

Informe Mensual



NÚMERO 328

Consolidació fiscal: quan, quant i com? Pàg. 10

Els primers símptomes d'estabilització econòmica plantegen la necessitat de planificar l'ajustament fiscal

Els estímuls fiscals i el seu impacte en l'economia Pàg. 32

Havien de servir per frenar la recessió, però ara compliquen la contenció del dèficit públic

Dèficits públics, ratings i els diferencials sobirans Pàg. 42

L'acumulació de deute públic fa perillar la qualificació creditícia dels països

Segrestats pel rescat financer? Pàg. 68

L'impacte del rescat financer sobre els comptes públics

Previsions

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

	2008	2009	2010	2009			
				I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL							
	Previsions			Previsions			
Producte interior brut							
Estats Units	0,4	-2,6	1,9	-3,3	-3,9	-2,5	-0,6
Japó	-0,7	-5,7	1,7	-8,4	-7,2	-5,3	-1,6
Regne Unit	0,6	-4,4	1,0	-5,0	-5,5	-4,6	-2,5
Zona de l'euro	0,7	-4,0	0,8	-4,8	-4,7	-4,2	-2,3
<i>Alemanya</i>	1,0	-5,2	0,8	-6,7	-5,9	-5,3	-2,7
<i>França</i>	0,7	-2,3	0,9	-3,4	-2,6	-2,3	-0,7
Preus de consum							
Estats Units	3,8	-0,4	1,9	-0,2	-0,9	-1,6	1,0
Japó	1,4	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-1,6
Regne Unit	3,6	1,9	1,8	3,0	2,1	1,2	1,4
Zona de l'euro	3,3	0,4	1,3	1,0	0,2	-0,2	0,7
<i>Alemanya</i>	2,6	0,4	1,1	0,8	0,3	-0,1	0,5
<i>França</i>	2,8	0,3	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,9
ECONOMIA ESPANYOLA							
	Previsions			Previsions			
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	-0,6	-4,9	-0,1	-5,1	-5,9	-4,9	-3,8
Consum de les AP	5,5	4,3	1,5	6,4	5,1	5,0	4,1
Formació bruta de capital fix	-4,4	-17,0	-4,9	-15,2	-17,0	-15,1	-12,5
<i>Béns d'equipament</i>	-1,8	-29,5	-7,3	-24,2	-28,9	-24,0	-15,0
<i>Construcció</i>	-5,5	-12,5	-6,1	-11,5	-12,0	-12,4	-12,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,8	-0,9	-6,1	-7,3	-5,8	-4,5
Exportació de béns i serveis	-1,0	-14,4	2,8	-17,6	-15,7	-12,0	-7,6
Importació de béns i serveis	-4,9	-21,5	-1,0	-22,9	-22,3	-15,5	-11,1
Producte interior brut	0,9	-3,7	0,0	-3,2	-4,2	-4,2	-3,1
Altres variables							
Ocupació	-0,6	-6,4	-1,8	-6,3	-7,1	-6,9	-5,5
Taxa d'atur (% població activa)	11,3	18,1	20,1	17,4	17,9	17,9	19,1
Índex de preus de consum	4,1	-0,3	1,6	0,5	-0,7	-1,1	0,2
Costos laborals unitaris	4,6	0,2	-0,8	1,0	1,4		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-9,5	-5,8	-4,8	-8,1	-4,5		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-9,1	-5,3	-4,2	-7,8	-3,9		
Saldo públic (% PIB)	-3,8	-10,9	-11,4				
MERCATS FINANCERS							
	Previsions			Previsions			
Tipus d'interès internacionals							
Fed Funds	2,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,3	1,8	1,1	1,0	1,0
Bons EUA 10 anys	3,6	3,2	3,7	2,7	3,3	3,5	3,4
Bons alemanys 10 anys	4,0	3,2	3,6	3,1	3,4	3,1	3,2
Tipus de canvi							
\$/Euro	1,48	1,38	1,38	1,30	1,36	1,43	1,42

Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 Conjuntura internacional
 - 6 Estats Units
- 10 **Consolidació fiscal: quan, quant i com?**
 - 12 Japó
 - 15 Xina
 - 16 Brasil
 - 18 Mèxic
 - 19 Primeres matèries
- 21 **Unió Europea**
 - 21 Zona de l'euro
 - 24 Alemanya
 - 27 França
 - 28 Itàlia
 - 29 Regne Unit
 - 30 Europa emergent
- 32 **Els estímuls fiscals i el seu impacte en l'economia**
- 35 **Mercats financers**
 - 35 Mercats monetaris i de capital
- 42 **Dèficits públics, ratings i els diferencials sobirans**
- 47 **Conjuntura espanyola**
 - 47 Activitat econòmica
 - 52 Mercat de treball
 - 56 Preus
 - 60 Sector exterior
 - 62 Sector públic
 - 64 Estalvi i finançament
- 68 **Segrestats pel rescat financer?**

Què fer amb el dèficit públic

Abans de la crisi, existia un consens ampli en què la utilització de polítiques fiscals discrecionals de caràcter contracíclic no era desitjable, ja que no contribuïen a l'estabilitat de l'economia i, fins i tot, podien tenir efectes adversos. Millor deixar actuar els «estabilitzadors automàtics»: si queia l'activitat, el descens de la recaptació tributària i l'augment de les transferències a particulars –subsidi d'atur– suavitzaven automàticament la caiguda. Per contra, si l'economia es reescalfava, el mecanisme actuava en sentit invers i contraestava, en part, el moviment cíclic. En canvi, es considerava que la política monetària sí era adequada per afrontar episodis de recessió o de reescalfament.

Així es va fer en els primers compassos de la crisi financera iniciada el 2007. Quan es van esgotar els instruments de política monetària convencional, amb prou feines sense resultats, els bancs centrals van aplicar llavors mesures de caràcter excepcional i van tractar d'expandir la liquiditat per tots els mitjans. Els governs van fer el cap viu per evitar el col·lapse del sistema financer i per donar suport a les entitats en dificultats. I el que es temia va succeir. La fallida de Lehman Brothers el 15 de setembre del 2008 va disparar totes les alarmes, va convertir la crisi en global i va col·locar moltes entitats financeres en greu risc.

Amb els canals del crèdit obstruïts, l'activitat real va patir una intensa frenada, sincronitzada a nivell internacional, que va tallar de cop una llarga etapa de prosperitat, d'excés i de desequilibri. Davant d'una inesperada i profunda crisi financera, que es transmetia inexorablement a l'activitat real, es van abandonar les objeccions inicials a posar en marxa polítiques fiscals extraordinàries. Els estabilitzadors automàtics no servien. Els governs i les institucions internacionals van tocar a xafarranxo de combat fiscal. Calia fer front al desastre, costés el que costés.

I està costant molt car. En el moment actual, sembla que el pitjor de la crisi ha quedat enrere, però molts països assoliran enguany dèficits públics de dos dígitos sobre el producte interior brut, situació inconcebible en períodes de pau. La muntanya del deute públic creix imparable. Ara, els organismes supranacionals s'afanyen a advertir els governs que el desequilibri pot no ser suportable. Què fer? Primer de tot, cal distingir els quatre factors que han fet descarrilar el dèficit: els estabilitzadors automàtics, els ajuts al sistema financer, els paquets d'estímul fiscal discrecional i, en alguns casos, els ingressos extraordinaris propiciats pel *boom* immobiliari o financer, els quals no es tornaran a repetir. En un escenari òptim, en què la incipient recuperació actual es consolidaria, els estabilitzadors automàtics deixarien de generar dèficits, la recomposició dels mercats financers minimitzaria les pèrdues derivades dels ajuts a les entitats i els paquets d'estímul fiscal es retirarien a mesura que l'economia recuperés el to. El quart element generador de dèficit sí obligaria a ajustar els ingressos o les despeses als països que l'hagin experimentat. De tota manera, en aquest context, el reequilibri de les finances públiques seria factible en un lapse de temps raonable.

El problema serà si la recuperació es fa esperar, si és més feble del que s'ha previst o si es produeixen recaigudes. En aquests casos, caldrà ponderar què és pitjor, si deixar créixer el dèficit i el deute, amb unes necessitats de finançament augmentant perillósament, o tallar la sagnia, amb el consegüent risc de frustrar la recuperació. Un dilema delicat, la solució del qual, ara com ara, està en suspens, i per al qual no hi ha receptes generals, ja que, a cada país, la situació és diferent.

RESUM EXECUTIU

El pitjor de la crisi va quedant enrere, però la millora no és percebuda pels ciutadans ni per les empreses, més aviat el contrari.

Els principals índexs borsaris anticipen un escenari de recuperació.

Alemanya, França i el Japó lideren la recuperació de l'activitat als països desenvolupats...

Tercera i última fase: recuperar els llocs de treball perduts

La recuperació de l'economia internacional es va consolidant. El pitjor de la crisi financera ha quedat enrere. Es tracta de dues afirmacions que es repeteixen als fòrums especialitzats i que també s'han sentit a la cimera de líders de les principals economies mundials del G-20 al final de setembre. No obstant això, per a la majoria de ciutadans i d'empresaris, la crisi és al punt culminant i els símptomes de recuperació no es perceben. Què passa?

Un breu repàs de les diferents fases del procés de recuperació ens pot ajudar a entendre'n la dinàmica. La primera fase es va iniciar amb la normalització dels mercats financers internacionals. Un any després de la fallida del banc d'inversió Lehman Brothers, la situació ha millorat de forma ostensible. La major part dels indicadors de tensió financera han recuperat els nivells previs a la crisi. L'exemple més clar és l'evolució dels principals índexs borsaris internacionals, que ja s'han situat en nivells propers als del setembre de l'any passat i aposten ara per un escenari econòmic global de recuperació del cicle i de reducció dels riscos. Els mercats de renda fixa privada també continuen millorant. Les primes de risc de crèdit dels bons corporatius s'han reduït als nivells previs a la crisi de Lehman Brothers. Les grans empreses realitzen volums d'emissions rècord i allarguen el venciment del deute.

El segment que es recupera amb més dificultats és el del crèdit intermediat. Els préstecs bancaris a les petites empreses i a les famílies s'han estancat o continuen

caient, tant als Estats Units com a la zona de l'euro. Això és fruit de l'important procés de desapalancament que hauran de realitzar els mateixos bancs i les llars en els pròxims trimestres. Si ens guiem per l'experiència d'episodis anteriors, el crèdit encara trigarà a refer-se, però, amb les mesures adoptades pel Banc Central Europeu, la Reserva Federal (Fed) i els diferents governs, cal esperar que l'ajustament no sigui gaire prolongat.

La segona fase del procés de recuperació la va protagonitzar, o la protagonitza, la reactivació de l'activitat econòmica. Tres de les principals potències econòmiques mundials, Alemanya, França i el Japó, ja van assolir aquesta fase en el segon trimestre, després d'anotar una taxa de creixement intertrimestral positiva. Els Estats Units i el conjunt de la zona de l'euro van reduir de forma considerable el ritme de contracció, i tot indica que, en el tercer trimestre, les dues economies tornaran al territori positiu.

Als Estats Units, destaca que el mercat de l'habitatge ja ha tocat fons. Tant l'índex de preus Case-Shiller com el nombre de nous habitatges iniciats apunten en aquesta direcció, i fins i tot és probable que aquest sector torni a aportar contribucions positives al creixement de l'economia. De tota manera, és important destacar que el procés de recuperació iniciat per les principals economies desenvolupades està vinculat, en part, als plans d'estímul econòmic duts a terme pels diferents governs. Això explica que, en cap dels dos casos, esperem una progressió massa vigorosa. Per als Estats Units, preveiem que el 2010 l'economia anotarà una taxa de creixement propera al

2%, mentre que, a la zona de l'euro, amb un potencial de creixement menor, és difícil que superi l'1%.

A mitjà termini, el repte és la recuperació de la confiança dels consumidors i dels empresaris i la normalització dels fluxos comercials internacionals. Això és crític, ja que la titubejant recuperació actual es basa en uns plans d'estímul que comporten uns dèficits públics difícilment sostenibles. D'altra banda, el sector exterior, que és determinant per a la recuperació de les economies desenvolupades i, en particular, per a les economies nipona i germànica, depèn d'una economia com la xinesa, que, al seu torn, es basa en un ingent paquet de mesures d'expansió econòmica i que, per tant, té un recorregut limitat. També és cert que, per als països en vies de desenvolupament com Mèxic, Polònia o la República Txeca, les perspectives de creixement han millorat notablement, però això és el resultat de la recuperació dels seus principals socis comercials, els Estats Units i els països de la zona de l'euro. Aquests delicats equilibris il·lustren la fragilitat de la recuperació actual.

En aquest context, el que sobretot explica que la incipient millora de l'activitat econòmica no sigui perceptible per a les llars i per als empresaris és que el mercat laboral encara es manté en ple deteriorament. Això justifica que els consumidors alenteixin les despeses i incideix en la falta de confiança de les empreses en el futur immediat. Normalment, però, l'estabilització del mercat laboral és la tercera i última fase dels processos de recuperació econòmica.

A la zona de l'euro, la taxa d'atur va arribar, al juliol, al 9,5% i, durant l'actual procés recessiu, ja ha deixat gairebé 4 milions de persones sense feina, una xifra que relativament baixa si la comparem amb l'històric descens de l'activitat. Als Estats Units, ja queden enrere els mesos de grans caigu-

des de l'ocupació, però l'ajustament tampoc no ha tocat fons. A l'agost, es van perdre 216.000 llocs de treball, el millor registre en un any, però les demandes per atur del mateix període van evolucionar a l'alça i la taxa d'atur va tornar a repuntar, fins al 9,7%. Fins a la meitat del 2010, no preveiem que el mercat laboral ofereixi símptomes convincents de recuperació. Per tant, l'aparent dicotomia entre la recuperació de l'activitat i la percepció que es pot tenir de l'estat de l'economia es mantindrà uns mesos més.

La situació de l'economia espanyola segueix molt de prop aquestes pautes. Els mercats financers espanyols també s'han recuperat amb força celeritat. Sense anar més lluny, el selectiu índex IBEX 35 ja acumula un augment proper al 30% des del gener i les emissions de renda fixa han rebut un fort impuls en millorar les condicions dels mercats financers, amb un augment interanual del 26,2%. Com a la resta de països desenvolupats, el crèdit intermediat té dificultats per sortir del pou. En el mes de juliol, el finançament al sector privat va presentar un creixement interanual de l'1,5%, enfront del 9,1% de dotze mesos abans. Cal tenir en compte, però, que, en el primer semestre del 2009, la demanda interna va restar gairebé 8 punts percentuals al producte interior brut (PIB) del període en termes corrents, de manera que, en aquestes circumstàncies, difícilment cal esperar una reactivació del crèdit.

Pel que fa a la segona fase del procés de recuperació econòmica, la reactivació de l'activitat, l'economia espanyola es troba per darrere de la major part d'economies del seu entorn. De tota manera, també és cert que, fins ara, la contracció del PIB ha estat menor que en moltes d'aquestes economies. Les dades de creixement del segon trimestre apunten a una moderació del ritme de contracció econòmica, un procés que ha continuat en el tercer trimestre. Pel

...però les fragilitats d'aquesta recuperació no n'asseguren la continuïtat a mitjà o a llarg termini.

El deteriorament del mercat laboral explica la baixa confiança dels consumidors i dels empresaris.

L'activitat econòmica espanyola recula menys, però la sortida serà més lenta, tot i l'optimisme que es desprèn de l'índex de la borsa.

El mercat de treball frena el deteriorament, però l'atur continua pujant.

Les exportacions evolucionen de forma favorable.

Els pressupostos de l'Estat per al 2010 incrementen els impostos per contenir l'elevat dèficit públic, en un context encara recessiu.

costat de l'oferta, tots els sectors van registrar davallades interanuals superiors a les del primer trimestre, però, en els pròxims mesos, és probable que es redueixin aquests forts decrements. Així ho suggereixen la millora de la confiança industrial del juliol i de l'agost i la minoració de la reducció del consum d'electricitat.

Atesa aquesta realitat, la tercera fase del procés de recuperació, la millora del mercat laboral, es farà esperar més del que seria desitjable. La tendència a la destrucció d'ocupació s'ha moderat sensiblement en els últims mesos, però encara continua. La taxa d'atur ha escalat fins a la cota màxima de la Unió Europea i dobla la mitjana. La tímida millora de la situació econòmica no permet preveure una correcció fins al final del 2010. En aquest sentit, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic va predir recentment que la taxa d'atur es podria apropar al 20% l'any vinent.

El problema del creixement a mitjà termini de l'economia espanyola és també similar al de la resta de països desenvolupats. Cal destacar, però, la dinàmica del sector exterior, que ajuda a reduir dràsticament el dèficit corrent, un dels grans desequilibris de l'economia espanyola.

La major preocupació deriva ara dels efectes dels generosos plans d'estímul posats en marxa per frenar el deteriorament de l'activitat. En aquest sentit, el projecte de Pressupostos Generals de l'Estat per a l'any 2010 aprovat pel Consell de Ministres al final de setembre inclou una àmplia bateria de mesures per al manteniment dels comptes públics. Concretament, s'estableix la supressió de la deduc-

ció de 400 euros en l'impost sobre la renda de les persones físiques; la pujada de l'impost sobre el valor afegit del 16% al 18% en el tram general i del 7% al 8% en el reduït a partir de l'1 de juliol, i l'increment de la tributació sobre les rendes del capital fins a un tipus màxim del 21%. En canvi, es redueix el tipus impositiu del 25% al 20% per a les petites i mitjanes empreses i per als autònoms que mantinguin o incrementin l'ocupació. Pel costat de les despeses de l'Estat, es preveu una retallada del 3,9%. D'aquesta manera, es pretén reduir el dèficit públic del 9,5% del PIB el 2009 al 8,1% el 2010 i mantenir l'objectiu de tornar a un dèficit del 3% el 2012. Per la seva banda, el deute públic passaria del 53,4% el 2009 al 62,5% el 2010, encara clarament per sota de la mitjana de la zona de l'euro.

Les autoritats econòmiques reconeixen que l'exercici pressupostari transcorrerà en un entorn marcat encara per la recessió, ja que es preveu una reculada del PIB del 0,3%, amb caigudes del consum i de la inversió i amb els índexs de preus plans. L'ocupació continuarà reculant i l'atur assolirà màxims històrics. Només el sector exterior salvarà l'any, ja que la seva aportació al creixement s'estima en 0,7 punts percentuals. Aquesta evolució, de tota manera, representa una millora considerable comparada amb els resultats del 2009, que presenten un descens del PIB del 3,6% i una caiguda de l'ocupació del 6%. Es tracta, per tant, d'un escenari de recuperació lenta, molt condicionat per la feblesa de la demanda interior i per la reactivació de l'economia internacional.

