairebé estancat, i la inversió en equipament va canviar les reculades del passat per un avanç de l'1,5% intertrimestral.

També es modera l'avanç de la Xina, on el ritme d'expansió del PIB va ser el més fluix en tres anys, el 7,6% interanual en el segon trimestre del 2012, per sota del 8,1% del primer trimestre i de les previsions del consens. Malgrat la feblesa d'una bona part dels indicadors d'activitat del mes de juliol, comença a haver-hi signes d'una certa estabilitat de la demanda interna, i esperem que la continuïtat de les mesures monetàries expansives i de les noves iniciatives fiscals donin suport al creixement durant la segona meitat d'enguany.

En canvi, la zona de l'euro encara una nova recessió. El PIB es va contreure el 0,2% en el segon trimestre, després d'un creixement nul en el període anterior. Amb aquesta dada, el creixement interanual entra en territori negatiu i se situa en el –0,4%. Les causes d'una activitat econòmica tan anèmica es troben en la crisi del deute sobirà dels països perifèrics i en la incertesa que envolta la resolució d'aquesta crisi, factors que llasten la confiança.

La caiguda del PIB és més intensa als països de la perifèria, a causa dels esforços de consolidació fiscal, en un entorn de desconfiança creixent dels consumidors i dels empresaris en el futur immediat de l'economia. Pel que fa als països nuclears, destaca Alemanya, amb un creixement del 0,3% intertrimestral, que situa el creixement interanual del PIB germànic en l'1,0%, que, de tota manera, no evita un pessimisme creixent sobre les perspectives immediates. Per la seva banda, França encadena tres trimestres consecutius de creixement pràcticament nul. Fora de la zona de l'euro, el Regne Unit va sorprendre amb una reculada del PIB més intensa del que s'esperava, del –0,5% intertrimestral, en el tercer trimestre amb creixement negatiu. Els riscos per a les perspectives econòmiques europees continuen apuntant a la baixa. Així, els indicadors avançats assenyalen un nou afebliment del creixement econòmic a la zona de l'euro durant el tercer trimestre.

L'economia xinesa alenteix el creixement, i la zona de l'euro s'endinsa en la recessió.

Així i tot, l'actualitat comunitària continua polaritzada per la crisi del deute, que, al setembre, estarà marcada per una atapeïda agenda de reunions i d'esdeveniments: Consell de Govern del BCE en la primera setmana del mes, presentació de la proposta d'unió bancària per part de la Comissió Europea (CE) el dia 11, decisió del Tribunal Constitucional alemany sobre els recursos d'oposició al pacte fiscal i al fons de rescat el dia 12, eleccions als Països Baixos en aquest mateix dia i reunions de l'ECOFIN i de l'Eurogrup cap a la meitat del mes. A més a més, com s'ha esmentat més amunt, l'atenció estarà pendent de l'informe que la «troica» (CE, BCE i Fons Monetari Internacional) presenti sobre Grècia i d'una eventual petició de rescat per part d'Espanya.

La reculada és més intensa als països de la perifèria europea, condicionats per la necessitat d'un ajust fiscal.

L'evolució dels mercats de deute durant els mesos de juliol i d'agost ha estat marcada per la marxa dels esdeveniments a la perifèria de la zona de l'euro i pels dubtes sobre el creixement global. En el marc europeu, els inversors han seguit molt de prop l'economia espanyola. El suport polític rebut en la reunió dels líders europeus del final de juny i la ratificació del Memoràndum d'Acord per a l'ajuda financera a la banca espanyola, units al nou pla de reformes fiscals impulsat pel Govern, no van servir per suavitzar les tensions sobre el deute sobirà espanyol. El nerviosisme que genera la situació a Espanya és alimentat per la poca confiança que, amb les mesures conegudes i amb el marc institucional imperant, el país sigui capaç de sortir del cercle viciós de deute, ajustos i recessió. Aquest sentiment va assolir el punt culminant quan, al juliol, diverses comunitats autònomes van mostrar la seva intenció

Els mercats financers segueixen amb inquietud l'evolució de la crisi de la zona de l'euro.

Mentre s'espera una possible actuació del BCE, la prima de risc es conté.

d'apel·lar a l'assistència financera del Govern central, circumstància que va propiciar un ascens sobtat de les rendibilitats dels bons espanyols. Concretament, la del bo a 10 anys va assolir el nivell més alt des de l'entrada en vigor de l'euro, el 7,62%. En les setmanes posteriors, i malgrat la persistència dels dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic i l'accés al finançament als mercats de capitals estrangers, les rendibilitats han baixat. Aquest descens de la prima de risc sembla vinculat a la possibilitat que el Govern sol·liciti un segon rescat de més envergadura, dirigit, directament, a contenir el cost del deute públic i recolzat per l'actuació del BCE.

El pla de correcció del dèficit públic espanyol exigit per Brussel·les se suavitza.

De fet, l'esforç del sector públic espanyol, durant el primer semestre de l'any, no ha estat suficient per corregir el desequilibri pressupostari. El context econòmic advers i l'elevat cost de finançament han dificultat la consolidació dels comptes públics. Conseqüentment, els ministres d'Economia i Finances dels 27 van acordar, el passat 10 de juliol, suavitzar l'exigència de correcció del dèficit espanyol fixada al Programa d'Estabilitat. Concretament, van augmentar un punt percentual l'objectiu de dèficit per al 2012 fins al 6,3% del PIB i van ampliar fins al 2014 el termini per reduir el dèficit per sota del 3% del PIB. Com a contrapartida, l'executiu ha aprovat un ampli paquet d'ajust per assegurar el compliment del nou compromís fiscal.

Entre les principals mesures d'aquest paquet, destaca la pujada impositiva. Augmenta l'impost sobre el valor afegit, a partir de l'1 de setembre; s'incrementen els impostos especials, principalment sobre els hidrocarburs; es modifica l'impost de societats, i s'elimina la desgravació fiscal per la compra d'habitatge a partir del 2013. Pel que fa a la despesa pública, s'elimina la paga extraordinària del desembre i es redueixen les ajudes a la dependència, les polítiques d'ocupació i la prestació per atur. A més a més, la racionalització de la despesa en les diferents administracions públiques també jugarà un paper important. Segons el pla pressupostari presentat a la Comissió Europea el passat 3 d'agost, aquestes mesures significaran un estalvi acumulat de 102.149 milions d'euros entre el 2012 i el 2014.

L'economia travessa una nova recessió el 2012.

Aquestes mesures han de ser capaces de reconduir el dèficit públic, però els seus efectes immediats sobre l'activitat seran contractius. L'economia espanyola travessa una nova recessió el 2012, després de superar, breument, la del 2008-2009. En el segon trimestre, segons l'Institut Nacional d'Estadística, el PIB va recular el 0,4% en relació amb el trimestre anterior i va encadenar, així, el quart trimestre de creixement negatiu. Això situa la taxa de creixement interanual del PIB en el –1,3%. La demanda exterior mantenia la seva aportació positiva al creixement, però la demanda nacional es va desplomar gairebé el 4%. Conseqüentment, l'ocupació va recular a un ritme interanual del 4,6%, que representa una reducció superior als 800.000 llocs de treball a temps complet en un any.

Tot i que les perspectives macroeconòmiques immediates són clarament adverses, cal destacar alguns aspectes clau, com la reducció del cost laboral unitari, l'intens avanç de la productivitat, el progrés de les exportacions de béns cap a països que no pertanyen a la zona de l'euro i el bon resultat de la balança de serveis. Si els acords sobre el rescat bancari i el suport del deute públic espanyol són efectius, la distensió de les condicions financeres, l'aplicació de les reformes iniciades (en particular, al mercat laboral) i el desenvolupament de noves reformes estructurals permetran aclarir, de forma progressiva, el panorama econòmic.

28 d'agost de 2012

CRONOLOGIA

2011

agost	**16**	Els dirigents d'Alemanya i de França, Angela Merkel i Nicolas Sarkozy, proposen un **reforçament de les institucions de la zona de l'euro**, amb un conjunt de mecanismes per a una major coordinació de la política econòmica.
	19	El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica**, amb l'avanç del pagament de l'impost de societats per a les grans empreses, la racionalització de la despesa farmacèutica i la reducció temporal de l'IVA per als habitatges nous.
	30	El Congrés aprova la reforma de la Constitució per introduir el principi d'**estabilitat pressupostària**.
setembre	**22**	El Congrés dels Diputats convalida el reial decret llei 13/2011 que restableix l'**impost sobre el patrimoni** per al 2011 i el 2012.
octubre	**26**	La cimera de l'euro acorda llançar un **nou programa d'ajuda per a Grècia,** amb un quitament del 50% del deute per als inversors privats, l'ampliació substancial de la capacitat financera de la **FEEF** i l'increment de la **ràtio de capital de màxima qualitat dels bancs** al 9%.
novembre	**3**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,25%.
	20	El Partit Popular guanya les **eleccions generals** per majoria absoluta.
desembre	**8**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,00% i anuncia dues subhastes extraordinàries de liquiditat a 36 mesos, l'ampliació dels actius elegibles com a col·lateral i la reducció de la ràtio de reserves.
	30	El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica** que inclou retallades de despeses i pujades d'impostos.

2012

gener	**25**	Els agents socials signen un acord de **moderació salarial** amb vigència del 2012 al 2014.
febrer	**3**	El Govern aprova un decret llei de **sanejament del sector financer.**
	10	El Govern aprova un decret llei de mesures urgents per a la **reforma del mercat laboral**.
març	**2**	Vint-i-cinc països de la Unió Europea signen el **Tractat d'Estabilitat, Coordinació i Governança** per reforçar la disciplina fiscal.
	14	L'Eurogrup aprova el finançament del **segon programa d'ajustament de Grècia**.
	30	El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2012**, que inclouen un ajustament total de 27.300 milions d'euros.
abril	**2**	El Govern aprova el **copagament farmacèutic per als pensionistes i l'augment de les taxes universitàries** per retallar 10.000 milions d'euros en sanitat i educació.
maig	**11**	El Govern aprova l'**augment de les provisions per als actius immobiliaris no problemàtics de la banca** per assegurar la solidesa del sistema financer.
juny	**25**	El Govern sol·licita **assistència financera per a la banca espanyola a l'Eurogrup** després que avaluadors independents estimessin unes necessitats de capital que poden arribar als 62.000 milions d'euros en l'escenari més advers. **Xipre sol·licita ajuda financera** a la zona de l'euro i, dos dies més tard, també la demana al Fons Monetari Internacional.
	29	El Consell Europeu i l'Eurogrup adopten mesures rellevants per a la **reconducció de la crisi de l'euro**.
juliol	**5**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial al 0,75%.
	13	El Govern aprova un **important paquet d'ajust**, amb un estalvi estimat de 65.000 milions d'euros fins al 2014, mitjançant diverses mesures fiscals i de retallada de despeses.
	20	El Govern anuncia la **liberalització del transport ferroviari** a partir del juliol de 2013.
agost	**3**	El Govern aprova el **pla pressupostari per al 2013 i el 2014** per complir els compromisos de consolidació fiscal.
	22	Rússia ingressa a l'**Organització Mundial del Comerç**.

AGENDA

Setembre

- **4** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
- **6** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **7** Índex de producció industrial (juliol).
- **12** IPC (agost). Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **14** Enquesta trimestral de cost laboral (segon trimestre). IPC harmonitzat de la UE (agost).
- **21** Comerç exterior (juliol).
- **25** Ingressos i despeses de l'Estat (agost). Preus industrials (agost).
- **28** Avanç IPC (setembre). Balança de pagaments (juliol).

Octubre

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- **4** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **5** Índex de producció industrial (agost).
- **11** IPC (setembre).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- **18** Comerç exterior (agost).
- **24** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **25** Preus industrials (setembre).
- **26** Enquesta de població activa (tercer trimestre). Avanç del PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
- **30** Avanç PIB (tercer trimestre). Ingressos i despeses de l'Estat (setembre). Avanç IPC (octubre).
- **31** Balança de pagaments (agost).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Estats Units: una estabilitat precària

Els Estats Units creixen el 2,2% i esperen un tercer trimestre una mica més fort.

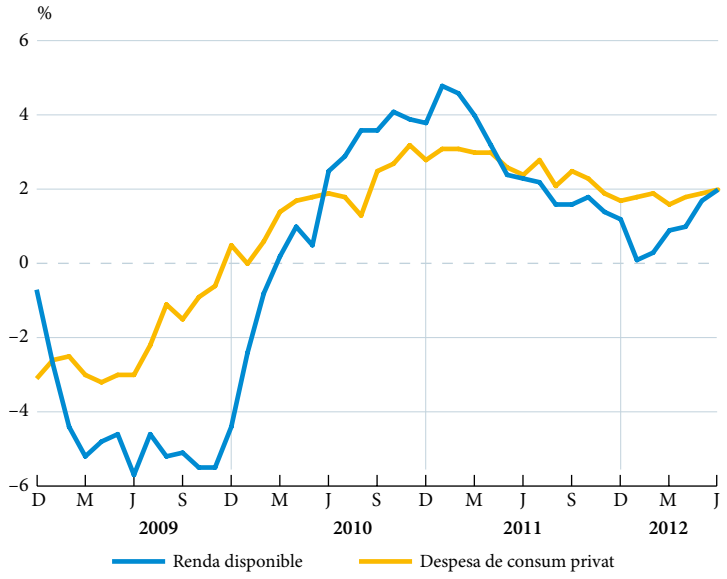
L'economia nord-americana espera un tercer trimestre més fort que el segon, la qual cosa hauria de propiciar que el creixement del producte interior brut (PIB) per al conjunt del 2012 quedi per damunt del 2,0%. Després d'un inici d'any amb empenta, en què la marxa econòmica va ser esperonada per una climatologia anormalment benigna, l'activitat va caure en uns mesos de letargia. La desacceleració del segon trimestre va ser, però, una mica menys intensa del que s'havia previst, i l'habitual revisió del juliol dels comptes nacionals va retocar en sis dècimes a la baixa el creixement del 2010, fins al 2,4%, i va moure lleugerament a l'alça l'avanç del 2011, fins a l'1,8%. Per la seva banda, els últims indicadors d'ingressos, de consum i de sector exterior apunten a un lleuger increment de l'activitat durant la segona meitat de l'any.

L'absència d'un pla creïble de consolidació fiscal i la lentitud de la recuperació de l'ocupació continuen sent un llast.

Tot plegat no ha de fer oblidar la precarietat de l'expansió. La consolidació fiscal continua sent una assignatura pendent, amb un dèficit públic que, en el primer trimestre del 2012, va ser del 8,7% del PIB per al conjunt de les administracions i amb uns ajustaments fiscals previstos per al 2013 que, fins i tot suposant que els republicans i els demòcrates arribin a acords a les dues cambres legislatives que en mitiguin els efectes, podrien sostreure més de l'1,0% al creixement del PIB l'any vinent. Així mateix, la recuperació del mercat de

ESTATS UNITS: ELS INGRESSOS DE LES LLARS ES RECUPEREN

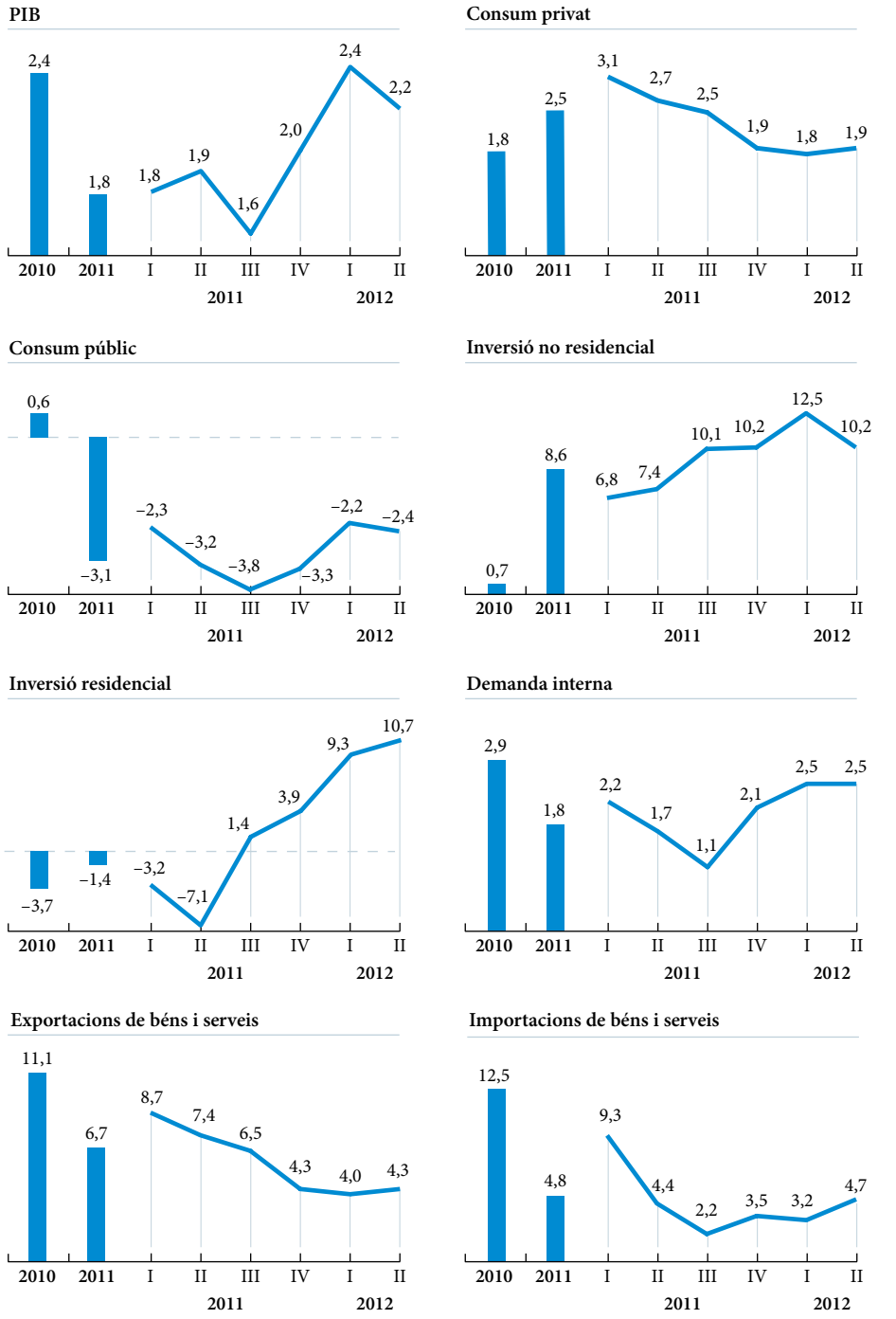
Variació interanual del consum i de la renda disponible de les llars en termes reals



FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

La recuperació dels ingressos de les llars dinamitza el consum.

treball avança amb massa lentitud, la de l'habitatge es troba en un estadi preliminar i el sector manufacturer titubeja. Així i tot, el producte interior brut (PIB) del segon trimestre va créixer el 0,4% intertrimestral –el 2,2% interanual–, gràcies a un consum que, malgrat alentir-se, va mostrar un clar fons de resistència i a una inversió en equipament que es va accelerar més del que s'esperava.

De cara al tercer trimestre, el principal factor de reactivació és la recuperació dels ingressos al maig i al juny. Durant aquest període, la renda disponible de les llars va créixer, en termes reals, a un ritme anual del 4,0%, per damunt de la despesa de consum, i va doblar la cadència d'avanç del període febrer-abril. Aquesta recuperació dels ingressos ja està repercutint en el consum. Així, el comerç minorista es va recuperar al juliol, després de tres mesos de reculades, amb unes vendes al detall que, sense els fluctuants cotxes i benzina, van créixer el 3,6% interanual. Així mateix, la confiança dels consumidors va invertir, al juliol, la tendència a la baixa, amb un índex del Conference Board que va guanyar tres punts i es va instal·lar en el nivell dels 65,9 punts. I tot fa pensar que aquesta tendència s'hauria de mantenir en els pròxims mesos.

La creació d'ocupació i els salaris milloren, però el ritme és lent. La taxa d'atur està en el 8,3%.

Els aires de millora també han arribat al mercat laboral. Els salaris mostren una millora apreciable des del mínim del març, la qual cosa, en bona part, explica la recuperació dels ingressos de les llars, el 65% dels quals provenen de les nòmines. No obstant això, una lectura detallada de les dades d'ocupació mostra que el pronòstic per a l'economia dels Estats Units continua sent reservat i que les millores tenen més de compensació per fluctuacions estacionals que d'inici d'una tendència cap a creixements més ferms. Al juliol, es van crear 163.000 llocs de treball nets. S'abandona, així, la feblesa dels tres mesos previs, però es continua constatant que el ritme de la recuperació és insuficient. Des del març del 2010, s'han recuperat quatre milions de llocs de treball dels 8,8 milions

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,4	1,8	1,6	2,0	2,4	2,2	–	...
Vendes al detall	5,5	8,0	8,6	7,4	6,6	4,7	4,1	...
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	50,3	53,6	67,5	65,3	65,9	...
Producció industrial	5,4	4,1	3,3	4,1	4,4	4,7	4,4	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,1	52,4	53,3	52,7	49,8	...
Habitatges iniciats	5,7	4,5	5,9	25,1	22,5	28,5	21,5	...
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	9,1	8,7	8,3	8,2	8,3	...
Preus de consum	1,6	3,2	3,8	3,3	2,8	1,9	1,4	...
Balança comercial (3)	–494,7	–559,9	–533,6	–559,9	–573,7	–573,7	...	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	...
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,4	70,9	69,8	72,4	72,9	73,9	75,2	74,5

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.

perduts durant la crisi, la qual cosa implica que, si es manté la tendència, es trigaria més de dos anys a assolir el nivell d'ocupació del gener del 2008, quan es va iniciar el declivi al mercat laboral. La taxa d'atur va presentar una pujada mínima, fins al 8,3%, i no serà fàcil que abandoni aquests nivells, a causa de l'elevada proporció d'aturats de llarga durada, la recol·locació dels quals és més difícil, i d'un important contingent de subocupats, gairebé nou milions de persones que treballen involuntàriament a temps parcial i que hauran d'absorbir una part important de les ofertes de treball que es vagin creant. Tot plegat fa difícil que es pugui mantenir el creixement dels guanys salarials, ja que, en una expansió típica, les pujades salarials són precedides per un increment de l'ocupació i de les hores treballades que buida el fons de mà d'obra no utilitzada.

Aquesta cautela es pot observar en la percepció dels empresaris. Els índexs d'activitat de l'Institute for Supply Management (ISM) són més propis de creixements modestos que d'una expansió vigorosa. L'índex ISM de manufactures del juliol es va mantenir, gairebé sense canvis, en el nivell dels 49,8 punts, mentre que l'ISM de serveis va presentar una tímida pujada, fins al nivell dels 52,6 punts. Així mateix, el component d'ocupació dels dos índexs va tornar a donar noves mostres de feblesa i va evidenciar que els empresaris continuen tenint reticències a l'hora de contractar.

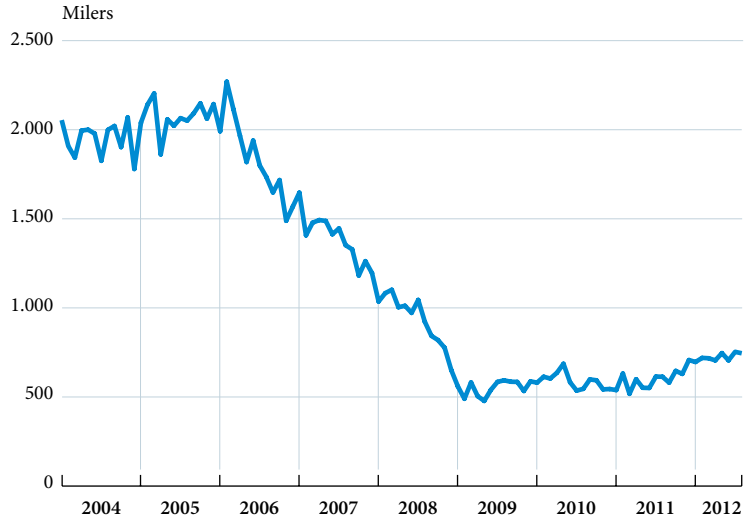
Els empresaris continuen sent cauts, en especial en els plans d'ocupació.

Malgrat aquests dubtes empresarials i la lenta millora de l'ocupació, l'evolució recent de la construcció, dels preus i del sector exterior permet esperar un to de l'economia més ferm per a la segona meitat de l'any. Els últims indicadors del sector immobiliari permeten parlar d'una recuperació genuïna, tot i que encara tingui camí per recórrer. L'índex Case-Shiller d'habitatges de segona mà del maig va superar les expectatives, va acumular el tercer avanç consecutiu i es va allunyar del degoteig a la baixa predominant durant l'any 2011. El volum de transaccions continuarà fluctuant, mediatitzat per la sobreoferta persistent, tot i que la morositat que l'ha alimentat va recular en el segon trimestre. Així mateix, pel que fa a l'oferta, els habi-

La construcció i el preu de l'habitatge milloren més del que s'esperava.

ESTATS UNITS: LA CONSTRUCCIÓ, UNA RECUPERACIÓ A LES BECEROLES

Habitatges iniciats en termes anuals



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

L'IPC està en l'1,4% i el subjacent es modera fins al 2,1%.

tatges iniciats van pujar el 21,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior. El nivell de 746.000 habitatges, en termes anuals, amb prou feines arriba a la meitat del que es construïa abans de la bombolla i evidencia que té un bon marge per créixer, però la tendència alcista dels últims mesos sembla consolidada, els permisos de construcció (un indicador avançat de la construcció) van presentar una pujada substancial del 29,5% interanual i el sentiment dels promotors continua millorant. Una assignatura pendent del sector continua sent, però, donar sortida als milions de llars amb un saldo hipotecari pendent que supera el valor de l'immoble hipotecat.

El saldo comercial millora de forma sensible, gràcies al renovat vigor de les exportacions.

També els preus hi ajuden, amb una moderació que deixa marge per a una nova expansió quantitativa de la Fed, que, atès el to més positiu del tercer trimestre, es podria retardar fins al final d'enguany. Aquest entorn benigne dels preus es veurà pertorbat pel recent encariment de petroli i dels aliments, però hauria de prevaler la tendència de moderació, que vindrà marcada per la resta de components. L'índex de preus al consum (IPC) va pujar l'1,4% interanual al juliol –l'1,7% al juny–, influït per efectes de base. A partir del setembre, però, la tendència ha de canviar, a causa de l'esmentat encariment del petroli i pels efectes que la sequera a l'oest mitjà tindrà sobre el preu dels aliments. No obstant això, l'IPC subjacent, que exclou els preus energètics i els de l'alimentació, va mostrar, al juliol, una imatge més favorable, amb un increment del 2,1% interanual, i va perfilar una tendència a la baixa que hauria de continuar en els pròxims mesos, atesa la baixa utilització de la capacitat productiva.

El Japó creix el 3,6%; la segona meitat del 2012 vindrà marcada per la desacceleració.

Pel que fa al sector exterior, la dada del juny va ser bona i permet augurar una contribució positiva al creixement del tercer trimestre, de manera que invertirà el llast que el sector va representar en el segon. El dèficit comercial de béns i de serveis del juny es va reduir fins als 42.924 milions de dòlars, el 10,7% menys que en el mes anterior. Tot i que les importacions van recular, la millora s'explica, també, per unes exportacions que es van accelerar fins al 7,1% interanual i que, pel que sembla, pateixen menys del que s'esperava els efectes de la feblesa de la zona de l'euro.

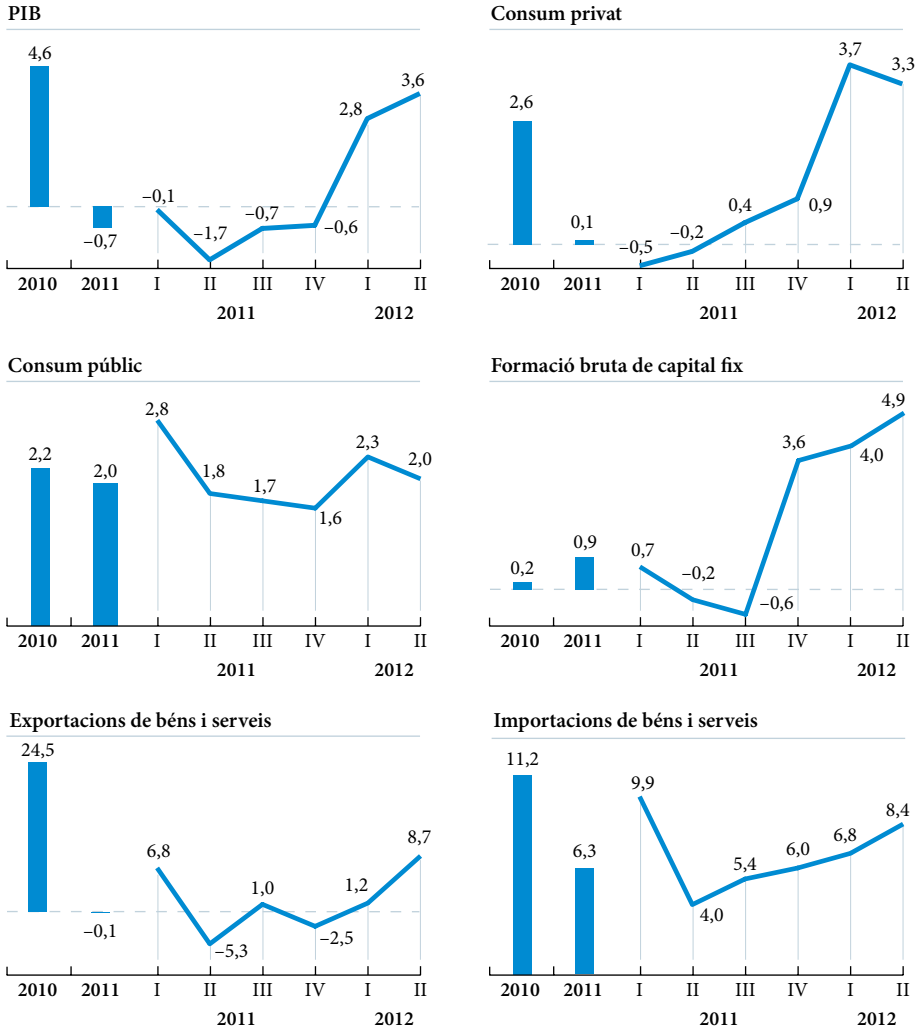
Japó: un dèficit comercial inoportú

El PIB del segon trimestre, amb un avanç del 0,3% intertrimestral, es va alentir sensiblement, tot i que els efectes de base arran del *tsunami* del març del 2011 van dur el creixement intertrimestral fins al 3,6%. Per components, aquesta desacceleració representa un cert retorn a la normalitat. El consum privat, que, de forma atípica per al Japó, havia estat el motor del creixement del primer trimestre, va quedar gairebé estancat, mentre que la inversió en equipament va canviar les reculades del passat per un avanç de l'1,5% intertrimestral. Els sectors públic i exterior també es van alentir de forma notable i van contribuir, així, a la desacceleració.

Les mancances energètiques derivades de l'aturada nuclear, agreujades per l'apreciació recent del petroli, imposen colls d'ampolla en els processos productius. Això té una doble conseqüència. En primer lloc, compromet el creixement, ja que afecta la producció industrial i les exportacions, que han estat el principal motor del creixement dels últims anys. L'índex de producció industrial, malgrat el lleuger repunt del juny, ha estancat la recuperació i se situa el 6,0% per sota del nivell del febrer del 2011, previ a la catàstrofe. El mateix succeeix amb les exportacions, que s'han quedat el 18,9% per sota de la suma del 2008, any anterior a la crisi del 2009, que va reduir els fluxos comercials a tot el

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Institut de Recerca Econòmica i Social i elaboració pròpia.

món. En segon lloc, l'estancament exportador ha provocat un dèficit comercial inèdit en la història recent del Japó, que va arribar als 4,8 bilions de iens en l'acumulat dels 12 mesos fins al juny (l'1,0% del PIB). La persistència d'aquest dèficit compromet el saldo positiu de la balança per compte corrent, el superàvit acumulat de 12 mesos del qual va passar de 20,7 bilions de iens el 2007 a 4,4 bilions al juny del 2012. Això representa un risc sobre l'enorme deute governamental, del 230% del PIB, i introdueix la possibilitat d'una necessitat de finançament extern. Això explica les últimes mesures d'estalvi fiscal que l'executiu va aprovar al final de juny, amb un impost sobre les vendes que, del 5,0% actual, passarà al 8,0% a l'abril del 2014 i al 10% el 2015.

Aquest augment impositiu va coincidir amb uns indicadors de demanda que van confirmar el replegament del consum i el retorn a l'atonia de la demanda interna. Si

L'aturada de la producció industrial i de les exportacions redueix el creixement i provoca un dèficit comercial.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB real	4,6	–0,7	–0,7	–0,6	2,8	3,6	–
Vendes al detall	2,5	–1,2	–1,0	0,8	5,2	3,1	...
Producció industrial	16,6	–2,3	–0,6	0,0	2,7	5,1	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	0,0	–1,3	2,0	–4,0	–4,0	–1,0	–
Habitatges iniciats	2,7	2,6	8,0	–4,8	3,6	6,7	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	...
Preus de consum	–0,7	–0,3	0,1	–0,3	0,3	0,2	...
Balança comercial (3)	7,9	–1,6	1,3	–1,6	–3,7	–3,7	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,39	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	106,0	113,5	115,5	118,6	116,5	116,2	119,6

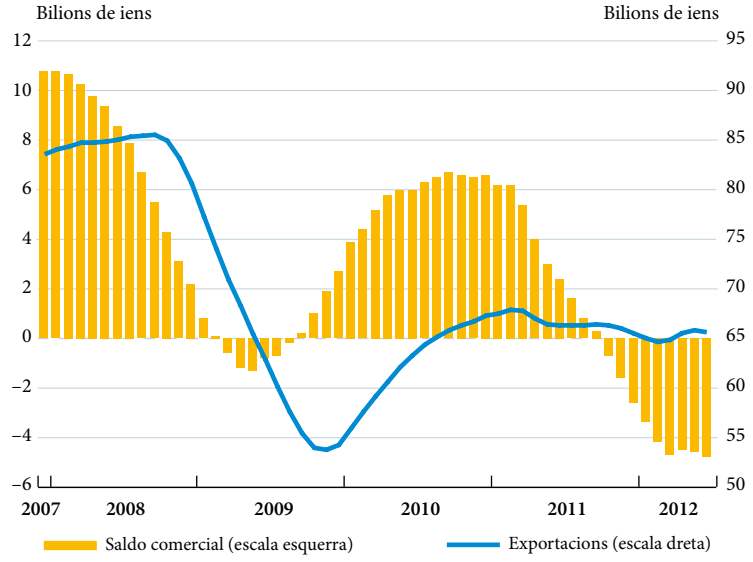
NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Percentatge.
(5) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística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

L'IPC recula el 0,1% i el subjacent, el 0,6%.

les vendes al detall es van alentir al juny, l'evolució dels preus confirma la continuïtat de la dinàmica deflacionista. L'IPC del juny va recular el 0,1% interanual i l'índex subjacent, el general sense els aliments ni l'energia, va cedir el 0,6%.

JAPÓ: UN DÈFICIT COMERCIAL INÈDIT

Saldo comercial i exportacions (*)



NOTA: (*) Suma dels 12 últims mesos.
FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria del Japó i elaboració pròpia.

Xina: esperant una millora en la segona meitat de l'any

Malgrat la feblesa d'una bona part dels indicadors d'activitat del mes de juliol, comença a haver-hi signes d'una certa estabilitat de la demanda interna. En aquest context, el Fons Monetari Internacional ha rebaixat lleugerament les previsions de creixement del gegant asiàtic fins al 8% el 2012 i el 8,5% el 2013, una mica per damunt del nostre escenari central, que preveu avanços del 7,7% i del 8,3% el 2012 i el 2013, respectivament. Així i tot, esperem que la continuïtat de les mesures monetàries expansives i les noves iniciatives fiscals donin suport al creixement durant la segona meitat de l'any.

La desacceleració de l'IPC, del 3,0% interanual del maig a l'1,8% del juliol, esperonada, en gran part, pel component de l'alimentació, que representa una mica més d'un terç de l'índex general de preus i que va moderar l'avanç del 6,4% del maig al 2,4% del juliol, permetrà un relaxament més intens de les polítiques monetàries. En aquesta línia s'emmarca la inesperada davallada del tipus d'interès oficial dels préstecs a un any, la segona retallada en menys de dos mesos, que el va reduir en 31 punts bàsics, fins al 6,0%. Al llarg de la segona meitat de l'any, esperem una nova davallada del tipus d'interès i fins a tres davallades més d'uns 50 punts bàsics del coeficient de caixa.

Continuïtat de les polítiques expansives per donar suport al creixement.

Així mateix, continua el suport al creixement mitjançant polítiques que incrementen el pes del consum domèstic i del sector serveis, inversions públiques en infraestructures i foment de la construcció d'habitatges assequibles, entre d'altres mesures.

Pel que fa als últims indicadors d'activitat, tot i que la feblesa va ser la tònica, l'estabilitat es va començar a esbossar en alguns dels indicadors avançats. En particular, la producció industrial va créixer el 9,2% interanual al juliol, només tres dècimes per sota de la mitjana del segon trimestre. La producció de ciment i d'acer també va romandre estable, mentre que el consum elèctric es va recuperar lleugerament de la forta caiguda del juny. Pel que fa a la demanda, les vendes al detall van progressar, en termes nominals, el 13,1% interanual al juliol, per sota del 13,9% del segon trimestre. En aquest punt, cal destacar que l'indicador de vendes al detall mesura de forma imperfecta el consum de les famílies, ja que no inclou el consum de serveis (excepte càtering) i sí les vendes a les empreses i al Govern. La venda de mobles i d'elements

La baixa inflació de la Xina, de l'1,8% al juliol, facilita la imprevista retallada del tipus d'interès oficial, fins al 6%.

Feblesa i estabilitat, el binomi dels indicadors d'activitat del juliol.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB real	10,4	9,2	9,1	8,9	8,1	7,6	–
Producció industrial	15,7	13,7	13,8	12,8	11,6	9,5	9,2
Producció elèctrica	14,0	10,9	10,8	8,9	6,5	1,3	2,3
Preus de consum	3,3	5,4	6,3	4,6	3,8	2,9	1,8
Balança comercial (*)	184	156	170	156	159	182	175
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4

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.

Decepció exterior, amb un avanç de les exportacions de l'1%.

decoratius, vinculada significativament al consum de les llars, es va mantenir estable. Per la seva banda, la inversió en capital fix acumulada del gener al juliol va créixer un robust 20,4%, enfront del 21% de l'acumulat fins al juny.

Finalment, davant la intensificació de la crisi del deute europeu, la demanda externa va decebre. Les exportacions del juliol van avançar un escàs 1,0% interanual en termes corrents, molt per sota del 9,2% de la primera meitat del 2012, mentre que les importacions van créixer el 5,7% interanual, enfront de la mitjana del 6,6% dels sis primers mesos de l'any. Això va situar el superàvit comercial en 25.147 milions de dòlars. Atesa la fragilitat de les exportacions, el Govern es continuarà resistint a una apreciació del renminbi enfront del dòlar nord-americà. Una resistència que també es veu alimentada pel fet que, en els últims mesos, el dòlar no ha parat de millorar enfront de moltes altres monedes.

En definitiva, tot i que encara es manté l'entorn d'alentiment econòmic, esperem que les mesures monetàries i fiscals de caràcter expansiu dutes a terme per l'executiu comencin a donar fruits durant la segona meitat de l'any i mitiguin els temors a un aterratge brusc de la Xina.

El Brasil invertirà 53.500 milions d'euros en infraestructures.

Brasil: no serà per falta d'estímuls

Després de la decepció del primer trimestre, i sense gaires bons auguris de cara al segon, les autoritats brasileres continuen buscant el desfibril·lador que reactivi el creixement. L'última temptativa consisteix en un nou paquet d'estímuls per valor de 53 mil milions d'euros (133 mil milions de reals) fet públic a l'agost, i s'espera que n'arribin més.

El nou programa pretén treure el gegant amazònic de la letargia econòmica amb un pla d'inversions que comptarà amb el suport financer del Banc Nacional de Desenvolupament (BNDES), però que involucrarà, també, el sector privat mitjançant concessions. Aquest programa es desenvoluparà en els pròxims 25 anys, tot i que la meitat del pressupost ja es desemborsarà en els primers cinc i les concessions s'atorgaran al setembre del 2013. El pla contempla el traçat de més de 7 mil quilòmetres de carreteres i de 10 mil de xarxa ferroviària, inclòs el tren d'alta velo-

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB real	7,6	2,7	2,2	1,4	0,8	...	...
Producció industrial	10,6	0,4	0,5	–1,7	–3,5	–4,5	...
Confiança del consumidor (*)	159,7	156,4	153,2	155,2	164,3	163,5	...
Taxa d'atur (**)	6,7	6,0	6,0	5,2	5,8	5,9	...
Preus de consum	5,0	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2
Balança comercial (***)	20,1	29,8	30,5	29,8	29,1	23,9	23,7
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	12,00	11,00	9,75	8,50	8,00
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,88	1,86	1,83	2,01	2,06

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

citat, ja projectat, que ha d'enllaçar Rio de Janeiro i São Paulo. Així mateix, més enllà del pla ja anunciat, la presidenta Rousseff va avançar actuacions addicionals relacionades amb els ports i amb els aeroports.

Si s'implementa de forma correcta, el nou pla pot reportar enormes beneficis, tot i que no necessàriament immediats. És ben sabut que una de les majors febleses estructurals de l'economia brasilera és la falta de bones infraestructures de transport, i, malgrat que les mesures anunciades no deixen de ser un primer pas en la direcció correcta, poden establir les bases per a avanços ineludibles per impulsar el potencial de creixement econòmic a mitjà i a llarg termini. Així mateix, algunes de les infraestructures programades són imprescindibles perquè la cita olímpica de Rio 2016 discorri sense contratemps.

Així i tot, a curt termini, resultaran més efectius els estímuls previstos des del flanc monetari. Esperem que, en la seva propera reunió del final d'agost, el Comitè de Política Monetària mantingui la tònica de reducció de tipus amb una altra rebaixa de la taxa SELIC de 50 punts bàsics, que deixaria el tipus d'interès de referència en el 7,5%, un nou mínim històric. L'evolució dels preus no entorpeix gaire la tònica expansiva de la política monetària: tot i que la inflació interanual va repuntar lleugerament al juliol, esperem que mantin-gui una certa moderació fins a la meitat del 2013, quan esperem que el gros de les mesures implementades recentment tinguin ple efecte i esperoni les pressions inflacionistes.

Així i tot, malgrat l'arsenal d'estímuls engegats durant l'últim any, als quals s'afegiran els que s'espera que puguin arribar en les pròximes setmanes, difícilment s'impedirà que l'economia brasilera creixi per sota del 2% el 2012 (nosaltres esperem l'1,6%), una xifra que, igual que el medaller aconseguit a Londres 2012, no deixa de ser decebedor per al pròxim amfitrió olímpic i que, sens dubte, ha de millorar si Rousseff vol assegurar la seva revàlida en les eleccions del 2014.

L'efectivitat de les mesures depèn d'una implementació correcta i àgil.

Mèxic: confiança plena

Impulsada per la indústria i pels serveis, l'economia mexicana va créixer el 4,1% interanual en el segon trimestre del 2012, el 0,9% en relació amb el trimestre anterior. D'aquesta manera, acumula un creixement del 4,3% del PIB durant la primera meitat de l'any, percentatge que va més enllà de les nostres expectatives i que ens du a revisar a l'alça la nostra previsió de creixement per al 2012 del 3,5% al 3,9%. Aquest registre admirable de la segona economia llatinoamericana, en un entorn extern clarament advers, confirma la fortalesa dels seus fonaments i li permet encarar el que queda del 2012 des d'una posició relativament còmoda, tot i l'anticipació d'una moderació gradual del ritme d'activitat.

Esperem una rebaixa de tipus al final de l'agost.

En l'àmbit dels preus, tampoc no hi ha gaires complicacions. Malgrat el notori vigor econòmic i el repunt recent dels preus agrícoles, que, a més a més, s'estima que serà puntual, la persistent feblesa externa acabarà impactant sobre l'economia domèstica, la qual cosa ajudarà a contenir les pressions inflacionistes. Així, doncs, si el pes es manté relativament estable i el ritme d'activitat no es deteriora més del previst, no esperem que Banxico interrompi la seva pausa monetària fins ben entrat el 2013.

L'economia mexicana resisteix la desacceleració global i creix el 4,1% en el segon trimestre.

En aquest context, la confiança dels consumidors mexicans en la seva economia continua en màxims no vistos des d'abans de la crisi. Així i tot, tal com ho ha advertit el governador de Banxico recentment, els riscos a la baixa sobre el creixement derivats de la desacceleració global han augmentat, sobretot arran de les dificultats

Continuem sense contemplar canvis en la política monetària fins ben entrat el 2013.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB real	5,6	3,9	4,2	3,9	4,6	4,1	...
Producció industrial	6,2	4,0	3,5	3,7	3,1	3,6	...
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	93,7	90,3	94,1	96,4	98,9
Índex avançat d'activitat (*)	117,1	117,1	122,8	123,8	124,3	126,1	...
Taxa d'atur (**)	5,4	5,2	5,7	4,8	5,0	4,8	...
Preus de consum	3,9	3,2	3,4	3,5	3,9	3,9	4,4
Balança comercial (***)	–3,0	–1,5	–1,8	–1,5	–1,6	–1,3	...
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans per dòlar (*)	12,33	11,90	13,78	13,94	12,81	13,43	13,27

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

El petroli voreja els 115 dòlars per barril en un canvi sobtat de tendència.

dels Estats Units per encarrilar una recuperació sostinguda i vigorosa. Per aquest motiu, el mateix governador va demanar a les autoritats mexicanes que s'afanyessin a impulsar el programa de reformes estructurals pendents per impulsar el potencial de creixement de l'economia mexicana. En aquest sentit, seria positiu que es resolguin el més aviat possible els tràmits perquè el nou Govern pugui començar a governar oficialment i amb tota normalitat.

El petroli es torna a encarir

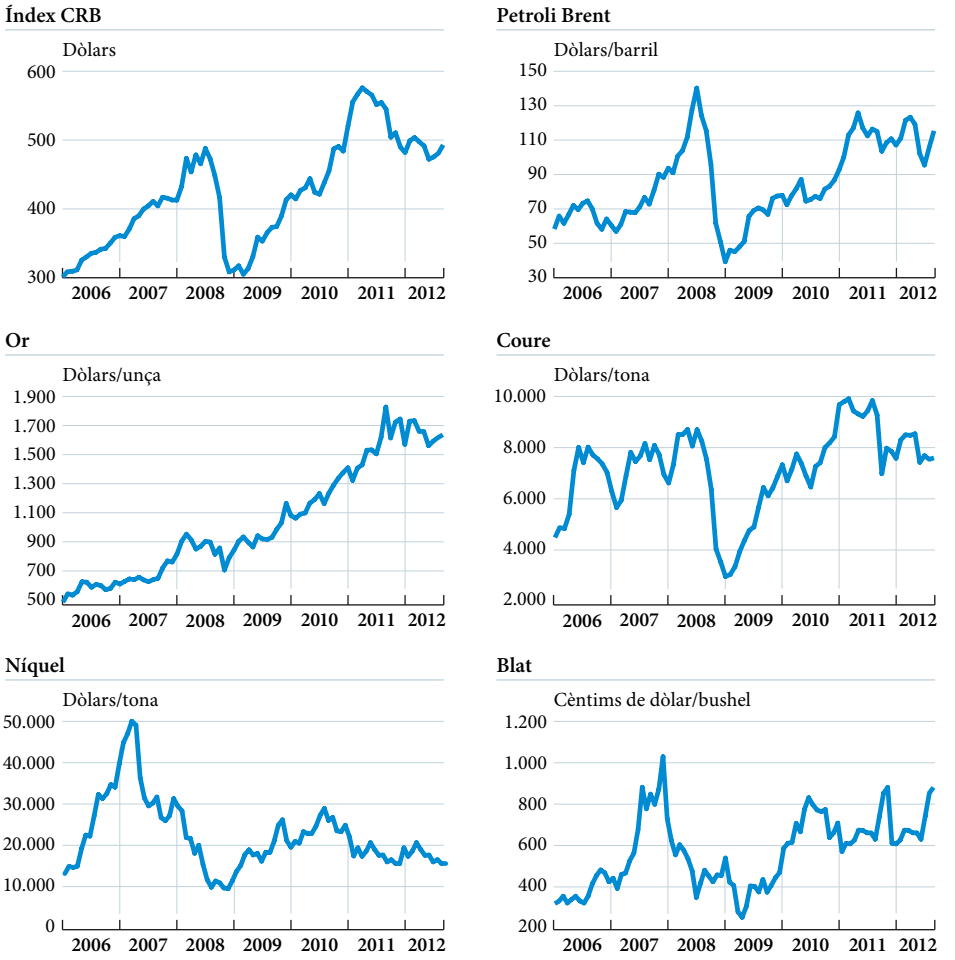
El petroli reprèn la tònica alcista. Entre el 20 de juliol i el 21 d'agost, el cru es va encarir el 8,1% i va arribar als 115,30 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes). El petroli se situa, així, el 7,7% per damunt del nivell del començament de l'any i s'ha encarit el 7,2% en relació amb un enrere, de manera que s'ha de començar a invertir la tendència a la baixa que ha predominat, en els últims mesos, a l'IPC de la majoria d'economies.

Les tensions geopolítiques encareixen el petroli, mentre que els metalls pateixen els efectes de la desacceleració xinesa.

Les últimes tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà han propiciat un canvi sobtat a l'alça del preu del petroli. Tot i considerant que les últimes apreciacions tenen un alt component especulatiu, les condicions d'oferta i de demanda donen més suport al petroli que als metalls bàsics, que pateixen els efectes de la desacceleració de les grans economies asiàtiques.

La resta de primeres matèries van mantenir una evolució desigual. Si l'índex CRB va avançar un tímid 1,7% entre el 20 de juliol i el 21 d'agost, els metalls bàsics van continuar patint la desacceleració de la Xina. Així, el ferro va perdre el 12,0%, el mínim dels tres últims anys, i l'acer va cedir el 9,6%. Més moderades van ser les pèrdues del níquel i de l'alumini, al voltant de l'1,0%, mentre que el coure va guanyar un mínim 0,8%. En una dinàmica oposada, els metalls preciosos van evolucionar a l'alça, ateses les expectatives d'una nova expansió monetària de la Fed. L'or va pujar el 3,7% i la plata, el 6,8%. Entre els aliments, van destacar els forts descensos del preu del cafè i del sucre. Per la seva banda, el cacau va assolir màxims, mentre que el blat es va prendre un respir després de la forta apreciació del juliol, provocada per la sequera nord-americana.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 21 d'agost).
FONTS: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

La desacceleració de l'activitat a la zona de l'euro és un indici de recessió.

Activitat: la zona de l'euro llisca cap a una nova recessió

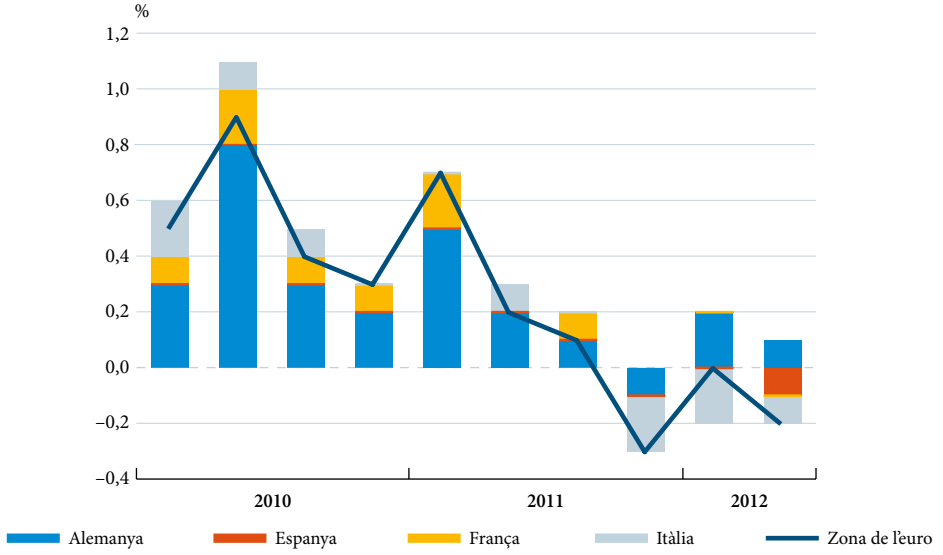
Les dades del segon trimestre confirmen el que s'esperava. El producte interior brut (PIB) de la zona de l'euro es va contreure el 0,2% intertrimestral, després d'un creixement nul en el trimestre anterior. Amb aquesta dada, el creixement interanual entra en territori negatiu i se situa en el –0,4%. Les causes d'una activitat econòmica tan anèmica cal buscar-les en la crisi del deute sobirà dels països perifèrics i en la incertesa que envolta la resolució d'aquesta crisi, factors que llasten la confiança.

La caiguda del PIB és més intensa als països de la perifèria que als del centre (vegeu el gràfic següent). Atès que els països de la perifèria estan sotmesos a plans de consolidació fiscal, la despesa pública s'està reduint. A més a més, les entitats financeres, les empreses i les llars estan duent a terme un procés de despalanquejament dels balanços que frena el dinamisme subjacent de l'activitat econòmica. Tot i que encara no es coneix el desglossament per components, tot fa pensar que la demanda interna s'està contraient de forma significativa. Només el sector exterior aporta un impuls positiu al creixement.

Pel que fa als països del centre, destaca Alemanya, amb un creixement del 0,3% intertrimestral, que situa el creixement interanual del PIB germànic en l'1,0%. Aquest comportament positiu reforça el paper d'aquesta economia com a motor d'Europa i evidencia que es resisteix a ser arrossegada cap a la recessió. No succeeix

ALEMANYA RESISTEIX LA RECESSIÓ EUROPEA

Creixement del PIB de la zona de l'euro i contribucions dels principals països, taxes intertrimestrals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB zona de l'euro	1,9	1,5	1,3	0,7	0,0	–0,4	...
PIB Alemanya	*3,6*	*3,1*	*2,7*	*1,9*	*1,2*	*1,0*	...
PIB França	*1,6*	*1,7*	*1,5*	*1,2*	*0,3*	*0,3*	...
PIB Itàlia	*1,8*	*0,5*	*0,4*	*–0,5*	*–1,4*	*–2,5*	...
PIB Espanya	*–0,3*	*0,4*	*0,6*	*0,0*	*–0,6*	*–1,3*	...
Vendes al detall	0,9	–0,6	–0,5	–1,3	–1,0	–1,7	...
Confiança del consumidor (*)	–14,2	–14,6	–15,9	–20,6	–20,0	–19,7	–21,5
Producció industrial	7,4	4,7	3,9	–0,2	–1,8	–2,4	...
Sentiment econòmic (*)	100,5	101,0	98,4	93,6	94,1	91,1	87,9
Índex d'activitat empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	109,7	106,9	109,2	107,3	103,3

NOTA: (*) Valor.

FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

el mateix amb França, que ha encadenat tres trimestres consecutius de creixement gairebé nul. El Regne Unit va sorprendre amb una reculada del PIB més intensa del que s'esperava, del –0,5% intertrimestral, en el tercer trimestre amb creixement negatiu.

Els riscos per a les perspectives econòmiques de la zona de l'euro continuen apuntant a la baixa. Així, els indicadors avançats palesen un nou afebliment del creixement econòmic a la zona de l'euro durant el tercer trimestre. L'índex de gestors de compres (PMI) del juliol es manté en nivells molt baixos, clarament per sota dels 50 punts, valor a partir del qual l'activitat es contreu. És important destacar el deteriorament que s'ha produït en els índexs d'Alemanya i de França, que indiquen una extensió de la feblesa de l'activitat als països nucli durant el tercer trimestre. L'índex de confiança empresarial alemany Ifo va baixar fins als 103,3 punts al juliol (105,2 punts al juny), nivell que suggereix que la desacceleració de l'activitat a Alemanya podria ser important en els pròxims mesos.

Pel costat de la demanda, l'indicador de confiança dels consumidors es va situar, al juliol, en el nivell més baix dels tres últims anys. Al juny, les vendes al detall van disminuir l'1,0% interanual. Les caigudes d'aquests indicadors mostren que el consum privat també es veurà afectat en els pròxims mesos.

Alemanya resisteix la recessió europea.