28 de setembre de 2009

CRONOLOGIA

2008

- setembre** 19 El govern dels Estats Units presenta un **pla de rescat del sistema bancari nord-americà** per un import de 700.000 milions de dòlars.
- octubre** 7 El Govern anuncia la creació d'un **fons per a la compra d'actius financers** a les entitats de crèdit fins a un màxim de 50.000 milions d'euros i apuja la garantia dels dipòsits i inversions a 100.000 euros.
8 El **Banc Central Europeu**, la **Reserva Federal** i el **Banc d'Anglaterra**, en una acció concertada amb altres bancs centrals, retallen els tipus d'interès oficials en 50 punts bàsics.
12 Els països de la zona de l'euro acorden una **acció concertada** per reforçar el sistema financer fins al final del 2009.
13 El Govern autoritza l'atorgament d'**avals de l'Estat** fins a 100.000 milions d'euros el 2008 a noves operacions de finançament de les entitats financeres, amb possible ampliació al 2009.
28 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004.
29 La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a l'1,00%.
- novembre** 6 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 3,25%.
15 Reunió del G-20 a Washington per a la **reforma del sistema financer internacional**.
20 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (7.552,3) des del 2003.
28 El Govern anuncia un **pla d'inversió pública** de 8.000 milions d'euros en obres municipals i de 3.000 milions en diversos sectors i àmbits de l'economia.
- desembre** 4 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,50%.
16 La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a una banda del 0%-0,25%.
24 El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (37,23 dòlars per barril) des del juliol del 2004.

2009

- gener** 1 Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Eslovàquia, fins a disset estats membres.
15 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,00%.
20 Barack Obama pren possessió com a **president dels Estats Units**.
- març** 5 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,50%.
6 El Govern anuncia mesures per **facilitar el finançament del circulant de les empreses mitjanes** i per **reactivar l'ocupació** i pal·liar els efectes de l'atur.
27 El Govern aprova un conjunt de **mesures per impulsar l'activitat**: reforma de la llei concursal, la reactivació de les assegurances de crèdit i la transposició de la Directiva de Serveis comunitària.
- abril** 2 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,25%.
Reunió del G-20 a Londres per a la **reforma del sistema financer internacional**.
- maig** 7 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,00% i anuncia mesures per facilitar liquiditat al sistema bancari.
12 El Govern anuncia **noves mesures de política econòmica**: eliminació parcial de la deducció fiscal per la compra de l'habitatge habitual a partir del 2011, ajudes per a la compra d'automòbil, reducció de la fiscalitat per a algunes pimes i autònoms, etc.
- juny** 12 El Govern **apuja els impostos** que graven el tabac, la benzina i el gasoil d'automoció.
26 El Govern crea el **Fons de Reestructuració Ordenada Bancària**.
- setembre** 22 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim anual (9.829,9) amb una alça del 12,0% en relació amb el final de l'any 2008.
23 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (11.853,3) amb uns guanys acumulats del 28,9% en relació amb el final de desembre del 2008.

AGENDA

Octubre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 5 Índex de producció industrial (agost).
- 8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 14 IPC (setembre).
- 15 IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- 22 Comerç exterior (agost).
- 23 Enquesta de població activa (tercer trimestre).
- 26 Preus industrials (setembre).
- 27 Ingressos i pagaments de l'Estat (setembre).
- 29 Avanç IPCH (octubre). PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
- 30 Balança de pagaments (agost).

Novembre

- 3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 5 Índex de producció industrial (setembre).
- Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 12 Avanç del PIB (tercer trimestre).
- 13 IPC (octubre). PIB de la UE (tercer trimestre).
- 17 IPC harmonitzat de la UE (octubre).
- 18 Comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).
- 24 Preus industrials (octubre). Ingressos i pagaments (octubre).
- Comerç exterior (octubre).
- 27 IPCH (novembre).
- 30 Balança de pagaments (setembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Estats Units: s'espera un creixement de l'economia en el tercer trimestre.

La recuperació es veurà llastada per l'endeutament de les llars i pel mercat de treball.

Estats Units: comença una àrdua recuperació

Els indicadors disponibles fan pensar que l'economia més gran del planeta ha deixat enrere la recessió més profunda i prolongada des de la Segona Guerra Mundial. El tercer trimestre tornarà a mostrar un creixement del producte interior brut (PIB), en termes intertrimestrals, després d'un any de caigudes consecutives. La millora de les primes de risc, el fons que sembla haver trobat el mercat immobiliari i l'estabilitat dels preus defineixen un panorama millor que el que es podia preveure només tres mesos enrere.

Però el camí de la recuperació no serà fàcil. Amb les fortes reculades patides, és possible que, en els propers mesos, hi hagi repunts d'una certa importància. No obstant això, una tendència alcista consistent i vigorosa encara no està assegurada del tot. L'economia continua dependent de les polítiques expansives. Les finances de les llars s'han vist beneficiades per les últimes recuperacions del preu dels actius financers, però el procés de reducció del deute té molt camí per recórrer. Això significa que una part important dels ingressos es dedicarà a l'estalvi i no al consum. Així, el crèdit viu a les llars, la major part del deute de les famílies, va recular l'1,1% interanual en el

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,1	0,4	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-	...
Vendes al detall	3,3	-0,7	0,3	-8,0	-8,9	-9,5	-8,5	-5,3
Confiança del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	40,7	29,9	48,3	47,4	54,1
Producció industrial	1,5	-2,2	-3,2	-6,7	-11,6	-13,0	-12,4	-10,7
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	47,4	36,1	35,9	42,6	48,9	52,9
Venda d'habitatges unifamiliars	-26,7	-37,4	-36,2	-41,0	-40,0	-28,0	-13,4	...
Taxa d'atur (2)	4,6	5,8	6,1	6,9	8,1	9,3	9,4	9,7
Preus de consum	2,9	3,8	5,3	1,6	0,0	-1,2	-2,1	-1,5
Balança comercial (3)	-701,4	-695,9	-725,8	-695,9	-605,7	-505,9	-472,9	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,3	2,8	3,2	2,2	1,2	0,8	0,5	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,9	74,4	73,5	81,3	82,7	79,4	76,5	75,2

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

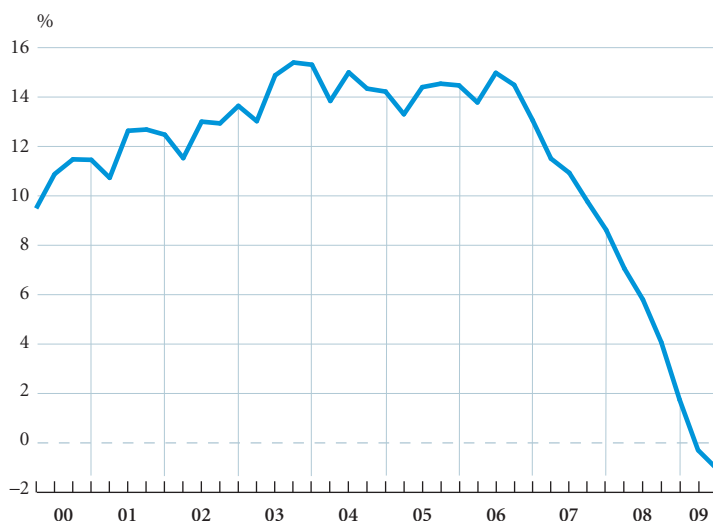
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

(4) Índex del tipus de canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: COMENÇA LA HISTÒRIA D'UN DESPALANQUEJAMENT

Variació interanual del deute de les llars



FONTS: Federal Reserve i elaboració pròpia.

segon trimestre, mentre que, en els quatre anys previs a la crisi, van predominar els augments superiors al 14%. També el mercat de treball continuarà essent un llast en els propers mesos que limitarà els ingressos dels consumidors.

Els últims indicadors de demanda confirmen aquesta incipient tendència de recuperació. A l'agost, les vendes al detall van augmentar el 2,7% en relació amb el juliol. Tot i que els incentius governamentals a la compra de cotxes van tenir un pes important en aquest avanç, l'indicador sense automòbils ni benzina va marcar el millor registre des del febrer i va avançar el 0,6% en relació amb el mes anterior. Es confirma així la solidesa del fons assolit pel consum en aquests últims mesos. La qüestió és ara la continuïtat que pugui tenir aquest repunt quan disminueixin els incentius governamentals. En la mateixa tònica de millora, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board de l'agost va tenir una reacció a l'alça després de dos mesos consecutius de descensos i

va pujar del nivell dels 47,4 punts fins als 54,1 punts.

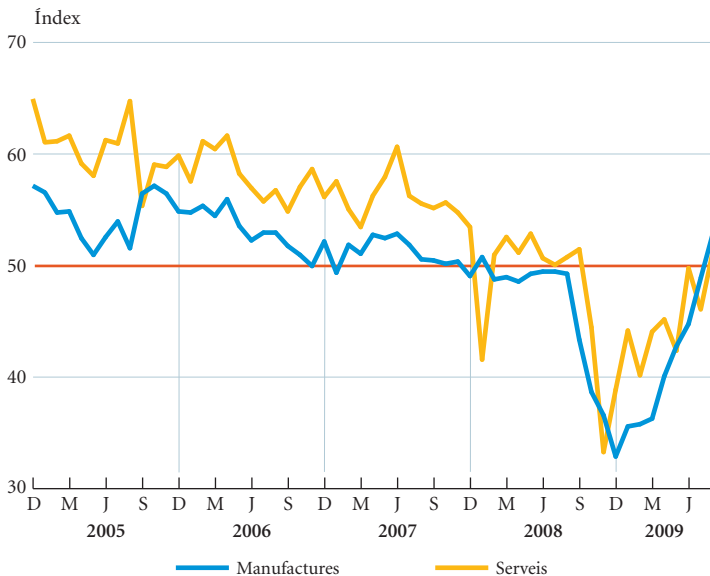
Pel costat de l'oferta, els símptomes de reactivació estan cada cop més consolidats, tot i que es continuen limitant, principalment, a indicadors de confiança més que a xifres reals d'activitat. Així, l'índex de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management de l'agost va superar la barra dels 50 punts, que es considera el llindar que marca l'inici d'etapes expansives. L'índex de manufactures va presentar l'octau mes consecutiu d'avanços i va assolir el nivell dels 52,9 punts, mentre que els serveis van compensar la reculada del mes anterior i van arribar als 51,3 punts. Per la seva banda, la producció industrial de l'agost va registrar el segon mes de pujades, però va continuar donant mostres de letargia i es va mantenir lluny dels nivells del mateix període de l'any anterior. D'igual manera, la utilització de la capacitat productiva va abandonar els mínims, però amb un to més aviat llangorós.

La confiança dels consumidors millora i les vendes al detall repunten.

Els empresaris es passen a l'optimisme, però l'activitat industrial continua feble.

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS TORNEN AL TERRENY POSITIU

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



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

**L'habitatge toca fons.
Els preus puguen per primer
cop en tres anys.**

El mercat de l'habitatge presenta ara un patró similar al de la resta de l'economia. Es constata que s'ha tocat fons, però comença una recuperació llastada pels excessos anteriors. En el cas dels immobles, aquests excessos són els impagaments de les hipoteques, que, després del corresponent embargament, amplien l'inventari de propietats per vendre. Després de tres anys de reculades ininterrompudes, l'índex de preus Case-Shiller del juny va mostrar un avanç del 0,7% en relació amb el mes previ, en termes desestacionalitzats. A l'estabilització de les vendes es va afegir l'oferta. A l'agost, es van iniciar 598.000 habitatges en termes anuals. Això confirma la suau tendència de recuperació des del mínim històric de l'abril, i és probable que el sector torni aviat a aportar contribucions positives al creixement de l'economia.

El mercat laboral continua feble, amb una taxa d'atur del 9,7% i més atur de llarga durada.

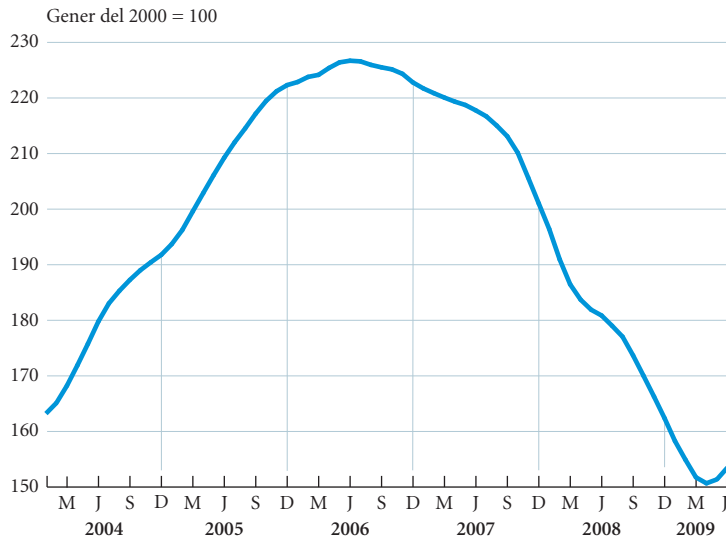
El mercat de treball continua feble. Queden enrere ja els mesos de grans deterio-

raments en l'ocupació, però l'ajustament no ha tocat fons. A l'agost, es van perdre 216.000 llocs de treball, el millor registre en un any, però les demandes per atur del mateix període van evolucionar a l'alça, així com la taxa d'atur, que va tornar a repuntar fins al 9,7%, i és probable que la tendència a l'alça continuï durant uns mesos més. La proporció d'aturats de llarga durada es va mantenir prop dels màxims, i, en haver-hi un important nombre d'ocupats que treballen involuntàriament a temps parcial, les hores treballades i els ingressos van continuar a la banda baixa.

La fluixa demanda i els recursos ociosos fan que les tendències inflacionistes continuïn sense aflorar, tot i l'encariment del petroli i l'elevat dèficit pressupostari. L'índex general de preus al consum (IPC) de l'agost va recular l'1,5% interanual i l'IPC subjacent, el general sense els aliments ni l'energia, va moderar les alces i

ESTATS UNITS: EL PREU DELS IMMOBLES DÓNA UNA ALEGRIA ESPERADA DURANT MOLT DE TEMPS

Índex Case-Shiller del preu de l'habitatge



FONTS: Standard and Poor's i elaboració pròpia.

es va incrementar l'1,4% interanual, una desacceleració que, en part, és ajudada per l'estancament del preu de lloguer de l'habitatge.

Al capítol del sector exterior, el dèficit comercial de béns i serveis del juliol va ser de 31.909 milions de dòlars, uns 4.400 milions per damunt del registre del mes previ, que, en el 90%, corresponen al deteriorament de la balança que exclou el petroli i els seus derivats. En l'últim mes, sembla que el protagonisme correspon a les importacions. En primer lloc, des del mínim de l'abril, les exportacions de béns, exclos el petroli, acumulen una recuperació del 4,7%, però les importa-

cions, l'evolució de les quals durant els mesos anteriors era més ensopida, van accelerar al juliol i van assolir un increment acumulat del 4,1%. A més a més, els fluxos comercials continuen en nivells molt baixos, amb exportacions i importacions el 22,4% i el 30,4% per sota del mateix mes de l'any anterior, respectivament. Això suggereix que, amb una recuperació de la demanda interna i dels fluxos comercials, les importacions poden tenir un major recorregut a l'alça. A més llarg termini, la feblesa del dòlar hauria de contribuir a corregir un desequilibri comercial que, malgrat tot, es mostra més persistent del que s'havia anticipat prèviament.

**L'IPC baixa l'1,5%
i el subjacent puja l'1,4%
en una línia d'estabilitat.**

**El petroli car impedeix
una major correcció
del dèficit comercial.**

Consolidació fiscal: quan, quant i com?

El deteriorament del dèficit públic en períodes de crisi comporta un augment del deute públic que corre el risc d'assolir nivells insostenibles. Davant dels primers símptomes d'estabilització econòmica, es fa necessari començar a planejar la correcció fiscal. Quan implementar-la, fins a quins nivells i quines són les alternatives per reduir el dèficit són tres preguntes clau en tot pla d'ajustament.

Una part de l'ajustament serà automàtica, però, en general, no serà suficient per reduir prou el dèficit. El dèficit s'ha disparat, principalment, a conseqüència dels estabilitzadors automàtics, els estímuls fiscals discrecionals i, en alguns casos, el declivi d'activitat al sector immobiliari. Com el seu nom indica, els estabilitzadors reaccionen de manera automàtica davant de la desacceleració de l'economia, a través d'una disminució en els ingressos o d'un augment en la despesa pública, per exemple en subsidis per atur. En principi, la part de l'augment del dèficit causada pels estabilitzadors automàtics disminueix amb la tornada al creixement potencial de l'economia i, una mica més tard, a la plena ocupació. No obstant això, aquest ajustament es pot veure compromès si la crisi afecta el creixement potencial del país o si l'atur roman elevat durant molt de temps. La pèrdua d'ingressos derivada de la menor activitat al sector immobiliari també pot ser molt duradora. Pel que fa als estímuls fiscals discrecionals, alguns tenen caràcter temporal, com la despesa extraordinària en infraestructures, i altres poden ser permanents, com les noves prestacions socials a grups vulnerables o les rebaixes d'impostos. Mentre que els primers deixaran de tenir un impacte sobre el dèficit quan finalitzin els projectes en qüestió (tot i que no podem ignorar les despeses de manteniment), els segons, no.

L'inici de l'ajustament fiscal ha de venir determinat per les circumstàncies de cada país. Així, per exemple, les economies que parteixin amb un nivell de deute més reduït tindran més marge per endarrerir la correcció fiscal. La consolidació fiscal també ha d'estar vinculada al retorn a la normalitat de les economies, ja que començar l'ajustament massa aviat, com va fer-ho el Japó als anys noranta, podria provocar una recaiguda. Si fem cas de les previsions de consens per a les economies avançades, hauriem d'esperar l'inici d'una consolidació fiscal gradual el 2010. En bona part, gràcies a la capacitat dels estabilitzadors automàtics de reduir el dèficit. A més a més, durant la segona meitat del 2010, les economies més avançades en el cicle podrien començar a reduir o no renovar algunes de les polítiques discrecionals, sempre que la recuperació mostri un cert vigor.

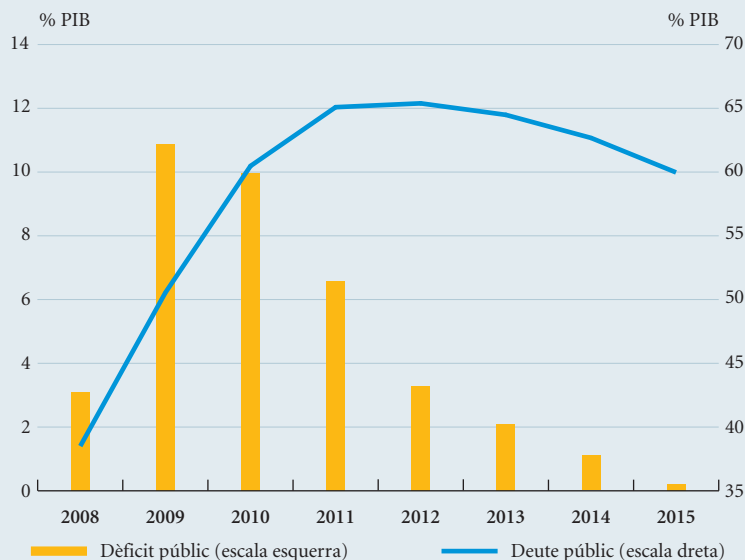
De tota manera, fins i tot si una bona part de la reducció del dèficit s'ajorna fins que la recuperació es consolidi, els governs haurien de començar a deixar ben clars els plans d'ajustament a mitjà i a llarg termini per reforçar la seva credibilitat. Alemanya ha estat un dels països pioners a l'hora de forçar constitucionalment un sostre per al dèficit fiscal a mitjà termini.