En l'actualització de l'informe sobre les perspectives de l'economia mundial del mes de juliol, el Fons Monetari Internacional ha mantingut la previsió de creixement de la zona de l'euro en el –0,3% per al 2012, però ha revisat a la baixa, del 0,9% al 0,7%, la del 2013. L'enquesta del Banc Central Europeu a experts en previsió econòmica corresponent al tercer trimestre del 2012 mostra que, de mitjana, les expectatives de creixement del PIB s'han revisat a la baixa. Concretament, en 0,1 punts percentuals, fins a –0,3% per al 2012 i més dràsticament, en 0,4 punts percentuals, fins al 0,6%, per al 2013. Les principals raons esmentades per justificar aquestes revisions són la intensificació de les mesures de sanejament pressupostari en alguns països de la zona de l'euro i la major incertesa que envolta la resolució de la crisi del deute sobirà.

Les previsions de creixement de la zona de l'euro són revisades a la baixa.

Si es registra un creixement negatiu en el tercer trimestre, es confirmarà que la zona de l'euro ha entrat en recessió. Això succeeix en un entorn d'alentiment econòmic mundial que perjudica les exportacions europees. Només amb una integració europea més forta i amb la resolució de la crisi del deute sobirà tornarem a creixements positius. Més enllà d'una visió a curt termini, esperem que l'economia de la zona de l'euro experimenti una recuperació gradual, tot i que, possiblement, la sortida d'aquesta crisi sigui més lenta que la de les recuperacions anteriors.

La integració financera europea: abans, durant i després de la crisi

El 1990, la Comissió Europea va presentar, sota el suggeridor títol d'«Un mercat, una moneda», un informe[1] que perfilava el camí per a la posada en marxa de l'euro. Juntament amb altres fronts d'actuació comunitària, el propòsit era fomentar la integració europea, començant pel pla monetari, passant pels mercats financers i arribant, finalment, a les dimensions econòmiques i socials. L'euro va arrencar, formalment, el 1999. Durant la seva primera dècada d'existència, la impressió generalitzada va ser de satisfacció i es van observar avanços notables en la integració dels mercats financers. No obstant això, la galopant crisi dels últims anys ha capgirat el panorama, i el fantasma d'una fragmentació financera irreversible és motiu de profunda preocupació, atès que podria amenaçar el conjunt del projecte d'Unió Europea.[2]

El concepte d'integració financera és una mica complex, i el seu mesurament, difícil.[3] El BCE la defineix com una situació en què no hi ha friccions que discriminin, en particular sobre la base de la localització, entre agents econòmics en el seu accés al capital i en les seves possibilitats d'inversió. Aproximacions més operatives identifiquen la integració financera amb el compliment de la llei del preu únic (per exemple, empreses amb les mateixes característiques rellevants s'haurien d'enfrontar al mateix tipus d'interès en les emissions de bons o en els crèdits bancaris, amb independència del país d'origen) i amb la presència elevada o creixent de fluxos i de tinences transfronteres d'actius financers (per exemple, fons de pensions que inverteixen en accions d'altres països o bancs amb operacions d'actiu i/o de passiu a l'estranger).

Sota aquesta concepció, els efectes de la integració financera adquireixen un caire peculiar en el cas de la zona de l'euro, tenint en compte dos dels seus trets distintius: es tracta d'una àrea monetària no òptima i el seu sistema financer està basat en els bancs. En primer lloc, una integració financera ben estructurada i que aconsegueix augmentar el desenvolupament financer contribueix a millorar l'eficiència del sistema econòmic i, de retruc, el benestar dels ciutadans. De fet, això és vàlid per a la majoria de processos internacionals d'aquest tipus, com, durant anys, ho han posat de manifest nombrosos estudis teòrics i empírics.[4] En el cas europeu, es considera[5] que la integració financera proporciona flexibilitat i, simultàniament, la disciplina pròpia del mer-

(1) «One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union», European Economy, núm. 44, 1990.
(2) A J. Gual, «European Integration at the Crossroads», "la Caixa" Economic Papers, núm. 8, 2012, s'ofereix una discussió àmplia que aborda la integració financero-bancària juntament amb la integració fiscal, les polítiques econòmiques i la unió política.
(3) Cada any, el BCE publica l'informe «Financial Integration in Europe», que repassa, exhaustivament, l'evolució de la integració en una àmplia gamma de mercats. En paral·lel, la Comissió Europea elabora, també anualment, l'«European Financial Stability and Integration Report».
(4) Vegeu un repàs breu i actualitzat a T. Beck, «Finance and Growth: Lessons from the Literature and the Recent Crisis», LSE Growth Commission, 2012.
(5) Vegeu, per exemple, P.R. Lane, «The Macroeconomics of Financial Integration: a European Perspective», IIIS Discussion Paper, núm. 265, 2008.

cat a les economies nacionals, així com convergència i sincronització entre elles. Però, perquè això sigui així, és necessari que el procés d'integració financera sigui harmònic internament i en la seva interacció amb la resta de la política econòmica i institucional, tant a nivell comunitari com dels Estats membres. En segon lloc, hi ha els efectes sobre l'estabilitat, amb els seus pros i contres. D'una banda, la integració aporta elements estabilitzadors, com l'ampliació de les possibilitats de diversificació de carteres i de les fonts de finançament. De l'altra, és un focus potencial de tensions a través de fenòmens com la major complexitat de les relacions financeres, els episodis de reversió sobtada dels fluxos de capital i el contagi transfronterer. Addicionalment, una correcta integració financera és necessària per al bon funcionament del procés de transmissió de la política monetària, eina bàsica d'estabilització.

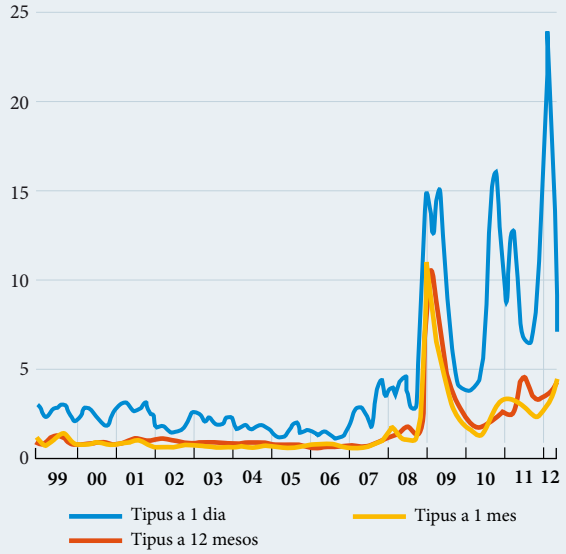
Com en molts altres àmbits de les polítiques públiques a Europa i a la resta del món, durant les dues dècades prèvies a l'esclat de la crisi, l'enfocament adoptat va fer prevaler l'eficiència sobre l'estabilitat, confiant en un funcionament correcte dels mecanismes de mercat. Això ajuda a explicar l'estratègia que van adoptar les autoritats en l'impuls de la integració financera. Els dos elements principals del marc institucional van ser el Programa de Mercat Únic (llibertats de circulació i d'establiment) i la creació de l'euro (eliminació del risc canviari i simplificació de l'operativa). Alguns han qualificat aquest enfocament com una «estratègia d'arrossegament», en el sentit que aquests dos pilars posaven les bases i proporcionaven els incentius perquè les actuacions posteriors, tant dels agents privats com dels propis reguladors, anessin teixint, progressivament, un sistema financer integrat. Alternativament, la que podria ser anomenada «estratègia d'embranzida» hauria consistit a introduir a nivell comunitari, ja des d'un bon inici, totes les peces institucionals i legals de l'entramat que sustenta els mercats, «forçant» d'aquesta manera les accions d'integració per part dels agents. Certament, va haver-hi algunes aportacions destacades en aquest sentit, com el Pla d'Acció de Serveis Financers (coordinació de normes i d'institucions financeres diverses) i l'harmonització de la regulació bancària microprudencial (les directives que van implantar els acords de Basilea sobre requisits de capital dels bancs), però altres aportacions de gran transcendència, com després es comprovaria, en van quedar al marge. En qualsevol cas, durant anys, els resultats van ser satisfactoris i es va constatar un avanç considerable de la integració financera a la majoria de mercats. Va destacar la ràpida integració dels mercats d'accions i de bons, però també va ser notable en àrees bancàries, en particular als mercats de finançament majorista (interbancari, titulitzacions, etc.) i, amb menys intensitat, als mercats minoristes de préstecs i de dipòsits.

En un clima de complaença sobre aquesta estratègia, va irrompre la greu i persistent crisi que es va iniciar el 2008 als Estats Units i que va empitjorar des del 2009 amb els problemes de Grècia i, després, d'altres països de la perifèria. La dinàmica constructiva d'integració financera es va truncar en sec i, amb posterioritat, ha revertit. D'entrada, van aflorar les insuficiències i les disfuncions de l'entramat institucional existent. A més a més, amb freqüència, les respostes que les autoritats van anar donant sobre la marxa van accentuar la fragmentació. L'epicentre dels problemes s'ha localitzat en el nucli del sistema financer europeu: els bancs. El fet que la xarxa de seguretat sobre la qual opera la banca sigui d'abast nacional, en lloc de comunitari, ha estat determinant en el replegament de les entitats a l'interior de les seves fronteres. Així, els dispositius d'assegurança de dipòsits són diferents i separats per a cada país. Igualment, els rescats d'entitats s'han operat a nivell nacional, llevat de casos excepcionals (com els de Dexia i Fortis), que han necessitat acords bilaterals entre els governs afectats, però lluny d'implicar una solució col·lectiva. Igualment, la funció de prestador d'última instància per part del BCE ha topat amb el problema fatal de l'absència d'una autoritat fiscal central amb prou capacitat per donar suport als seus riscos. En conseqüència, una part de la liquiditat s'ha proporcionat sota el règim ELA (Emergency Liquidity Assistance), en virtut de la qual és el banc central del país afectat qui assumeix el risc. Aquest tipus de desenvolupaments ha propiciat un procés sever de desintegració o de segmentació dels mercats, especialment agut en els de finançament majorista dels bancs (mercats monetari i de bons) i, per extensió, en el del deute sobirà i ha engegat un bucle pervers de retroalimentació.

INDICADORS DE PREUS I DE QUANTITATS MOSTREN UNA CLARA SEGMENTACIÓ DEL MERCAT INTERBANCARI

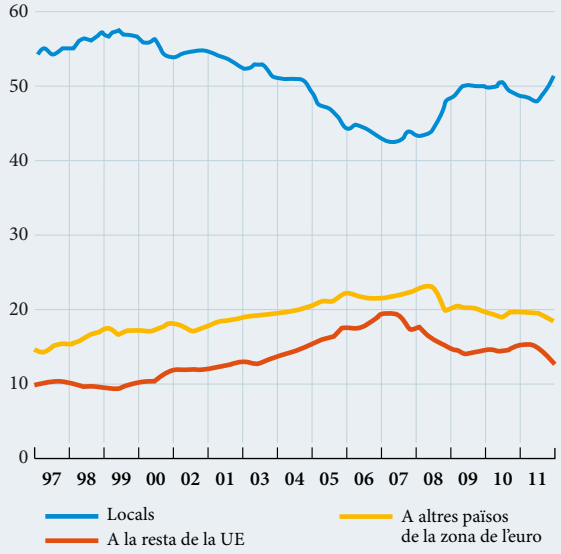
Dispersió dels tipus d'interès interbancaris entre els països de la zona de l'euro

(Desviació estàndard dels tipus euríbor mitjana a cada país; mitjana mòbil de 61 dies, en p.b.)



Repartiment dels préstecs interbancaris segons el país de residència de la contrapart

(Préstecs entre institucions financeres monetàries, exclòs l'Eurosistema; en % del total)



FONT: Banc Central Europeu.

Molts observadors opinen que aquesta involució evidencia el fracàs de l'estratègia d'integració adoptada durant 20 anys i la qualifiquen d'ingènua o, simplement, d'errònia en el seu disseny tècnic.[6] Una visió més benvolent considera que es va tractar d'una opció pragmàtica i subtil, ateses les reticències polítiques a acceptar les implicacions fiscals d'implantar, a nivell comunitari, la xarxa de seguretat bancària. En aquest sentit, es pot dir que l'estratègia ha funcionat i ens ha conduït a una situació d'emergència que podria ser l'única manera de fer saltar els ressorts de les decisions polítiques compromeses. Possiblement, les dues lectures són parcialment vàlides. Sigui com sigui, ara és peremptòria la necessitat d'actuar. De fet, les autoritats ja han reaccionat amb la formulació de noves propostes: l'anomenada «unió bancària», els elements principals de la qual[7] són analitzats a la resta de requadres d'aquest volum. Es confia que aquestes reformes serveixin de revulsiu per reprendre el camí de la integració, corregint els errors o disfuncions del passat i reforçant els ensenyaments positius. Determinació política i encert tècnic seran crucials per superar el parany d'«una moneda, diversos mercats» en què hem caigut.

(6) De fet, no van faltar els advertiments previs sobre les febleses del model adoptat, per exemple a J. Dermine, «European Banking Integration: Don't Put the Cart Before the Horse», Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments, vol. 15 (2), 2006.
(7) Aquests elements són, d'una banda, els que configuren la xarxa de seguretat (en particular, l'assegurança de dipòsits i els mecanismes de recuperació i de resolució de crisis bancàries) i, de l'altra, els que permeten controlar el comportament dels bancs (la regulació i la supervisió).

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

Mercat de treball: continua el deteriorament

El deteriorament de l'activitat econòmica i l'elevada incertesa mantenen l'atonia del mercat de treball, que es continua afeblint de forma gradual.

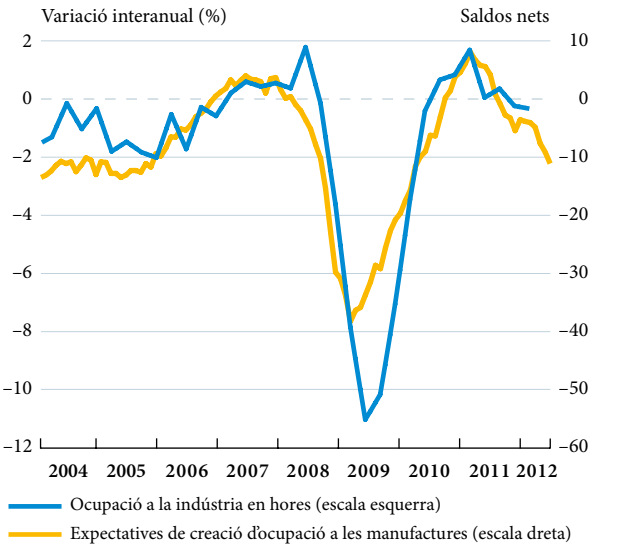
Així, doncs, l'ocupació a la zona de l'euro es va reduir, en el primer trimestre del 2012, el 0,2% en taxa intertrimestral, un descens molt similar al registrat durant els dos últims trimestres del 2011. Els països més grans de la zona de l'euro amb dades disponibles per al segon trimestre –Alemanya, Itàlia i Espanya– van experimentar taxes de variació interanual de l'1,2%, del 0,0% i del –4,8%, respectivament. En efecte, tot i que Alemanya va continuar creant llocs de treball, a Espanya es va intensificar la pèrdua d'ocupació i Itàlia va experimentar una lleugera reculada de la seva taxa. Això indica que la situació del mercat laboral, al conjunt de la zona de l'euro, probablement hagi empitjorat una mica més durant el segon trimestre.

Paral·lelament, les hores treballades, al conjunt de l'economia, van augmentar el 0,1% intertrimestral en el primer trimestre i es van recuperar en relació amb la caiguda del 0,5% del període anterior. Així i tot, en termes interanuals, el ritme de deteriorament de l'ocupació en total d'hores treballades va superar el registrat en nombre de persones. Això respon al fet que, inicialment, les empreses utilitzen la variació d'hores com a mesura d'ajustament a les circumstàncies de l'economia i mantenen en reserva els seus treballadors. Quan s'esgota aquesta fórmula, les empreses redueixen també l'estoc de treballadors. Així, el 2009, en el moment culminant del període recessiu, la taxa de destrucció de llocs de treball en persones va ser de l'1,8% en relació amb l'any anterior, mentre que la reculada del total d'hores treballades es va situar en el 3,4%. Durant aquesta segona fase de feblesa de l'activitat econòmica, la pèrdua d'ocupació segueix la mateixa pauta: en primer lloc, la contracció més intensa és en termes d'hores i, si la feblesa econòmica es manté, posteriorment en persones.

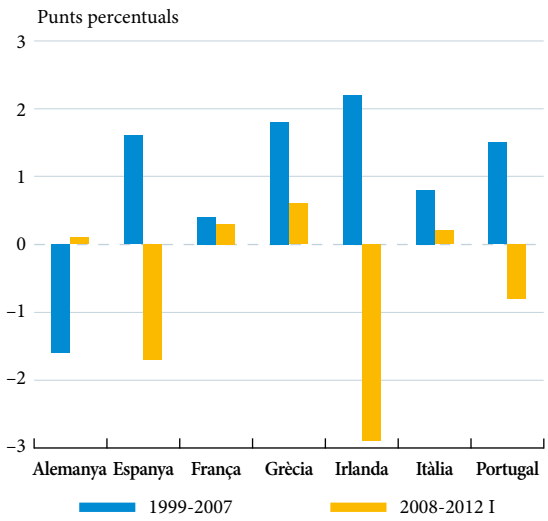
L'ocupació cau el 0,2% durant el primer trimestre del 2012.

L'OCUPACIÓ DE LA ZONA DE L'EURO S'ENCAMINA CAP A UNA RECAIGUDA, EN TANT QUE ES REEQUILIBRA LA COMPETITIVITAT ENTRE PAÏSOS

Indicadors d'ocupació



Creixement mitjà anual dels costos laborals unitaris en comparació amb la zona de l'euro



NOTES: Les dades de costos laborals unitaris són des de l'any 2000 per a Irlanda, fins al 2011 IV per a Portugal i des del 2001 fins al 2011 I per a Grècia.
FONTS: Eurostat, enquestes d'opinió de la Comissió Europea, OCDE i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS DEL MERCAT DE TREBALL

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Ocupació							
Persones	–0,6	0,1	0,2	–0,2	–0,4	...	...
Hores	0,1	0,1	0,2	–0,2	–0,7	...	...
Expectatives de creació d'ocupació (*)							
Manufactures	–7,7	2,6	1,6	–3,7	–3,7	–7,1	–11,0
Serveis	1,5	6,3	6,2	3,2	3,0	–2,9	–3,3
Costos laborals per països							
Zona de l'euro	–0,8	0,8	1,2	1,4	...	...	...
Alemanya	–1,0	1,3	1,6	2,1	1,5	...	...
França	0,7	1,6	1,9	2,1	2,6	...	...
Itàlia	–0,5	0,9	1,3	1,2	2,2	...	...
Espanya	–2,6	–1,9	–1,6	–2,4	1,0	...	...
Taxa d'atur per països (**)					–2,5	...	...
Zona de l'euro	10,1	10,2	10,2	10,6	10,9	11,2	...
Alemanya	7,1	6,0	5,9	5,6	5,6	5,5	...
França	9,7	9,6	9,6	9,8	10,0	10,0	...
Itàlia	8,4	8,4	8,6	9,2	10,0	10,7	...
Espanya	20,1	21,7	22,1	23,0	23,8	24,6	...

NOTES: (*) Saldos nets (diferència entre respostes positives i negatives, en percentatges). Enquestes de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació durant els pròxims tres mesos. Els valors oscil·len entre –100 (tots els entrevistats escullen l'opció negativa) i +100 (tots escullen la positiva).
(**) Percentatge sobre població activa.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, OCDE i elaboració pròpia.

Els indicadors d'opinió anticipen que la destrucció de llocs de treball prosseguirà en els pròxims mesos.

D'altra banda, la taxa d'atur del juny va romandre estable en l'11,2%, després d'un registre del maig que va ser revisat en una dècima a l'alça. Això representa un increment d'1,2 punts percentuals en relació amb la xifra d'un any enrere i es manté, així, en el màxim històric des del 1995. La divergència per països és molt àmplia, des del mínim d'Àustria, amb una taxa d'atur del 4,5%, fins al 24,8% d'Espanya.

Les perspectives per als pròxims mesos no són esperançadores. Els indicadors d'opinió de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació en els tres pròxims mesos apunten a noves pèrdues de llocs de treball, a un ritme accelerat, tant a la indústria com als serveis. Igualment, els resultats de l'última enquesta del Banc Central Europeu a experts en previsió econòmica durant el mes de juliol mostren una revisió a l'alça de la taxa d'atur esperada, de 0,2 i de 0,5 punts percentuals per al 2012 i el 2013, de manera que quedaria situada en l'11,2% i en l'11,4%, respectivament.

Una mica més optimistes són les dades dels costos laborals, ja que els indicadors mostren alguns signes de correcció de desequilibris que estan duent a terme els països de la zona de l'euro acollits als programes d'assistència financera. Si comparem l'evolució dels diferencials de creixement mitjà anual dels costos laborals unitaris a la zona de l'euro entre el 1999 i el 2007, abans de la crisi, i des del 2008 fins al primer trimestre del 2012, s'adverteix que, a

Irlanda, Espanya i Portugal, per exemple, s'ha recuperat una fracció important de les pèrdues de competitivitat registrades amb anterioritat (vegeu el gràfic anterior). És probable que Grècia també estigui duent a terme aquest procés, tot i que només tenim dades comparables fins al primer trimestre del 2011. Una part de l'ajust observat fins ara és el resultat de la destrucció d'ocupació en sectors de baix rendiment, en especial a Espanya i a Irlanda i, en menor mesura, a Portugal i a Grècia, factor que ha servit per incrementar la productivitat agregada. No obstant això, una altra part probablement reflecteixi, també, les mesures estructurals adoptades per facilitar l'aparellament dels costos salarials i de la situació financera de les empreses.

Preus: es manté l'estabilitat

Segons l'oficina d'estadística europea, Eurostat, l'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) del mes de juliol, a la zona de l'euro, es va mantenir en el 2,4% en taxa interanual, el mateix registre que al maig i al juny. La inflació subjacent, és a dir, sense l'energia ni els aliments no elaborats, va augmentar una dècima, fins a l'1,9% interanual.

Els grups amb un major impacte positiu sobre la taxa de variació de l'IPCH han estat els paquets de viatges (amb un creixement interanual del 13,5%), hotels (6,6%), transport aeri (11,3%) i fuel per al transport (0,5%). L'alça dels dos primers grups s'explica, principalment, per la temporada turística. En canvi, en transport aeri i fuel, el motiu principal cal buscar-lo en la interrupció de la tònica de moderació del preu del petroli a partir del juny.

En canvi, diversos epígrafs de la cistella del consumidor van contrarestar els grups anteriors i van evitar, així, l'alça de la inflació. En aquest sentit, vestit, amb una variació interanual del –14,5%, va rebaixar set dècimes la taxa de variació de l'IPCH i calçat (–11,9%) va fer-ho dues dècimes més. En els dos casos, el motiu va ser la temporada de rebaixes.

La dada sobre l'índex de preus al consum de la zona de l'euro amaga una certa heterogeneïtat entre els principals països. A Alemanya i a França, la inflació es manté estable al voltant del 2%, i s'espera que continuï en aquest nivell en els pròxims mesos. A Espanya, en canvi, malgrat que, actualment, es troba en registres semblants, patirà, en els pròxims mesos, un

A la zona de l'euro, la inflació roman ancorada en el 2,4%.

ZONA DE L'EURO: ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM HARMONITZAT (IPCH)

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Zona de l'euro							
IPCH	1,6	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4
IPCH subjacent	1,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,8	1,9
Índexs de preus de consum harmonitzat dels principals països							
Alemanya	1,1	2,5	2,7	2,7	2,4	2,1	1,9
França	1,7	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2
Itàlia	1,7	2,9	2,6	3,8	3,6	3,6	3,6
Espanya	2,0	3,1	2,9	2,7	1,9	1,9	2,2

FONT: Eurostat.

Les diferències d'inflació entre països són notables.

increment important, a causa de l'alça en l'impost sobre el valor afegit anunciat per al setembre.

Itàlia, que ja té una taxa d'inflació relativament elevada, concretament del 3,6%, podria patir un nou augment, malgrat que encara hi ha força incertesa sobre aquest tema. Al país transalpí, el tipus general de l'IVA és del 21,0% des del setembre de l'any passat, quan va pujar un punt percentual, i el Govern italià ha anunciat un nou increment de dos punts percentuals per a l'octubre d'enguany. No obstant això, al juliol, va anunciar una sèrie de retallades de la despesa pública per un import de 4.500 milions d'euros que permetria ajornar aquesta pujada fins al 2013.

El dèficit corrent de la zona de l'euro augmenta fins al 0,5% del PIB en el segon trimestre del 2012.

En qualsevol cas, en els pròxims mesos, es generaran dos grups entre els grans països de la zona de l'euro. Mentre que els registres d'Alemanya i de França es mantindran al voltant de les taxes actuals, Itàlia i Espanya presentaran registres superiors als del nucli dur europeu.

Aquests són alguns dels arguments que el Banc Central Europeu utilitza per argumentar que la inflació de la zona de l'euro es mantindrà per sota del 2% en el pròxim any. Tot i que el banc central assumeix que els riscos en el futur desenvolupament dels preus fluctuen tant a l'alça com a la baixa, recorda que la necessitat de consolidació fiscal d'alguns països i les pujades d'impostos indirectes representen un risc en la seva previsió.

Sector exterior: el dèficit corrent manté la tendència de millora

Durant el segon trimestre del 2012, el saldo corrent de la zona de l'euro va millorar en 4 dècimes i va assolir un superàvit del 0,5% del producte interior brut (PIB). Aquest increment respon, en gran part, al

SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Zona de l'euro							
Importacions	21,6	14,0	11,4	6,3	3,9	0,9	–
Exportacions	20,1	13,3	10,0	9,3	8,6	8,0	–
Balança comercial (1)	0,7	–9,2	–21,6	–9,2	9,4	40,1	–
Saldo balança corrent (2)							
Zona de l'euro	–0,1	0,0	–0,3	0,0	0,2	0,5	
Alemanya	*6,0*	*5,7*	*5,9*	*5,7*	*5,7*	*6,0*	–
França	*–1,6*	*–2,0*	*–2,2*	*–2,0*	*–1,9*	*–2,0*	–
Itàlia	*–3,5*	*–3,3*	*–3,7*	*–3,3*	*–2,6*	*–1,9*	–
Espanya	*–4,5*	*–3,5*	*–3,8*	*–3,5*	*–3,3*	–	–
Tipus de canvi euro/dòlar (3)	1,33	1,39	1,41	1,35	1,31	1,28	1,23
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,7	103,4	103,6	102,1	99,4	98,2	95,3

NOTES: (1) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(2) Saldo acumulat de 12 mesos en percentatge del PIB dels 4 últims trimestres.
(3) Valors superiors indiquen una apreciació de l'euro.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.
FONT: Eurostat.

bon comportament del saldo comercial, impulsat pel bon ritme de les exportacions i per l'alentiment de les importacions. Pel que fa a les importacions, esperem que la feblesa de la demanda interna a la zona de l'euro mantingui la tònica decreixent registrada en els últims mesos i assoleixi, fins i tot, taxes negatives.

En efecte, les importacions de béns van créixer el 0,9% interanual en el segon trimestre d'enguany. Aquesta xifra se situa 3,0 punts percentuals per sota de l'augment del primer trimestre i gairebé 13 punts també per sota del creixement registrat un any enrere. Pel seu costat, el creixement de les exportacions va ser del 8,0% interanual, un nivell similar al registrat durant el primer trimestre del 2012. Sens dubte, la depreciació de l'euro enfront de les principals divises internacionals va ajudar a mantenir aquest dinamisme.

Una anàlisi més detallada mostra que aquesta tendència s'ha mantingut als principals països de la zona de l'euro, amb noves millores del saldo corrent. No obstant això, hi ha diferències molt significatives entre els membres de la Unió Monetària. A tall d'exemple, els Països Baixos i Alemanya presentaven importants superàvits corrents en aquest període, del 9,3% i del 6,0% del seu PIB, respectivament. En contraposició, Grècia i Portugal mantenien desequilibris exteriors importants, del 8,9% del PIB en el cas de l'economia hel·lena i del 3,8% del PIB en el de la lusitana.

Malgrat que aquesta divergència encara és elevada, observem que s'ha reduït de forma gradual al llarg dels quatre últims anys. En aquest sentit, destaca la important correcció dels desequilibris exteriors registrats als països de la perifèria de la zona de l'euro, és a dir, Espanya, Irlanda Grècia i Portugal. Des del desembre del 2008, la millora del saldo corrent d'aquests quatre països supera els 6 punts percentuals. El cas contrari va succeir a Finlàndia i a Àustria, tot i que els seus saldos exteriors es mantenen encara en nivells sostenibles.

S'observen importants diferències entre els saldos corrents dels països.

En clau de futur, l'evolució del saldo corrent dels diferents països dependrà, en gran part, de la distribució geogràfica de les exportacions. L'atonia de la demanda interna a la zona de l'euro afectarà amb més intensitat els països amb una concentració més elevada de les exportacions cap al mercat comunitari. De fet, en termes agregats, s'observa que les exportacions a l'exterior de la zona de l'euro han crescut més que el comerç intracomunitari. Concretament, les exportacions acumulades entre l'abril del 2011 i el març del 2012 cap a països no pertanyents a la zona de l'euro van créixer el 9,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront de l'augment del 5,6% interanual registrat al mercat comunitari.

Les exportacions cap a països no pertanyents a la zona de l'euro creixen el 9,0% interanual.

Sector públic i governança: el mes de setembre és clau per al futur de la zona de l'euro

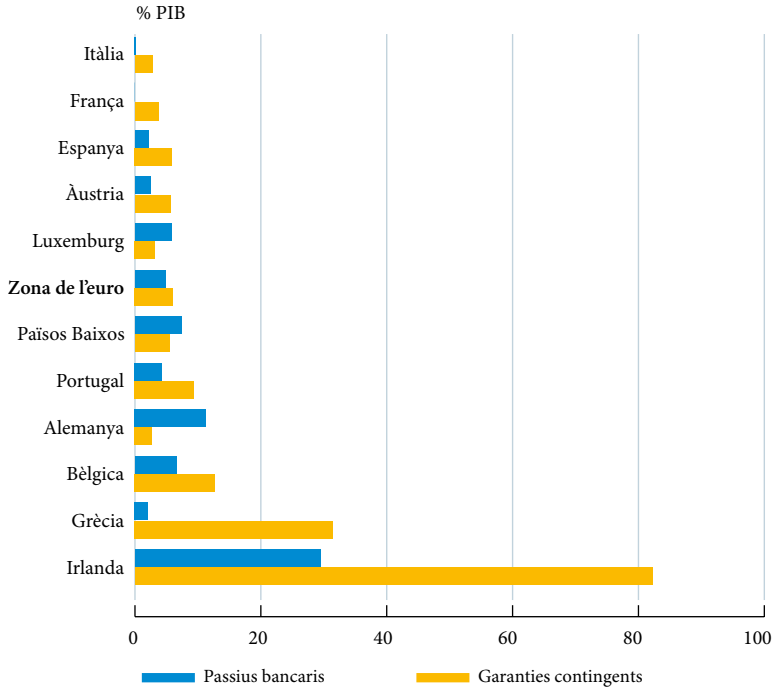
Arriba el mes de setembre i tornen les atapeïdes agendes polítiques dels líders europeus. Els esforços se centraran en l'estabilització de les tensions a la zona de l'euro, tant a nivell fiscal com bancari. No obstant això, no es tracta d'una empresa fàcil. L'elevada heterogeneïtat entre els diferents països de la Unió Monetària dificulta la implementació de polítiques efectives que satisfacin la majoria de socis europeus.

Les noves dades de deute públic relatives al primer trimestre de l'any reflecteixen aquestes divergències entre els països de la zona de l'euro. El deute públic del conjunt de la zona de l'euro equivalia al 88,2% del seu producte interior brut (PIB). Aquest nivell és relativament confortable si es compara amb el d'altres països desenvolu-

El deute públic de la zona de l'euro augmenta fins al 88,2% del PIB.

ELEVAT RISC BANCARI EN MANS DEL SECTOR PÚBLIC EN ALGUNS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Ajuts públics al sector bancari



FONT: Eurostat.

La relació entre risc bancari i risc sobirà s'ha intensificat des de l'inici de la crisi financera.

pats, com els Estats Units i el Japó, on el deute públic es va situar, al final del 2011, en el 102,8% i en el 229,9% del PIB, respectivament. No obstant això, les diferències entre els països membres de la zona de l'euro són significatives.

Concretament, el deute públic de Finlàndia i dels Països Baixos va arribar, en el primer trimestre de l'any, al 48,7% i al 66,8% del PIB, respectivament. A Alemanya i a França, es va situar en el 81,6% i en el 89,2% del PIB, respectivament, tot i que amb tendències visiblement diferents. Així, el deute germànic es mantenia gairebé constant, mentre que el gal augmentava en 3,2 punts percentuals en relació amb el 2011 i superava l'objectiu de deute fixat per al conjunt de l'any. Per la seva banda, a Grècia, Itàlia, Portugal, Irlanda i Bèlgica, l'endeutament públic superava el producte interior brut. En el cas espanyol, la ràtio d'endeutament públic es va situar en el 72,1% del PIB en el primer trimestre de l'any. Malgrat ser comparativament reduït, es preveu que aquest nivell creixi intensament al llarg del 2012. L'aprovació d'un paquet d'ajuda pública al sector bancari, que, probablement, se situarà al voltant dels 60.000 milions d'euros, és un dels principals factors que explicaran aquest creixement.

En aquest sentit, des de l'esclat de la crisi financera, la relació entre el risc sobirà i el risc bancari als països de la zona de l'euro s'ha intensificat de forma significativa. Com ho mostra el gràfic anterior, els passius bancaris en mans del sector públic representen el 4,1% del PIB de la zona de l'euro. Si es tenen en compte les garanties contingents, és a dir, la cobertura, per part del sector públic, d'una part dels deutes del sistema bancari en cas de fallida, aquesta

xifra augmenta fins a l'11,0% del PIB. Una vegada més, les diferències entre països són molt importants. Per exemple, les ajudes del sector públic irlandès al sector financer han incrementat el deute públic del país en 29,5 punts percentuals, mentre que, a països com Itàlia o França, l'impacte ha estat gairebé nul.

En aquest context, és clau trencar la relació entre el risc bancari i el risc sobirà i, per aquest motiu, és imprescindible la creació d'un sistema de supervisió i de regulació europeu. En aquest sentit, la reunió del Consell Europeu del setembre ha generat moltes expectatives, ja que s'espera que es comencin a concretar detalls importants.

Hi ha altres cites del mes de setembre que marcaran el *tempo* de la crisi, entre les quals destaca el resultat de les diferents reunions que el primer ministre grec, Antonis Samaras, tindrà amb els principals líders europeus per tractar d'ampliar els terminis del procés de consolidació fiscal del país hel·lè. Una sol·licitud que sembla difícil que sigui acceptada, tenint en compte els dubtes existents en alguns països sobre la solvència del país grec. Aquest és el cas dels Països Baixos, on l'euroescepticisme ha marcat la campanya de les eleccions generals del 12 de setembre, el resultat de les quals és, per tant, molt important. També és de summa importància la sentència que ha d'emetre el Tribunal Constitucional alemany sobre els recursos d'oposició al pacte fiscal i al MEDE.

S'esperen avanços cap a la unió bancària en la propera reunió de l'ECOFIN del setembre.

El marc de resolució de crisis: un primer pas cap a la unió bancària

Una de les iniciatives de reforma bancària més prometedores és la creació dels anomenats mecanismes de gestió de crisis. En essència, es tracta de crear un marc regulador que faciliti el procés de fallida ordenada d'un banc, el qual, per les característiques del sistema financer, requereix de més temps i de més recursos que un procés de fallida tradicional. Es pretén adaptar el procés perquè una autoritat de resolució pugui decretar la no viabilitat d'una entitat abans que la seva insolvència es reflecteixi en el seu balanç i, a partir d'aquí, tutelar un procés que dugui a la liquidació ordenada dels actius de l'entitat o, en el millor dels casos, a la creació d'una nova entitat amb la part de negoci que encara sigui viable.

Un bon marc de gestió de crisis hauria de minimitzar el cost per a la societat de la fallida d'un banc, sense posar en perill l'estabilitat del sistema. Per aconseguir-ho, el marc hauria de contenir quatre elements bàsics.

En primer lloc, un treball preparatori a les entitats financeres, en especial les sistèmiques, per facilitar que, si arriba el cas, puguin ser liquidades al mínim cost i sense perjudicar l'estabilitat del sistema. Aquests treballs inclouen la confecció de «testaments vitals», amb informació sobre els procediments que s'haurien de seguir per assolir aquest objectiu, així com possibles reorganitzacions de grups massa complexos per fer-los més senzills de desmantellar.

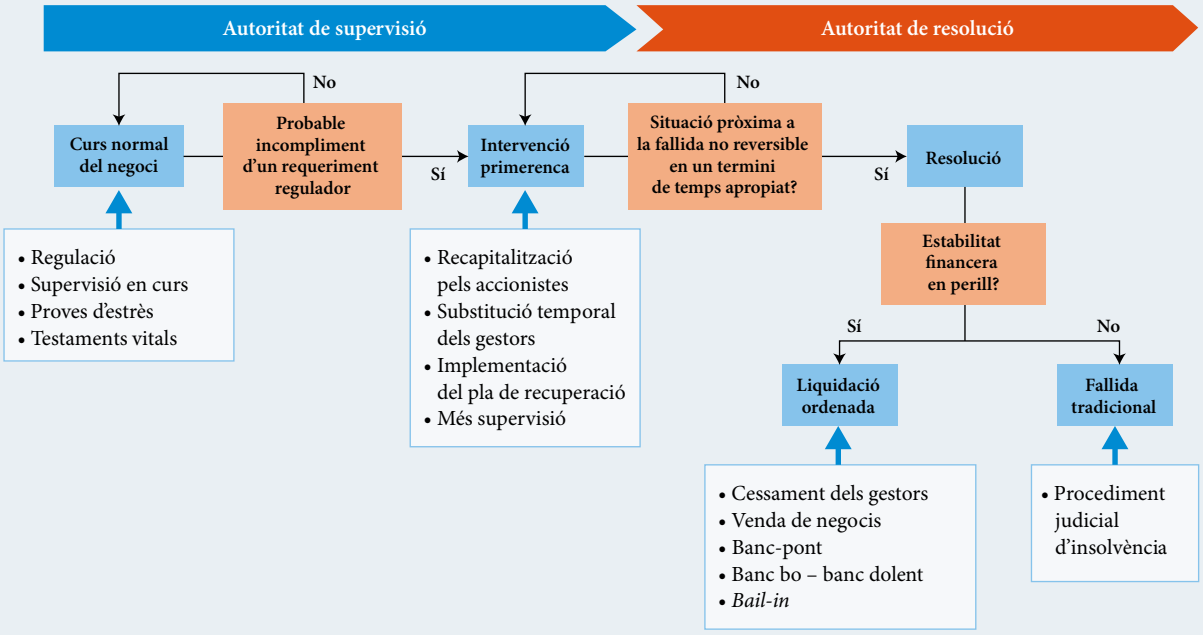
En segon lloc, hauria d'existir una autoritat de resolució capaç de decretar la no viabilitat d'una entitat, assegurar la provisió dels serveis bàsics (els dipòsits i el sistema de pagaments) i repartir de forma adequada les pèrdues entre accionistes i creditors. Amb aquesta finalitat, l'autoritat hauria de poder reemplaçar l'equip gestor, vendre o reca-

pitalitzar l'entitat sense el consentiment dels accionistes i reestructurar-ne els passius. La provisió de serveis bàsics es podria mantenir amb la creació, a partir de parts del negoci, de «bancs-pont», que, amb posterioritat, serien venuts, o d'un model de «banc dolent - banc bo». No obstant això, la peça clau i més delicada és l'anomenat *Bail-in*, la finalitat del qual és fer partícips de les pèrdues els creditors. Aquest instrument permet establir un quitament sobre el principal que tenen dret a percebre els creditors de l'entitat o, alternativament, convertir-lo en accions amb què recapitalitzar-la. Això hauria d'incrementar la sensibilitat dels creditors davant el cost d'una fallida i, en conseqüència, incentivar-los perquè exerceixin un major seguiment del risc assumit per l'entitat.

El tercer element fa referència al finançament de les entitats que es trobin en procés de resolució. La liquidació ordenada d'una entitat financera sol requerir la injecció de fons, per exemple per donar liquiditat al banc-pont mentre se'n concreta la venda. Mantenir un fons de resolució, finançat *ex ante* pel conjunt d'entitats, és una bona solució, ja que permet disposar de forma immediata dels recursos necessaris. D'altra banda, el fons de garantia de dipòsits (FGD) també ha de contribuir amb recursos al procés de resolució, ja que una part de la liquiditat és necessària per mantenir l'operativa dels dipositants de l'entitat. El més adequat seria establir una contribució equivalent a les pèrdues que patiria el FGD si se seguís un procediment de fallida ordinària. Finalment, si aquests recursos no fossin suficients, l'autoritat haurà d'establir un mecanisme per recuperar *ex post* qualsevol injecció de diners públics. D'aquesta manera, es pretén que els costos per al contribuent siguin els mínims possibles.

L'últim element d'un bon marc de gestió de crisis és el disseny del procediment d'intervenció. És imprescindible detectar qualsevol feblesa de les entitats amb prou temps per corregir-les i evitar que desencadenin tensions en el sistema. Per la quantitat d'informació a la seva disposició, el supervisor és qui està en una millor situació per rea-

ESQUEMA DE FUNCIONAMENT DEL MECANISME DE GESTIÓ DE CRISIS



FONT: Elaboració pròpia.

litzar aquesta tasca i hauria de gaudir de prou poder per realitzar una intervenció ràpida en detectar els primers signes de feblesa (vegeu el gràfic anterior). Si, malgrat la intervenció, les febleses s'agreugen, l'imperatiu passa a ser prevenir situacions d'excessiva incertesa que pertorbin el bon funcionament del sistema financer i determinar si l'entitat pot ser viable per mitjans propis en un termini raonablement curt de temps. Per dur a terme aquesta tasca, pot resultar convenient emprar una autoritat de resolució diferent del supervisor, ja que hi ha el risc que el supervisor ajorni massa la seva decisió (perquè la interacció freqüent amb l'entitat podria fer que fos massa indulgent o per no haver de reconèixer els seus errors en la fase prèvia).

Sobre la base d'aquests elements, la Comissió Europea va presentar, al juliol, la seva proposta de marc de gestió de crisis,[1] que s'ha arribat a interpretar com el primer pas cap a la unió bancària. No obstant això, malgrat l'harmonització que representa i els elements de coordinació entre estats que introdueix, la proposta actual resulta insuficient per aconseguir-la. Així, quan un estat hagi esgotat el seu fons de resolució, la proposta obliga els fons de la resta de països a prestar-li una part dels seus recursos. No obstant això, aquest fet no trenca el vincle entre risc bancari i risc sobirà, ja que el cost de resolució continua recaient sobre el tresor de l'Estat membre mentre no aconsegueixi recuperar-lo per la via de noves contribucions del seu sistema financer. Un altre exemple d'insuficiència és la norma sobre l'assistència financera intragrups transfronterers. Els estats hauran de permetre que entitats pertanyents a un grup transfronterer prestin ajuda financera a parts del grup en un altre Estat membre, tot i que, per fer-ho, necessitaran l'autorització del supervisor nacional. Així, doncs, els problemes de coordinació entre països que han agreujat la crisi d'alguns grups no queden del tot eliminats, ja que la proposta continua deixant oberta la porta a actituds proteccionistes, com el blindatge d'actius.

Una veritable unió bancària no s'assolirà sense un únic fons de resolució, possiblement vinculat a un únic fons de garantia de dipòsits, que tingui el suport d'algun tipus de mecanisme de solidaritat entre països per aportar recursos públics si fos necessari. Lògicament, mantenir llavors les autoritats nacionals de resolució seria impracticable, ja que no oblidem que aquestes autoritats tindrien potestat per decidir el repartiment de pèrdues entre els accionistes del banc domèstic, els creditors i el contribuent europeu. No obstant això, la creació d'una autoritat de resolució a nivell europeu és un assumpte complex. D'una banda, implicarà la cessió, per part dels estats, d'una certa sobirania en matèria de redistribució i de recaptació. De l'altra, la ràpida intervenció en entitats pròximes a la fallida que es persegueix comportarà, necessàriament, la presa de decisions ràpides i amb informació imperfecta, que poden tenir fortes repercussions polítiques i econòmiques. Això exigirà un cert control *ex post*, potser polític, de les decisions de l'autoritat, la qual cosa fa que no sigui aconsellable afegir aquesta funció a les tasques de supervisió encomanades recentment al BCE.

Atès el que s'ha exposat, no sembla que la unió bancària s'hagi d'assolir de forma ràpida. Així i tot, el rescat de la banca espanyola podria acabar establint els fonaments d'una autoritat de resolució europea. Al cap i a la fi, el rescat comporta decidir el mecanisme europeu que cal utilitzar per injectar els fons als bancs, i una gran part de les condicions imposades responen als principis del mecanisme de gestió de crisis proposat per Brussel·les. Potser això proporcioni els elements i l'experiència necessaris per traçar un full de ruta que ens permeti avançar amb passos ferms cap a la unió bancària.

(1) «EU framework for bank recovery and resolution», Proposta de Directiva, COM(2012) 280/3. En el moment d'escriure aquest requadre, el Govern espanyol està en fase d'elaboració d'un nou marc de resolució de crisis per al sistema financer espanyol que respon als principis de la Directiva.

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

Estalvi i finançament: el BCE guanya protagonisme

El BCE manifesta que l'euro és irreversible.

El Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) celebrat el passat 2 d'agost va marcar un punt d'inflexió en la voluntat d'aquesta institució d'intervenir en la crisi del deute sobirà. El BCE mostra preocupació per les distorsions en els preus del deute de certs països en què les primes de risc reflecteixen, en part, la possible sortida de l'euro i dificulten el funcionament de la política monetària. En aquest sentit, es mostra disposat a adoptar mesures extraordinàries per mantenir la unitat de la moneda única, tot i que la seva actuació està supeditada a la petició d'ajuda per part dels països afectats als fons europeus (FEEF/MEDE) i a l'acceptació de les condicions associades.

Continua el procés de despalanquejament de les empreses i de les llars.

Les tensions en alguns mercats de deute sobirà i el procés d'ajust dels balanços del sector bancari han afectat les condicions de finançament dels sectors no financers. No obstant això, les intervencions de l'Eurosistema per alleujar aquestes tensions han fet que l'accés al crèdit no s'hagi reduït de forma dràstica per al conjunt de la zona de l'euro. En particular, el crèdit a les societats no financeres va registrar una caiguda del 0,3% interanual al juny per a la zona de l'euro. El crèdit a les llars va continuar el procés d'alentiment i, al juny, va créixer, només, l'1,1% interanual.

Els resultats de l'enquesta sobre préstecs bancaris per al segon trimestre del 2012 mostren un nou enduriment en els criteris d'aprovació dels préstecs a les empreses i a les llars per part de les entitats financeres.

ZONA DE L'EURO: FINANÇAMENT I DIPÒSITS DELS SECTORS NO FINANCERS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Finançament al sector privat (1)							
Societats no financeres	–0,9	2,0	2,3	1,9	0,7	0,2	...
Llars (2)	2,7	2,8	2,7	2,3	1,8	1,3	...
Dipòsits							
Dipòsits a la vista	9,1	1,2	0,8	1,0	1,5	2,2	...
Altres dipòsits a curt termini	–5,6	2,6	3,4	2,3	2,7	2,8	...
Instruments negociables	–7,7	1,1	2,7	3,5	3,1	4,4	...
Tipus d'interès del mercat monetari (%)							
Repo BCE	1,00	1,30	1,50	1,30	1,00	1,00	0,75
Euríbor a 3 mesos	0,80	1,39	1,56	1,50	1,04	0,70	0,66
Euríbor a 12 mesos	1,35	2,01	2,12	2,05	1,67	1,29	1,22
Tipus d'interès de préstecs i dipòsits (%)							
Crèdit a les societats no financeres (3)	2,2	2,8	2,9	3,0	2,7	2,6	...
Préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge (4)	2,7	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2	...
Dipòsits fins a 1 any de les llars	2,1	2,6	2,7	2,8	2,9	2,7	...

NOTES: (1) Dades ajustades d'efectes estacionals, calendari, vendes i titulitzacions.
(2) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
(3) Crèdits superiors a un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.
(4) Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.
FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Aquesta evolució va ser menys favorable del que s'esperava en l'enquesta realitzada tres mesos enrere, possiblement a conseqüència de l'elevada incertesa i de l'afebliment de l'activitat econòmica de la zona de l'euro.

Al mateix temps, es va registrar una caiguda significativa de la demanda de crèdit dels sectors no financers, tot i que a un ritme més lent que en el primer trimestre. Segons les entitats financeres enquestades, la caiguda de la demanda de crèdit per part de les empreses va ser impulsada, principalment, per la reducció en inversió en capital fix. En els pròxims trimestres, s'espera que els factors de demanda continuïn determinant la contracció del crèdit a les empreses i a les llars.

Els préstecs a les empreses i a les llars van experimentar una reducció del tipus d'interès durant el primer semestre del 2012 per al conjunt de la zona de l'euro. Així, el tipus d'interès dels crèdits a les societats no financeres ha passat del 3,0% del final del 2011 al 2,6% del mes de juny. No obstant això, aquesta evolució dels tipus d'interès és deguda, en gran part, a la caiguda dels tipus de referència després que el BCE reduís en 25 punts bàsics els tipus d'interès oficials al juliol. Si ens fixem en el diferencial entre els tipus d'interès dels crèdits i els tipus del mercat monetari, observem que aquests últims han augmentat de forma significativa durant el primer semestre del 2012. Per exemple, el diferencial per als crèdits a les societats no financeres ha passat de l'1,5% del final del 2011 al 2,1% del juny.

Cal destacar que l'evolució de les condicions de crèdit és molt dispar en funció dels països. En particular, els països més afectats per la crisi del deute sobirà han experimentat una contracció del crèdit més intensa i un enduriment més fort de les condicions d'accés al crèdit. Aquestes diferències han crescut tant que el BCE ha apuntat la necessitat d'adoptar mesures extraordinàries de política monetària per homogeneïtzar les condicions financeres de la zona de l'euro. Però el BCE no pot foragitar aquestes tensions aïlladament. Perquè aquestes tensions desapareguin definitivament, és necessari avançar en el sanejament dels comptes públics, en les reformes estructurals i en la construcció de les institucions europees. Només llavors la continuïtat de l'euro estarà garantida.

El BCE redueix en 0,25% els tipus d'interès de referència...

Europa emergent: deteriorament de l'activitat, però alleujament financer

Al llarg de 2012, dues preocupacions han centrat l'atenció sobre les perspectives de creixement a l'Europa emergent. La primera, els efectes que la caiguda del creixement a la zona de l'euro puguin tenir sobre l'activitat a la regió. La segona, la intensitat de les repercussions financeres de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro. Després de superar l'equador de l'exercici, l'evolució del primer d'aquests fronts, el de l'activitat, s'ha tornat obertament preocupant. En canvi, el segon, el relacionat amb l'estrès financer, s'ha mitigat en part, com ho evidencia el clar relaxament de les primes de risc des del començament de l'any. El resultat conjunt d'aquestes tendències és que les perspectives de creixement per al 2012 i el 2013 s'han erosionat, però no en un grau extrem.

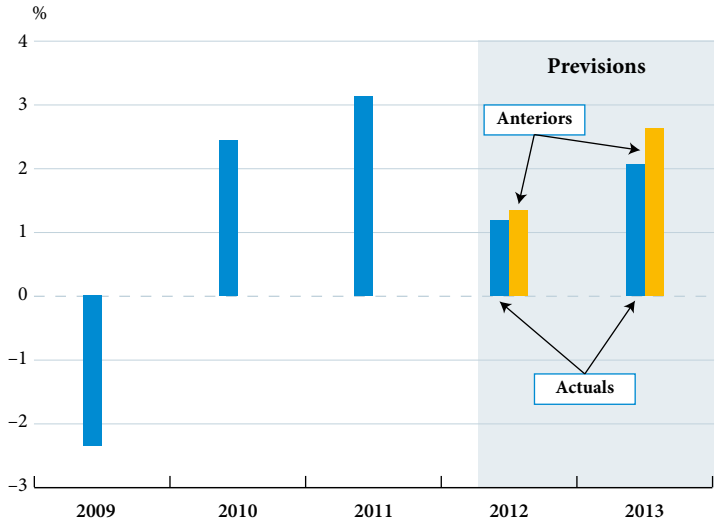
...però els diferencials de tipus d'interès de crèdits a les empreses i a les llars s'incrementen.

El punt de partida per a aquesta revisió el proporcionen les dades de creixement del PIB del segon trimestre. Malgrat el seu caràcter preliminar, i tot i que no es disposa encara de la xifra relativa a Polònia, la informació de la comptabilitat trimestral confirma que la regió continua circulant a dues velocitats diferents: la de les economies en situació d'elevada feblesa del creixement i la de les economies que es beneficien d'un ritme de creixement relativament dinàmic.

A l'Europa emergent, continua preocupant l'impacte de la caiguda de l'activitat a la zona de l'euro i de la crisi financera del deute...

L'EUROPA EMERGENT CREIXERÀ MENYS DEL QUE ESTAVA PREVIST

Creixement real (*)



NOTA: (*) Mitjana ponderada de Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania.
FONTS: Oficines nacionals d'estadística, Eurostat i elaboració pròpia.

...tot i que l'estrès financer remet des de l'inici de juny.

En la primera d'aquestes tessitures, es troben la República Txeca (que suma ja tres trimestres consecutius amb reculades intertrimestrals del PIB), Hongria (dos trimestres de caiguda intertrimestral del PIB) i Romania (que, malgrat un creixement positiu en el segon trimestre, ve d'un semestre amb el PIB en descens). En la segona, hi ha Eslovàquia (amb un avanç del 0,7% intertrimestral del PIB en el segon trimestre, xifra gairebé idèntica a la dels tres trimestres anteriors) i Polònia (on es preveu que el creixement sigui, en el segon trimestre, de l'ordre del 0,4%).

Al grup de les economies de baix creixement, conflueixen dues tendències: l'existència d'uns estrets llaços comercials i financers amb la zona de l'euro i l'esforç per mantenir una política econòmica poc expansiva. Malgrat aquesta coincidència, els motius subjacents a aquesta opció de política econòmica són diametralment oposats. Així, Hongria tracta de reconduir el dèficit públic per garantir una futura assistència financera multilateral que li permeti evitar dificultats de finançament extern. Romania, en canvi, es manté sota les coordenades que estableix el seu programa actual amb el Fons Monetari Internacional (FMI) i amb la Unió Europea (UE). Finalment, la República Txeca ha pres el camí de l'ortodòxia de la política fiscal com a estratègia voluntària per mantenir la credibilitat internacional entre les millors de la regió. Les diferències entre les dues situacions es posen de manifest en la diferent percepció del risc que mostren els inversors internacionals. Mentre la prima de risc (mesurada pel cost d'assegurar l'impagament del bo a tres anys) se situa per sota dels 75 punts bàsics a la República Txeca, es manté en la zona dels 400 punts bàsics a Hongria i en la dels 300 punts bàsics a Romania.

En el segon trimestre, clara distinció entre les economies febles com la República Txeca, Hongria i Romania...

Malgrat aquests nivells relativament elevats en el cas d'Hongria i de Romania, cal destacar que els forts vaivens de la prima de risc dels països perifèrics de la zona de l'euro no han impedit que el risc-país hagi disminuït sensiblement a les economies

magiar i romanesa. Això és degut, en gran part, al paper d'àncora de la confiança que juga l'ajuda financera de l'FMI i de la UE (efectiva o esperada, en funció del cas). A Hongria, el procés de negociació de l'assistència financera del Fons es va iniciar cap a la meitat de juliol. La següent ronda es realitzarà al setembre, i s'espera que, durant l'últim trimestre, es faci efectiva l'ajuda. Aquestes expectatives han contribuït a relaxar l'estrès financer sobre l'economia magiar. En el cas romanès, la confiança internacional s'ha posat a prova amb el procés de destitució del president del país per part del Parlament. Malgrat els dubtes expressats per la UE sobre la constitucionalitat del procediment, el fet que el país es mantingui fidel a les coordenades del programa amb l'FMI ha proporcionat tranquil·litat als inversors internacionals.