Una part central d'aquest pla s'ha d'ocupar de la dimensió de l'ajustament i, per tant, està vinculada al nivell en què es vol situar el deute de les administracions públiques. La capacitat de creixement de cada país i les perspectives d'envelliment de la seva població, entre d'altres particularitats, determinaran el nivell suportable de deute. Així, una economia amb una alta capacitat de creixement, a taxes superiors al tipus d'interès que paga pel seu deute, es pot permetre mantenir nivells més elevats de deute i, per tant, no necessitarà un ajustament tan fort. De la mateixa manera, les perspectives d'envelliment de la població necessiten una major correcció fiscal, ja que la despesa pública augmentarà en el futur. Als països de la zona de l'euro, l'ajustament fiscal també vindrà guiat per les condicions del Pacte d'Estabilitat i Creixement, que fixa un límit sobre el deute del 60% del PIB. A tall d'exemple, en el cas d'Espanya, estabilitzar el deute en aquest nivell el 2015 exigiria un ajustament gradual del dèficit fins a assolir un saldo fiscal proper al 0% el 2015, la qual cosa implicaria passar d'un dèficit primari (o net

d'interessos) una mica superior al 9% el 2009 a un superàvit primari del 3% el 2015 (vegeu el gràfic següent per a més detalls dels supòsits).

UN ESCENARI IL·LUSTRATIU D'AJUSTAMENT FISCAL A ESPANYA

Dèficit i deute públics



NOTA: Suposa un creixement mitjà del PIB real del 2% entre el 2010 i el 2015 i un tipus d'interès real mitjà del 2,4%.
FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Un cop establert el nivell de deute objectiu i l'horitzó en què efectuar l'ajustament, queda plantejar com realitzar la consolidació fiscal. Les vies són essencialment dues: augment en els ingressos públics o reducció en la despesa. No totes les mesures, però, tenen el mateix impacte sobre el creixement econòmic. Per exemple, una major pressió impositiva sobre el treball o l'estalvi o una disminució de despeses en educació o en infraestructures pot comportar un empitjorament en el creixement potencial per la via de la desincentivació de l'estalvi i el treball i de la disminució del capital humà i físic del país. Pel costat dels ingressos, una alternativa més neutral des del punt de vista de l'impacte en el creixement potencial, tot i que sovint políticament més costosa, és la pujada dels impostos indirectes. Una lluita més intensa contra el frau és una altra opció que cal explorar, per qüestions d'eficiència i d'equitat. Pel costat de la despesa, l'ajustament s'ha de realitzar en les partides no prioritàries. Alguns països, com Irlanda, també s'han plantejat revisar la universalitat d'algunes prestacions socials per enfocar-les cap als més vulnerables.

En resum, l'inevitable ajustament fiscal ha de començar de forma gradual amb la consolidació de la recuperació econòmica –que, en molts casos, es produirà ja cap al final del 2010–. La dimensió i la forma de l'ajustament dependran de les característiques econòmiques de cada país i, com gairebé sempre en economia, de les circumstàncies polítiques del moment.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Clàudia Canals
Departament d'Economia Internacional, Servei d'Estudis de "la Caixa"*

**El Japó creix el 2,3%,
gràcies a la recuperació
exportadora, però la
inversió continua feble.**

**La recuperació xinesa dóna
forces a les exportacions,
però les arques públiques
s'esgoten.**

**La producció industrial
es continua recuperant
i milloren les perspectives
de la despesa inversora.**

Japó: un altre cop confiant en el sector exterior

L'economia japonesa va sortir de la recessió en el segon trimestre, però va veure revisat a la baixa el seu creixement, que va quedar en un avanç del 2,3% intertrimestral anualitzat, enfront del 3,7% anunciat prèviament. La millora de les exportacions, que, en el mateix període, van créixer el 28,1%, no va poder compensar el pitjor registre de la inversió en equipament i de la inversió pública. Això últim posa de manifest els límits de la política expansiva al Japó, que presenta un cas oposat al de la Xina. A diferència del gegant asiàtic, les arques públiques van començar aquesta crisi en un estat precari, a causa dels estímuls realitzats durant el període deflacionista dels anys noranta. Amb els últims estímuls fiscals del 2009, el deute públic s'apropa al 200% del PIB.

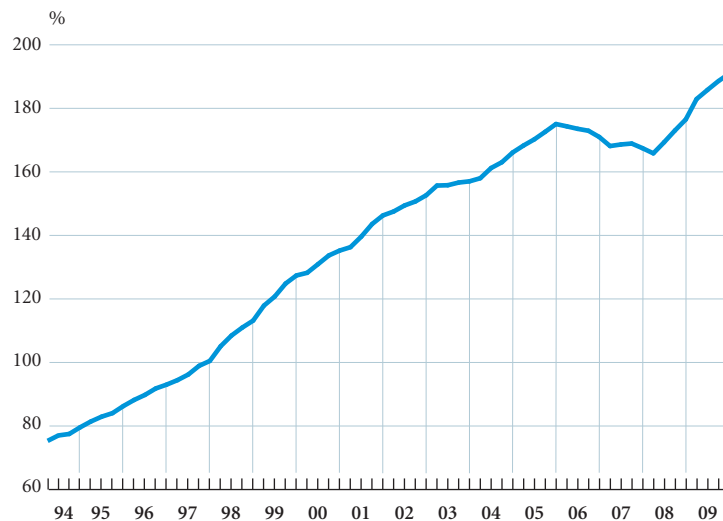
Les bones notícies van venir de l'exterior. La recuperació xinesa guanya en fermesa i les vendes al detall nord-americanes van tenir un efecte balsàmic en la cotització

de les empreses exportadores japoneses. Les febleses continuen provenint de la demanda interna. Els últims indicadors no apunten a una continuïtat del repunt del consum, amb unes vendes al detall que van recular el 2,4% interanual al juliol, mentre que les vendes d'automòbils de l'agost indiquen que els incentius governamentals han aconseguit aturar el deteriorament, però no han facilitat un gir alcista de la demanda.

Pel costat de l'oferta, la millora del panorama global va continuar esperonant la recuperació, tot i que es continua lluny dels nivells del maig-juny del 2008. En aquest context, la producció industrial del juliol va continuar a l'alça i es va situar el 18,8% per damunt del mínim del febrer. Una recuperació que, en termes absoluts, només compensa el 30% de la caiguda des del juny del 2008. També en aquesta línia, la despesa inversora va presentar símptomes de recuperació, però sempre amb la vista posada en les exportacions. El seu indicador avançat, les comandes de maquinària, va presentar un segon mes con-

JAPÓ: LA CRISI AGREUJA UNA MALA HERÈNCIA DEL PASSAT

Deute públic en relació amb el PIB



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

L'atur arriba al màxim històric del 5,7% i els salaris continuen sota mínims.

L'IPC baixa el 2,2% i el subjacent, el 0,9%, a causa de la feble demanda interna.

La recuperació de les exportacions es desaccelera, però continua el superàvit comercial.

secutiu d'avanços, amb unes despeses destinades a satisfer la demanda interna que van pujar el 21,8% interanual al juliol, mentre que les destinades a la demanda externa van recular el 4,2%.

Per la seva banda, el mercat de l'habitatge va reprendre la via a la baixa. Les vendes de l'agost de l'àrea de Tòquio van anul·lar la modesta recuperació anterior i van recular el 8,2% interanual. Per la seva banda, els preus van continuar baixant. En un to de més feblesa, l'oferta va continuar accentuant el seu deteriorament, amb uns habitatges iniciats que, al juliol, van recular el 32,0% interanual. El mercat laboral és, ara com ara, un dels punts més fràgils de l'economia nipona i confirma les febleses de la demanda. La taxa d'atur del juliol va continuar repuntant fins al 5,7%, màxim històric des de l'inici de l'indicador el 1953. Al juliol, es van perdre 400.000 llocs de treball, dels quals 120.000 van correspondre a manufactures, sector que, malgrat la recuperació de la producció industrial, va continuar reduint la

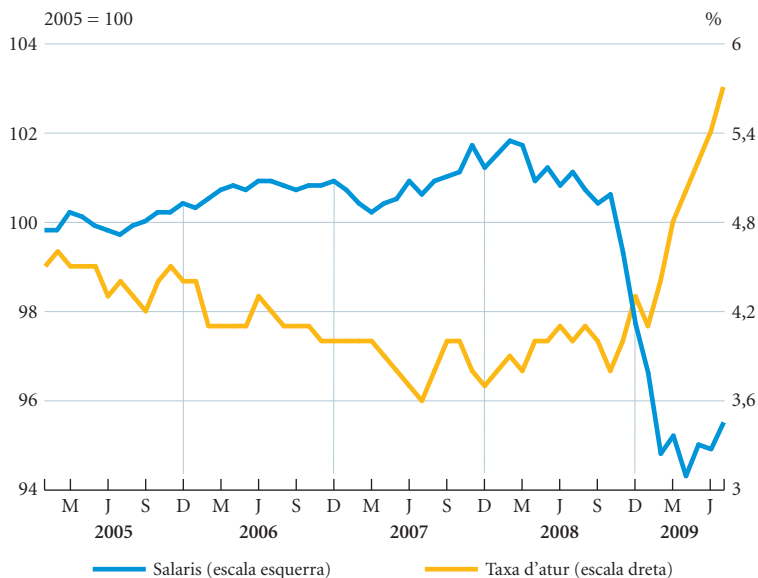
quota en el total de llocs de treball. Els salaris van millorar una mica al juliol, però es van mantenir el 6,5% per sota del mateix període de l'any anterior.

Les febleses de l'ocupació i de la demanda interna van ajudar a intensificar les tendències deflacionistes. L'IPC del juliol va registrar un descens del 2,2% interanual, el més important des de l'inici de l'índex el 1971. A diferència d'altres grans economies, al Japó també recula l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, que, en el mateix període, va perdre el 0,9% interanual i va acumular el setè mes consecutiu de davallades. La feblesa de la demanda interna dificultarà que els preus tornin al terreny positiu en els propers mesos.

El sector exterior es continua recuperant de les fortes caigudes del primer trimestre, tot i que els fluxos comercials continuen clarament per sota dels nivells de l'any passat. Les exportacions japoneses, que, amb un elevat component de béns

JAPÓ: L'ATUR AUGMENTA I ELS SALARIS TOQUEN FONTS

Índex de salaris de manufactures i atur sobre població activa



FONTS: Ministeri de Treball del Japó i elaboració pròpia.

de capital d'alt valor afegit, havien amplificat el descens de la demanda global, han recorregut gairebé la meitat del camí de retorn cap als nivells previs a la crisi. No obstant això, les dades del juliol indiquen que aquesta recuperació exportadora es desaccelera i que l'avanç de les importacions guanya intensitat i limita el recorregut a l'alça de la contribució del sector exportador al creixement de l'economia.

Xina: la recuperació es consolida

Si el mes passat la Xina ens impressionava amb un creixement del 7,9% interanual en el segon trimestre, aquest mes els indicadors més recents confirmen la recuperació. Al mateix temps, l'Índia sorprèn amb un creixement del 6,0% interanual en el segon trimestre, per damunt del 4,1% del primer trimestre.

Les vendes al detall xineses van créixer el 15,4% interanual a l'agost, lleugerament per damunt del mes de juliol, resultat coherent amb el dinamisme d'altres indicadors. L'índex de gestors de compres (PMI) va arribar als 54 punts a l'agost, enfront dels 53,3 del juliol, i es manté per

damunt dels 50 des del març. Finalment, la venda de vehicles de transport va créixer el 81% interanual a l'agost, de manera que la Xina es pot convertir enguany en el mercat amb més volum de vendes de tot el món, per davant dels Estats Units.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial va pujar el 12,3% interanual a l'agost, per damunt del 10,8% del juliol, i es va apropar ja a les taxes del 15%-16% dels anys anteriors. El crèdit bancari continua creixent i, amb un augment del 34,1% interanual a l'agost, situa la mitjana des del gener al voltant del 30%, percentatge que duplica la xifra del 2008. Aquesta expansió en el crèdit i el fort estímul fiscal impulsat pel govern expliquen el repunt xinès. Així i tot, canvis de caràcter més estructural, com l'activació del consum intern, seran claus per al creixement futur.

El sector exterior també comença a recuperar l'alè, tot i que més lentament que la demanda interna. En particular, les exportacions van caure el 23,4% interanual a l'agost, percentatge similar al 22,9% del juliol, i les importacions van baixar el 17% interanual en el mateix mes, per damunt del 14,9% del juliol. No obstant

La Xina es continua recuperant, seguida de prop per l'Índia.

La producció industrial creix el 12% i el crèdit continua avançant.

El comerç queda encara una mica endarrerit.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009		Juliol	Agost
			III	IV	I	II		
PIB real	13,0	9,0	9,0	6,8	6,1	7,9	-	...
Producció industrial	17,5	12,6	13,0	6,4	9,7	9,0	10,8	12,3
Producció elèctrica	15,7	6,7	6,7	-6,0	-4,3	-0,4	4,7	8,9
Preus de consum (*)	4,8	5,9	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,8	-1,2
Balança comercial (**)	262	297	259	297	318	295	281	267
Tipus d'interès de referència (***)	7,47	5,31	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi per dòlar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTES: (*) Mitjana.

(**) 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.

La borsa de Shangai reprèn el creixement.

això, una primera estimació del creixement intertrimestral de les exportacions, ajustades per estacionalitat, apunta a valors propers al 3% en el tercer trimestre.

En un context de recuperació, la caiguda dels preus s'ha anat frenant. Així, l'IPC va caure l'1,2% interanual a l'agost, enfront de l'1,8% del juliol i de l'1,7% del juny. La davallada en el preu de l'habitatge i la gran escalada en els preus de les primeres matèries cap a la meitat del 2008 provoquen que els índexs de preus es trobin encara en territori negatiu.

El Brasil s'allunya de la recessió.

En últim lloc, la borsa de Shangai reprèn la via de creixement iniciada al començament de l'any i deixa enrere la correcció de l'agost. Durant la primera meitat de setembre, l'índex *Composite* s'ha revalorat el 13%, tot i que encara no ha recuperat els valors del juliol.

Brasil: PIB i petroli reprenen la samba

Entre alegries i pous. Des de l'inici de setembre, l'economia brasilera ha empalmat un seguit de bones notícies, i no solament per la reconciliació amb el crei-

xement, sinó també per les noves troballes petrolieres al pol marí Pre-sal.

Després de mig any en negatiu, el PIB va créixer l'1,9% intertrimestral en el segon trimestre del 2009, resultat que fa que el Brasil sigui un dels primers països del G-20 que surt de la recessió. El consum privat, esperonat pel crèdit i pels estímuls fiscals, va avançar el 2,1% entre el març i el juny i es confirma com el principal motor de la incipient recuperació. Inversió i despesa pública es van mantenir estables. La demanda externa, en canvi, va poder aportar ja el seu gra de sorra, gràcies a la renovada apetència xinesa per les primeres matèries brasileres. Des de la perspectiva de l'oferta, la indústria va ser el sector més dinàmic i va créixer el 2,1% en taxa intertrimestral desestacionalitzada, enfront de l'1,2% del sector serveis.

En termes interanuals, el creixement va frenar la caiguda, però no va evitar-la i va acabar cedint l'1,2%. La responsabilitat recau, d'una banda, sobre una inversió força castigada, que continua reculant amb intensitat en relació amb el 2008, el 17% interanual, i, de l'altra, sobre la demanda externa, arrossegada per les ex-

El consum porta les regnes; la inversió i les exportacions continuen tocades.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	5,6	5,1	6,7	1,2	-1,6	-1,2	-	-1,2
Producció industrial	5,9	2,9	5,9	-6,7	-13,6	-11,3	-10,4	...
Confiança del consumidor (*)	132,3	140,4	136,3	132,9	128,5	128,4	139,9	139,8
Taxa d'atur São Paulo (**)	15,0	13,0	12,7	11,6	12,6	13,9	13,4	...
Preus de consum	3,6	5,7	6,3	6,2	5,8	5,2	4,5	4,4
Balança comercial (***)	40,0	24,8	28,7	24,8	25,0	27,4	27,0	27,8
Tipus d'interès SELIC (%)	12,75	11,25	13,75	13,75	11,25	9,25	8,75	8,75
Reals per dòlar (*)	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,0	1,9	1,9

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

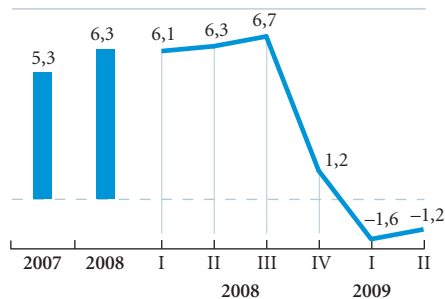
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

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

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

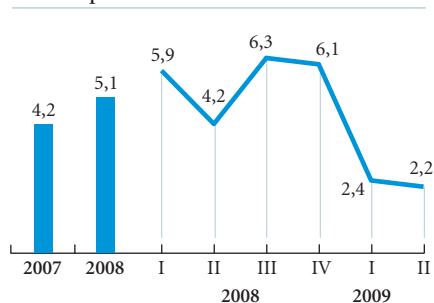
PIB



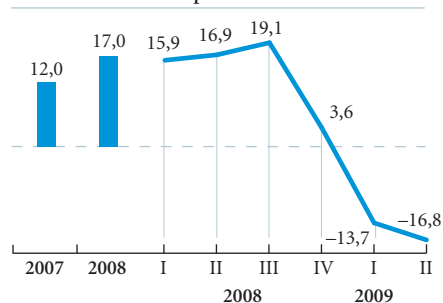
Consum privat



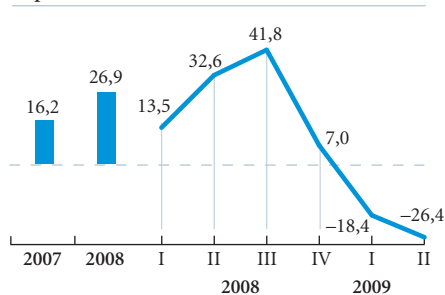
Consum públic



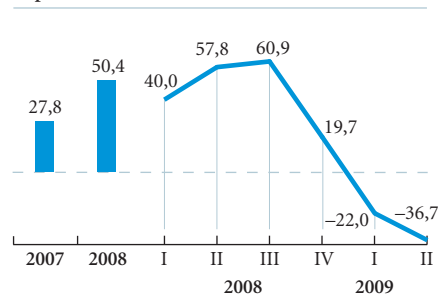
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

portacions, que van caure el 26,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior. El consum públic, per la seva banda, redueix, a poc a poc, la contribució al creixement, en contrast amb el consum privat, que revalida la seva fermesa amb un avanç del 3,1% interanual.