Pel que fa al segon grup, el format per Eslovàquia i Polònia, la seva anàlisi permet oferir un contrapunt dels desenvolupaments acabats de presentar. Eslovàquia manté uns vincles amb Alemanya i amb altres economies centrals de la UE tan estrets com els de la República Txeca. No obstant això, fins avui, la posada en marxa de certs projectes de producció automobilística i una política fiscal moderadament anticíclica han permès que el país gaudeixi d'un ritme excel·lent d'activitat. Encara més diferenciat és el cas de Polònia, on la demanda interna continua exhibint un cicle notablement dissociat de l'advers entorn exterior.

...i les més dinàmiques com Polònia i Eslovàquia.

A partir d'aquesta situació, com a tònica general, s'espera que, en el tercer trimestre, s'assisteixi a un moderat empitjorament addicional de l'activitat, una tendència que, pel que sembla, confirmen de forma incipient les dades de sentiment econòmic del juliol. Així i tot, si l'evolució financera constatada fins ara es manté (és a dir, les primes de risc continuen lliscant a la baixa a Hongria i a Romania i es mantenen contingudes a la resta d'economies de la regió) i les perspectives considerades per a la zona de l'euro es confirmen (implicant una suau recuperació a partir del començament del 2013), és probable que, al llarg d'aquest tercer trimestre i de l'últim del 2012, les cinc economies hagin tocat fons. Cap a la meitat del 2013, el cicle alcista de l'Europa emergent hauria de ser més apreciable. A nivell quantitatiu, aquest escenari es concreta amb uns creixements mitjans de l'ordre de l'1,2% el 2012 i del 2,1% el 2013 (moderadament per sota dels esperats abans de l'estiu).

S'espera que el creixement, tant el 2012 com el 2013, sigui inferior al previst.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Grècia, Espanya i la desacceleració del creixement mundial centren l'atenció dels mercats.

Esperant esdeveniments

El panorama estival s'està caracteritzant per una tensa espera dels episodis decisius que s'acosten en la crisi de la zona de l'euro. Grècia i Espanya són els principals focus de preocupació. El país hel·lè ha sol·licitat més temps per aplicar els ajustos i les reformes compromesos, però els socis europeus no es pronunciaran fins al setembre. Espanya està pendent d'implementar els termes i les condicions del rescat destinat a la banca ja acordat, amb un calendari que guanya intensitat també a partir del setembre. La lenta materialització dels acords del Consell Europeu del 29 de juny sobre la «unió bancària» i les reticències del BCE a intervenir als mercats de deute sobirà han contribuït a alimentar la inquietud dels inversors. A tot plegat s'han sumat les evidents dificultats de la nostra economia per reduir el dèficit públic, que han obligat a adoptar noves mesures fiscals d'efectes incerts. Arran d'aquestes circumstàncies, l'atenció dels inversors globals està posada en si el Govern d'Espanya apel·larà, finalment, al fons de rescat europeu per a un segon programa d'ajuda de més envergadura.

Mentrestant, la desacceleració del ritme d'activitat econòmica global i el deteriorament de les expectatives de creixement de cara als pròxims anys són un altre obstacle incòmode al qual s'enfronten els mercats financers. Com a contrapunt, en les últimes setmanes, ha crescut entre els inversors l'esperança que els bancs centrals puguin fer ús de noves mesures quantitatives per sostenir i, si és possible, impulsar l'afeblit pols econòmic i financer global.

La majoria de bancs centrals relaxen la política monetària.

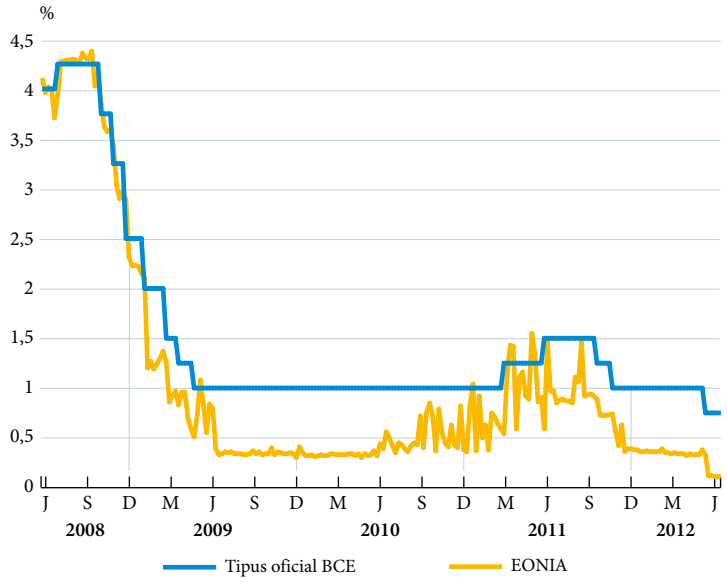
Les autoritats monetàries juguen les seves cartes

El paper dels bancs centrals en l'escenari econòmic i financer actual és essencial. Sota la premissa de la recerca de l'estabilitat financera i econòmica, les autoritats monetàries doten les seves polítiques d'un perfil clarament expansiu i es basen en l'ús de diverses eines de caràcter extraordinari i innovador. Simultàniament, per potenciar els resultats de les seves actuacions i aconseguir que siguin duradors en el temps, els banquers centrals reclamen l'aportació dels líders polítics en forma de reformes estructurals ambicioses i d'ajustos fiscals profunds. Aquest és, clarament, el cas de la zona de l'euro i dels Estats Units.

Durant els mesos de juliol i d'agost, les actuacions del Banc Central Europeu (BCE) han protagonitzat una gran part dels titulars sobre els mercats financers mundials. L'augment excepcional de la prima de risc sobirana de diversos països de la perifèria i el deteriorament de les expectatives de creixement de la regió han empès el Consell de l'entitat a adoptar mesures d'especial rellevància, entre les quals destaca, en primer lloc, la rebaixa històrica del tipus d'interès rector, fins al 0,75%, i la del tipus d'interès de la facilitat de dipòsit, fins al 0%. Amb aquestes retallades, el BCE pretén relaxar les condicions monetàries i financeres generals i millorar l'eficiència dels mecanismes de transmissió del crèdit a la zona de l'euro. Mitjançant la rebaixa del tipus rector, busca l'abaratiment del cost de finançament a llarg i a mitjà termini i, amb la del tipus de dipòsit, vol dinamitzar l'activitat del mercat interbancari.

EL BCE FLEXIBILITZA LA POLÍTICA MONETÀRIA

Tipus d'interès oficial del BCE i tipus EONIA



FONT: Bloomberg.

La segona mesura de rellevància ha estat la declaració del posicionament oficial del BCE sobre la intervenció als mercats de deute dels països de la perifèria. Aquest ha estat un tema central de debat durant els últims mesos, i la confusa política de comunicació del president del BCE, Mario Draghi, ha tingut un impacte considerable sobre els mercats globals. Al començament, i en el marc d'una xerrada de caràcter no oficial, Draghi va fer les següents declaracions sobre l'evolució de la crisi de la zona de l'euro: «Dins el nostre mandat, el BCE està disposat a fer tot el necessari per preservar l'euro. I, creguin-me, serà suficient». La reacció dels mercats financers a les seves paraules va ser immediata, ja que es va desencadenar un procés de reducció dels diferencials del deute sobirà d'Espanya i d'Itàlia amb l'alemany. Però aquest optimisme va durar poc. Després de la reunió periòdica del Consell de Govern de l'entitat, Draghi va exposar que hi ha estrictes condicions a l'actuació del BCE. En concret, la institució estarà disposada a comprar deute sobirà dels països sempre que els seus governs hagin sol·licitat prèviament ajuda al fons de rescat europeu vigent (FEEF/MEDE). Addicionalment, va comentar que, en cas d'intervenció, les compres de deute sobirà se centrarien en el tram curt de la corba, és a dir, en els venciments entre 1 i 3 anys. Tot i que aquesta puntualització ha propiciat un descens considerable de les rendibilitats dels bons espanyols i italians a 2 anys, no ha estat ben rebuda per part de la majoria d'observadors, que consideren que encara falta concretar aspectes com la quantia de la compra de deute i en quins termes interactuarà amb el FEEF/MEDE.

El BCE abaixa els tipus d'interès oficials fins a mínims històrics.

En qualsevol cas, des del BCE, es continua demanant als governs de la zona de l'euro que adoptin les mesures fiscals i estructurals necessàries per assolir un major grau d'estabilitat i de competitivitat. Per la seva banda, l'entitat s'ha compromès a col·laborar en el disseny i en la implementació del

El BCE condiciona la compra de deute públic de la perifèria al fet que els països acudeixin prèviament al FEEF.

El BCE reclama als governs europeus que continuïn realitzant reformes fiscals i estructurals.

full de ruta per a la «unió bancària», en què es contemplaria la creació d'un supervisor bancari únic i la possibilitat de flexibilitzar les capacitats dels fons de rescat (tal com es va concloure en el Consell Europeu del 28 i 29 de juny).

La Fed manté l'estratègia monetària amb la finalitat de donar sostenibilitat al creixement econòmic.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha mantingut l'estratègia de política monetària després de l'ampliació de l'«Operació Twist» anunciada al juny. Segons Ben Bernanke, màxima autoritat de l'entitat, les dades recollides durant el primer semestre de l'any evidencien que l'activitat econòmica domèstica s'ha alentit a un ritme superior a l'estimat inicialment. Els modestos avanços observats en els principals indicadors (consum privat, inversió i ocupació) fan preveure que el nivell de creixement dels pròxims trimestres es mantindrà al voltant del 2,5%. Però, addicionalment, els responsables de la Fed identifiquen dos clars factors de risc que podrien comprometre les perspectives de creixement. Un és l'agreujament de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro i l'altre és el conegut com *fiscal cliff* o «precipici fiscal». Si els dos grups parlamentaris no arriben a un acord sobre aquest tema, l'1 de gener del 2013, es produirà una contracció fiscal automàtica, ja que expiraran les retallades fiscals de l'era Bush. S'estima

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						
2011									
Juliol	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agost	1,50	1,54	2,09	0,25	0,33	0,19	0,50	0,89	0,10
Setembre	1,50	1,55	2,08	0,25	0,37	0,19	0,50	0,95	0,15
Octubre	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Novembre	1,25	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Desembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
2012									
Gener	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrer	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Març	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Maig	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Juny	1,00	0,65	1,21	0,25	0,46	0,20	0,50	0,90	0,09
Juliol	0,75	0,39	0,95	0,25	0,44	0,20	0,50	0,74	0,08
Agost (1)	0,75	0,34	0,88	0,25	0,43	0,19	0,50	0,70	0,00

NOTES: (1) Dia 16.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%), 5-07-12 (0,75%).

(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.

que aquest fenomen podria representar una caiguda brusca del PIB nord-americà, canalitzada a través del descens de la despesa pública i de l'augment de la càrrega impositiva.

Atesos aquests factors, la Fed ha mantingut el tipus d'interès oficial en el rang del 0%-0,25%, amb la finalitat de facilitar la creació d'ocupació i de preservar l'estabilitat dels preus. Addicionalment, la institució ha comunicat la continuïtat dels diferents programes de reinversió dels cupons i el principal de les obligacions i de les cèdules hipotecàries, així com l'ampliació de la durada mitjana de la cartera de deute (Operació Twist). No obstant això, ateses les traves a les quals s'enfronta l'economia nord-americana, en les últimes setmanes, s'han aixecat veus, dins i fora de la institució, que apunten a la necessitat que la Fed introdueixi algun estímul monetari addicional en l'economia. Les principals propostes giren al voltant de la possibilitat que el banc central opti per una recomposició de l'actiu mitjançant una nova extensió de l'Operació Twist o substituint *treasuries* per bons hipotecaris. Els mesos de juliol i d'agost han estat camp abonat per al debat i per als rumors sobre aquesta qüestió. S'espera un pronunciament oficial en la reunió del 13 de setembre, que anirà seguida d'una roda de premsa en què Ben Bernanke podrà donar detalls.

Pel que fa a la situació als països emergents, a mesura que transcorren els mesos, es confirma que el procés de relaxament de les condicions monetàries adquireix més intensitat i cada vegada engloba més països. Els indicadors econòmics mostren encara una tendència a la feblesa, mentre que la inflació sembla continguda (tot i que, recentment, ha aparegut un problema en forma d'alça del preu dels aliments, en gran part per qüestions meteorològiques). En aquest context, l'objectiu prioritari dels bancs centrals és apuntalar el creixement, principalment a través de l'estímul de la demanda domèstica, per compensar, així, l'impacte negatiu de la feblesa econòmica a Europa i als Estats Units sobre les exportacions. Durant l'estiu, els bancs centrals de la Xina i del Brasil han aplicat noves mesures d'expansió monetària. A la Xina, l'afebliment de les principals variables de creixement ha empès l'autoritat monetària a rebaixar el tipus d'interès oficial, fins al 6%, i el tipus de la facilitat de dipòsit. En el cas del Brasil, tot i que era una mesura descomptada, en gran part, pels inversors, el banc central va realitzar la vuitena rebaixa del tipus interès oficial, fins al 8%.

Molts analistes esperen que la Fed es decanti per l'ús de nous estímuls monetaris.

En aquest context, els tipus d'interès interbancaris de la zona de l'euro han evolucionat a la baixa arran de la retallada dels tipus oficials realitzada pel BCE al juliol. En concret, l'euríbor a 12 mesos s'ha situat en el 0,89%, nivell mínim des de la creació de l'euro. De la mateixa manera, la decisió del BCE d'eliminar la retribució dels dipòsits bancaris a les seves arques ha intensificat la caiguda de l'EONIA (tipus d'interès mitjà de l'euro a un dia) fins al 0,11%.

La Xina i el Brasil abaixen els tipus oficials per apuntalar el creixement econòmic.

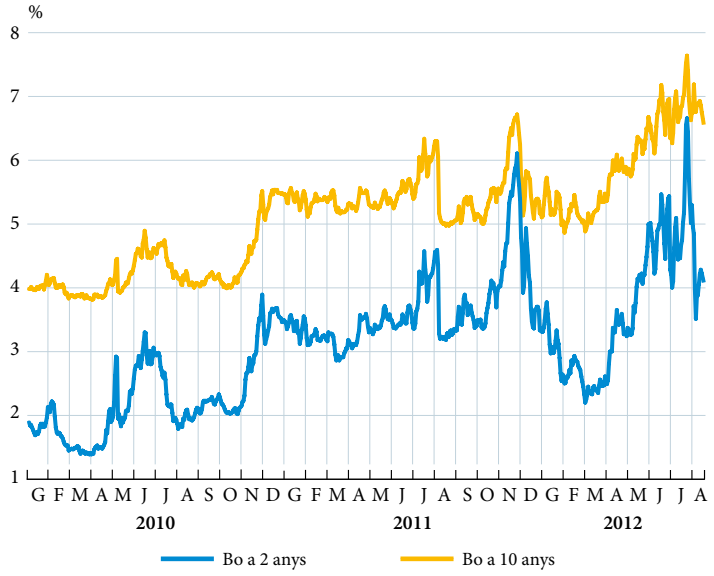
La rendibilitat del deute espanyol assoleix màxims i després es relaxa

L'evolució dels mercats de deute durant els mesos de juliol i d'agost ha estat marcada per la marxa dels esdeveniments a la perifèria de la zona de l'euro i pels dubtes sobre el creixement global. En el marc europeu, els inversors han seguit molt de prop l'economia espanyola. El suport polític rebut en la reunió dels líders europeus del final de juny i la ratificació del Memoràndum d'Entesa per al rescat de la banca espanyola, units al nou pla de reformes fiscals impulsat pel Govern, no van servir per suavitzar les tensions del deute sobirà espanyol. El nerviosisme que desperta la situació d'Espanya va ser alimentat per la poca confiança que, amb les mesures co-

L'euríbor se situa en el nivell més baix des de la creació de l'euro.

LES *YIELDS* DEL DEUTE PÚBLIC D'ESPANYA VAN ASSOLIR MÀXIMS HISTÒRICS

Rendibilitat del deute públic a 2 i a 10 anys



FONT: Bloomberg.

Les *yields* de les economies més solvents baixen fins i tot per sota del 0%.

negudes i amb el marc institucional imperant, el país sigui capaç de sortir del cercle viciós de deute, ajustaments i recessió. Aquest sentiment va assolir el grau màxim al juliol, quan diverses comunitats autònomes van demanar l'assistència financera del Govern central, circumstància que va provocar un ascens sobtat de la *yield* dels bons espanyols. Concretament, la rendibilitat del bo a 10 anys va assolir el nivell més alt des de l'entrada en vigor de l'euro, el 7,62%. En les setmanes posteriors, i malgrat la persistència dels dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic i l'accés al finançament als mercats de capitals estrangers, les rendibilitats han reculat. Aquest descens de la prima de risc sembla vinculat a la possibilitat que el Govern solliciti un segon rescat de més envergadura, dirigit, directament, a contenir el cost del deute públic, i amb el suport de l'actuació del BCE.

Paral·lelament, el deute dels països amb qualificació AAA és el gran beneficiat de les turbulències creditícies del sud de la zona de l'euro. Destaca, com no podria ser d'una altra manera, el d'Alemanya. Des del final de juny, les rendibilitats dels bons alemanys s'han instal·lat en la banda mínima històrica i han arribat a oferir tipus d'interès negatius en les obligacions a 1 i a 2 anys. La preferència dels inversors per actius de màxima qualitat i el deteriorament de les expectatives econòmiques globals donen suport a aquest fenomen. Als Estats Units, les rendibilitats del deute també s'han mantingut en els rangs mínims. Factors com el context de creixement econòmic feble, l'estabilitat de les expectatives inflacionistes i el possible ús d'algun estímul monetari per part de la Fed faciliten que les *yields* romanguin en aquests nivells excepcionalment baixos.

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
2011								
Juliol	2,5	3,2	6,1	5,9	2,8	1,1	2,9	1,4
Agost	2,2	2,9	5,0	5,1	2,2	1,0	2,6	1,1
Setembre	1,9	2,6	5,1	5,5	1,9	1,0	2,4	0,9
Octubre	2,0	3,1	5,5	6,1	2,1	1,0	2,4	1,0
Novembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Desembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
2012								
Gener	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrer	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Març	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Maig	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Juny	1,58	2,69	6,33	5,82	1,64	0,84	1,73	0,67
Juliol	1,29	2,06	6,75	6,08	1,47	0,79	1,47	0,48
Agost (*)	1,52	2,14	6,55	5,81	1,79	0,86	1,67	0,56

NOTA: (*) Dia 16.
FONT: Bloomberg.

L'euro oscil·la amb violència

Els esdeveniments viscuts al si de la zona de l'euro en els dos últims mesos han tingut un clar reflex en les oscil·lacions del tipus de canvi de l'euro. La divisa europea es va aproximar als nivells més baixos de cotització enfront del dòlar des del 2010 a conseqüència dels incessants dubtes sobre la viabilitat futura de la unió monetària europea. Cap a la meitat de juliol, va vorejar els 1,20 dòlars. Aquesta tendència també es va veure afavorida per la davallada dels tipus d'interès del BCE i per la confirmació de l'extrema feblesa econòmica de la regió. La importància d'aquest últim aspecte ha estat destacada per l'FMI en l'últim informe sobre les perspectives de creixement econòmic mundial, on apunta que l'actuació dels responsables polítics europeus és la peça clau per evitar una recessió perllongada. De fet, la depreciació de l'euro no solament es va produir enfront de la moneda nord-americana. La sortida de fluxos de capitals dels fons monetaris denominats en euros cap a altres actius amb un risc menor fora de la zona de l'euro i la reducció de les reserves en euros dels bancs centrals a nivell global van afavorir la revaloració de divises com la lliura esterlina, el renminbi xinès i el ien japonès. Durant el mes d'agost, però, l'euro va experimentar un rebot sobtat, de manera que el canvi amb el dòlar va tornar a la zona d'1,25. Sembla que aquest moviment és de caire tècnic, fruit de la forta sobrevenda experimentada, i es dóna en un context de baixos volums de negociació.

L'euro es mostra feble, però es beneficia d'un rebot tècnic.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

16-08-12

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	79,2	0,4	2,9	3,0
Lliura esterlina	0,636	0,6	1,2	–4,6
Franc suís	0,975	–0,4	3,7	18,3
Dòlar canadenc	0,989	–2,6	–3,2	0,7
Pes mexicà	13,124	–0,7	–6,2	6,6
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,232	–0,4	4,9	14,5
Ien japonès	97,6	0,8	–2,1	–13,4
Franc suís	1,201	0,0	–1,3	4,5
Lliura esterlina	0,784	–0,2	–6,4	–11,7
Corona sueca	8,245	–4,8	–8,2	–11,7
Corona danesa	7,445	0,1	0,2	–0,1
Zloty polonès	4,073	–2,9	–9,6	–1,8
Corona txeca	24,90	–1,8	–2,8	2,0
Forint hongarès	278,1	–3,5	–13,3	3,0

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

Ressorgeixen les emissions de renda fixa corporativa

Les possibles actuacions dels bancs centrals donen suport als mercats de deute corporatiu.

Seguint la tònica dels mesos anteriors, dos factors han dirigit la trajectòria dels mercats de renda fixa corporativa a l'estiu: l'evolució de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro i les revisions en les projeccions sobre el creixement econòmic mundial. Juliol i agost han alternat protagonista i dinàmica. Al juliol, l'augment dels dubtes sobre la sostenibilitat de la unió monetària europea va provocar un repunt dels *spreads* de crèdit. A l'agost, l'esperança en les actuacions dels principals bancs centrals ha anat seguida d'una fase de relatiu relaxament en les primes de risc. Aquesta circumstància ha estat aprofitada per realitzar emissions, per un bon nombre de companyies, que s'han basat en l'atractiu que aquests actius ofereixen als inversors, àvids de seguretat i de rendibilitats superiors a les del deute sobirà amb qualificació AAA. El volum d'emissions als Estats Units i als països del nord d'Europa ha estat elevat, considerant el període de l'any del qual es tracta. Aprofitant la caiguda històrica dels tipus d'interès dels bons d'alta qualitat (*investment grade*) i la rèplica d'aquesta tendència en els bons *high yield*, el volum total d'emissions a les economies desenvolupades supera, des del començament de l'any, el volum total emès durant tot el 2011.

Les companyies aprofiten la caiguda dels tipus d'interès per emetre nou deute.

No obstant això, a la perifèria de la zona de l'euro, la realitat és molt diferent. El mercat d'emissions amb prou feines es troba actiu a causa de dos aspectes: la incertesa que plana sobre el futur d'aquestes economies i la intensa rebaixa de la qualificació de les principals empreses. Però l'exemple més clar, una vegada més, es pot trobar al sector financer. La crisi ha provocat que les

emissions de deute sènior amb prou feines aconsegueixin cobrir l'import dels venciments que han d'afrontar. Igualment, l'emissió dels *covered bonds* (representats, principalment, per les cèdules hipotecàries) ha reculat el 50% des de la primavera.

En canvi, els mercats de bons corporatius de les economies emergents continuen gaudint de l'elevada resistència de les seves economies a les turbulències observades a Occident. L'arribada constant de fluxos de capital estranger, atrets pel binomi rendibilitat-seguretat, dóna suport a aquests mercats. En aquest marc, cal destacar l'espectacular increment de les emissions de les companyies xineses durant el primer semestre de l'any (el 60% més que en el mateix període de l'any anterior). Amb aquest augment, es posa de manifest el procés de liberalització que s'està produint en aquests mercats i la disminució de la dependència que tenen les empreses del crèdit bancari.

La incertesa a la perifèria de la zona de l'euro limita l'accés al finançament de les empreses.

Les borses marxen de vacances

Malgrat les constants oscil·lacions de les borses durant els mesos d'estiu, el saldo net del període ha estat lleugerament positiu. Inicialment, la confirmació de la desacceleració del creixement mundial i el deteriorament dels indicadors avançats d'activitat van pesar negativament sobre el preu de les accions. Però la situació va millorar a mesura que els inversors començaven a cotitzar la possibilitat que els bancs centrals de les principals economies es decantessin per l'ús de nous estímuls monetaris. No obstant això, cal precisar que els moviments borsaris de les últimes setmanes s'han desenvolupat en un escenari de

Les borses no experimenten grans variacions.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

16-08-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*13.164,8*	*3,4*	*7,8*	*15,4*
Standard & Poor's	*1.405,5*	*3,8*	*11,8*	*17,8*
Nasdaq	*3.030,9*	*4,6*	*16,3*	*20,1*
Tòquio	9.092,8	4,2	7,5	–0,2
Londres	5.825,4	2,9	4,5	8,7
Zona de l'euro	2.432,9	8,0	5,0	4,7
Frankfurt	*6.957,4*	*6,0*	*18,0*	*16,1*
París	*3.447,6*	*8,4*	*9,1*	*6,7*
Amsterdam	*332,3*	*5,2*	*6,3*	*14,0*
Milà	*14.845,4*	*8,2*	*–1,6*	*–6,6*
Madrid	*7.263,4*	*11,2*	*–15,2*	*–16,3*
Zuric	6.503,7	5,0	9,6	21,0
Hong Kong	19.963,0	4,4	8,3	–1,2
Buenos Aires	2.440,4	2,3	–0,9	–18,2
São Paulo	58.881,7	10,3	3,7	8,4

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 campanya de resultats empresarials compleix les expectatives.

volatilitat creixent, derivada de la gran incertesa que susciten els esdeveniments sobre la crisi europea, i de nivells de contractació reduïts, propiciats pel període de vacances.

En l'àmbit dels mercats de renda variable, un altre dels factors que també ha contribuït favorablement a l'evolució dels índexs ha estat la campanya de resultats empresarials a les dues bandes de l'Atlàntic. Als Estats Units, en termes generals, les companyies no han defraudat els inversors. Han presentat uns beneficis en línia amb el que s'esperava, tot i que, en molts casos, les vendes han patit l'impacte de l'alentiment econòmic. A la zona de l'euro, la crisi del deute sobirà ha començat a afectar els resultats d'algunes companyies vinculades al cicle econòmic. Principalment, han estat els valors del sector financer els que han registrat un descens dels marges més important, a causa de l'exposició al deute dels països de la perifèria de la regió i de l'enduriment de la regulació del sector. En el cas de les empreses espanyoles, els resultats trimestrals de les companyies de l'Ibex 35 no han decebut. El relatiu bon comportament de l'activitat internacional ha compensat la feblesa de l'economia domèstica. No obstant això, el deteriorament del mercat local, la caiguda dels preus dels habitatges, les febles perspectives econòmiques i les dificultats per accedir al finançament han desencadenat una onada de plans de despalanquejament a la majoria de les companyies. Per dur a terme aquest propòsit, les companyies es basen en la venda d'actius, en la modificació de les polítiques de retribució als accionistes i en el refinançament dels termes del deute.

Les empreses de l'Ibex anuncien plans per reduir l'endeutament.

Les tensions vinculades a la incertesa sobre la capacitat de l'economia espanyola de complir els requisits imposats des de Brussel·les han estat la principal limitació per a la millora de l'Ibex. Esdeveniments de notable rellevància, com l'aprovació del pla de recapitalització del sector financer per l'Eurogrup o la ratificació de la qualificació d'Espanya en BBB+ per Standard & Poors's, amb prou feines van tenir un impacte positiu sobre l'índex. Atesa aquesta circumstància, i amb la finalitat d'evitar l'actuació d'inversors oportunistes de curt termini, la CNMV va imposar, al final de juliol, la prohibició de realitzar vendes «en curt» d'accions.

La CNMV prohibeix la venda «en curt» d'accions.

Primers passos cap a la unificació europea dels fons de garantia de dipòsits

Els fons de garantia de dipòsits (FGD) són un element d'estabilitat financera l'objecte principal dels quals és protegir els dipositants mitjançant la garantia dels dipòsits en diners i dels valors[1] constituïts a les entitats de crèdit. En l'actualitat, a nivell europeu, s'assegura que cada titular recuperaria fins a 100.000 euros dels seus dipòsits o dels seus instruments financers en cas de fallida de la seva entitat financera. Addicionalment, entre les competències dels FGD se sol incloure la intervenció d'entitats, si això signifiqués una solució més barata que la devolució dels dipòsits, motiu pel qual s'han de coordinar amb els mecanismes d'intervenció i de resolució bancària.

(1) A Espanya, el Fons de Garantia de Dipòsits d'Entitats de Crèdit cobreix els dipositants (persones físiques o jurídiques) amb saldos creditors mantinguts en compte i certificats de dipòsits nominatius. Cobreix també els valors i els instruments que els inversors hagin confiat a una entitat de crèdit per al seu dipòsit i registre o per a la realització d'algun servei d'inversió. El Fons cobreix la no restitució dels valors o dels instruments pertanyents a l'inversor perjudicat, però no cobreix, en cap cas, les pèrdues del valor de la inversió o de qualsevol risc de crèdit. Per a més detalls sobre els dipòsits i/o els valors garantits, es pot consultar la pàgina web del Fons de Garantia de Dipòsit d'Entitats de Crèdit (www.fgd.es).

Per tant, els fons de garantia són un element clau per a un sistema financer, perquè constitueixen una garantia d'última instància per als dipositants, però, si no van acompanyats d'una supervisió estricta i d'una disciplina de mercat, poden establir incentius incorrectes per a les entitats.

En l'actual Directiva Europea que regula els FGD,[2] les discrecionalitats nacionals són elevades. A Europa, hi ha uns 40 fons de garantia, que cobreixen diferents grups de dipositants i de dipòsits, fins a diferents nivells, i que imposen diferents obligacions financeres a les entitats. Alguns estan finançats *ex ante*, és a dir, amb aportacions periòdiques de les entitats al fons que gestiona el patrimoni; d'altres es financen *ex post*, només quan el fons requereix els recursos per actuar. Tots els fons, però, comparteixen el fet d'estar implícitament recolzats pel Tresor nacional si els fons privats no són suficients per a tots els dipositants.

Per tant, en aquest front, la vinculació entre risc bancari i risc sobirà és clara. Així, l'estructura i el finançament dels FGD són un element central, juntament amb la supervisió bancària i amb els mecanismes de resolució, en l'intent de construir una major unió bancària a nivell europeu que trenqui amb aquesta vinculació, permeti la sortida de la crisi i doti de més estabilitat la zona per prevenir crisis futures.

Ja en aquesta línia, al juliol del 2010, la Unió Europea va realitzar una nova proposta de Directiva sobre FGD que, entre d'altres coses, exigeix que, en 10 anys, tots els països disposin d'un fons finançat *ex ante* amb l'1,5% dels dipòsits garantits. Les contribucions *ex post* podrien representar un altre 0,5% d'aquests dipòsits. A més a més, s'obre la porta a mètodes de finançament alternatius, com l'endeutament o el préstec entre fons de diferents països, tot i que no es determina sota quins supòsits i condicions. Finalment, la Directiva també proposa que, al final del 2013, es redueixi el termini de pagament de dipòsits a només 7 dies (enfront dels 20 dies actuals).

No obstant això, encara queden pendents diverses qüestions clau: quin nivell de centralització dels FGD s'ha d'assolir?, com s'han de finançar?, i, si s'escau, com es gestionaria el transvasament de recursos entre fons? La resposta a aquestes preguntes és diferent si considerem la situació a mitjà o a llarg termini o bé si hi pensem a curt termini, en què cal prendre mesures urgents per solucionar els apressants problemes derivats de la crisi actual.

La centralització total dels FGD a nivell europeu és l'única solució que permetria trencar, definitivament, la relació entre risc bancari i risc sobirà i que, al mateix temps, aconseguiria una millor gestió dels fons conjunts (economies d'escala). No obstant això, per als països, significaria la pèrdua absoluta de sobirania sobre la supervisió i les decisions de política bancària, per tal d'evitar incentius perversos. En definitiva, aquesta solució representaria avançar cap a un model similar al dels Estats Units, on existeix un sistema únic de garantia, l'FDIC. A més a més, possiblement, requeriria avançar en algun tipus d'integració fiscal o bé establir molt clarament com es realitzarien les aportacions extraordinàries en cas de necessitat (criteri de distribució entre països, posterior recuperació, etc.) per assegurar que hi hagi un *back-stop* o una garantia implícita que cobreixi els dipositants sota qualsevol circumstància.

No és fàcil ni ràpid arribar a aquesta solució, perquè requereix negociacions i definicions molt clares sobre les aportacions i sobre el rol de cada entitat i/o de cada país. Per aquest motiu, a curt termini, caldrà optar per una solució intermèdia entre la insostenible situació actual de diversos fons nacionals i la integració completa. En aquesta situació intermèdia, es mantindrien els fons de garantia nacionals i, al mateix temps, s'establiria un sistema de traspàs o de garantia supranacional.

(2) Directiva 1994/19/CE del Parlament Europeu i del Consell, del 30 de maig de 1994, modificada per la Directiva 2009/14/CE pel que fa al nivell de cobertura i al termini de pagament.

Això explica que, en primer lloc, sigui imprescindible que, a nivell nacional, s'harmonitzin els criteris: tipus de finançament, criteri de càlcul de l'aportació de les entitats, dipòsits garantits, nivell de la garantia, etc. El finançament, tal com ho marca la proposta de la nova Directiva Europea, s'ha d'exigir que sigui *ex ante* a tots els països, tot i que això no exclou que es puguin considerar aportacions extraordinàries *ex post*. D'altra banda, l'aportació de les entitats es pot realitzar sobre la base de la seva quota de mercat en dipòsits (com és el cas actual a Espanya) o, com sembla més raonable, sobre la base del nivell de risc de l'entitat (com ho planteja la nova proposta de la Directiva Europea). Aquest últim plantejament evita que entitats amb menys riscos acabin pagant el cost d'entitats que han assumit més riscos, però, en canvi, dóna un caràcter més procíclic a aquesta regulació.

En segon lloc, es fa necessari establir una coordinació europea dels fons. Una alternativa seria definir un model de préstec entre FGD nacionals, com ho proposa la Directiva. Però aquest mètode no serà efectiu en casos de crisis europees o correlacionades entre països. A més a més, pot ser problemàtic per a països que entrin tard a la crisi i tinguin la necessitat de recórrer al fons quan ja s'han realitzat préstecs encara no recuperats. Seria molt complex establir quin fons ha de realitzar el préstec o com s'ha de repartir i sota quins criteris entre països.

Sembla més factible l'opció de constituir un fons de garantia supranacional compatible amb els fons nacionals actuals, que només actuï quan un fons nacional hagi esgotat els seus recursos. La fase de definició del finançament i de les competències d'aquest fons seria molt important. En aquest sentit, faria falta establir, prèviament, una definició molt clara dels criteris i de les condicions del seu ús i del retorn dels fons, per evitar subsidis i incentius perversos. En definitiva, aquesta seria una opció que sembla desitjable en la mesura que significaria començar a fer els primers passos cap a la creació d'un FGD europeu únic, amb les aportacions de cada entitat i/o de cada país molt ben definides.

Finalment, cal destacar que, independentment de la seva constitució i de la forma de finançament, caldrà definir molt clarament quan s'utilitzen aquests fons acumulats. La recent proposta de la Directiva Europea sobre la gestió de la crisi i la resolució d'entitats estableix mecanismes per a una intervenció i una solució ràpida de les entitats amb problemes, de manera que es trobi una solució més barata i menys traumàtica per al sistema que haver de reposar els dipòsits dels clients (vegeu el requadre «El marc de resolució de crisis: un primer pas cap a la unió bancària »). Per tant, caldrà coordinar els dos sistemes (fons de garantia de dipòsits i fons de resolució) i establir, prèviament, fins a quin punt la reestructuració d'una entitat evita que s'hagin de reposar els dipòsits i, en conseqüència, determinar el nivell de finançament exigit al fons de garantia de dipòsits.

Aquest requadre ha estat elaborat per Anna Mialet Rigau
Departament d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

La recessió s'aguditza

Des de mitjan maig, les tensions als mercats de deute públic s'han intensificat. La prima de risc espanyola en relació amb el bo alemany s'ha incrementat en aquest període i, al juliol, va arribar a superar els 600 punts. Atès aquest agreujament de la crisi, s'han adoptat importants decisions de política econòmica. Primer, va ser l'aprovació d'una línia de crèdit dels fons de rescat europeus, fins a 100.000 milions d'euros, per ajudar a reestructurar el sector bancari espanyol. Amb posterioritat, va ser l'anunci d'un nou paquet de mesures d'ajust fiscal per part del Govern, que incrementa les probabilitats de complir els compromisos de reducció de dèficit fiscal.

La crisi del deute sobirà s'intensifica.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Indústria							
Consum d'electricitat (1)	2,9	–1,1	–1,1	–4,0	–1,9	–1,3	–2,4
Índex de producció industrial (2)	0,8	–1,4	–1,4	–5,0	–5,8	–7,0	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–13,8	–12,5	–14,4	–16,5	–14,8	–17,1	–18,6
Utilització capacitat productiva (4)	72,0	73,3	73,3	72,7	72,5	73,4	71,6
Importació béns interm. no energ. (5)	24,6	3,1	0,9	–4,0	–9,6	–7,2	...
Construcció							
Consum de ciment	–15,4	–16,7	–21,0	–26,8	–31,3	–37,8	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	–29,7	–55,4	–58,6	–53,6	–50,4	–52,2	–45,4
Habitatges (visats obra nova)	–17,3	–14,6	–5,3	–26,1	–35,2	...	...
Licitació oficial	–38,0	–46,2	–45,2	–59,8	–50,6	...	...
Serveis							
Vendes comerç minorista (6)	–1,0	–5,4	–4,2	–6,5	–4,9	–6,3	...
Turistes estrangers	1,0	6,8	8,0	6,1	2,6	3,1	4,4
Ingressos turisme	3,9	8,6	8,8	5,7	0,5	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	7,7	–9,8	–12,6	–7,6	...
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	6,2	1,5	–5,4	–4,0	–2,5
Consum de gasoil automoció	–1,2	–3,7	–3,1	–5,6	–4,2	...	...

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.

En un context d'alentiment europeu i mundial, el motor extern es podria veure afeblit.

En aquest context, no és estrany que l'activitat econòmica s'hagi continuat contraient durant el segon trimestre. Concretament, segons la dada avançada de l'Institut Nacional d'Estadística, el producte interior brut (PIB) va recular el 0,4% en relació amb el trimestre anterior i va sumar el tercer trimestre de creixement negatiu. Això situa la taxa de creixement interanual del PIB en el –1,0%. Encara no es disposa del desglossament per components, però, segons les estimacions del Banc d'Espanya, aquesta caiguda del PIB és deguda, fonamentalment, a la feblesa de la demanda interna, amb una contribució de –1,2 punts percentuals en el segon trimestre. En canvi, la demanda exterior neta representa una aportació positiva al PIB de 0,8 punts percentuals. Prossegueix, així, una tendència iniciada en el tercer trimestre del 2008 en què la demanda interna es contreu i la demanda externa neta s'expandeix.

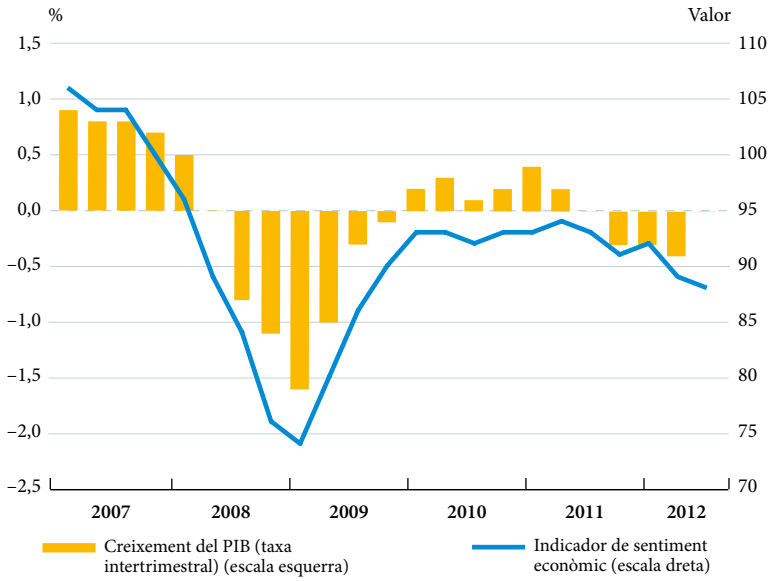
Aquesta evolució del sector exterior ajuda a millorar la balança per compte corrent. No obstant això, hi ha riscos que la capacitat del motor extern no pugui continuar mitigant la caiguda del PIB espanyol. El creixement interanual del PIB de la zona de l'euro ha entrat en terreny negatiu en el segon trimestre, i tot fa pensar que continuarà caient en el tercer trimestre. En aquest context, les exportacions espanyoles es podrien veure greument afectades, ja que Europa és el principal soci comercial. L'alentiment generalitzat de l'economia mundial afegeix riscos a la baixa.

En clau interna, diversos factors han contribuït a la feblesa creixent de la demanda privada. L'augment de les turbulències financeres durant el segon trimestre ha afegit incertesa a un entorn econòmic ja prou feble i ha llastat la confiança dels agents econòmics, que estan ajornant les decisions de consum i d'inversió.

Una forma d'il·lustrar aquest augment de la incertesa és observant la dispersió d'opinions sobre l'evolució futura de l'economia

EL SENTIMENT ECONÒMIC APUNTA A UNA RECULADA DEL PIB

Creixement del PIB en taxa intertrimestral i índex de sentiment econòmic



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Comissió Europea.

espanyola. Així, hem construït un índex d'incertesa a partir de la dispersió de les previsions de creixement de l'economia espanyola realitzades per un grup d'experts i recollides per Consensus Forecasts. Concretament, calculem la desviació estàndard de les previsions sobre el creixement a un any i la normalitzem per corregir l'efecte que, a mesura que avança l'any, la incertesa sobre la taxa de creixement de l'any següent es redueix. Al gràfic següent, s'observa un augment accentuat de l'índex d'incertesa en els últims mesos.

Un altre factor que incideix sobre l'afebliment del to econòmic són les dificultats de les institucions financeres espanyoles per obtenir finançament als mercats majoristes. Això ha obligat les entitats bancàries a ser més exigents a l'hora de concedir crèdit a les empreses i a les llars. Al seu torn, aquesta situació accelera el procés de despalanquejament dels sectors no financers i frena el creixement potencial de l'economia espanyola.

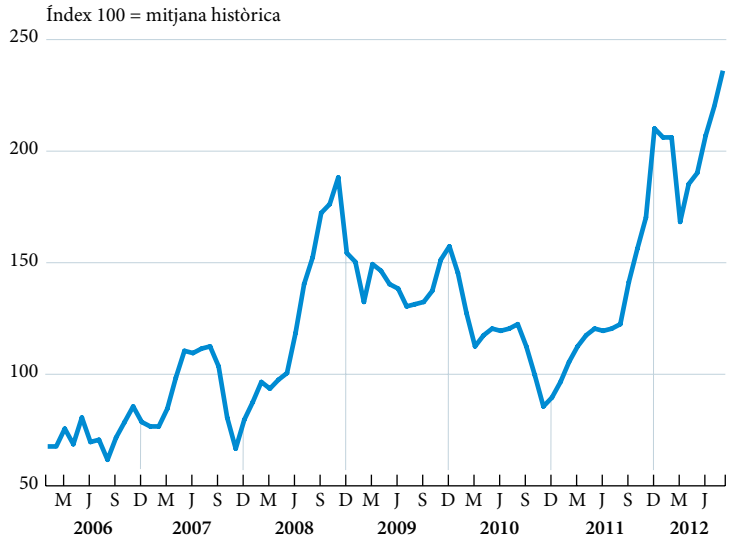
Tot plegat suggereix que, en els pròxims mesos, el consum de les llars continuarà orientat a la baixa. L'índex de confiança dels consumidors va baixar fins als –29,2 punts al juliol (–25,1 punts al juny). Les vendes al detall van registrar, al juny, una caiguda del 4,8% interanual. Tampoc ajuda la feblesa persistent del mercat de treball, que ha propiciat una reducció de la renda disponible de les llars. A més a més, l'augment de l'IVA a partir de l'1 de setembre augmentarà, significativament, els preus, i, per tant, es veurà limitada la capacitat de compra de les llars.

En el cas de les empreses, el clima econòmic desfavorable ha afectat de manera adversa les seves decisions d'inversió. El Banc d'Espanya estima que, en el segon trimestre, la inversió en béns d'equipament va disminuir el 2,2% intertrimestral. A més a més, estima també una contracció de la resta de components d'inversió. No s'espera un canvi de tendència per als pròxims mesos. L'índex de sentiment econò-

El consum privat no troba suports.

LA INCERTESA CREIXENT CONTRIBUEIX A L'AFEBLIMENT DE L'ACTIVITAT

Índex d'incertesa



NOTA: Dispersió de les previsions de creixement per a l'economia espanyola a un any de Consensus Forecasts, normalitzada pel valor mitjà mensual. Mitjana mòbil 3 mesos.
FONTS: Consensus Forecasts i elaboració pròpia.

mic va baixar fins als 87,7 punts al juliol, el valor més baix des del 2009. L'índex de gestors de compres (PMI) del juliol es va situar en els 42,3 punts i va encadenar, així, 15 mesos per sota dels 50 punts, valor a partir del qual l'activitat es contreu.

La caiguda de la demanda privada no podrà ser compensada pel consum i per la inversió públics, com ha succeït en recessions anteriors. Sense anar més lluny, en la recessió del 2008-2009, el sector públic va tenir contribucions positives, tot i que modestes, al creixement del PIB. No obstant això, els nivells d'endeutament del sector públic dificulten que pugui servir d'estímul en aquesta recessió. En el primer trimestre del 2012, el consum públic va tenir una contribució negativa de –0,1 punts percentuals, i el Banc d'Espanya estima que aquesta contribució ha estat encara més negativa en el segon trimestre. Encara més, a causa de la magnitud de l'ajust fiscal que cal realitzar en el conjunt del 2012, s'espera una contracció important de la despesa i de la inversió públiques durant el segon semestre d'enguany.

Les mesures anunciades pel Govern al juliol són un pas en la direcció correcta per aconseguir complir els objectius de dèficit acordats amb la Comissió Europea. D'una banda, s'han aprovat mesures fiscals amb l'objectiu d'incrementar els ingressos del Govern, però intentant minimitzar les distorsions per a l'activitat econòmica. En aquest sentit, s'ha optat per l'increment de la imposició indirecta (augment de l'IVA) i per una reducció de les cotitzacions a la Seguretat Social, que hauria d'estimular la contractació de treballadors. D'altra banda, s'han adoptat mesures de contenció de la despesa, com la retallada en els salaris dels funcionaris públics o la reducció de la prestació d'atur a partir del sisè mes. A més a més, s'ha anunciat un ambiciós pla plurianual de reformes estructurals i de liberalització de diversos sectors econò-

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Juliol
Consum							
Producció de béns de consum (*)	0,8	–1,0	0,7	–2,2	–3,7	–4,6	...
Importació de béns de consum (**)	–9,5	–2,2	1,2	0,4	–6,1	–11,3	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	–17,7	–0,7	–5,5	–1,9	–13,7	–17,2
Crèdit al consum de béns duradors	–12,3	–9,9	–4,4	–10,4	–12,8	...	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–20,9	–17,1	–15,8	–16,8	–24,6	–29,0	–29,2
Inversió							
Producció de béns d'equipament (*)	–3,3	0,8	2,6	–4,8	–10,3	–13,8	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	–3,1	–1,5	–7,2	–11,5	–11,9	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	–6,6	5,8	–15,1	–19,1	–26,6	–21,9
Comerç exterior (**)							
Importacions no energètiques	10,3	1,0	0,8	–3,1	–8,7	–8,5	...
Exportacions	15,6	10,1	10,9	5,4	–0,3	2,7	...

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.

mics que fins ara gaudien de certes restriccions a la lliure competència. Per exemple, la liberalització dels horaris comercials i dels serveis professionals.

A mitjà i a llarg termini, les mesures haurien de contribuir de forma positiva al creixement de l'economia. D'una banda, la consolidació fiscal assegurarà la sostenibilitat del deute públic espanyol i millorarà la confiança interna i externa. De l'altra, les reformes estructurals aconseguiran millores d'eficiència. No obstant això, a curt termini, els seus efectes seran, probablement, contractius. L'impacte de les noves mesures, que es concentrarà en el segon semestre del 2012, s'afegeix a un context de deteriorament generalitzat de l'economia. Atès aquest nou escenari, les perspectives de creixement per al 2012 i, sobretot, per al 2013 han estat revisades a la baixa.

En el mes de juliol, el Fons Monetari Internacional va rebaixar el creixement previst de l'economia espanyola en dues ocasions. Primer, en l'actualització de l'informe sobre les perspectives de l'economia mundial del mes de juliol, va revisar el creixement d'Espanya del 0,4% al –1,5% per al 2012 i del –0,7% al –0,6% per al 2013. Al final de juliol, després de considerar les noves mesures d'ajust, va tornar a orientar a la baixa el creixement del PIB fins al –1,7% el 2012 i el –1,2% el 2013.

Fins i tot el Govern espanyol ha revisat el quadre macroeconòmic i ha rebaixat la previsió de creixement del PIB per al 2013 del 0,2% al –0,5%. En aquesta línia, també hem revisat a la baixa les previsions de creixement del PIB espanyol fins al –1,5% el 2012 i el –1,5% el 2013.

Espanya s'enfronta a un segon semestre decisiu per solucionar la crisi del deute. La capacitat del Govern per implementar amb rapidesa i eficàcia els ajustos anunciats serà un factor clau que determinarà la ràpida resolució de la crisi. També serà determinant la capacitat dels líders europeus d'avançar amb celeritat en la unió fiscal i en la unió bancària. Només llavors podrem iniciar un procés sostingut de recuperació de l'economia espanyola.

Revisió generalitzada de les previsions de creixement a la baixa.

Mercat de treball

Els registres laborals es mantenen molt febles al juliol.

Sense treva al mercat de treball

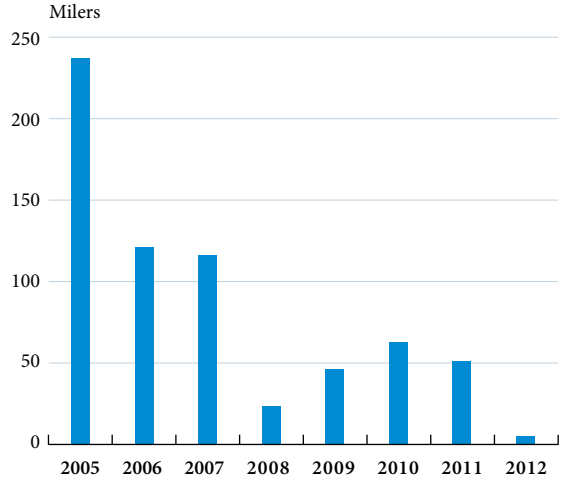
La perspectiva del mercat laboral per al tercer trimestre és poc esperançadora, tal com ho posen de manifest les dades més recents del mes de juliol. Efectivament, malgrat que el total d'afiliats en alta a la Seguretat Social va augmentar en 4.896 persones, aquest increment va ser el més baix des que es recopila la sèrie. Aquesta dada es transforma en una caiguda propera a les 68.000 persones si es té en compte l'estacionalitat. La pujada va ser força inferior a l'esperada i el ritme de caiguda dels afiliats va empitjorar en tres dècimes, fins al 3,4% interanual. De cara als pròxims mesos, coincidint amb el final de l'època estival, s'espera que l'ocupació torni a caure. La contracció prevista de l'activitat econòmica tampoc no ajudarà el mercat laboral. Així, l'any tancarà, al desembre, amb una reculada de l'afiliació, com a mínim, del 3,0% interanual.

Igualment, l'atur registrat mostra una evolució desfavorable al juliol, ja que, tot i que va recular en 27.814 persones, fins a un total de 4.587.455, considerant els efectes estacionals, el nombre d'aturats va augmentar en 54.000, el 12,4% més que en el mateix mes del 2011. Al final del 2012, la taxa de creixement interanual de l'atur registrat s'apropará, probablement, al 10%.

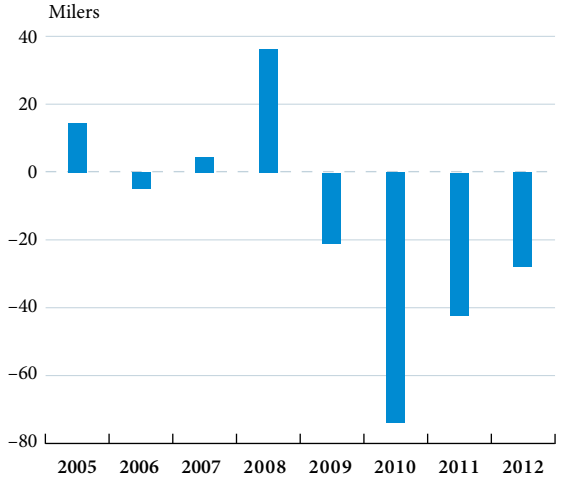
Per tant, les dades del juliol representen un deteriorament important del mercat laboral després d'un segon trimestre que ja va ser força negatiu. En efecte, les dades d'ocupació de l'enquesta de població activa (EPA) corresponents al segon trimestre de l'any

EL MERCAT LABORAL NO DÓNA SENYALS DE MILLORA EN EL TERCER TRIMESTRE

Variació de l'afiliació a la Seguretat Social en el mes de juliol de cada any



Variació d'aturats registrats en el mes de juliol de cada any



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

OCUPACIÓ ESTIMADA

Segon trimestre 2012

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	732,3	–43,9	–5,7	–76,1	–9,4	–8,9	–1,2	4,2
No agraris	16.685,0	28,0	0,2	–314,1	–1,8	–876,8	–5,0	95,8
Indústria	*2.438,2*	*–21,1*	*–0,9*	*–88,1*	*–3,5*	*–139,5*	*–5,4*	*14,0*
Construcció	*1.192,9*	*6,2*	*0,5*	*–84,0*	*–6,6*	*–237,3*	*–16,6*	*6,8*
Serveis	*13.053,9*	*42,9*	*0,3*	*–142,0*	*–1,1*	*–500,0*	*–3,7*	*74,9*
Per empleadors								
Sector privat	14.376,2	47,1	0,3	–295,2	–2,0	–709,3	–4,7	82,5
Sector públic	3.041,1	–63,0	–2,0	–95,0	–3,0	–176,4	–5,5	17,5
Per situació professional								
Assalariats	14.397,3	–13,9	–0,1	–431,9	–2,9	–895,1	–5,9	82,7
Contracte indefinit	*10.990,8*	*4,4*	*0,0*	*–133,9*	*–1,2*	*–398,8*	*–3,5*	*63,1*
Contracte temporal	*3.406,5*	*–18,3*	*–0,5*	*–297,9*	*–8,0*	*–496,4*	*–12,7*	*19,6*
No assalariats	3.012,4	–2,5	–0,1	43,7	1,5	10,2	0,3	17,3
Empresaris empleadors	*924,9*	*15,0*	*1,6*	*21,3*	*2,4*	*–27,8*	*–2,9*	*5,3*
Empresaris no empleadors	*1.959,9*	*–16,9*	*–0,9*	*24,7*	*1,3*	*54,2*	*2,8*	*11,3*
Ajudes familiars	*127,6*	*–0,6*	*–0,5*	*–2,3*	*–1,8*	*–16,2*	*–11,3*	*0,7*
Altres	7,6	0,5	7,0	–2,0	–20,8	–0,8	–9,5	0,0
Per temps d'ocupació								
A temps complet	14.817,0	–110,2	–0,7	–532,0	–3,5	–898,0	–5,7	85,1
A temps parcial	2.600,3	94,3	3,8	141,8	5,8	12,3	0,5	14,9
Per sexes								
Homes	9.496,7	–30,6	–0,3	–308,9	–3,2	–570,1	–5,7	54,5
Dones	7.920,5	14,6	0,2	–81,4	–1,0	–315,7	–3,8	45,5
TOTAL	**17.417,3**	**–15,9**	**–0,1**	**–390,2**	**–2,2**	**–885,7**	**–4,8**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

també reflecteixen una clara reculada de l'ocupació. Així, doncs, segons l'EPA, el nombre d'ocupats va disminuir en 15.900 persones, de manera que la taxa de caiguda interanual de l'ocupació es va incrementar en nou dècimes, fins al 4,8%. Això contrasta amb l'increment de 151.300 persones ocupades durant el mateix període de l'any anterior. Després de la forta contracció de l'ocupació registrada en el segon trimestre del 2009, de 145.800 persones, aquest és el pitjor resultat des del 1992.

Per grups, la restauració va continuar aguantant, amb un increment en aquest trimestre, en termes absoluts, similar al del mateix període de l'any anterior. Això confirma el bon comportament del sector turístic, que ajuda a contenir la caiguda de l'activitat econòmica. Així, doncs, l'hoteleria va crear 130.000 llocs de treball de l'abril al juny del 2012. No obstant això, aquest increment va ser insuficient per neutralitzar completament l'extensió de la recessió en altres branques d'activitat. En

L'EPA confirma el balanç negatiu del mercat laboral en el segon trimestre del 2012.