En qualsevol cas, el Brasil s'allunya d'una recessió tècnica que destaca per la seva brevetat, i les últimes dades afegeixen motius per creure que l'any 2009 acabarà

molt millor del que va començar. La confiança del consumidor ja assoleix els nivells previs a la crisi i les vendes al detall van continuar avançant al juliol, amb un creixement interanual del 5,7%. Aquestes últimes han rebut el suport del mercat de treball i del crèdit, el saldo viu del qual va créixer el 20,8% en relació amb el juliol del 2008 i va batre nous rècords històrics en percentatge del PIB (el 45%). Les exportacions de vehicles van tornar a caure, però l'impacte de les exempcions im-

La indústria mostra signes d'avanç.

L'economia mexicana, pendent de la recuperació als Estats Units.

positives es va plasmar en un augment del 5,5% interanual de les matriculacions internes.

Pel costat de l'oferta, la indústria alenteix gradualment la caiguda i els indicadors d'activitat avançats apunten a una progressiva millora durant la segona meitat de l'any. A l'agost, i després gairebé d'un any endarrerit, l'índex de gestors de compra (PMI) va superar el llindar de 50 que indica recuperació. La producció industrial va créixer per sisè mes consecutiu al juliol, tot i que va recular el 10,4% en taxa interanual.

En definitiva, el Brasil mira el 2010 amb optimisme. Tot fa pensar que la recuperació guanyarà ritme en el tercer i en el quart trimestres del 2009, a mesura que la reconstrucció de les existències tregui del pou la inversió i la progressiva millora de l'entorn extern tiri de les exportacions. Així mateix, s'espera que un entorn amb una política monetària expansiva, un mercat laboral a l'alça i una inflació continguda continuï esperonant una despesa privada que haurà de resistir la progressiva retirada dels estímuls fiscals entre el setembre i el final de l'any. Si

es confirma aquest escenari, el partit del govern afrontarà les eleccions presidencials de l'octubre del 2010 des d'una posició molt més còmoda. Així i tot, cal esperar que un augment de la despesa pública coherent amb el cicle electoral contribueixi també al repunt del creixement el 2010.

Mèxic: llum al final del túnel

La crisi econòmica global i, sobretot, l'efecte que ha tingut sobre la indústria manufacturera nord-americana han arrossegat l'economia mexicana cap a una recessió de la qual, si les previsions no s'equivoquen, s'espera que surti molt aviat. El principal motiu d'optimisme arriba també des de l'altre costat de la frontera: s'espera que el retorn dels Estats Units al creixement i el renaixement del reestructurat sector automobilístic esperonin les exportacions de Mèxic i, consegüentment, el seu PIB cap al final del 2009.

Les últimes dades apunten en aquesta direcció. La producció industrial va avançar al juliol en relació amb el mes anterior i va registrar la caiguda interanual menys

La reforma fiscal a Mèxic, en ple debat.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	3,3	1,4	1,5	-1,7	-8,4	-9,7	-	-
Producció industrial	2,4	-1,0	-1,5	-4,4	-9,9	-10,0	-7,0	...
Confiança del consumidor (*)	104,9	92,2	88,9	83,3	80,1	80,5	85,4	81,6
Taxa d'atur general (**)	3,7	4,0	4,2	4,3	5,0	5,2	6,1	6,3
Preus de consum	-22,7	-11,8	5,5	6,2	6,2	6,0	5,4	5,1
Balança comercial (***)	-10,1	-17,3	-11,9	-17,3	-17,5	-16,0	-16,0	-14,6
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	8,25	8,25	6,75	4,75	4,50	4,50
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	11,0	10,6	11,0	13,9	14,2	13,2	13,2	13,3

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

intensa des del gener d'enguany (el 7%). Per la seva banda, l'índex de manufactures IMEF va assolir a l'agost el valor més alt en tretze mesos, 51,5, i va superar per segon mes consecutiu el llindar de 50 que indica recuperació. Tot plegat suggereix que la fase de contracció de l'activitat manufacturera va acabar en el primer semestre o és a punt de finalitzar. Si és així, la notícia seria molt ben rebuda per un mercat de treball que, amb una taxa d'atur del 6,3%, va tornar a patir a l'agost.

Pel que fa a la demanda, encara queda camí per recórrer. La despesa interna va donar mostres de millora amb unes vendes al detall que van començar a moderar l'ajustament, tot i recular el 5,1% interanual al juny, però l'índex de confiança del consumidor va tornar a caure a l'agost, el 9,1% interanual i el 4,5% en relació amb el juliol. La inversió també va cedir, el 12,7% interanual al juny. Malgrat tot, sembla que les restriccions al crèdit afluixen i que la inflació, tot i superar l'objectiu oficial, manté la tònica descendent, de manera que no s'espera que el Banc de Mèxic mogui fitxa abans de l'equador del 2010, quan arribi el creixement de debò i puguin sorgir les pressions inflacionistes.

A més a més, cal tenir en compte que, malgrat que les perspectives econòmiques per al 2010 són favorables, Mèxic ha d'afrontar un seguit de reformes estructurals, massa aplaçades, per millorar la tendència de creixement a llarg termini. Entre aquestes reformes, destaca la d'un sistema fiscal que requereix, en primer lloc, reduir la dependència del petroli. La proposta del govern ja és sobre la taula i tot apunta a un ajustament fiscal el 2010, tot i que alguns el consideren precipitat en un entorn de recuperació potencialment fràgil. Així i tot, les eleccions del juliol van reduir de tal manera el marge de maniobra del president Calderón que el

més probable és un nou ajornament de les mesures de caràcter més estructural, si més no fins més enllà de les eleccions presidencials del 2012. Si aquest és el cas, podria generar algun dubte sobre la sostenibilitat del dèficit fiscal a mitjà termini i acabar perjudicant la qualificació del deute sobirà del país.

El petroli i l'or reprenen els avanços

Després d'un breu respir, el preu del petroli va reprendre la tònica alcista. Entre el 20 d'agost i el 18 de setembre, el cru va cedir el 2,8%, tot i que, en la segona meitat del període, la tendència es va invertir a l'alça, va arribar als 71,92 dòlars per barril (qualitat *Brent*, per a lliuraments a un mes) i va acumular una pujada del 84,0% enguany. El nivell va continuar per sota dels 95,59 dòlars del setembre del 2008, però, a partir de l'octubre, s'haurien de començar a registrar increments interanuals, en comparar-lo amb les reculades de l'últim trimestre del 2008.

La política expansiva de la Fed, l'endeutament del Tresor i la persistència del desequilibri exterior nord-americà continuaran pressionant el dòlar a la baixa, situació que beneficia les primeres matèries. La consolidació de la recuperació xinesa i de les principals economies emergents i la percepció que el pitjor de la crisi ha quedat enrere influiran en la mateixa direcció. El petroli, amb una oferta que equilibraria l'increment de la demanda, s'hauria de mantenir en els nivells actuals, amb lleugeres alces el 2010.

Els preus de les primeres matèries van tenir un respir. L'índex *The Economist* de primeres matèries va pujar un mínim 0,3% entre el 20 de juliol i el 18 de setembre i va deixar en el 22,4% l'increment d'enguany. L'or i els metalls preciosos van intensificar els avanços per l'esmentada

El preu del cru es basa en el dòlar feble i en la recuperació de les economies emergents.

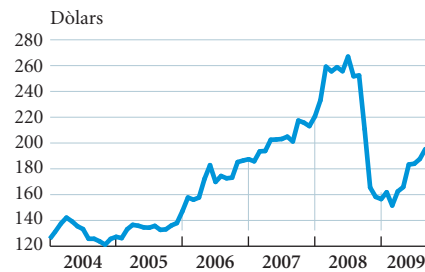
Les primeres matèries moderen les alces a causa de la reculada dels metalls bàsics.

feblesa del dòlar i els metalls bàsics van recular. En aquest sentit, la recuperació de l'activitat industrial global hauria d'augmentar la producció dels desballestaments, que són un important submi-

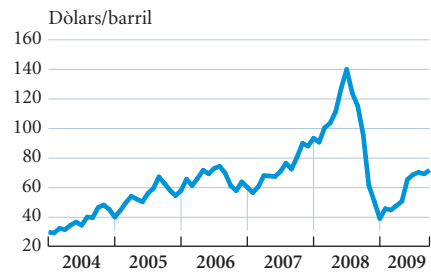
nistrador de metalls bàsics. Això continuaria moderant el *boom* importador xinès de la primera meitat de l'any, però sense trencar el seu fons de fortlesa en els propers mesos.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)

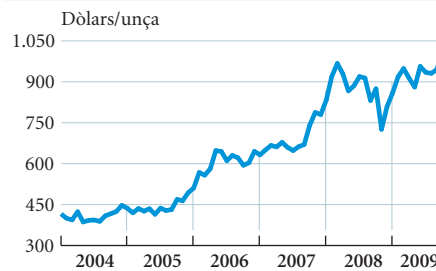
Índex «The Economist»



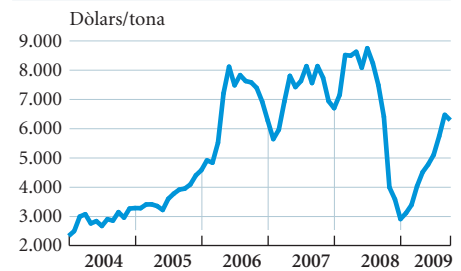
Petroli Brent



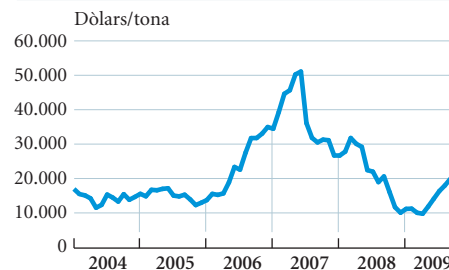
Or



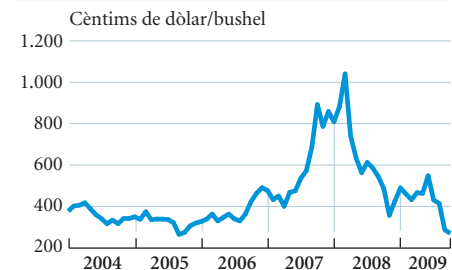
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 18 de setembre).

FONTS: «The Economist», Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: una recuperació amb riscos

Després que la taxa de creixement del segon trimestre de la zona de l'euro superés les previsions més optimistes, tot i situar-se encara en zona negativa, els interrogants se centren en la fermesa del període de recuperació. Pel que fa a la segona meitat del 2009, el consens entre els diversos analistes és força ampli, ja que la majoria indica que, en els propers dos trimestres, s'assoliran taxes de creixement inter trimestrals lleugerament per damunt de zero. Tot fa pensar que el procés de recuperació es mantindrà, però a un ritme molt lent. No obstant això, per a l'any vinent, la incertesa encara és molt més gran. Així ho reflecteix la dispersió

de les previsions de les diferents cases d'anàlisi. Mentre que alguns situen el creixement de la zona de l'euro prop del 3%, la Comissió Europea el deixa en el 0,5% i el Banc Central Europeu (BCE) no descarta que la taxa de creixement es mantingui en terreny negatiu durant tot l'any.

Anem a pams. Ara que coneixem els factors que impulsen la recuperació, la trajectòria de l'economia en els pròxims trimestres sembla força clara. Concretament, els factors clau per a la recuperació de l'economia europea en el segon trimestre van ser el consum i el sector exterior. L'aportació del sector exterior al creixement va ser de 0,7 punts percentuals. Això és el resultat de la important mode-

En els dos propers trimestres, s'assoliran taxes de creixement inter trimestrals positives.

El sector exterior i el consum impulsen la recuperació...

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,7	0,6	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	-	...
Vendes al detall	1,4	-0,7	-1,0	-1,9	-3,2	-2,3	-1,7	...
Confiança del consumidor (1)	-4,9	-18,0	-19,1	-27,1	-32,5	-27,9	-23,0	-22,0
Producció industrial	3,5	-1,7	-1,4	-9,0	-18,4	-18,5	-16,0	...
Sentiment econòmic (1)	108,9	91,1	89,9	75,6	65,7	70,2	76,0	80,6
Taxa d'atur (2)	7,4	7,5	7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	...
Preus de consum	2,1	3,3	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,6	-0,2
Balança comercial (3)	20,1	-1,2	-11,4	-31,7	-36,6	-32,0	-12,0	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	4,3	4,6	5,0	4,2	2,0	1,3	1,1	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	107,9	113,0	114,0	109,1	111,9	113,2	113,8	113,9

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors impliquen apreciació de la moneda.

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

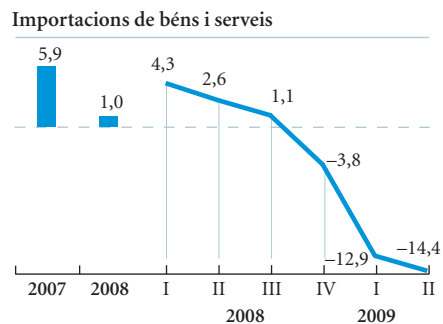
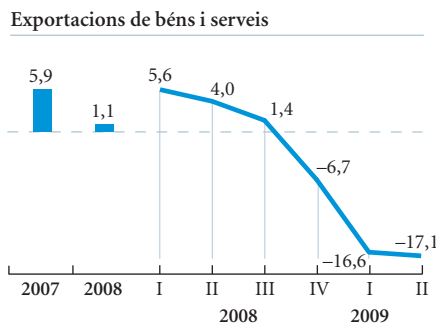
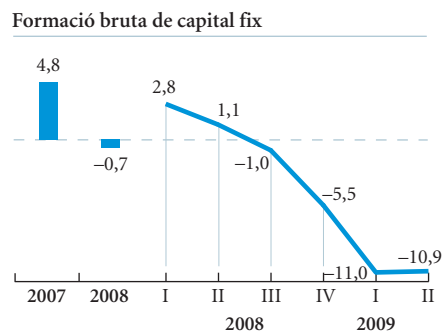
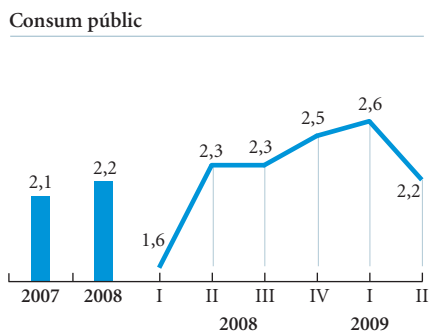
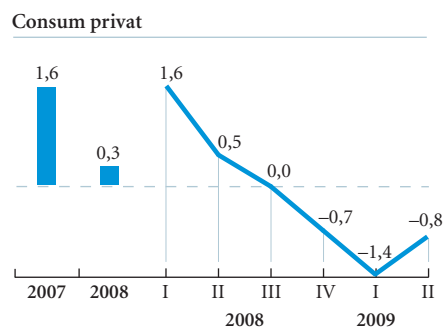
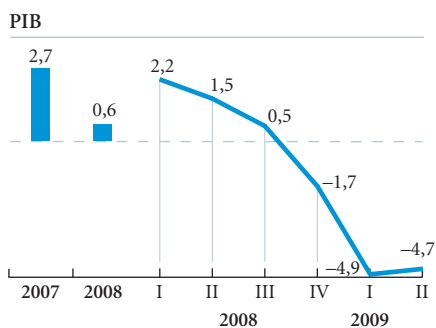
...gràcies al creixement a Àsia i als plans d'estímul econòmic.

ració en la caiguda de les exportacions, que, després de recular el 8,8% intertrimestral en el primer trimestre, només van recular l'1,1% en el segon. Les importacions també van moderar el ritme de caiguda, però amb menys intensitat. Pel que fa a la demanda interna, la seva fortalesa es va basar en el consum privat i en el consum públic. Amb un creixement intertrimestral del 0,2% i del 0,4%, respectivament, cadascú va afegir una dècima al creixement de l'economia.

L'avanç del comerç exterior és el resultat del fort creixement que experimenten les economies asiàtiques i de la normalització del sector financer. L'embranchada del consum, en canvi, es basa en l'efecte dels plans d'estímul econòmic duts a terme pels diferents governs. Les dades de major freqüència indiquen que els dos elements continuaran essent la referència del creixement a curt termini. En el mes de juliol, les exportacions van augmentar el 4,1% en relació amb el mes anterior i les im-

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

portacions van recular el 0,3%. Això consolida el superàvit de la balança comercial. La millora de la confiança del consumidor i les vendes al detall reflecteixen que el consum privat es continua recuperant en el tercer trimestre. Concretament, en el mes de juliol, les vendes al detall van anotar una reculada interanual de l'1,7%, lluny del descens del 4,5% registrat en el mes de febrer.

El nivell d'inversió continua essent la nota decebedora. Concretament, la formació bruta de capital fix va caure el 10,9% interanual en el segon trimestre, un valor gairebé calcat al registrat en el primer trimestre d'enguany. A més a més, la producció industrial va reduir el ritme al qual es venia recuperant i continua enfonsada en una taxa històricament baixa. En el mes de juliol, va registrar un descens del 16% interanual, només 6 dècimes per damunt de la dada registrada al juny.

Pel que fa a les previsions a mitjà termini, un fet salta a la vista. Cap dels factors que

impulsen el creixement actual de la zona de l'euro es podrà sostenir a mitjà termini. D'una banda, els diferents governs hauran de reduir substancialment els plans d'estímul econòmic duts a terme el 2009 si volen mantenir sanejats els comptes públics. Així ho adverteix la Comissió Europea en l'informe de previsions del setembre del 2009. Això afeblirà la recuperació de la demanda interna.

El suport del sector exterior tampoc no resistirà gaire més. Per bé que la Xina anota taxes de creixement properes als dos dígit, això és el resultat de la posada en marxa d'un important paquet de mesures d'expansió econòmica per part del govern i, per tant, té un recorregut limitat.

La forta apreciació que ha experimentat l'euro tampoc no ajudarà el sector exterior. Enfront del dòlar nord-americà, l'euro s'ha apreciat el 17,5% des del mínim assolit en el mes de febrer d'enguany. Aquesta tendència no és sostenible a mitjà

La inversió continua essent la nota decebedora.

Cap dels factors que impulsen el creixement és sostenible a mitjà termini.

L'APRECIACIÓ DE L'EURO REDUIRÀ EL SUPORT DEL SECTOR EXTERIOR

Tipus de canvi euro/dòlar (*)



NOTA: (*) Un augment indica apreciació de l'euro.
FONT: Datastream.