La creació d'ocupació a l'hoteleria en el segon trimestre compensa una part del mal comportament de la resta de branques d'activitat.

aquest sentit, destaca la destrucció d'ocupació a l'administració pública, propera a les 41.000 persones, a conseqüència del procés d'ajust de l'economia, que comporta una contracció substancial de la despesa pública. Al llarg de l'últim any, són ja gairebé 120.000 els llocs de treball perduts en aquest grup, enfront dels 26.400 creats en el conjunt del 2011.

S'observa també, en les dades de l'EPA, una reculada de l'ocupació a la indústria en el segon trimestre de l'any, de 21.000 persones, resultat que posa de manifest que els efectes recessius hi tenen un pes significatiu. Així mateix, la branca del comerç també presenta un resultat més negatiu que durant el mateix període de l'any anterior, amb una pèrdua que supera els 44.000 llocs de treball.

Per la seva banda, segons l'EPA, el total d'aturats va augmentar en 53.500, xifra que representa un increment del 17,8% interanual i empeny el total fins als 5.693.100.

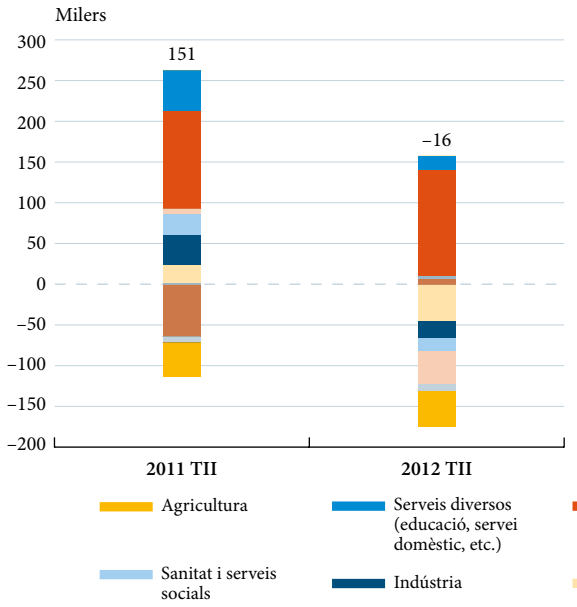
La taxa d'atur augmenta fins al 24,6%.

Com la població activa va créixer, de forma una mica inesperada, en 37.600 persones, la taxa d'atur es va incrementar gairebé en dues dècimes, fins al 24,6%. Aquest percentatge se situa en nivells màxims (vegeu el gràfic següent). A més a més, atesos l'entorn recessiu de l'economia i la crisi del deute que afecta profundament els països perifèrics, les perspectives són que la taxa d'atur continuarà augmentant, tot i que de forma més moderada, durant el proper any.

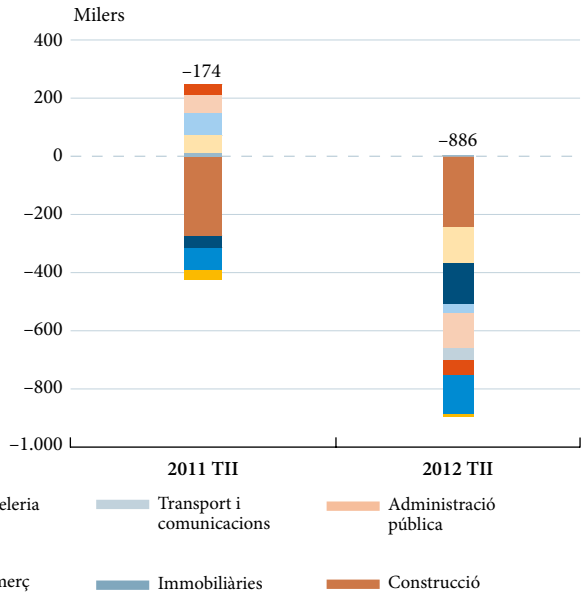
Una mica menys alarmista és l'evolució de la taxa d'ocupació, ja que, tot i que ha disminuït de forma accelerada des de l'inici de la recessió, se situa més de cinc punts percentuals per damunt dels mínims assolits en crisis anteriors. Fins a un cert punt, aquest fet alleuja una mica el dramatisme que ofereix sobre el mercat de treball l'escalada de la taxa d'atur. Tot i que, si la situació econòmica es continua deteriorant, la taxa d'ocupació podria continuar descendint, és molt poc probable que torni a aquests nivells històrics tan baixos.

FORTA DESTRUCCIÓ DE L'OCUPACIÓ A LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

Variació intertrimestral de l'ocupació per branques d'activitat



Variació interanual de l'ocupació per branques d'activitat



Agricultura · Serveis diversos (educació, servei domèstic, etc.) · Hoteleria · Transport i comunicacions · Administració pública · Sanitat i serveis socials · Indústria · Comerç · Immobiliàries · Construcció

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Segon trimestre 2012

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	4.018	51	1,3	2.655	–133	–4,8	1.363	184	15,6	33,9
Aragó	656	5	0,7	534	–4	–0,8	122	9	7,7	18,6
Astúries	484	–1	–0,1	382	–19	–4,8	102	19	22,5	21,0
Balears	612	19	3,2	482	4	0,9	130	15	12,6	21,3
Canàries	1.119	4	0,3	748	–35	–4,5	371	39	11,7	33,1
Cantàbria	277	0	–0,1	229	–7	–3,1	48	7	17,6	17,4
Castella i Lleó	1.184	0	0,0	950	–41	–4,1	234	41	21,1	19,8
Castella-la Manxa	997	–6	–0,6	710	–62	–8,0	286	55	24,0	28,7
Catalunya	3.742	–84	–2,2	2.921	–215	–6,8	822	131	18,9	22,0
Comunitat Valenciana	2.493	–8	–0,3	1.817	–92	–4,8	676	84	14,2	27,1
Extremadura	492	–4	–0,8	328	–53	–14,0	164	50	43,1	33,4
Galícia	1.310	–1	–0,1	1.034	–58	–5,3	276	56	25,6	21,1
Madrid	3.410	–1	0,0	2.767	–100	–3,5	643	98	18,1	18,9
Múrcia	745	10	1,4	550	–5	–0,9	195	15	8,5	26,2
Navarra	311	1	0,2	260	–11	–4,0	51	11	28,1	16,4
País Basc	1.038	–15	–1,4	886	–44	–4,7	151	29	23,4	14,6
La Rioja	156	0	0,3	120	–9	–7,2	35	10	38,3	22,7
Ceuta i Melilla	68	4	6,9	44	–3	–6,0	24	7	43,1	35,1
Total	**23.110**	**–26**	**–0,1**	**17.417**	**–886**	**–4,8**	**5.693**	**859**	**17,8**	**24,6**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Preus

Pressions alcistes

L'IPC puja tres dècimes i se situa en el 2,2%.

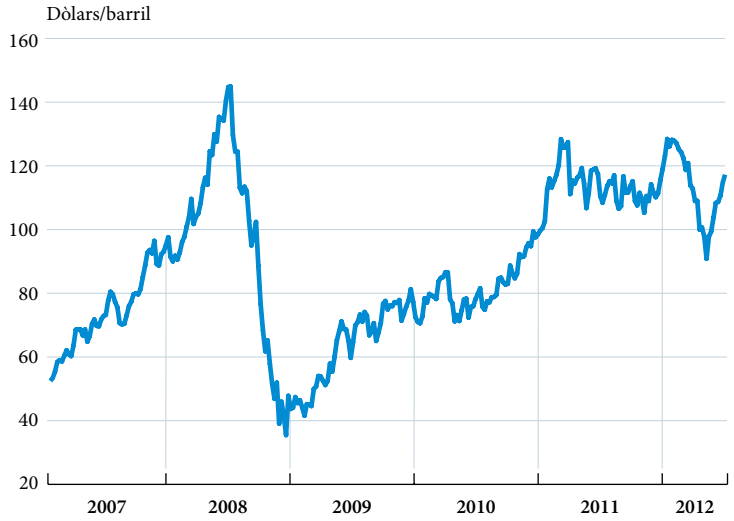
La taxa interanual de l'índex de preus de consum (IPC) es va situar, al juliol, en el 2,2%, tres dècimes per damunt del registre del mes anterior. En taxa intermensual, els preus es van contreure el 0,2% i van repetir la variació del mes de juny. Per la seva banda, la inflació subjacent, és a dir, sense els aliments frescos ni l'energia, va augmentar en una dècima, fins a l'1,4%. Pel que fa als grups que van tenir una major repercussió mensual positiva, cal esmentar la medicina, el transport, l'habitatge i l'epígraf d'oci i cultura.

Pel que fa al grup de medicina, va presentar una variació mensual del 9,7%, provocada, principalment, per la pujada de preus dels medicaments i d'altres productes farmacèutics, a conseqüència dels canvis en les normes de copagament. Tot i que el pes en la cistella de l'IPC del grup de medicina és només del 3,1%, el canvi en la normativa específica del seu finançament ha comportat, en el mes de juliol, un augment de tres dècimes en la variació de l'IPC general. A les comunitats que, addicionalment, tenien previst un recàrrec autonòmic, la intensitat de la pujada ha estat superior. Així, per exemple, a Catalunya, l'increment intermensual d'aquest epígraf ha estat del 17,6%.

La rúbrica de transport, la variació anual de la qual puja nou dècimes en relació amb el mes de juny, situa el creixement en el 3,8%. Aquesta alça és deguda, sobretot, a l'increment del preu dels carburants i lubrificants i, també, tot i que amb un efecte menor, al subgrup del transport aeri, que ha pujat més que al juliol de l'any

EL PETROLI HA REPUNTAT EN ELS ÚLTIMS MESOS

Preu del barril de petroli de qualitat Brent



FONT: Bloomberg.

passat. Tal com es pot observar al gràfic anterior, durant el mes de juliol, s'ha produït un augment del preu del petroli que ha comportat que el transport aportés un increment de dues dècimes a la variació de l'IPC del mes de juliol.

D'altra banda, cal no oblidar el grup d'habitatge, que té un pes del 12,0% en la cistella del consumidor tipus i que, amb un increment mensual de l'1,5%, repercuteix gairebé en dues dècimes en la taxa de l'IPC general. La causa principal de l'increment és l'alça dels preus de l'electricitat i del gas i, amb menys pes, del gasoil per a calefacció.

Cal recordar que l'increment del preu de l'electricitat té com a objectiu reduir el dèficit tarifari que ha provocat la diferència entre el que paga el consumidor en la seva factura i el cost reconegut per la companyia elèctrica. Durant les últimes dècades, s'ha congelat la tarifa de la llum, al marge del cost declarat de l'energia. L'augment del preu del petroli en els últims anys cap a una nova mitjana històrica és a l'origen del dèficit tarifari. És a dir, s'està recollint en l'IPC, de forma diferida, la tendència d'increment del preu del petroli durant les últimes dècades.

Finalment, el grup d'oci i cultura presenta un creixement en taxa intermensual del 2,0%, a causa de la pujada dels preus del viatge organitzat, situació habitual en aquesta època de l'any. Aquest increment ha representat una repercussió de gairebé dues dècimes en l'IPC.

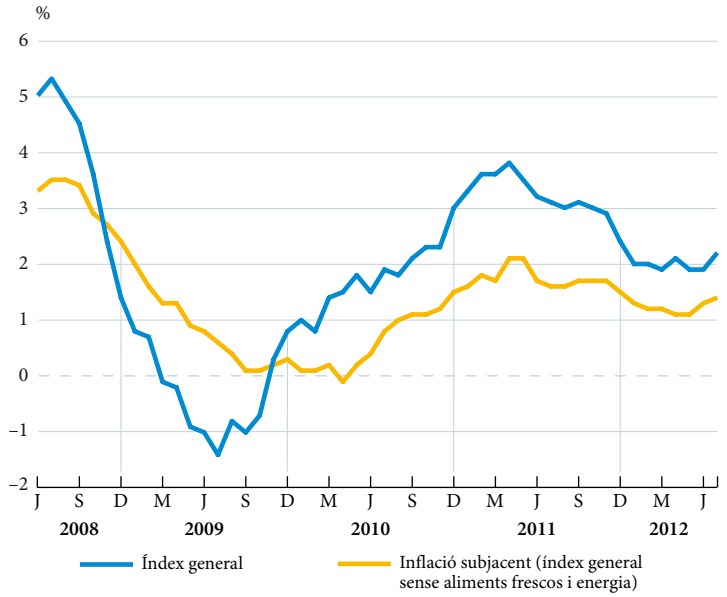
En canvi, tres grups han tingut una repercussió negativa en l'índex general, la qual ha contrarestat l'augment provocat en els epígrafs comentats més amunt. El primer grup és el de vestit i calçat, que ha presentat una variació mensual negativa del 12,2% i ha recollit el comportament habitual dels preus en temporada de rebaixes. El segon és el parament de la llar, amb una taxa mensual negativa de l'1,1%, a causa de la baixada de preus dels articles tèxtils per a la llar i dels mobles. Finalment, comunicacions, amb una caiguda mensual de

L'alça del preu del petroli i el copagament farmacèutic interrompen la tendència a la baixa de la inflació...

...mentre que vestit i calçat, parament de la llar i comunicacions contraresten la pujada de la inflació.

EL COPAGAMENT FARMACÈUTIC I EL PETROLI IMPULSEN A L'ALÇA LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Juliol 2012

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	101,9	0,2	–0,2	1,1	0,8	2,4	1,8
Begudes alcohòliques i tabac	107,0	2,0	0,2	–0,4	4,8	5,6	9,5
Vestit i calçat	92,9	–12,0	–12,2	–14,6	–14,7	0,0	0,2
Habitatge	106,1	1,1	1,5	5,2	4,8	7,4	5,4
Parament	100,0	–0,8	–1,1	–0,2	–1,0	1,1	0,3
Medicina	107,1	–0,1	9,7	–0,1	9,6	–0,7	6,6
Transport	104,2	0,6	1,5	4,4	3,3	7,7	3,8
Comunicacions	95,0	–1,0	–1,8	–1,0	–4,1	–1,2	–4,6
Oci i cultura	101,8	2,3	2,0	1,5	0,4	–0,1	0,3
Ensenyament	102,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,3	2,8
Hotels, cafès i restaurants	101,5	0,7	0,6	2,0	1,5	1,7	0,8
Altres	101,5	–0,2	–0,2	2,0	0,8	3,0	1,4
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	102,9	0,6	0,0	1,4	1,4	3,4	3,2
Aliments sense elaboració	101,9	0,1	–0,4	–0,1	1,1	1,6	2,0
Conjunt no alimentari	101,7	–0,8	–0,3	0,6	0,3	3,2	2,0
Béns industrials	101,8	–2,2	–1,0	–0,6	–0,5	4,6	3,1
Productes energètics	*108,9*	*1,6*	*3,2*	*9,9*	*7,4*	*16,0*	*7,8*
Carburants i combustibles	*107,5*	*1,8*	*3,1*	*10,0*	*5,7*	*16,5*	*6,3*
Béns industrials sense productes energètics	*98,9*	*–3,8*	*–2,9*	*–4,4*	*–3,8*	*0,4*	*1,0*
Serveis	101,6	0,6	0,5	1,7	1,0	1,7	1,0
Inflació subjacent (**)	100,9	–0,9	–0,7	–0,5	–0,5	1,6	1,4
ÍNDEX GENERAL	**101,9**	**–0,5**	**–0,2**	**0,7**	**0,5**	**3,1**	**2,2**

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

L'increment de l'IVA representa un risc alcista en l'IPC.

l'1,8%, que s'explica, sobretot, per la disminució dels preus dels serveis telefònics.

De cara als pròxims mesos, l'impacte més important es produirà per la reforma de l'impost de valor afegit (IVA), que entra en vigor l'1 de setembre. Resumint, s'ha produït un increment de l'IVA del tipus reduït, del 8% al 10%, i del tipus general, del 18% al 21%. Addicionalment, s'han reclassificat alguns productes i serveis, que han saltat del tipus reduït al tipus general. Si es trasllada aquest increment íntegrament al consumidor i s'assumeix la hipòtesi que no es produiran reculades del consum, l'impacte seria d'una mica més de dos punts percentuals.

Un element de comparació interessant seria suposar una translació al consumidor que repliqués la pujada de l'IVA realitzada al juliol del 2010. En aquest cas, l'impacte seria, aproximadament, d'unes vuit dècimes. La diferència amb la pujada de l'IVA del 2010 és que llavors l'anunci es va realitzar amb molta antelació, de manera que

les empreses van poder avançar el trasllat de preus.

Aquests dos càlculs ens permeten tenir unes estimacions del possible rang de l'impacte de la pujada de l'IVA sobre l'índex de preus al consum.

És molt difícil anticipar quin serà l'efecte final, ja que la despesa de les famílies no serà immune a l'alça de preus provocada per aquesta mesura fiscal. D'altra banda, tot i que a les empreses els agradaria repercutir tota la pujada al consumidor, la feblesa econòmica actual els impedeix fer-ho, pel risc de perdre quota de mercat enfront dels competidors. I això malgrat que, certament, alguns sectors empresarials han vist com el deteriorament de marges els impedeix assumir una caiguda addicional. En altres paraules, les empreses s'enfronten a una situació complicada en la seva política de preus.

De tota manera, i malgrat la incertesa sobre el resultat final que tindrà aquesta mesura, la prudència ens obliga a recollir aquest efecte i a revisar les nostres previsions d'inflació per al conjunt d'enguany, que incrementem de l'1,8% al 2,2%, ja que és probable que, en els mesos d'octubre i de novembre, la inflació interanual espanyola s'apropi a registres pròxims al 3,0%. Aquest «graó» representarà que la inflació, que durant enguany ha estat centrada, aproximadament, al voltant del 2%, romangui un punt percentual per damunt d'aquest nivell, fins que, a mesura que passi el temps, es vagi corregint l'efecte de la pujada impositiva en l'IPC.

Evidentment, si, finalment, es confirma aquesta previsió, representaria la creació de dos efectes negatius per a l'economia espanyola. En primer lloc, una inflació més elevada implica un deteriorament de la renda disponible de les famílies en un entorn en què els salaris no podran créixer al mateix ritme. En segon lloc, la inflació espanyola seria superior a l'europea, i això comportaria una pèrdua de competitivitat. En els dos casos, es tractaria d'un efecte temporal i assumible, però les conseqüències no serien positives.

Augmentem la previsió d'inflació d'enguany de l'1,8% al 2,2%.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2011			2012		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2010	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2011	% variació anual
Gener	–0,7	–0,7	3,3	–1,1	–1,1	2,0
Febrer	0,1	–0,6	3,6	0,1	–1,0	2,0
Març	0,7	0,1	3,6	0,7	–0,3	1,9
Abril	1,3	1,4	3,8	1,4	1,1	2,1
Maig	0,0	1,3	3,5	–0,1	0,9	1,9
Juny	–0,1	1,2	3,2	–0,2	0,7	1,9
Juliol	–0,5	0,7	3,1	–0,2	0,5	2,2
Agost	0,1	0,8	3,0			
Setembre	0,2	1,0	3,1			
Octubre	0,8	1,8	3,0			
Novembre	0,4	2,2	2,9			
Desembre	0,1	2,4	2,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Sector exterior

El comerç extracomunitari manté la millora del saldo comercial

La demanda externa contribueix en 8 dècimes al creixement del segon trimestre.

El bon comportament del sector exterior va tornar a evitar una caiguda més intensa de l'economia espanyola en el segon trimestre del 2012. Segons les estimacions del Banc d'Espanya, la contribució de la demanda externa al creixement intertrimestral del producte interior brut (PIB) va ser de 0,8 punts percentuals, 6 dècimes més que en el trimestre anterior. Aquesta major aportació s'explica per la reducció de les importacions i per la lleugera recuperació de les exportacions.

En aquest context, el dèficit comercial acumulat durant els dotze últims mesos es va reduir, al juny, fins al 3,8% del PIB, gairebé 6 punts percentuals per sota del màxim assolit el 2008. Durant aquest període, destaca la intensa correcció del component no energètic, que, per primera vegada des del 1986, va recuperar el terreny positiu i es va situar en els 3.321 milions d'euros. Els guanys de competitivitat de

COMERÇ EXTERIOR

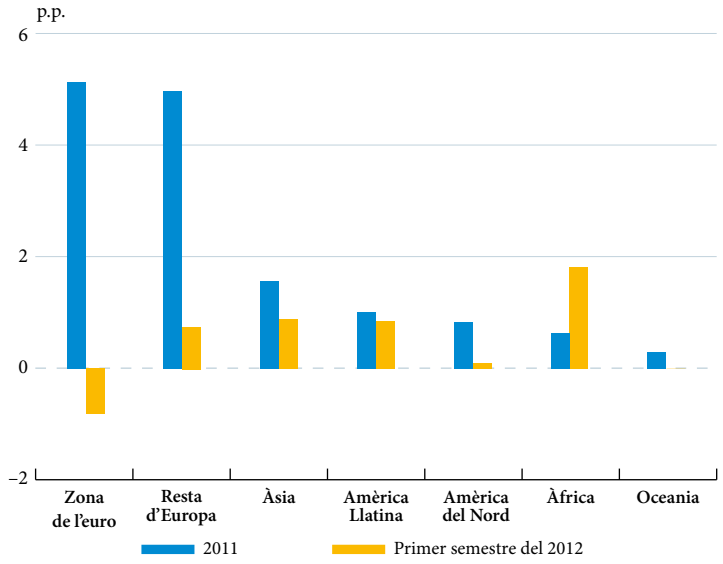
Gener-juny 2012

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	31.372	13,9	24,4	7.072	11,8	6,4	–24.300	22,5
Béns de consum	27.828	–5,2	21,6	35.618	1,2	32,4	7.791	128,0
Alimentaris	*7.654*	*–0,1*	*6,0*	*14.294*	*9,0*	*13,0*	*6.640*	*186,8*
No alimentaris	*20.174*	*–7,0*	*15,7*	*21.324*	*–3,5*	*19,4*	*1.150*	*105,7*
Béns de capital	7.628	–10,2	5,9	9.061	–2,4	8,2	1.434	118,8
Béns intermedis no energètics	61.789	–5,0	48,0	58.223	4,8	52,9	–3.566	94,2
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	65.025	–5,9	50,6	70.565	–0,2	64,2	5.540	108,5
Zona de l'euro	*52.457*	*–6,5*	*40,8*	*55.978*	*–1,5*	*50,9*	*3.521*	*106,7*
Altres països	63.590	3,7	49,4	39.409	10,5	35,8	–24.181	62,0
Rússia	*3.970*	*–16,6*	*3,1*	*1.392*	*19,9*	*1,3*	*–2.578*	*35,1*
EUA	*5.098*	*–3,7*	*4,0*	*4.285*	*1,0*	*3,9*	*–813*	*84,1*
Japó	*1.574*	*–5,1*	*1,2*	*1.039*	*18,3*	*0,9*	*–535*	*66,0*
Amèrica Llatina	*11.162*	*35,9*	*8,7*	*6.880*	*15,1*	*6,3*	*–4.283*	*61,6*
OPEP	*15.868*	*18,9*	*12,3*	*5.178*	*30,8*	*4,7*	*–10.690*	*32,6*
Resta	*25.919*	*–7,6*	*20,2*	*20.636*	*6,1*	*18,8*	*–5.283*	*79,6*
TOTAL	**128.616**	**–1,4**	**100,0**	**109.974**	**3,4**	**100,0**	**–18.642**	**85,5**

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

LA FEBLESA DE L'ECONOMIA EUROPEA LLASTA EL CREIXEMENT DE LES EXPORTACIONS

Contribució a la variació interanual de les exportacions nominals



FONT: Departament de Duanes.

l'economia espanyola i la feble demanda interna són els principals factors que han permès aquest ajustament.

En efecte, els diferents indicadors de competitivitat han mostrat una clara millora al llarg dels últims anys. Així, per exemple, des del 2008, els costos laborals unitaris espanyols s'han reduït el 13,3% més que a la resta de països desenvolupats. Aquesta tendència s'ha vist reforçada, més recentment, per la pèrdua de valor de l'euro enfront de la resta de divises internacionals. Això va mantenir el bon pols de les exportacions espanyoles al juny, quan van créixer el 5,1% interanual malgrat la feblesa de l'economia mundial i, més concretament, dels països de la zona de l'euro. De fet, les exportacions acumulades durant el primer semestre als països membres de la Unió Monetària, principal destinació dels productes espanyols, es van reduir l'1,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Un comportament que contrasta, significativament, amb l'intens creixement registrat en altres regions, com l'Amèrica Llatina, Àsia i Àfrica, del 15,1%, el 18,1% i el 26,9%, respectivament.

Les exportacions a la zona de l'euro cauen l'1,5% interanual durant el primer semestre del 2012.

Com ho mostra el gràfic anterior, tot i que el pes del comerç amb aquestes tres regions és relativament reduït, la seva elevada demanda, durant el primer semestre del 2012, les ha convertit en el principal motor de les vendes espanyoles a l'exterior. Concretament, la seva contribució conjunta va arribar als 3,5 punts percentuals en aquest període. Aquest creixement va ser llastat, parcialment, per l'aportació negativa de les exportacions a la zona de l'euro, de 8 dècimes. Un comportament que contrasta amb el de l'any passat, quan la contribució va ser de 5,1 punts percentuals.

Pel costat de les importacions, la feblesa de la demanda interna és l'altre factor que afavoreix la correcció gradual del desequilibri exterior. Així, en el mes de juny, les importacions es van reduir per sisè mes consecutiu, amb una caiguda de l'1,4% interanual. La forta reducció de les importacions no energètiques, concretament

La feblesa de la demanda interna manté la contracció de les importacions.

L'entrada de turistes estrangers repunta durant els mesos d'estiu.

d'automòbils i de béns d'equipament, va ser la causa principal.

Esperem que aquests factors de fons en la correcció del dèficit comercial es mantinguin a curt i a mitjà termini. Al seu torn, aquesta situació es veurà reforçada per nous augments del superàvit de la balança de serveis, que, al maig, va repuntar fins als 36.478 milions d'euros. Les dades positives de turisme publicades recentment són coherents amb aquesta previsió. En efecte, després d'una reducció puntual a l'abril, el nombre de turistes estrangers va créixer de forma significativa durant els tres mesos següents. Concretament, al juliol, el nombre de visitants estrangers va augmentar el 4,4% interanual, fins als 7,7 milions de visitants, una xifra no registrada anteriorment.

Atesa aquesta tessitura, preveiem que la correcció del dèficit corrent espanyol s'accelerarà l'any vinent, fins a situar-se en el 0,7% del PIB el 2013. Una xifra que, si s'assoleix, significaria un ajust del dèficit corrent de gairebé 10 punts percentuals des del màxim registrat el 2008.

Però aquesta millora es podria veure afeblida per un deteriorament de la balança de rendes més intens de l'esperat. Al maig, el seu dèficit acumulat, durant els dotze últims mesos, se situava en 25.630 milions d'euros. Tot i que ha encadenat tres mesos consecutius a la baixa, gràcies al descens del pagament d'interessos, les tensions als mercats de deute sobirà europeus a l'estiu anticipen nous deterioraments del saldo de rendes.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Maig 2012

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–13.357	–23,8	–35.548	9.876	–21,7
Serveis					
Turisme	*9.817*	*0,5*	*30.655*	*2.463*	*8,7*
Altres serveis	*2.185*	–	*5.824*	*5.001*	–
Total	12.001	22,9	36.478	7.464	25,7
Rendes	–9.881	–4,6	–25.630	–3.296	14,8
Transferències	–5.641	10,2	–6.426	648	–9,2
Total	**–16.877**	**–27,4**	**–31.125**	**14.692**	**–32,1**
Compte de capital	**1.702**	**–31,0**	**4.724**	**–544**	**–10,3**
Balança financera					
Inversions directes	6.709	–	10.403	22.965	–
Inversions de cartera	–65.545	–	–97.387	–146.892	–
Altres inversions	–104.350	–	–164.193	–180.953	–
Total	**–163.186**	–	**–251.177**	**–304.879**	–
Errors i omissions	1.748	–59,7	–6.337	–11.689	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	176.613	–	283.916	302.421	–

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 les omissions.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

De fet, aquestes turbulències han modificat molt les fonts de finançament exterior de l'economia espanyola. Com s'observa al compte financer, el recurs a l'Eurosistema es va convertir en la principal via d'entrada neta de capitals al maig, amb un augment de 26.759 milions d'euros en relació amb el mes anterior. Això ha substituït l'entrada de capitals a través d'altres vies tradicionalment més importants, com la inversió en cartera o les inversions a curt termini.

S'espera que el dèficit de rendes augmenti durant la segona meitat de l'any.

Sector públic

Un nou pla d'ajust sota l'ombra del rescat

L'ECOFIN augmenta l'objectiu de dèficit del 2012 fins al 6,3% del PIB.

L'esforç de les administracions públiques, durant el primer semestre de l'any, no ha estat suficient per corregir el desequilibri fiscal espanyol. El context econòmic advers i l'elevat cost de finançament han dificultat la consolidació dels comptes públics. Conseqüentment, els ministres d'Economia i Finances dels 27 països de la Unió Europea (ECOFIN) van acordar, el passat 10 de juliol, suavitzar l'exigència de correcció del dèficit espanyol fixada al Programa d'Estabilitat. Concretament, van augmentar en un punt percentual l'objectiu de dèficit per al 2012 fins al 6,3% del producte interior brut (PIB) i van ampliar fins al 2014 el termini per reduir el dèficit per sota del 3,0% del PIB.

El Govern aprova noves mesures d'ajust fiscal...

Com a contrapartida, l'executiu ha aprovat un ampli paquet d'ajustos per assegurar el compliment del nou compromís fiscal. Destaca l'augment de la imposició indirecta. El tipus reduït i el normal de l'impost sobre el valor afegit (IVA) pugen, a partir de l'1 de setembre, en 2 i en 3 punts percentuals, respectivament, fins al 10% i el 21%. Segons les estimacions del Govern, aquest increment, i la reclassificació d'un ampli grup de productes del tipus reduït al normal, reportarà 2.300 milions d'euros durant els últims quatre mesos del 2012 i al voltant de 20.000 milions d'euros durant els exercicis 2013 i 2014.

...i estima l'estalvi acumulat en 102.149 milions d'euros fins al 2014.

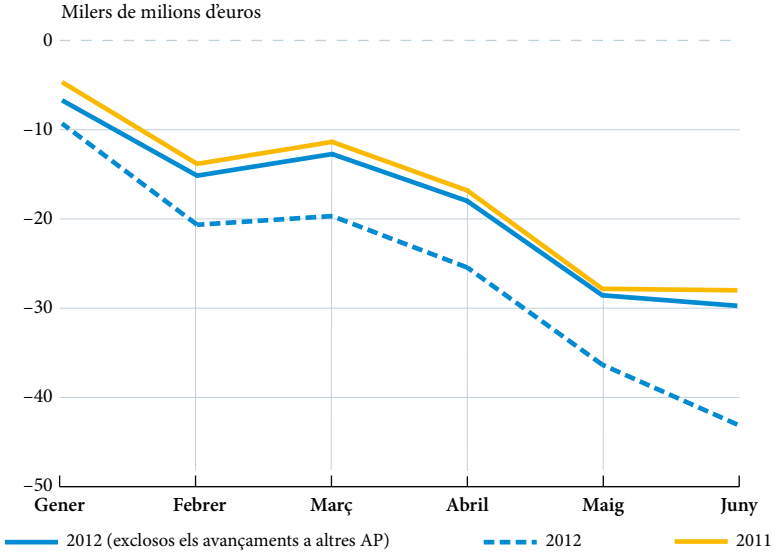
Així mateix, l'augment dels impostos especials, principalment sobre els hidrocarburs, la modificació de l'impost de societats i l'eliminació de la desgravació fiscal per la compra d'habitatge a partir del 2013 també incrementaran els ingressos. Pel que fa a la despesa pública, les mesures d'ajust afecten els salaris públics, amb l'eliminació de la paga extraordinària de desembre, i redueixen les ajudes a la dependència, les polítiques d'ocupació i la prestació per atur a partir del sisè mes. També es racionalitza la despesa en les diferents administracions públiques.

Segons el pla pressupostari presentat a la Comissió Europea el passat 3 d'agost, el conjunt d'aquestes noves mesures significarà un estalvi acumulat de 102.149 milions d'euros entre el 2012 i el 2014. D'aquest total, 13.118 milions corresponen a l'exercici actual. Si s'assoleix aquest ajust, el dèficit públic s'aproparia als nous objectius fixats per a l'exercici actual i per als dos propers, del 6,3%, el 4,5% i el 2,8% del PIB, respectivament.

No obstant això, l'assoliment d'aquests ajustaments no es perfila fàcil per al 2012. En efecte, les dades de comptabilitat nacional mostren que el dèficit de l'Estat acumulat durant el primer semestre de l'any va arribar al 4,0% del PIB, enfront del 2,6% de l'any anterior. Si excloem els avançaments de les transferències realitzades a altres administracions públiques, aquesta xifra es redueix fins al 2,8% del PIB. El nul ajust respon a l'enfonsament dels ingressos indirectes i a l'augment del pagament d'interessos, que va neutralitzar les retallades realitzades en matèria de consum i d'inversió pública. Malgrat això, la revisió a l'alça de l'objectiu de dèficit de l'Estat per al 2012 en un punt percentual, fins al 4,5%, permet ser optimistes pel que fa al compliment d'aquest objectiu.

EL DÈFICIT DE L'ESTAT NO ES REDUEIX EN EL PRIMER SEMESTRE

Saldo pressupostari acumulat



FONT: IGAE.

Aquesta empresa sembla més complicada en el cas de la Seguretat Social i de les comunitats autònomes, sobre les quals, de fet, recau la major part de l'ajust del dèficit enguany. Concretament, 1,9 punts percentuals dels 2,6 de correcció del conjunt de les administracions. La publicació de les dades d'execució pressupostària de les comunitats autònomes en el segon trimestre serà clau per predir l'abast de l'ajust el 2012.

En aquest sentit, les últimes notícies no són esperançadores. El dèficit i els elevats venciments de deute soscaven la liquiditat d'algunes comunitats autònomes. Ateses les dificultats que tenen per captar finançament extern, el Govern ha decidit crear, al setembre, un fons dotat amb 18.000 milions d'euros per alleujar les tensions de liquiditat de les comunitats. Aquestes ajudes aniran acompanyades de condicions financeres estrictes.

Però les comunitats autònomes no són les úniques que s'enfronten a aquests problemes de liquiditat. Així, els elevats venciments de l'Estat, en especial els més de 31.000 milions d'euros de l'octubre, alimenten els dubtes sobre la salut dels comptes públics. Conseqüentment, el tipus d'interès exigit al deute públic espanyol es manté elevat. La rendibilitat dels bons a 10 anys supera en 470 punts bàsics la dels seus homòlegs alemanys. Aquest elevat cost de finançament representa un llast per a la consolidació fiscal, en especial davant el progressiu augment del deute públic, que, al març del 2012, va arribar al 72,1% del PIB. Segons l'informe recent del Fons Monetari Internacional sobre l'economia espanyola, l'endeutament públic se situarà al voltant del 95% del PIB el 2014.

Atès aquest context, cada vegada són més les opinions que consideren inevitable algun tipus d'ajuda europea que permeti cobrir parcialment les necessitats de finançament públic espanyol. Una fórmula consensuada entre el Govern i els organismes europeus permetria alleujar les tensions de liquiditat de les administracions, reduir el cost del deute espanyol i avançar en el procés de consolidació fiscal.

Es crea un fons per dotar de liquiditat les comunitats autònomes.

L'FMI preveu que el deute públic s'aproximarà al 95% del PIB el 2014.

Estalvi i finançament

Recta final de la reforma del sector bancari espanyol

El MoU fixa les condicions i les contrapartides del rescat a la banca.

Sembla que la reforma del sistema bancari espanyol, iniciada ja fa més de dos anys, arribarà a l'última etapa aquesta tardor. El passat 9 de juliol, el Govern espanyol va sol·licitar ajuda als fons de rescat europeus per un import màxim de 100.000 milions d'euros per reformar el sistema financer. El Memoràndum d'Acord (MoU), signat el 20 de juliol, detalla l'acord per a l'assistència financera, que imposa condicions estrictes i un calendari molt exigent per a la recepció d'aquesta ajuda.

El procés de reestructuració del sector bancari espanyol s'ha iniciat amb un procés de valoració independent de les carteres de les entitats espanyoles. Al juny, vam conèixer els resultats de les proves de resistència agregades *(top down)*, que, en un escenari econòmic advers, oscil·larien entre els 51.000 i els 62.000 milions d'euros. Actualment, s'estan realitzant les proves de resistència desagregades *(bottom up)*, els resultats de les quals es coneixeran durant la segona quinzena de setembre. Aquests resultats determinaran les necessitats de capital específiques de cada entitat.

El protocol del MoU estableix executar l'ajuda a les entitats espanyoles per grups. El Grup 1 inclou les entitats que ja són propietat del FROB. El Grup 2 estarà format per les entitats amb necessitats de capital reconegudes en les proves d'estrès, però sense capacitat de captar el capital de forma privada, de manera que necessitaran ajuda pública. El Grup 3 estarà format per les entitats amb necessitats de capital, però que tenen plans de recapitalització creïbles i amb el propòsit d'aconseguir el capital necessari de manera privada. Finalment, les entitats en què no s'han identificat necessitats de capital formaran el Grup 0.

Al setembre, coneixerem les necessitats de capital de cada entitat.

En funció de les necessitats d'ajuda pública, es defineix un calendari precís per al procés de recapitalització dels bancs viables i de resolució ordenada dels bancs no viables de cada grup. Així, la Comissió Europea aprovarà els plans de reestructuració i de resolució dels bancs del Grup 1 al novembre, mentre que els bancs del Grup 3 hauran d'aconseguir el capital de forma privada o bé rebre el capital estatal obligatori abans del juny del 2013.

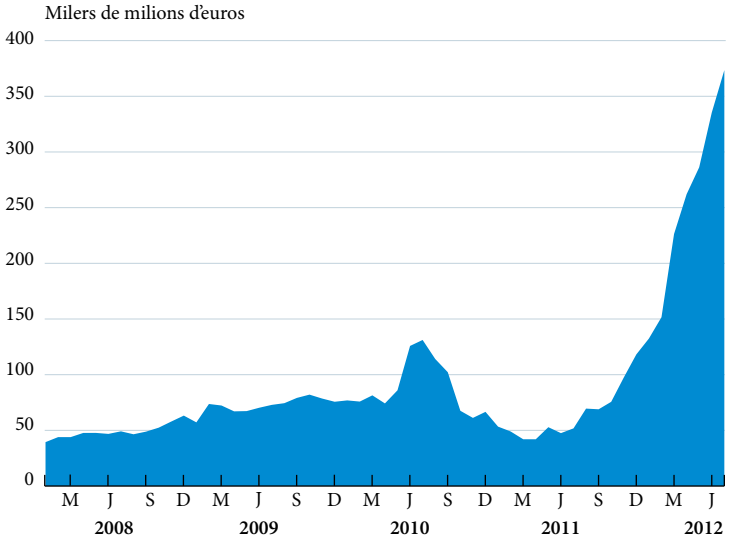
El MoU estableix dues condicions fonamentals. En primer lloc, els costos de reestructuració han de ser assumits, fins on sigui possible, per les entitats mateixes. Això implica que les entitats que rebin ajudes públiques han d'assignar, primer, les pèrdues als accionistes i, després, també es requerirà que participin en l'assumpció de pèrdues els tenidors d'instruments híbrids de capital i de deute subordinat. Això és el que s'anomena Acord de Reestructuració de Passius.

En segon lloc, estableix que els actius problemàtics de les entitats que rebin ajudes s'han de segregar dels balanços i s'han de transferir a una societat de gestió d'actius (SGA), l'anomenat «banc dolent». La clau és determinar el valor de transferència d'aquests actius, ja que això determina les pèrdues que han de ser reconegudes per les entitats en el moment de la segregació.

Atesa la incertesa de les necessitats de capital dels bancs espanyols, i mentre s'es-

ELS BANCS ESPANYOLS AUGMENTEN LA DEPENDÈNCIA DEL BANC CENTRAL EUROPEU

Préstecs nets del BCE a les entitats espanyoles



FONT: Banc d'Espanya.

pera la reforma, l'accés als mercats majoristes per part dels bancs espanyols s'ha vist limitat, només, als venciments a més curt termini. Així, els bancs espanyols han incrementat la dependència dels préstecs del BCE (vegeu el gràfic anterior). Els préstecs nets del BCE als bancs espanyols van assolir, al juliol, un total de 375.000 milions d'euros, que representa més de la meitat del total dels préstecs nets del BCE al conjunt de l'Eurosistema. Això indica que el recurs al BCE és utilitzat, cada vegada més, per substituir la falta d'accés als mercats.

Tampoc no ajuda l'increment dels crèdits de cobrament dubtós al balanç dels bancs espanyols. La taxa de morositat va assolir, al juny, el 9,42%, per damunt de l'anterior màxim històric del 9,15% del febrer de 1994.

Atesa aquesta situació de deteriorament del sistema bancari, que s'afegeix a una reculada de l'activitat econòmica espanyola, no és gens estrany que el crèdit bancari al sector privat hagi reculat el 4,1% interanual al juny, percentatge que representa una caiguda acumulada, el 2012, de 39.000 milions d'euros.

D'acord amb l'enquesta de préstecs bancaris del segon trimestre, aquesta caiguda respon, fonamentalment, a factors de demanda. Així, entre l'abril i el juny del 2012, es va reduir de forma significativa el nombre de peticions de crèdits per part de les empreses no financeres i de les llars. S'espera que el crèdit al sector privat es continuï contraient en els pròxims trimestres, de manera que prosseguirà el procés de despalanquejament de les llars i de les empreses no financeres.

Durant el mes de juny, l'endeutament de les llars es va reduir el 3,0% interanual. Per la seva banda, també al juny, l'endeutament de les empreses no financeres es va reduir el 2,2% en relació amb el mateix mes del 2011. Per a les empreses no financeres, s'observa una certa substitució dels préstecs bancaris, que es redueixen el 5% interanual, per un altre tipus de deute, com pot ser l'emissió de bons. Així, els valors diferents de les accions van augmentar el 9,1%

Els bancs espanyols recorren als préstecs del BCE, i la seva quota sobre el total de l'Eurosistema supera el 50%.

La morositat, en valors màxims.

El crèdit al sector privat es contreu el 4,1% al juny.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Juny 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.088.279	–38.095	–2,5	72,2
Empreses no financeres	1.230.783	–24.631	–2,2	42,5
Préstecs d'entitats residents (3)	*813.214*	*–27.673*	*–5,0*	*28,1*
Valors diferents d'accions	*68.884*	*3.768*	*9,1*	*2,4*
Préstecs de l'exterior	*348.686*	*–726*	*2,6*	*12,1*
Llars (4)	857.496	–13.465	–3,0	29,6
Préstecs per a l'habitatge (3)	*653.974*	*–12.892*	*–2,9*	*22,6*
Altres (3)	*200.432*	*–633*	*–3,3*	*6,9*
Préstecs de l'exterior	*3.089*	*61*	*4,6*	*0,1*
Administracions públiques (5)	805.204	70.243	13,7	27,8
TOTAL	**2.893.483**	**32.148**	**1,6**	**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.

La caiguda de la renda disponible de les llars arrossega la taxa d'estalvi.

interanual. De tota manera, cal destacar que la majoria d'empreses espanyoles són petites i mitjanes i que, per tant, el grau en què poden substituir la falta de crèdit bancari és molt limitat.

Pel que fa als dipòsits, observem un canvi significatiu en la preferència pels dipòsits a la vista (+1,8% interanual), en detriment dels dipòsits a llarg termini (–8,9% interanual). Probablement, això reflecteix la major necessitat de liquiditat de les llars, a causa dels efectes de la crisi econòmica. Segons les dades dels comptes no financers de l'INE, en el primer trimestre del 2012, la renda disponible de les llars va disminuir l'1,3% en taxa interanual, percentatge que representa 2.195 milions d'euros menys que l'any anterior. Al mateix temps, l'estalvi de les llars va assolir un valor negatiu de 911 milions d'euros en el primer trimestre del 2012, de manera que la taxa d'estalvi, en mitjana mòbil de quatre trimestres, se situa en el 10,8% de la renda disponible, molt lluny del màxim del 18,5% del quart trimestre del 2009.

En resum, aquest mes de setembre serà crucial per a la reforma del sector bancari espanyol. Damunt la taula hi ha moltes tasques: completar les proves d'estrès externes, determinar les necessitats de capitalització, crear un banc dolent, etc. A mesura que les entitats financeres vagin millorant la situació de capitalització i de liquiditat, esperem que el sector bancari torni de forma gradual a funcionar amb normalitat i que el crèdit torni a fluir cap a l'economia real.

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

Juny 2012

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	275.881	6.170	2,3	4.877	1,8	20,7
D'estalvi	205.806	2.857	1,4	–2.478	–1,2	15,5
A termini	665.724	–32.012	–4,6	–64.984	–8,9	50,0
En moneda estrangera	16.488	–1.230	–6,9	–4.002	–19,5	1,2
Total dipòsits	**1.163.899**	**–24.216**	**–2,0**	**–66.588**	**–5,4**	**87,4**
Resta del passiu (*)	**167.925**	**–17.039**	**–9,2**	**–27.309**	**–14,0**	**12,6**
TOTAL	**1.331.824**	**–41.255**	**–3,0**	**–93.897**	**–6,6**	**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.

Cap a un règim de supervisió bancària supranacional

En molt poc temps, la creació d'un sistema de supervisió bancària a nivell europeu s'ha convertit en una de les principals prioritats de l'agenda política. Sembla, ara, que la rapidesa en el disseny i en la implementació d'aquest sistema és imprescindible per solucionar definitivament la crisi del deute sobirà. Per què tanta pressa? I, sobretot, quins són els factors que determinaran l'èxit o el fracàs del nou model de supervisió?

Després de 10 anys de moneda única, el sector bancari europeu continua fragmentat. La creació de l'euro va impulsar la integració dels mercats de capitals, però el manteniment de la supervisió bancària a nivell nacional, entre d'altres factors, ha impedit que aquesta tendència es donés també a nivell bancari. En aquest sentit, la creació d'una autoritat supervisora supranacional permetria avançar en el procés d'integració, ja que situaria totes les entitats financeres europees en el mateix nivell i, a més a més, enfortiria la independència de la supervisió. Per sort o per desgràcia, la crisi que travessem està precipitant els esdeveniments. En efecte, la urgència actual per a l'adopció del supervisor europeu és deguda a la necessitat de trencar el vincle existent entre risc bancari i risc sobirà. Per aconseguir aquest objectiu, els bancs amb problemes han de poder ser recapitalitzats directament pels fons de rescat europeus, sense que això afecti el nivell de deute públic del país. No obstant això, la percepció de suport financer sempre comporta condicionalitat i cessió de control. En aquest context, neix la necessitat d'un mecanisme supranacional amb autoritat per supervisar els bancs potencialment beneficiaris d'aquest suport financer. Aquest supervisor supranacional disposaria d'informació actualitzada sobre la situació financera de les entitats i, a més a més, estaria facultat per imposar mesures correctores que assegurin la solvència dels bancs sense atendre les consideracions nacionals individuals.

Cal tenir en compte que, a més d'una regulació unificada i d'una supervisió centralitzada, la completa ruptura del vincle desestabilitzador entre risc bancari i risc sobirà exigeix l'adopció de mecanismes centralitzats eficaços de prevenció i de gestió de les crisis bancàries. En altres termes, la unió bancària necessita també un sistema integrat de garantia de dipòsits i un esquema comú de resolució de crisis, aspectes que es tracten en altres requadres d'aquest Informe.

Malgrat el consens existent sobre la necessitat d'avançar cap a una supervisió bancària comuna, encara queden per definir els grans trets de la iniciativa. El disseny institucional del supervisor europeu tindrà una importància cabdal per assegurar-ne l'eficàcia.

La primera qüestió que es planteja és quina institució ha d'assumir la tasca de supervisió. La pràctica més habitual és que sigui el banc central, per aprofitar, així, les sinergies generades entre la supervisió del sector bancari, la preservació de l'estabilitat financera i la política monetària. En aquest sentit, el BCE s'erigeix com el candidat natural per assumir aquestes noves competències.

L'experiència recent mostra que els guanys derivats de tenir la funció de supervisió integrada en el banc central són especialment rellevants en èpoques de turbulències financeres. Així, per exemple, l'actuació proactiva de la Reserva Federal dels Estats Units després dels esdeveniments de la tardor del 2008 s'atribueix, en part, a la seva doble funció de supervisor i d'autoritat monetària. El rol de supervisor proporciona informació actualitzada i fiable sobre les institucions financeres, en especial sobre el valor dels actius i de les seves pèrdues potencials. D'una banda, això permet que el banc central pugui avaluar la solvència i la liquiditat de les institucions financeres i desenvolupar millor la seva funció de prestador d'última instància. De l'altra, el banc central pot avaluar el nivell d'estrès dels bancs, tasca essencial per a l'efectivitat de la política monetària.

No obstant això, hi ha un corrent d'opinió contrària a atorgar la funció de supervisió al BCE, a causa de la preocupació per preservar la independència d'aquesta institució i per la possibilitat de conflictes entre els objectius de la política monetària i la vigilància del sistema bancari. Per exemple, les decisions de política monetària es podrien veure condicionades per errors de supervisió o per problemes d'estabilitat financera.

L'alternativa seria ampliar les competències de supervisió de l'Autoritat Bancària Europea (EBA, per les sigles en anglès), que va ser creada al gener del 2011 i que té la seu a Londres. En l'actualitat, les competències de l'EBA sobre supervisió bancària són limitades, ja que el seu paper se centra en la coordinació de la supervisió entre països de la Unió Europea. Per aprofitar les sinergies amb la política monetària esmentades més amunt, l'EBA hauria d'estar vinculada, institucionalment, amb el BCE, seguint, per exemple, el nou model de supervisió de la Prudential Regulation Authority (PRA) del Banc d'Anglaterra.

Una segona qüestió, tampoc senzilla, és la definició de l'abast de les responsabilitats que hauria d'assumir el nou supervisor supranacional. Una opció similar al rol que exerceix actualment l'EBA consistiria en una «supervisió coordinada», en què el supervisor europeu actua com a coordinador d'agències nacionals i, per tant, emet les regulacions comunes, harmonitza els criteris d'aplicació i resol els conflictes que, eventualment, puguin sorgir. Aquesta alternativa corre el risc de ser insuficient per afrontar circumstàncies com les actuals, en què cal adoptar de forma ràpida acords que tenen una elevada complexitat tècnica i, sobretot, política. En aquest sentit, un model de «supervisió integrada» resultaria més eficaç.

Un altre element crucial és el de les competències del nou supervisor europeu. Hi ha consens en què s'haurien d'estructurar en tres nivells. En primer lloc, la responsabilitat sobre la supervisió macroprudencial i l'estabilitat financera. El supervisor europeu hauria de tenir autoritat per impulsar mesures correctives davant els riscos sistèmics identificats pel Consell Europeu de Risc Sistèmic. Probablement, sigui desitjable establir una supervisió centralitzada per al conjunt d'entitats identificades com a sistèmiques a nivell de la zona de l'euro, les anomenades E-SIFI (entitats financeres d'importància sistèmica d'àmbit europeu). En segon lloc, l'harmonització de la supervisió microprudencial, que té com a objectiu la solidesa financera de cada entitat individualment. Atès que, en aquest àmbit, les autoritats supervisores nacionals tenen un avantatge comparatiu, el repte és aconseguir

l'harmonització de la supervisió microprudencial a nivell europeu al mateix temps que s'aprofita el coneixement local per la proximitat a les institucions. Probablement, a curt i a mitjà termini, la supervisió d'entitats d'àmbit essencialment nacional com les D-SIFI (entitats financeres d'importància sistèmica d'àmbit domèstic) o entitats locals continuaria sent descentralitzada, tot i que sobre la base d'esquemes i de principis altament harmonitzats. A llarg termini, seria desitjable que la supervisió de les D-SIFI es transferís a l'àmbit europeu, ja que, durant la crisi, s'ha demostrat que fins i tot entitats mitjanes poden tenir problemes massa grans per ser resolts amb efectivitat per part de les autoritats nacionals. I, en tercer lloc, l'adopció d'un sistema d'arbitratge que permeti resoldre conflictes que, eventualment, puguin sorgir entre supervisors nacionals. Aquest sistema de supervisió es podria assemblar a la distribució de competències del sistema de la política de defensa de la competència entre institucions europees i nacionals.

Els sistemes de supervisió bancària de molts països europeus han estat objecte de crítiques considerables per la seva ineficàcia per prevenir els riscos acumulats durant els anys de bonança i per resoldre els problemes durant la crisi. En aquest context, és desitjable una reforma profunda dels sistemes de supervisió. El repte de dissenyar un sistema de supervisió a nivell europeu no és menyspreable. Les autoritats europees tenen ara l'oportunitat d'adoptar un sistema de supervisió eficaç que equilibri els beneficis d'una estricta supervisió bancària amb la funció essencial dels bancs com a proveïdors de crèdit per a les famílies i les empreses i que eviti, així, nous excessos de crèdit que generin inestabilitat financera.

Aquest requadre ha estat elaborat per Judit Montoriol-Garriga
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 2011
Disponible només en format electrònic a www.laCaixa.es/estudis

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES
1. **L'economia de Galícia**
2. **L'economia de les Illes Balears**
3. **L'economia d'Andalusia**
4. **L'economia de la Regió de Múrcia**
5. **L'economia del País Basc**
6. **L'economia de la Comunitat de Madrid**
7. **L'economia de Cantàbria**

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"
19. **Globalització i *decoupling*. Cap a un món emergent desacoblat de les economies avançades?** Àlex Ruiz
20. **Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió** Joan Elias
21. **La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué** Marta Noguer
22. **Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible?** Pere Miret
23. **Perspectives de despalanquejament a Espanya** Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual
24. **Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari** Jordi Gual
25. **Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea** Àlex Ruiz

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS
5. **Integrating Regulated Network Markets in Europe** Jordi Gual
6. **Should the ECB Target Employment?** Pau Rabanal
7. **Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry** Jordi Gual
8. **European Integration at the Crossroads** Jordi Gual

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

06/2011. **Turquia: ajustament macroeconòmic en any electoral?** Àlex Ruiz

07/2011. **Quant capital necessita el sistema financer espanyol?** Maria Pilar Buil i Matthias Bulach

08/2011. **La responsabilitat limitada en els crèdits hipotecaris: mites i realitats** Maria Pilar Buil i Anna Mialet

09/2011. **Tensions de liquiditat i gap comercial: efectes sobre el sistema bancari espanyol** Sandra Jódar-Rosell

10/2011. **La crisi de l'euro: causes últimes i solucions duradores** Jordi Gual

11/2011. **Quan es recuperaran els preus de l'habitatge als Estats Units?** Jordi Singla

01/2012. **Spanish Public Debt: Myths and Facts** Oriol Aspachs i Joan Daniel Pina

02/2012. **Hongria i l'ajuda financera de la UE i l'FMI: canvi en el mapa de riscos?** Àlex Ruiz

03/2012. **El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?** Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez Carrascal

04/2012. **Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?** Claudia Canals i Mercè Carreras-Solanas

05/2012. **Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats** Inmaculada Martínez

06/2012. **Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?** Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela

ESTUDIS ECONÒMICS
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:

- Pol Antras
  Harvard University
- Philippe Bachetta
  Université de Lausanne
- Ramon Caminal
  Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- María Paz Espinosa
  Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
  IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
  Columbia University
- Jaume Ventura
  CREI - Universitat Pompeu Fabra

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
  Economista en cap
- Joan Elias
  Director de Coordinació i Publicacions
- Enric Fernández
  Director d'Economia Internacional
- Oriol Aspachs
  Director d'Economia Europea
- Avelino Hernández
  Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL
Setembre 2012

”la Caixa”
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 2011

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	248.326
Crèdits sobre clients	182.661
Resultat atribuït al Grup	975

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	28.529
Oficines	5.196
Terminals d'autoservei	8.011
Targetes (milions)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2012	Milions €
Socials	331
Ciència i medi ambient	68
Culturals	69
Educatives i investigació	32
TOTAL PRESSUPOST	**500**

”la Caixa” Research a Twitter

@laCaixaResearch

Connecta't a la nostra pàgina i segueix-nos al Twitter. T'informarem puntualment de les últimes publicacions de la nostra Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, així com d'altres novetats i innovacions.

El nostre objectiu és la creació i difusió de coneixement en els àmbits econòmic i social per contribuir al desenvolupament de la societat espanyola i europea.

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”, 2012
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