La dispersió de les previsions per a l'any vinent reflecteix l'elevada incertesa.

jà termini i, probablement, s'anirà corregint a partir de l'any vinent. Un dels factors que determinarà el canvi de tendència serà el *tempo* de la política monetària del Banc Central Europeu (BCE) i de la Reserva Federal (Fed). Atès que les dues economies tenen els preus sota control (en el mes d'agost, la variació interanual va anotar un descens del 0,2% a la zona de l'euro i de l'1,5% als Estats Units), el cicle alcista de tipus vindrà determinat per la consolidació de la recuperació en les dues economies. En aquest sentit, tot fa pensar que la Fed s'avançarà al BCE, ja que la major flexibilitat de l'economia nord-americana permetrà que es recuperi amb més celeritat. La Fed podria començar a pujar els tipus d'interès entre la primavera i l'estiu de l'any vinent, mentre que és difícil que el BCE ho faci abans de la tardor.

Però el que fa que les previsions a mitjà termini dels analistes siguin diferents és la interpretació que cadascú fa dels principals riscos que planen sobre l'economia europea: el futur deteriorament del mercat laboral, la capacitat de recuperació del sector financer i l'efectivitat i durada dels plans d'estímul econòmic. Pel que fa al mercat laboral, la taxa d'atur va arribar al 9,5% al juliol. Tot i que l'actual procés recessiu ja ha deixat gairebé 4 milions de persones sense feina, la xifra és relativament baixa si la comparem amb la històrica davallada de l'activitat econòmica. En aquest sentit, i tenint en compte l'evolució que ha registrat en anteriors períodes recessius, la taxa d'atur hauria d'augmentar i s'hauria d'apropar a l'11% cap a la meitat de l'any vinent. De tota manera, algunes veus una mica més optimistes indiquen que el moderat deteriorament del mercat laboral és el resultat dels plans impulsats per alguns països de la Unió Europea, que faran que la taxa d'atur pugui deixar de pujar abans del que s'havia previst.

El consum privat i el sector exterior es converteixen en els principals motors de l'economia alemanya en el segon trimestre.

La capacitat de recuperació del sector financer és una altra de les grans incògnites. Mentre que els mercats de bons s'han refet de forma sorprenentment ràpida, el crèdit al sector privat i a les famílies no ofereix símptomes de recuperació. Si ens guiem per l'experiència viscuda en anteriors episodis, el crèdit encara hauria de trigar a refer-se. Però si, al final, les mesures adoptades pel BCE i pels diferents països fan efecte, la reactivació del crèdit podria donar suport a la revifada de la inversió i del consum privat.

La futura actuació dels governs tampoc no és gaire clara. D'una banda, han de reduir els plans d'estímul econòmic per evitar que el deute públic es dispari, però també són conscients que, si la retirada és massa ràpida, podrien empènyer de nou l'economia a la recessió. En la nostra previsió, assumim que tots aquests desequilibris s'aniran ajustant de forma gradual. Això ens fa concloure que el creixement per a l'any vinent se situarà prop de l'1%, tot i que difícilment el superarà.

La recuperació alemanya busca la consolidació

Alemanya va encarar l'últim mes abans de les eleccions generals sabent que era una de les primeres economies europees que sortia de la recessió, amb un creixement del PIB en el segon trimestre del 0,3% en relació amb el trimestre anterior. Aquesta inesperada recuperació va ser el fruit de la contribució positiva de tots els components del producte interior brut (PIB), llevat de la variació d'existències. Van destacar, en particular, el consum privat i el sector exterior, amb contribucions del 0,4% i de l'1,7%, respectivament. Atesa aquesta millora, els principals instituts econòmics han revisat les previsions gairebé en un punt percentual i han situat la caiguda interanual

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,6	1,0	0,8	-1,8	-6,7	-5,9	-	...
Vendes al detall	-3,0	-0,5	0,1	-0,4	-2,7	-1,5	-0,8	...
Producció industrial	5,8	0,0	0,0	-7,5	-20,0	-19,3	-16,9	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	94,7	86,2	82,6	84,7	87,4	90,5
Taxa d'atur (**)	9,0	7,8	7,7	7,6	8,0	8,3	8,3	8,3
Preus de consum	2,3	2,6	3,1	1,7	0,9	0,3	-0,5	0,0
Balança comercial (***)	181,5	195,3	196,3	183,0	159,6	138,9	132,7	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

de l'economia germànica entre el 5,0% i el 5,5% el 2009. Aquesta dada significa que l'economia mantindrà un suau ritme de creixement durant els propers trimestres.

Els indicadors de major freqüència disponibles en el tercer trimestre del 2009, tant d'oferta com de demanda, confirmen aquesta tendència. Destaca el creixement de les vendes al detall en el mes de juliol, del 5,8% intermensual. Els principals motius de la reactivació del consum són la baixa taxa d'inflació i les mesures d'estímul fiscal aplicades pel govern, dirigides a l'augment de la renda disponible de les llars. A més a més, la demanda exterior es continua recuperant, amb un creixement de les exportacions del juliol del 2,3% en relació amb el mes anterior, en el que representa el tercer increment consecutiu, que redueix la caiguda interanual de les exportacions del juliol fins al 18,8%.

A conseqüència d'aquest repunt de la demanda, tant interna com externa, les comandes industrials van tornar a augmentar al juliol i es van allunyar dels mínims

del febrer. En aquest mateix mes, la producció industrial es va reduir el 0,9% en relació amb la del mes anterior i va reflectir el procés d'adaptació de les existències a la nova situació econòmica. No obstant això, el repunt de les comandes i el baix nivell de les existències en l'actualitat permeten preveure un augment de la producció industrial durant els propers mesos i el consegüent increment de la utilització de la capacitat productiva, després d'assolir mínims en el segon trimestre del 2009.

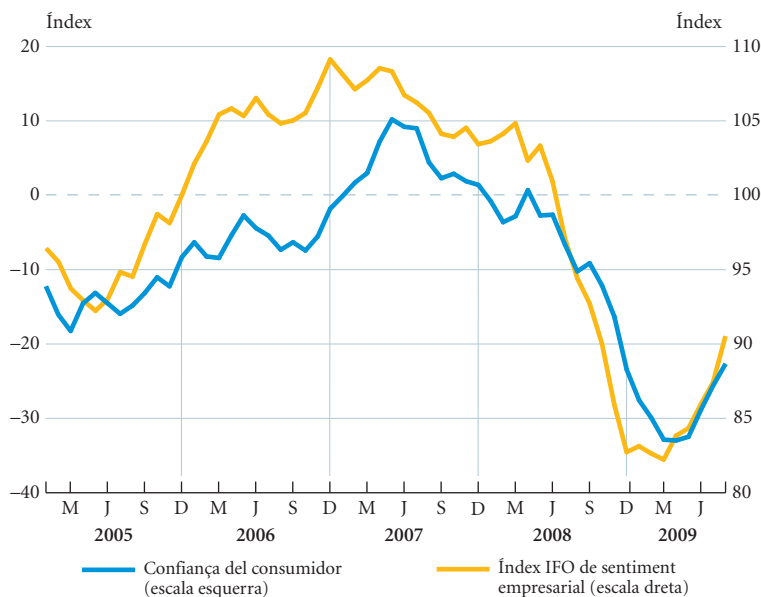
L'evolució dels índexs de confiança, tant dels consumidors com dels empresaris, reflecteix aquesta recuperació. Com s'observa al gràfic, aquests indicadors no han parat d'augmentar des del mínim assolit entre el febrer i el març del 2009. A més a més, en els dos casos, els components futurs d'aquestes sèries anticipen nous increments que els continuaran allunyant dels nivells històricament baixos en què encara es troben. Malgrat els clars indicis de millora de l'economia germànica, hi ha certs riscos que podrien interrompre el seu retorn a la via del creixement, en especial el 2010.

Les previsions del creixement econòmic s'han revisat a l'alça.

Els indicadors d'oferta i de demanda apunten cap a la continuïtat del creixement del PIB en el tercer trimestre...

LA CONFIANÇA CONTINUA AUGMENTANT

Índexs de confiança alemanys



FONTS: Deutsche Bundesbank i elaboració pròpia.

...que es podria veure interrompuda per la incertesa en el mercat de treball i en les exportacions.

En primer lloc, el final dels estímuls fiscals en alguns dels seus principals socis comercials pot repercutir negativament sobre les exportacions alemanyes. D'altra banda, tot i que la recessió econòmica ha afectat només lleugerament la taxa d'atur, que es manté al voltant dels mínims assolits el 2008, les hores treballades per empleat s'han reduït dràsticament, situació que apunta a un clar deteriorament del mercat laboral. La inèrcia d'aquest mercat i la caducitat dels plans de reducció temporal de l'ocupació apunten a un augment de la taxa d'atur durant el 2010, que la situaria per damunt del 10%. Això afectaria negativament el consum privat de les llars, un dels components que mou l'economia alemanya en l'actualitat.

El nou govern alemany haurà d'afrontar una conjuntura delicada.

A més a més, els estabilitzadors automàtics i els plans d'estímul fiscal han afectat l'estat de les finances públiques el 2009 i

s'espera que ho continuïn fent el 2010. Segons el Pla de Conciliació Fiscal del govern, serà llavors quan el dèficit públic es podria situar per damunt del 6% i podria empènyer l'endeutament públic fins al 80%, xifres que se situen molt per damunt dels límits establerts pel Tractat de Maastricht.

Per tant, el nou govern alemany té una tasca difícil durant el seu mandat. Haurà d'estimular l'economia i, en particular, el consum privat per evitar-ne l'estancament i la dependència del sector exterior. A més a més, és necessària una bona gestió dels comptes públics, en especial mitjançant la contenció de la despesa, un cop l'economia mostri signes de consolidació. Aquesta última tasca es veurà dificultada si el govern compleix la promesa electoral d'invertir més en educació i en millores socials.

França: l'augment de l'atur enterboleix la recuperació

«La crisi no ha acabat. Acabarà el dia que es comenci a retallar l'atur.» Aquesta és l'expressió que va utilitzar el primer ministre gal, François Fillon, per remarcar que el camí de sortida de la recessió serà llarg. Ho va fer en la presentació de les noves previsions econòmiques del govern, que situen la caiguda del PIB per al 2009 en el 2,25% i que milloren en tres quarts de punt les previsions anteriors. El motiu d'aquesta important correcció és la recuperació viscuda per l'economia francesa en el segon trimestre de l'any, que va deixar enrere quatre trimestres consecutius de reculades de l'activitat.

La preocupació del ministre és motivada per la ràpida escalada de l'atur entre el gener i el juliol del 2009, mes en què va assolir una taxa del 9,8%, més d'un punt percentual per damunt de la taxa registrada al començament de l'any. Malgrat la caiguda dels preus en els dos primers mesos del tercer trimestre, el deteriorament del mercat laboral va provocar que el consum de les llars es reduís durant aquest període. A més a més, la confiança dels consumidors gairebé no va augmentar al juliol, la qual cosa posa de manifest l'em-

pitjorament de la percepció sobre la situació actual.

De forma similar, tant l'índex de confiança com la producció industrial es van reduir al juliol després de diversos mesos consecutius registrant millores. Però no tot van ser males notícies pel que fa a les dades del tercer trimestre. Així, les comandes industrials van repuntar intensament al juliol, amb un creixement del 4,6% en relació amb el mes anterior. Aquest augment va ser provocat per un fort increment de les comandes per part dels països de la zona de l'euro, les quals van créixer el 18,6%. D'altra banda, el Purchasing Manager Index (PMI), índex sintètic que recull el sentiment econòmic dels empresaris, també va registrar un increment molt important a l'agost. A més a més, el sector exterior va presentar una recuperació de les exportacions al juliol que va generar una nova reducció del dèficit de la balança comercial.

No obstant això, atesa la manca d'indisicis que confirmen la consolidació econòmica francesa, el govern gal no es planteja, ara com ara, retirar les mesures per a l'estímul econòmic, dirigides, majoritàriament, a enfortir el consum, ja que, si ho fes, es correiria el risc de tornar a caure en la recessió.

El govern francès revisa a l'alça el creixement de l'economia.

L'augment de la taxa d'atur frena el consum de les llars.

El govern gal no retirarà els ajuts mentre no es consolidi la recuperació.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,3	0,3	0,1	-1,6	-3,4	-2,6	...	...
Consum de les llars	4,9	-0,6	-0,9	-2,5	-1,0	0,2	-0,5	-1,3
Producció industrial	1,2	-2,5	-2,2	-9,0	-15,9	-15,0	-13,0	...
Taxa d'atur (*)	8,3	7,8	7,8	8,3	8,8	9,4	9,8	...
Preus de consum	1,5	2,8	3,3	1,8	0,6	-0,2	-0,7	-0,2
Balança comercial (**)	-33,8	-49,3	-51,4	-55,8	-55,2	-53,5	-48,4	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, Eurostat, INSEE, Comissió Europea i elaboració pròpia.

A Itàlia, el consum públic i el privat es recuperen en el segon trimestre del 2009.

Tot apunta a un repunt de la producció en el tercer trimestre.

El govern millora les previsions, tot i que hi ha importants riscos a la baixa.

Itàlia apunta cap a la recuperació en el tercer trimestre

El PIB italià del segon trimestre va disminuir el 0,5% en relació amb el trimestre anterior. Aquesta contracció va ser significativament inferior a la registrada en el primer trimestre, del 2,7%, i trenca amb quatre trimestres consecutius d'acceleració de la caiguda. El desglossament de la sèrie mostra que aquesta desacceleració va ser provocada, principalment, per la millora del consum, tant privat com públic. La menor caiguda de la inversió i del sector exterior també va jugar un paper destacat.

Les poques dades disponibles dels mesos següents confirmen aquesta tendència. Així, pel costat de la demanda, s'observa una millora progressiva de la confiança del consumidor en els mesos de juliol i d'agost, que la situen en nivells similars als de l'inici del 2007. A més a més, l'increment del poder adquisitiu de les famílies a través de l'estancament dels preus durant aquests dos mesos permet preveure un major dinamisme de les vendes al detall en aquest període. Malgrat que no es disposa encara de les dades del sector exterior per al mes de juliol, la recuperació d'economies com Alemanya i França apunten a una lenta recuperació de les exportacions en els pròxims mesos.

Des de la perspectiva de l'oferta, mentre que les caigudes interanuals registrades per la producció i per les comendes industrials es mantien elevades, les dades intermensuals mostraven una certa recuperació. La producció industrial del juliol va augmentar l'1,0% en relació amb el mes anterior, liderada per les indústries automobilística, farmacèutica i química. El repunt de les comandes industrials a l'agost, juntament amb la forta desaccumulació d'inventaris viscuda en el segon trimestre, ens permet anticipar una important recuperació de la producció industrial en el tercer trimestre del 2009.

Ateses aquestes perspectives, el govern transalpí ha reduït en dues dècimes la previsió de la caiguda del PIB per al 2009, fins al 5,0%, i ha situat l'inici de la recuperació ja en el tercer trimestre d'enguany. Així mateix, considera un creixement de l'economia del 0,5% per al 2010. Aquesta última dada, però, presenta importants riscos a la baixa. Així, la feblesa estructural dels comptes públics, amb un dèficit esperat del 5,0% el 2009, malgrat els escassos estímuls fiscals, i l'augment de la taxa d'atur en els pròxims trimestres (l'OCDE preveu que arribi al 10,5% el 2010) poden provocar una recuperació més lenta durant els pròxims anys.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	1,5	-1,0	-0,3	-1,3	-2,9	-6,0	-6,0	-	...
Vendes al detall	1,3	-0,3	-0,7	0,1	-1,7	-2,9	-1,2	...	...
Producció industrial	2,1	-3,4	0,1	-4,0	-10,6	-21,1	-22,9	-20,4	...
Taxa d'atur (*)	6,2	6,7	6,7	6,8	7,0	7,3	7,4	-	...
Preus de consum	1,8	3,3	3,6	4,0	2,8	1,5	0,8	0,0	0,1
Balança comercial (**)	-12,8	-10,0	-8,6	-10,8	-12,3	-11,1	-9,1	...	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Regne Unit: primers indicis d'una llarga recuperació?

El PIB britànic va recular el 5,5% interanual en el segon trimestre. La caiguda intertrimestral va ser del 0,6%, percentatge que contrasta amb el descens del 2,5% del trimestre anterior, però que queda lluny encara de les xifres positives de França i d'Alemanya. Per components, el consum privat va disminuir el 3,6% interanual, mentre que el nivell d'inversió es va situar el 17,2% per sota del d'un any abans. Com era previsible, la despesa pública va moderar el descens amb un increment interanual del 2,2%. D'altra banda, les exportacions i les importacions van decreïxer el 13% i el 15,1% interanual, respectivament, de manera que la contribució positiva del sector exterior al creixement del PIB va ser d'1 punt percentual.

Davant d'aquestes dades decebedores del segon trimestre, la notable millora del sentiment econòmic i de la confiança empresarial en aquests últims mesos, particularment al sector serveis, pot significar la consolidació d'un canvi de tendència,

coherent amb el context alcista mundial. La producció industrial ha reduït de forma substancial el declivi, el 9,3% interanual al juliol, que cal comparar amb el 12% del segon trimestre, i els permisos de construcció van marcar al juliol el descens interanual menys intens des del mateix mes de l'any anterior.

L'indicador de confiança dels consumidors també apunta en la mateixa direcció. Les vendes al detall han marcat el tercer mes consecutiu amb un creixement interanual positiu, el 2,1% a l'agost. No obstant això, la moderació salarial, un atur del 5% a l'agost i els alts nivells d'endeutament llasten la recuperació de la despesa de les llars, fins i tot amb uns tipus d'interès històricament baixos.

Malgrat aquests primers indicis incipients de recuperació, que es podrien traduir en creixement positiu intertrimestral en el tercer trimestre, el Banc d'Anglaterra ha mostrat cautela i ha mantingut la política expansionista amb un tipus de referència en el 0,5%. En aquest sentit, el governador Mervyn King ha advertit que la recuperació pot ser lenta i incerta i ha mostrat

El PIB britànic cau el 5,5% interanual en el segon trimestre del 2009.

Els índexs fan pensar que una lleugera recuperació pot prendre forma en el tercer trimestre.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			Agost
			III	IV	I	II	Juliol	
PIB	2,6	0,6	0,3	-2,0	-5,0	-5,5	-	...
Vendes al detall	4,2	2,6	1,2	1,8	0,5	1,1	2,9	2,1
Producció industrial	0,3	-3,1	-3,2	-8,1	-12,5	-11,7	-9,3	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,8	2,8	3,4	4,2	4,7	4,9	5,0
Preus de consum	2,3	3,6	4,9	3,9	3,0	2,1	1,7	1,5
Balança comercial (**)	-83,4	-93,7	-95,4	-94,1	-91,8	-88,4	-85,2	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	5,3	6,0	5,9	6,3	2,8	1,6	1,2	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	103,9	97,6	92,8	89,4	73,9	77,0	83,7	84,4

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.

(***) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.

FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

La inflació prossegueix la trajectòria descendent i se situa en l'1,5% a l'agost.

poca predisposició a moderar la política monetària si no es produeixen tensions en el nivell de preus. Ara com ara, la inflació ha prolongat la trajectòria a la baixa i s'ha situat en l'1,5% interanual a l'agost, però mantenint sempre un signe positiu, a causa, principalment, de la depreciació de la lliura esterlina.

Europa emergent: aixecant el vol (amb plom a les ales)

La regió experimenta una clara millora de perspectives econòmiques. Després d'un inici d'any alarmant, en què semblava que alguns països de la zona estaven condemnats a suspendre els pagaments internacionals i gairebé totes les economies podien entrar en greus recessions, tres factors han permès reorientar la situació: la caiguda global de l'avversió al risc, el suport financer internacional i, més recentment, la recuperació de mercats d'exportació claus.

L'evolució econòmica recent de Polònia exemplifica perfectament aquesta conjuntura. Al front financer, la millora s'aprecia especialment en la positiva evolució dels indicadors de risc-país, de la

borsa i de la divisa. Així, després d'apropar-se a la cota dels 400 punts bàsics al març, el cost d'assegurar el deute sobirà ha caigut per sota del llindar dels 100 punts bàsics al començament de setembre. La borsa i el zloty, que van tocar mínims al febrer i que, de llavors ençà, es van recuperar sostingudament, han seguit una trajectòria similar. En aquesta correcció ha estat fonamental que Polònia s'hagi beneficiat de l'anomenada Línia de Crèdit Flexible del Fons Monetari Internacional (FMI), un finançament que ha ampliat el marge de maniobra enfront dels moviments de capitals a més curt termini i que, a un nivell més profund, ha permès que el país es beneficiés de la reducció global de l'avversió al risc.

A partir del segon trimestre, la recuperació de la zona de l'euro i, en especial, de l'automoció s'ha traslladat ràpidament a un augment del ritme d'activitat, com ho reflecteixen els indicadors de sentiment econòmic, de la producció industrial o de les exportacions. En aquest sentit, el millor to exportador es va donar en un context d'enfonsament de les importacions, la qual cosa ha facilitat la ràpida millora del saldo per compte corrent, que ha passat a ser positiu en el primer semestre.

Milloren les expectatives de l'Europa emergent, com ho palesa la recuperació a Polònia...

POLÒNIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	6,8	4,8	4,9	2,6	1,7	1,4	-	...
Vendes al detall	4,1	-2,5	-3,8	-9,1	-17,5	-12,9	-7,8	...
Producció industrial	...	2,7	2,1	-6,1	-10,6	-7,4	-4,5	-0,2
Sentiment econòmic (*)	114,8	109,2	108,9	97,4	77,7	79,8	81,7	86,2
Taxa d'atur (**)	9,6	7,2	6,9	6,9	7,7	8,2	8,2	...
Preus de consum	2,4	4,3	4,8	3,9	3,6	4,1	4,1	4,1
Balança comercial (***)	-61,3	-81,9	-84,6	-90,0	-85,7	-71,2	-62,5	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de zlotys.

FONTS: Organismes nacionals d'estadística, Comissió Europea, Eurostat i elaboració pròpia.

Arran de tot plegat, el PIB va créixer el 0,5% intertrimestral (1,4% interanual) en el segon trimestre, per damunt del que s'esperava, gràcies a la clara aportació positiva del sector exterior, que conviu, això sí, amb una demanda interna encara en reculada. Aquesta evolució financera i de l'activitat, millor del que s'esperava uns mesos enrere, ha induït a revisar a l'alça les previsions de creixement del país. Per citar un exemple significatiu, la Comissió Europea, a l'avanç de les previsions de tardor, espera un creixement positiu de l'1,0% per a enguany, enfront de la reculada de l'1,4% prevista a l'informe de primavera.

Així, doncs, tot va bé? Sí, però no tant com es podria desprendre de les dades anteriors. D'entrada, convé recordar que es tracta d'una recuperació des de nivells de caiguda inusualment forts. Però, més enllà de l'«efecte rebot», persisteixen altres dubtes. Seguint amb el cas de Polònia, és possible detectar riscos persistents en matèria de sostenibilitat de la recuperació, del sistema bancari i de la situació fiscal. Pel que fa al primer d'aquests riscos, la consolidació de la recuperació dependrà críticament de dos factors: que la zona de l'euro es mantingui en la via de la recuperació i que la demanda interna, encara molt feble, torni a créixer de forma apreciable.

Aquesta recuperació interna depèn, al seu torn, del fet que el canal del crèdit vagi normalitzant la seva situació. Tot i que els pitjors auguris en matèria bancària no s'han materialitzat (per exemple, els bancs de l'Europa occidental han mantingut les filials adequadament capitalitzades), en els propers mesos, en un context de morositat en creixement, hi haurà molta pressió sobre els beneficis bancaris. Aquest repunt de la morositat derivarà, en part, del llast que continua comportant un elevat percentatge del deute pri-

vat denominat en divisa estrangera. Altres factors que tensionaran la morositat seran la destrucció de llocs de treball i l'erosió dels beneficis empresarials registrada últimament.

Finalment, el risc fiscal ha de ser tingut en compte. La forta disminució dels ingressos tributaris ha disparat el dèficit públic, de manera que s'espera que el 2009 superi el 6% del PIB, i és poc probable una ràpida remissió el 2010. Tot plegat ha generat preocupació sobre l'impacte que aquest desequilibri pugui tenir en els tipus d'interès.

El fet que, el 2010, s'hagin de celebrar eleccions presidencials pot actuar d'incentiu a l'hora d'augmentar la despesa pública discrecional o, com a mínim, de diferir l'inevitable ajustament pressupostari. Afortunadament, com a element disciplinador a mitjà termini, els nivells previstos de deute públic, superiors al 50% del PIB el 2009, exigeixen constitucionalment que el govern adopti mesures destinades a evitar l'escalada del deute públic.

I, si aquesta és la tessitura a la qual s'enfronta el país en millor situació econòmica i amb els fonaments macroeconòmics més sòlids de la regió, la valoració de riscos per als seus veïns és necessàriament poc optimista. A Romania i a Hongria, la millora de l'activitat per la via de les exportacions es veu limitada per un notable ajustament de la despesa pública, necessari per corregir els desequilibris acumulats amb anterioritat (i per continuar beneficiant-se del finançament de l'FMI). Als bàltics i, en menor intensitat, a Bulgària, la situació es repeteix, però amb agreujants, ja que els desequilibris als quals s'han d'enfrontar són més importants. A més a més, els equilibris polítics i el calendari electoral són més complexos en alguns països.

...un país que es beneficia de la reducció de l'aversió al risc, del suport financer internacional i de la tornada al creixement de la zona de l'euro.

Convé parar esment a la sostenibilitat de la recuperació, a l'augment de la morositat i a les finances públiques.

La sensació que acaba produint el repàs de la situació de la regió és que, certament, s'ha evitat un *match point* gràcies a una afortunada combinació d'acció internacional i millora de l'entorn exterior, però que el partit continua. I es pot perdre si no s'aconsegueix ajustar els desequilibris pendents, restaurar la competi-

tivitat perduda i canalitzar un finançament internacional més costós i menys abundant cap a activitats amb un valor afegit més alt. En definitiva, poc marge per a la complaença davant d'una recuperació que, en gran part, és tributària d'esdeveniments exògens.

Els estímuls fiscals i el seu impacte en l'economia

La reacció de les autoritats econòmiques davant de la recessió més important des de la Segona Guerra Mundial va ser activar importants paquets d'estímul fiscal per salvar la caiguda de l'activitat. Sembla que la recessió s'ha apaivagat i que, fins i tot, es divisa la sortida del túnel. Però els comptes del sector públic apareixen amb un amenaçant color vermell. Cal retirar ja els estímuls fiscals, amb el consegüent risc de frustrar una recuperació incipient? O cal mantenir-los tot i el perill d'un deteriorament en espiral dels comptes públics?

No fa pas gaire, hi havia un cert consens sobre el fet que la utilització de polítiques discrecionals no contribuïa a l'estabilitat econòmica i que, fins i tot, el seu ús podia tenir efectes perjudicials. No obstant això, semblava que l'alarma per la recessió global i l'esgotament de les polítiques monetàries justificaven un canvi d'enfocament. El Fons Monetari Internacional (FMI) va llançar, cap al final del 2008, una contundent recomanació perquè tots els països adoptessin, quan abans millor, paquets d'estímul fiscal, els quals havien de ser el màxim possible d'ambiciosos, amb mesures diversificades, coordinades internacionalment i sostenibles, és a dir, que no comportessin una explosió del deute públic.

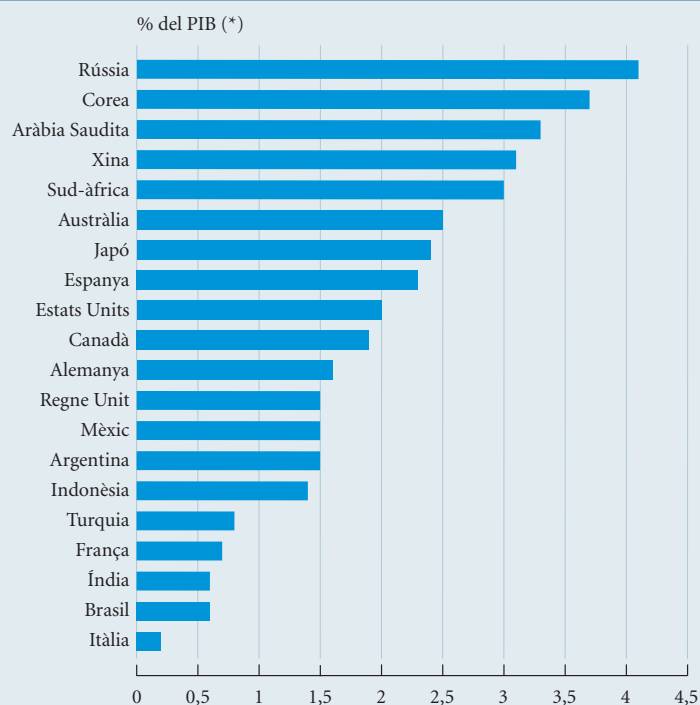
La resposta no es va fer esperar. Una bona part de les economies desenvolupades i emergents van llançar importants paquets d'estímul fiscal. Cal destacar, per la seva quantia, els adoptats pels Estats Units i la Xina, però, en termes relatius, són també remarcables les mesures engegades per Rússia, Corea o l'Àrabia Saudita. La Unió Europea (UE) va assumir aquest plantejament i el Consell Europeu va recomanar també, cap al final del 2008, que cada país havia de posar en marxa paquets d'estímul fiscal discrecional de, com a mínim, l'1,5% del PIB. Dins de la UE, Espanya és el país que ha adoptat el paquet més important de mesures discrecionals. L'FMI estimava, al juliol, que les mesures discrecionals assolirien el 2% del PIB el 2009 al conjunt del G-20 i equivaldrien a l'1,6% del PIB el 2010.

Les mesures llançades i la seva finalitat han estat molt diverses: donar suport a la capacitat de despesa dels consumidors, reducció d'impostos, inversió pública i altres mesures destinades a millorar les condicions del mercat de treball o de l'activitat empresarial. El volum més important de fons, en especial a les economies emergents, es dirigeix a despeses en infraestructures, mentre que, a les desenvolupades, també tenen un pes rellevant els ajuts als grups de població més afectats per la crisi i les reduccions en els impostos sobre la renda de persones i societats.

Quins han estat els efectes dels impulsos fiscals discrecionals? D'entrada, és clar que han contribuït a agreujar uns dèficits públics ja prou deteriorats per l'efecte dels estabilitzadors automàtics i per les accions dirigides a estabilitzar el sistema financer. Han contribuït, però, a pal·liar la crisi? Quin és el seu efecte en termes de creixe-

TOTS A UNA CONTRA LA RECESSIÓ

Cost de les mesures d'estímul fiscal el 2009



NOTA: (*) Estimacions basades en les mesures anunciades fins al maig del 2009. No inclouen les adquisicions d'actius financers, ni les recapitalitzacions d'entitats financeres, ni les mesures previstes amb anterioritat a l'esclat de la crisi.

FONT: FMI.

ment de les economies? Desafortunadament, no és possible respondre a aquestes preguntes, a causa del poc temps transcorregut des de la seva implementació i de la consegüent falta de dades empíriques. Analíticament, cal esmentar la simulació de l'impacte per part de la Comissió Europea a través d'un model econòmic, el resultat de la qual per a la UE ofereix un impuls total sobre el PIB de 0,75 punts percentuals el 2009 i de 0,33 punts el 2010. Les estimacions teòriques de l'FMI per al G-20 es mouen en una banda d'1,2-4,7 punts percentuals el 2009 i de 0,1-1,0 punts el 2010. Es tracta, així i tot, de resultats que cal considerar amb prevenció, ja que no és el mateix simular un impacte *ex ante* que mesurar-lo *ex post*. Les hipòtesis dels models condicionen molt el resultat en l'anàlisi *ex ante*.

La pròpia naturalesa de les mesures d'estímul també forma part del debat. La seva lògica és que la despesa pública –o uns ingressos més baixos– propicia un efecte multiplicador en la despesa privada. Per exemple, una reducció d'impostos augmenta la renda de les famílies i es converteix en una despesa de consum, la qual, al seu torn, genera un augment de l'activitat, noves rendes, i així successivament. El resultat final és que un impuls fiscal d'1 comporta un increment del PIB superior a 1. Però aquesta visió no és compartida, ni de bon tros, per tots els economistes. En el cas que ens ocupa, una reducció d'impostos en una situació de forta recessió tendirà més aviat a convertir-se en estalvi –o en reducció de deute–, i més en un context de sortida de recessió immobiliària i de caiguda dels mercats financers. Aquest podria ser el cas de mesures com el xec familiar distribuït pel govern dels Estats Units el 2008 o de la reducció dels 400 euros en l'impost de la renda familiar a Espanya. En aquests

casos, l'efecte multiplicador podria ser inferior a la unitat o, fins i tot, 0, per bé que la millora del balanç de les famílies seria un resultat positiu. En el cas d'un increment de la despesa pública, en consum o en inversió, els efectes multiplicadors poden ser més clars, ja que representen un augment de la demanda agregada. Però no deixen de ser discutibles. Per exemple, una de les mesures més difoses, els ajuts per a la compra d'automòbils nous, presenta la incertesa de si els seus efectes són de substitució (es compra un automòbil en lloc d'altres articles de consum), de canvi temporal (s'aprofita la subvenció per avançar una despesa que es realitzaria de tota manera) o beneficien els productors estrangers, ja que provoquen un augment de les importacions. Pel que fa a la inversió pública, la polèmica se centra en la dificultat d'implementar-la amb prou rapidesa i en la rendibilitat econòmica i social dels projectes escollits.

Atès el creixent deteriorament dels dèficits públics, es planteja ara la possibilitat de retirar els estímuls fiscals per contenir, així, els números vermells de les finances dels governs. El missatge que ha llançat el G-20 és de mantenir-los fins que la recuperació s'hagi consolidat, la qual cosa significa mantenir-los al llarg del 2010. Certament, una retirada precipitada dels estímuls podria fer perillar la incipient reactivació internacional. No obstant això, en una conjuntura com l'actual, molt menys dramàtica que la de la tardor del 2008, caldria revisar amb més tranquil·litat, i tenint en compte l'experiència immediata, les accions adoptades i previstes. Es tractaria de discriminar-les segons la seva aportació en termes de costos i de beneficis a curt i a llarg termini i de contemplar, al mateix temps i en els casos oportuns, la possibilitat de substituir-les per mesures que es puguin ajustar millor a un escenari posterior a la crisi, com incentius a la inversió privada, a la creació d'empreses, a la innovació o a l'adaptació i flexibilitat de les empreses i dels mercats. I tenint en compte, lògicament, que no hi ha receptes universals i que les mesures s'han d'adequar a les condicions particulars de cada país.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Joan Elias
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"*

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Els bancs centrals mantenen el rumb, ara com ara

La Reserva Federal (Fed), tal com àmpliament s'esperava, va decidir, en la reunió del 23 de setembre, mantenir el tipus d'interès oficial en el rang del 0%-0,25%. Malgrat que aquesta decisió es va prendre per unanimitat en el comitè responsable (FOMC), les declaracions públiques de destacats membres de la Fed deixen entreveure que, pel que fa a les mesures no convencionals, hi ha opinions diferenciades sobre quan començar a retirar els estímuls. Els presidents de la Fed de Richmond i de Filadèlfia –J. Lacker i C. Plosser, respectivament– són partidaris d'iniciar la retirada fins i tot «abans que un vigorós creixement tingui temps d'establir-se». No obstant això, la presidenta de la Fed de San Francisco –J. Yellen– prefeix demorar l'ajustament monetari, per no córrer el risc d'interrompre la recuperació i incórrer en deflació. Així i tot, Yellen, en un clar missatge als mercats, va destacar que tots els membres del FOMC mantindran la independència i la ferma determinació de restringir la política monetària quan arribi el moment.

Pel que fa a l'estratègia de sortida per a l'enorme expansió monetària, es poden destacar dos punts del comunicat del FOMC. En primer lloc, la Fed mantindrà els plans de compres d'MBS i de *Treasuries*, decisió que indica que persisteix la preocupació per la liquiditat del mercat hipotecari. En segon lloc, es matisa que les operacions s'aniran reduint de forma gradual per permetre una transició suau. Això vol dir que, al si del FOMC, predomina la visió

que, actualment, és prematur retirar els estímuls, però que, en els propers mesos, podríem veure el començament.

En l'apartat econòmic, és important ressaltar que s'ha millorat la valoració del creixement, en relació amb el comunicat de l'agost. Ara els tècnics de la Fed afirmen que, «després de la severa contracció, l'activitat econòmica ha repuntat», mentre que abans es mantenia que l'«activitat econòmica s'està estabilitzant». A més a més, la Fed espera que la inflació es mantingui baixa per algun temps, la qual cosa justifica mantenir els tipus baixos.

Al començament de setembre, el Banc Central Europeu (BCE) va anunciar que mantenia en l'1% el tipus d'interès de les operacions principals de refinançament setmanals (MRO), decisió que no va representar cap sorpresa. Així mateix, l'operació de refinançament a llarg termini especial (LTRO), amb venciment a un any i tipus fix de l'1%, a la qual es feia referència en el comunicat, es va saldar amb una demanda de 75.200 milions d'euros, repartida entre 589 institucions, enfront dels 442.000 de l'operació especial anterior, que va tenir lloc al juny.

Pel que fa a l'estratègia per revertir l'extraordinària expansió monetària realitzada en els últims mesos, el president del BCE, Jean-Claude Trichet, es va limitar a dir que el moment de retirar els estímuls encara no havia arribat. Sembla que aquestes declaracions reflecteixen una certa incertesa i cautela entre els membres del Consell del BCE, atesos els riscos sobre el creixement (demanda interna deprimi-

La Reserva Federal manté els tipus i anuncia que mantindrà les facilitats.

La Fed veu prematur retirar els estímuls no convencionals.

El resultat de la subhasta del BCE indica que la liquiditat es normalitza.

El president del BCE va anunciar a l'informe mensual que la recessió global ha tocat fons.

da) i les pressions a la baixa en la inflació (capacitat ociosa). Al seu comunicat, el BCE reconeix que l'evidència de millora que presenta l'activitat ha provocat lleugers canvis positius en l'evolució esperada de la demanda externa i del mercat laboral. Així i tot, el BCE emfatitza el missatge que la recuperació serà feble i lenta.

Per la seva banda, el Comitè de Política Monetària (MPC) del Banc d'Anglaterra (BoE), igual que la Fed i que el BCE, va votar a favor de mantenir estable el tipus oficial, en aquest cas en el 0,5%. A més a més, la institució ha posat en marxa les

compres d'actius (per 50.000 milions de lliures) acordades a l'agost.

Sense cap mena de dubte, els mínims històrics assolits pels tipus interbancaris a la zona de l'euro i als Estats Units s'expliquen per les decisions adoptades pels bancs centrals. Un clar exemple d'això és el tipus d'interès EONIA, que es manté en nivells propers al 0,25%, o el cas de l'euríbor a un mes i a tres mesos, la mitjana dels quals és del 0,47% i del 0,80%, respectivament, des del 24 d'agost. En el cas dels Estats Units, els baixos nivells assolits també són un reflex de la normalització que s'observa al sector financer.

Els tipus interbancaris de la zona de l'euro i dels Estats Units continuen en mínims.

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						
2008									
Setembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Novembre	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Desembre	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,86	2,00	2,77	0,75
2009									
Gener	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,67	1,50	2,17	0,70
Febrer	2,00	1,83	2,03	0,25	1,26	0,63	1,00	2,05	0,75
Març	1,50	1,52	1,81	0,25	1,19	0,60	0,50	1,65	0,63
Abril	1,25	1,37	1,73	0,25	1,02	0,55	0,50	1,45	0,66
Maig	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,52	0,50	1,28	0,60
Juny	1,00	1,10	1,50	0,25	0,60	0,46	0,50	1,19	0,33
Juliol	1,00	0,89	1,36	0,25	0,48	0,41	0,50	0,89	0,41
Agost	1,00	0,82	1,30	0,25	0,35	0,39	0,50	0,69	0,30
Setembre (1)	1,00	0,76	1,25	0,25	0,29	0,35	0,50	0,57	0,23

NOTES: (1) Dia 22.

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

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

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

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

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
2008								
Setembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Novembre	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Desembre	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
2009								
Gener	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrer	3,11	3,66	4,28	4,68	3,01	1,28	3,62	2,24
Març	3,00	3,55	4,05	4,39	2,66	1,35	3,17	2,10
Abril	3,18	3,59	3,92	4,28	3,12	1,43	3,50	2,14
Maig	3,59	3,95	4,29	4,48	3,46	1,49	3,75	2,41
Juny	3,39	3,73	4,13	4,43	3,53	1,36	3,69	2,32
Juliol	3,30	3,57	3,85	4,16	3,48	1,42	3,80	1,97
Agost	3,26	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Setembre (*)	3,39	3,65	3,91	4,09	3,43	1,35	3,74	2,11

NOTA: (*) Dia 21.

FONT: Bloomberg.

Impasse als mercats de deute públic

Durant els tres últims mesos, el comportament dels bons de deute públic pot ser definit amb una paraula: estabilitat. Efectivament, a la taula anterior, es pot observar com, des del final de juny, els tipus d'interès oferts pel deute públic amb venciment a 10 anys s'han mogut en un rang molt estret. Per exemple, en el cas del bo de França, cotitza a una rendibilitat al voltant del 3,5%, mentre que el bo alemany es torna a situar en el 3,39%, igual que al final de juny. El bo del deute públic espanyol tampoc no presenta moviments violents, ja que, durant l'últim trimestre, ofereix una rendibilitat lleugerament inferior al 4%.

Dos elements destaquen en la situació actual dels mercats de deute públic. El primer és que la brusca ampliació dels diferencials de tipus d'interès que es va produir entre els països de la zona de l'eu-

ro s'ha allunyat dels màxims assolits en el mes de febrer, per bé que mostra dificultats per tornar a la situació prèvia. És possible que s'hagin assolit nous nivells d'equilibri en els diferencials entre Alemanya i la resta de països, si més no durant els propers mesos, i que no tornin de forma immediata al període precrisi, però sembla també que es confirma que s'ha deixat enrere el pitjor.

En segon lloc, l'estabilitat a la superfície dels mercats de deute amaga l'acumulació de forces poderoses (dèficits públics, inflació, mesures no convencionals dels bancs centrals, etc.), ara com ara equilibrades, però amb una evolució futura que és una incògnita. Certament, a mesura que la recuperació es vagi consolidant, els bons de deute públic tendiran a oferir una taxa de rendibilitat més elevada. És previsible que, ja cap al final d'enguany, presentin uns nivells lleugerament superiors als actuals. Aquest moviment no hauria

Es manté l'estabilitat als mercats de deute públic.

La forta liquiditat i l'absència de tensions inflacionistes impediran un fort repunt a curt termini de la rendibilitat del deute públic.

El dòlar s'utilitza ara com a divisa de *carry-trade*.

de ser gaire violent, perquè encara es mantindran dos factors clau. El primer és el suport que de forma indirecta, a través de la liquiditat, o de forma directa, a través de la compra de bons, atorguen els bancs centrals. El segon factor és l'absència de tensions inflacionistes imminents en el moment actual del cicle. No obstant això, de cara al 2010, els riscos sobre els mercats de deute seran més intensos i la possibilitat de turbulències, alta.

Tipus de canvi: finançar-se en dòlars és més barat

Finalment, s'ha trencat la calma dels últims mesos als mercats de divises. A la taula següent, es pot veure com el dòlar s'ha depreciat notablement en l'últim mes. Així, per exemple, la cotització de

l'euro enfront del dòlar, que, cap a la meitat d'agost, cotitzava un 1,43, ha assolit ara un 1,48. Mentre que un dòlar comprava, fa un mes, 97 iens, ara només es pot canviar per 91,4 iens.

Un motiu bàsic d'aquesta depreciació del dòlar cal buscar-lo en els baixos tipus d'interès existents als Estats Units, arran de l'agressiva política monetària d'expansió quantitativa implementada per la Reserva Federal. Això situa el dòlar en una situació semblant a la del ien uns anys enrere, en ser utilitzat com a divisa de finançament en l'operativa de *carry-trade*. Amb aquesta denominació es coneix una tipologia variada d'operacions consistents en endeutar-se en divises amb baixos tipus d'interès per invertir en actius denominats en monedes amb un alt rendiment.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

22-09-2009

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2008	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	91,4	-3,5	0,8	-15,5
Lliura esterlina	0,614	0,9	-11,5	12,2
Franc suís	1,025	-3,5	-4,3	-4,8
Dòlar canadenc	1,070	-0,5	-13,9	3,2
Pes mexicà	13,340	3,0	-2,5	20,3
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,478	3,2	5,4	0,0
Ien japonès	135,0	-0,2	6,1	-15,5
Franc suís	1,515	-0,2	1,4	-4,8
Lliura esterlina	0,908	4,0	-5,2	12,2
Corona sueca	10,109	0,2	-8,3	5,1
Corona danesa	7,441	0,0	0,0	-0,3
Zloty polac	4,163	1,3	0,3	20,6
Corona txeca	25,15	-1,1	-6,8	4,9
Forint hongarès	271,3	1,3	2,1	11,3

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

FONT: Bloomberg.

La renda variable escala posicions

Al setembre, les borses van tancar a l'alça per sisè mes consecutiu i van contribuir a un tranquil primer aniversari de la fallida de Lehman Brothers. Els principals índexs van aconseguir situar-se en nivells propers als registrats en aquella data i van apostar per un escenari economicofinancer global de recuperació del cicle i de reducció dels riscos de recessió. L'S&P 500 i l'Eurostoxx 50 van acumular revaloracions properes al 60% des del març, mes considerat com a punt d'inflexió en la trajectòria dels mercats de renda variable.

La continuïtat de la millora dels indicadors de primes de risc, la moderació de la volatilitat i la reducció dels diferencials dels bons corporatius van facilitar que els inversors se sentissin més atrets per la compra d'accions. Aquest desplaçament, per exemple, s'ha observat al llarg del mes en els fons d'inversió dels Estats Units, on

les carteres dels particulars s'han reorientat cap a la renda variable, en detriment dels actius de mercats monetaris amb potencials de revaloració més baixos.

La continuïtat de la recuperació borsària ha descansat en la millora de les dades macroeconòmiques i, més recentment, en la proliferació de notícies positives en l'àmbit empresarial. Al primer front, sembla que, a mesura que avança l'any, es consolida la recuperació de les xifres de l'activitat econòmica, que confirmen el que, durant la primavera, apuntaven els índexs de confiança i que impulsen l'ànim comprador en borsa.

Dins de l'ampli camp d'informació, van destacar dos fets. El primer va ser la proposta del fòrum del G-20 de modificació del marc regulador del sector financer mundial. Tot i les mesures dutes a terme per solucionar la difícil situació de les entitats de crèdit, queda patent la voluntat

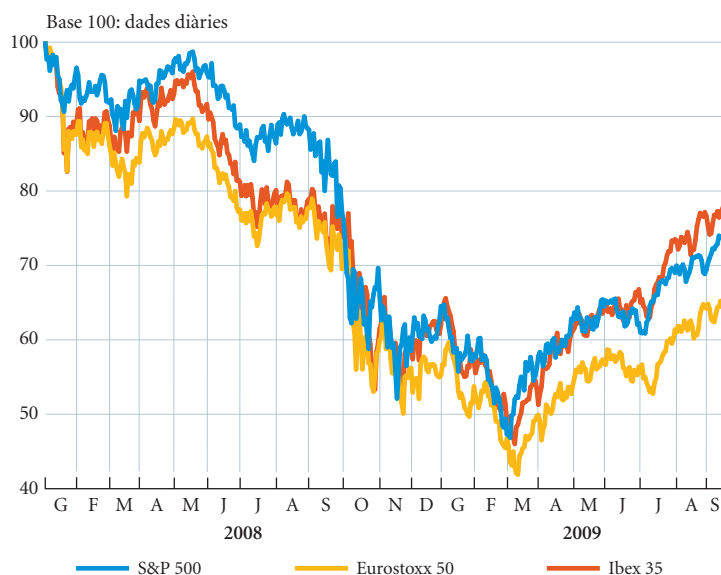
L'S&P 500 i l'Eurostoxx 50 van assolir al setembre la màxima revaloració des de l'inici de l'any.

Els inversors particulars prefereixen la renda variable.

Les dades econòmiques donen suport parcial a la revaloració de les borses.

LES BORSES RECUPEREN ELS NIVELLS D'UN ANY ENRERE

Principals índexs borsaris



FONT: Bloomberg.

ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

22-09-2009

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	9.778,9	2,9	11,4	-11,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.064,7	3,8	17,9	-11,8
<i>Nasdaq</i>	2.138,0	5,8	35,6	-1,9
Tòquio	10.370,5	1,3	17,1	-13,0
Londres	5.187,0	6,9	17,0	-0,9
Zona de l'euro	2.904,7	5,8	18,7	-8,7
<i>Frankfurt</i>	5.738,0	5,0	19,3	-6,1
<i>París</i>	3.853,5	6,6	19,7	-8,8
<i>Amsterdam</i>	314,6	6,8	27,9	-16,1
<i>Milà</i>	23.340,1	6,6	19,9	-14,9
<i>Madrid</i>	11.878,3	6,4	29,2	4,9
Zuric	6.360,0	3,6	14,9	-7,7
Hong Kong	21.685,4	7,4	50,7	10,5
Buenos Aires	1.986,3	10,5	84,0	17,5
São Paulo	60.928,0	5,5	62,3	18,2

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 Sen; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FONT: Bloomberg.

Les propostes de regulació del sistema financer i l'anunci de fusions empresarials van influir de manera positiva.

de les autoritats polítiques i monetàries d'endurir la regulació per evitar una nova crisi financera. Els canvis estarien enfocats a implantar un model que assegurí la solvència dels bancs, mitjançant la dotació de provisions anticíclics i d'un major control del palanquejament.

Un segon fet destacable al món corporatiu és l'acceleració del flux de notícies sobre processos de fusions i d'adquisicions a nivell mundial. Des de la primavera, l'increment del nombre d'operacions d'aquest tipus no ha fet més que tornar la confiança als mercats de capitals, ja que, a més de representar una alternativa a les restriccions de finançament per a l'economia real, dona suport al context de revaloració borsària.

La renda fixa privada millora a mesura que les expectatives econòmiques es recuperen.

Continua la millora als mercats de crèdit

Els mercats de renda fixa privada també continuen millorant en aquest entorn d'expectatives de recuperació econòmica cada cop més positives. Les primes de risc de crèdit dels bons corporatius s'han reduït a nivells previs a la crisi de Lehman Brothers. Addicionalment, amb els tipus oficials pròxims a zero, les taxes internes de rendibilitat dels bons d'aquestes empreses es troben en mínims històrics en molts sectors del mercat. L'abaratiment del cost de finançament de les empreses ha propiciat que realitzin emissions en volums rècord i que allarguin el venciment del deute.

FORTA CAIGUDA DE LES PRIMES DE RISC EN EL TRAM D'INVESTMENT GRADE

Diferencials de crèdit dels bons *investment grade* corporatius. Estats Units



FONTS: EcoWin i Merrill Lynch.

La conjunció de polítiques monetàries expansives i programes de garanties dels governs sobre actius financers dels bancs ha comportat una ràpida recuperació dels mercats de deute corporatiu. La proposta dels governs d'incrementar els marges de solvència de les institucions financeres no afecta de manera significativa el deute emès per aquestes entitats.

La millora als mercats de renda fixa corporativa ha arribat també a les empreses de baixa solvència i s'ha produït un fet singular: la recuperació dels preus dels bons *high yield* s'ha desenvolupat i les ràtios de morositat en aquest sector continuen pujant.

Mentre té lloc aquesta bonança als mercats de bons corporatius, els préstecs bancaris a les petites empreses i a les famílies s'estanquen o cauen tant als Estats Units com a la zona de l'euro. Molt probablement els dos fenòmens estan relacionats en una dinàmica comuna i com-

plementària. En l'evolució del crèdit bancari influeixen factors d'oferta i de demanda. D'una banda, els bancs comercials estan immersos en un procés de despallanquejament que els obliga a controlar el crèdit fins a millorar les ràtios de solvència i de liquiditat. De l'altra, les famílies i les petites i mitjanes empreses incrementen l'estalvi i redueixen el deute, per por a la crisi.

L'apetència dels inversors pel risc de crèdit en aquest mercat s'ha vist afavorit pel canvi de cicle en el procés de qualificació de les agències de *rating*, les quals, després de diversos trimestres consecutius de revisions a la baixa en les qualificacions del deute de moltes empreses, estan canviant el biaix cap a revisions a l'alça. Això representa un suport important per a aquest sector, ja que permet la compra de bons per part dels inversors institucionals que exigeixen un determinat nivell mínim de qualificació als bons per poder incloure'ls en les seves carteres.

Les primes de risc s'ajusten tant per als bons *investment grade* com per als *high yield*.

Els bons corporatius presenten un binomi de rendibilitat-risc atractiu per als inversors privats.

LES PRIMES DE RISC EN HIGH YIELD TAMBÉ PATEIXEN DESCENSOS

Diferencials de crèdit en els bons *high yield*. Estats Units



FONTS: EcoWin i Merrill Lynch.

Dèficits públics, *ratings* i els diferencials sobirans

Una fallida o bancarrota és una situació en què una persona física o jurídica no pot afrontar els pagaments als quals es veu obligada. Entre les persones jurídiques, hi ha empreses, fundacions, associacions... i també els Estats, els quals, com les empreses, tenen la capacitat d'endeutar-se als mercats de capitals per ajudar a finançar la despesa que realitzen.

No obstant això, hi ha una diferència fonamental entre els Estats i la resta d'entitats. Els Estats tenen capacitat recaptadora coercitiva, és a dir, poden imposar i apujar els impostos si la seva situació financera ho requereix, de manera que, teòricament, el seu perfil creditici hauria de ser dels millors. I, malgrat això, es podria fer una llarga llista amb els Estats que no han afrontat el pagament dels compromisos contrets. Simplement, cal recordar els impagaments de països llatinoamericans en el període 1982-1986 o el cas de Rússia el 1998.

Els motius que provoquen la bancarrota són molt variats. Per exemple, a vegades un Estat s'endeuta de forma imprudent per damunt de les seves possibilitats. En altres ocasions, un *shock* negatiu inesperat en la seva economia provoca una severa depreciació de la divisa i, en tenir emès deute en monedes estrangeres, es genera un increment sobtat de la càrrega del deute que l'empeny a la fallida. Un altre cas força típic es produeix quan la majoria del deute públic d'un país és en mans d'inversors estrangers i es contagia d'una situació de pànic financer iniciada en un altre país, situació que impedeix el refinançament i l'empeny a l'impagament.

És obvi que els Estats que acudeixen als mercats de capitals per obtenir finançament tenen perfils de crèdit diferents. Les agències de crèdit més importants, com, per exemple, Standard & Poor's, Moody's o Fitch, i tots els inversors que adquireixen deute públic dels Estats estudien aquest perfil creditici i li assignen una qualificació.

QUALIFICACIONS CREDITÍCIES

Ratings	Característiques	Exemples
AAA	Institucions polítiques fortes. Política econòmica adaptable al context. Economia pròspera. Dèficit fiscal baix. Integració en el sistema financer internacional. Inflació baixa. Banc central independent. Deute extern baix.	Estats Units, Alemanya, França
AA	Institucions polítiques fortes. Política econòmica adaptable al context. Economia una mica més vulnerable que AAA. Dèficit fiscal baix. Integració en el sistema financer internacional. Inflació baixa. Banc central independent. Deute extern modest.	Bèlgica, Espanya, Irlanda
A	Institucions polítiques estables però amb possibles riscos. Política econòmica generalment flexible. Dèficit fiscal moderat. Integració en el sistema financer. Inflació moderada. Banc central amb flexibilitat més limitada. Deute extern moderat.	Itàlia, Grècia, Israel, Xina, Malta
BBB	Institucions polítiques amb possibles riscos i menys transparents. Política econòmica generalment flexible. Economia menys pròspera. Dèficit fiscal moderat. Integració creixent en el sistema financer internacional. Inflació moderada. Banc central amb flexibilitat.	Hongria, Mèxic, Islàndia, Índia, Brasil
BB	Riscos polítics significatius. Política econòmica poc flexible. Economia no gaire pròspera i vulnerable a influències externes amb impediments al creixement. Integració creixent en el sistema financer internacional. Inflació variable. Flexibilitat limitada del Banc Central.	Mongòlia, Veneçuela, Uruguai, Egipte
B	Institucions polítiques febles i context polític incert. Política econòmica limitada. Economia vulnerable a influències externes amb impediments al creixement. Integració feble en el sistema financer internacional. Inflació alta. Banc Central amb problemes.	República Dominicana, Pakistan, Sri Lanka
CCC	Institucions polítiques febles i context polític incert. Risc de fallida clar i present. Economia vulnerable a influències externes amb impediments al creixement. Inflació alta amb possibilitat d'hiperinflació. Sector financer feble amb problemes de liquiditat.	Jamaica, Equador, Ucraïna

NOTA: Els *ratings* són els assignats per l'agència de *rating* Standard & Poor's i vigents al setembre del 2009.

Als països amb la millor qualitat creditícia, se'ls assigna una qualificació, o *rating*, «AAA». L'escala de qualificacions va des d'AAA fins a CCC. Aquesta última és la pitjor que pot obtenir un país abans de ser-li assignada l'avaluació de «D», que significa que el país està immers en una bancarrota, de la qual, per regla general, se surt després d'intenses negociacions per reestructurar el deute i negociar els quitaments, és a dir, una remissió o un alliberament de part del deute que fa el creditor al deutor.

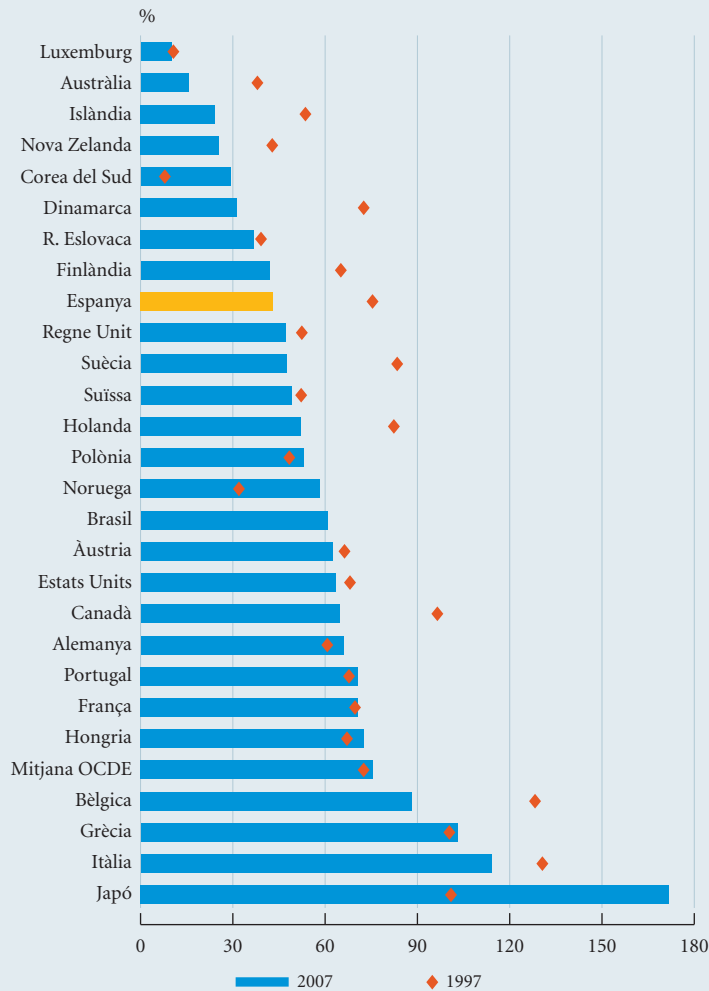
Quins són els criteris més importants a l'hora de decidir la solidesa creditícia d'un país? Tot i que l'anàlisi comporta un estudi exhaustiu de nombroses característiques, la majoria poden ser englobades en els següents grans temes: el risc polític, l'estructura econòmica, les perspectives de creixement, la flexibilitat de les polítiques monetària i fiscal, l'*stock* de deute existent, la liquiditat i el deute extern del país.

A la taula anterior, es fa un resum dels principals trets que han de reunir els països als quals s'atorga una determinada qualificació. A més a més, s'afegeixen alguns exemples de països actualment ubicats en els diversos nivells, segons l'agència de *rating* Standard & Poor's.

Quan és possible, aquests atributs s'expressen quantitativament mitjançant diferents ràtios i mesuraments per concretar el perfil creditici del país. Una de les ràtios que se sol publicar amb assiduitat és el deute públic d'un país en relació amb el PIB. Al gràfic següent, s'ordenen els països que formen part de l'OCDE en funció d'aquesta ràtio. Cap al final del 2007, el deute públic del Japó va arribar al 170% del PIB, mentre que Espanya no va superar el 45%.

ALGUNS PAÏSOS ESTAN MOLT ENDEUTATS

Deute públic en relació amb el PIB



FONT: OCDE.

La majoria de països va aprofitar la bonança econòmica de les acaballes dels noranta per reduir l'*stock* de deute, tot i que no tots ho van aconseguir. La qüestió és la següent: quan està molt endeutat un país i cal considerar que té un risc creditici elevat? No hi ha una resposta inequívoca. Una guia podria ser el criteri de convergència per a la UME que imposa que aquesta ràtio no ha de superar el 60%, tot i que sabem que, si un país supera aquesta cota, podria ser admès, sempre que la tònica de la ràtio sigui descendent i propera al límit.

Els dèficits fiscals elevats i continuats en el temps imposen una trajectòria d'expansió de l'endeutament públic que pot ser insostenible. Per aquest motiu els organismes supranacionals, com, per exemple, l'FMI, la Comissió Europea o el mateix Banc Central Europeu (BCE), insisteixen en la preocupació pels actuals dèficits fiscals. Per bé que aquests dèficits s'expliquen per la intensa recessió global, s'emplaça els diferents països a tenir en

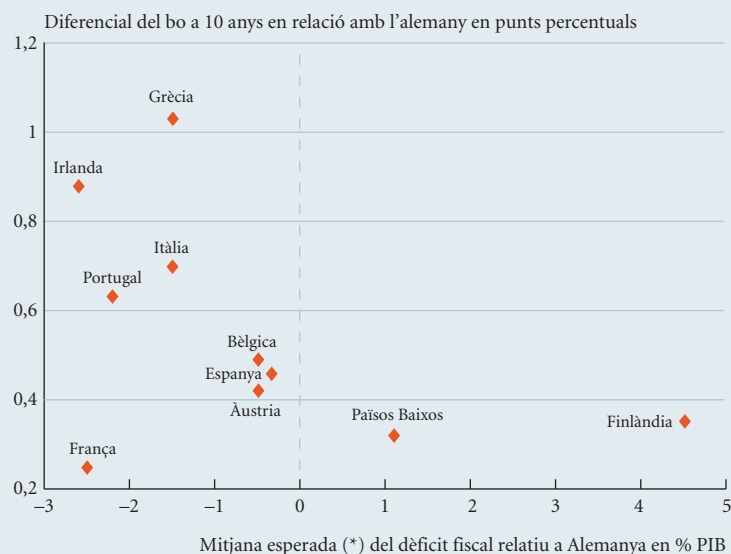
compte la sostenibilitat de les finances públiques, ja que, a mitjà termini, hi ha el risc d'un greu deteriorament del perfil creditici.

Els mercats financers, però, tenen en compte el risc de crèdit d'un país? Sí, naturalment. Els inversors exigeixen una rendibilitat més elevada al deute públic que presenta un risc més alt, és a dir, un diferencial sobirà més alt. Al gràfic següent, es posa de manifest que els inversors actuen de forma coherent en exigir una recompensa més alta quan suporten un risc més elevat.

Es pot comprovar que, als bons dels països que presenten un major dèficit fiscal relatiu en relació amb Alemanya, se'ls exigeix un major diferencial de tipus d'interès en relació amb els bons alemanys del mateix venciment.

Però aquest gràfic serveix per posar de manifest que la tònica esperada de les finances públiques a cada país és més important que el dèficit actual. Per exemple, si es compara el cas de França amb el d'Itàlia, s'aprecia que s'exigeix un diferencial més alt als bons italians, tot i que França té actualment un dèficit fiscal relatiu superior. L'explicació cal buscar-la en el fet que els comptes italians tenen unes perspectives més negatives, com també queda recollit en les qualificacions atorgades a la taula anterior.

DÈFICITS FISCALS I DIFERENCIALS DEL DEUTE PÚBLIC



NOTA: (*) Anys 2007, 2008 i 2009.

FONT: Banc Central Europeu.

Adicionalment, és molt important tenir present que el diferencial de tipus d'interès exigint al deute públic reflecteix el risc de crèdit i també el risc de liquiditat de cada bo. Els mercats de bons nacionals que tenen més liquiditat, és a dir, els mercats en què es transaccionen grans quantitats i en què, a més a més, el volum emès de bons és gran, atreuen més inversors i, per tant, tenen diferencials més baixos.

Precisament, el BCE⁽¹⁾ ha publicat recentment els resultats d'un estudi segons el qual la variable més rellevant per explicar els diferencials sobirans dins de la UME en els últims mesos de crisi financera és la diferent liquiditat dels mercats nacionals i no tant les diferències en les primes de risc creditici entre països.

En conclusió, els dèficits fiscals grans i persistents deterioren els *ratings*, que reflecteixen el perfil creditici d'un país, i augmenten els diferencials sobirans que cada país ha d'oferir als mercats de capitals per obtenir finançament. En alguns casos, la severitat d'aquests dèficits pot, fins i tot, conduir a l'impagament del deute.

(1) *ECB Monthly Bulletin*, juliol del 2009, «The Determinants of Long-Term Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro Area», pàgines 71 i 72.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Alejandro Gisbert Mir
Departament de Mercats Financers, Servei d'Estudis de "la Caixa"*

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Disminueix el decreixement econòmic

Les xifres de la comptabilitat nacional del segon trimestre de l'Institut Nacional d'Estadística van confirmar un decreixement econòmic intertrimestral per cinquena vegada consecutiva, però amb una moderació en l'últim període. En efecte, en el segon trimestre del 2009, el producte interior brut (PIB) va baixar l'1,1% en relació amb el primer trimestre, però 5 dècimes menys que en el període anterior. Aquesta suavització de la recessió es va produir arran de la millora de la conjuntura econòmica internacional, de l'efecte expansiu dels estímuls monetaris i fiscals i del progressiu

retorn a la normalitat dels mercats financers. Sembla que l'alentiment de la contracció continua en el tercer trimestre, segons els indicadors econòmics disponibles.

No obstant això, el PIB del segon trimestre va baixar el 4,2% en relació amb el mateix període del 2008, la caiguda més intensa de les últimes dècades, tot i que inferior a la registrada per la Unió Europea, del 4,8%, i per la zona de l'euro, del 4,6%. La reculada del PIB va ser deguda a la demanda nacional, que va restar 7,3 punts, mentre que el sector exterior va aportar 3,1 punts al creixement, 2 dècimes més que en el trimestre precedent.

La millora de la conjuntura internacional i l'efecte expansiu dels estímuls monetaris i fiscals suavitzen la recessió.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Consum								
Producció de béns de consum (*)	1,7	-4,7	-4,5	-10,3	-12,6	-9,4	-10,7	...
Importació de béns de consum (**)	5,1	-7,7	-4,1	-17,2	-9,4	-14,9	-9,1	...
Matriculacions d'automòbils	-1,2	-28,1	-32,5	-46,6	-43,1	-33,7	-10,9	0,0
Crèdit al consum de béns duradors	10,0	3,6	3,4	-4,2	-11,9	-14,1	-	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-13,3	-33,8	-38,0	-45,3	-44,7	-28,0	-20,0	-20,0
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	4,6	-8,8	-8,0	-20,8	-30,5	-24,6	-26,7	...
Importació de béns d'equipament (**)	9,8	-19,6	-15,9	-28,8	-31,3	-35,1	-37,2	...
Matriculació de vehicles industrials	0,3	-43,6	-50,1	-61,3	-52,4	-51,9	-37,8	-27,0
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	7,3	-4,9	-4,1	-19,0	-26,0	-26,8	-18,9	...
Exportacions	4,2	1,9	7,8	-8,4	-17,9	-14,7	-9,3	...

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.

(**) En volum.

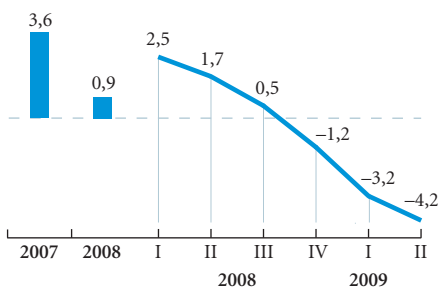
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

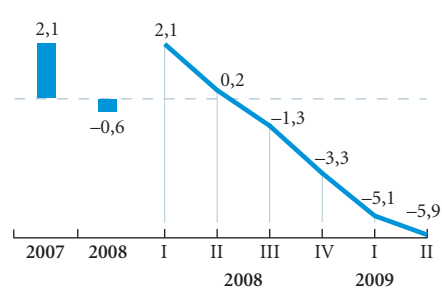
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)

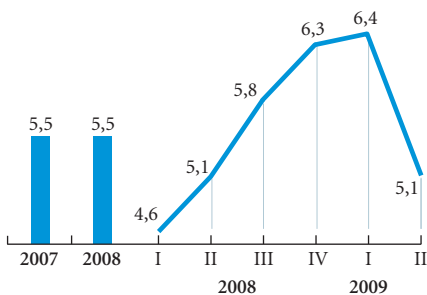
PIB



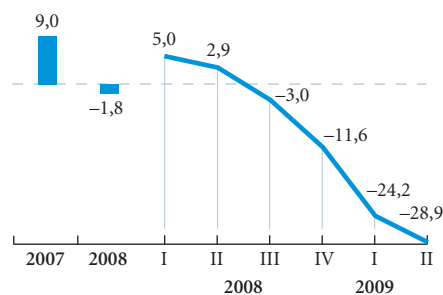
Consum de les llars



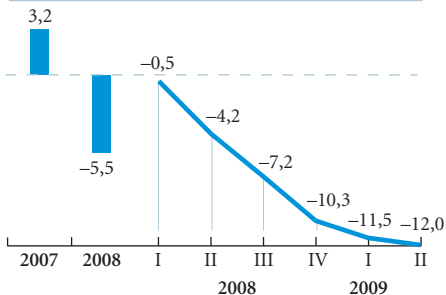
Consum públic



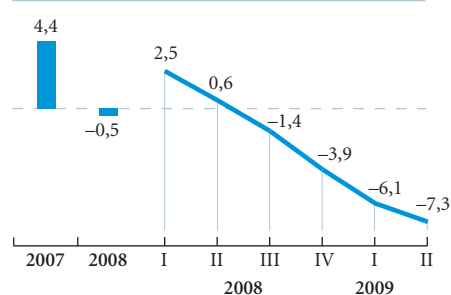
Inversió en béns d'equipament



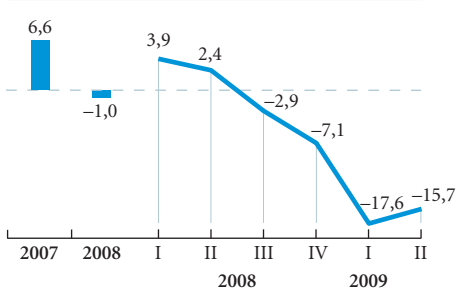
Inversió en construcció



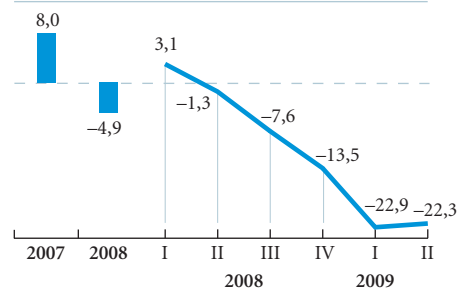
Demanda nacional (**)



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



NOTES: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

(**) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El consum de les famílies es va continuar contraient en el segon trimestre i es va reduir el 5,9% en relació amb un any abans, arran de la davallada dels ingressos salarials (propiciada per la reculada de l'ocupació), de l'efecte de la reducció del preu dels actius immobiliaris, de l'enduriment de les condicions financeres i de l'augment de la propensió a l'estalvi derivat de l'increment de la incertesa generada per l'escalada de l'atur. No obstant això, en termes intertrimestrals, es va apreciar una

moderació del descens del consum de les llars, que, pel que sembla, prossegueix en el tercer trimestre.

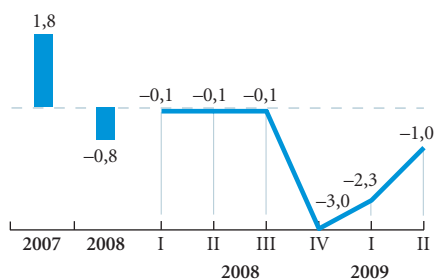
Es modera la contracció del consum.

Així, a l'agost, es va interrompre la caiguda interanual de les vendes d'automòbils després de quinze mesos de descensos i les compres per part dels particulars van pujar el 19,3%, esperonades pel Pla 2000-E del Govern i de la major part de les comunitats autònomes. Les vendes al detall també mostren una tendència a una me-

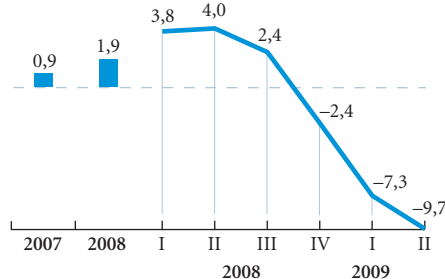
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)

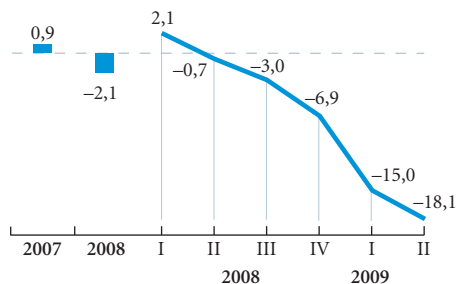
Agricultura



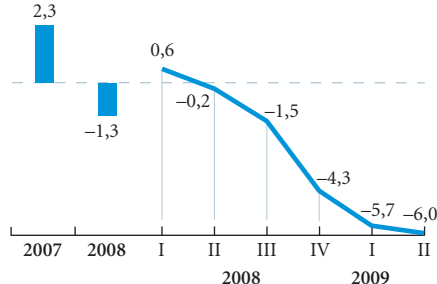
Energia



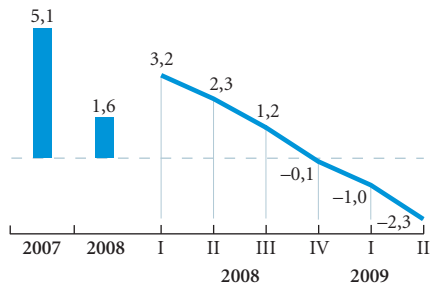
Indústria



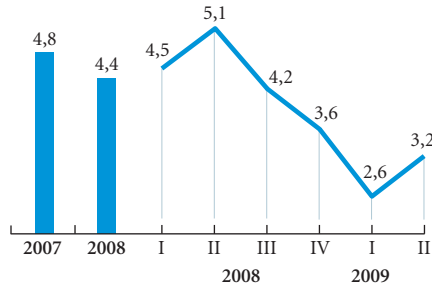
Construcció



Serveis de mercat



Serveis de no mercat



NOTA: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Disminueix la caiguda de la matriculació de vehicles industrials.

L'ajustament a la construcció residencial prossegueix i l'obra en infraestructures creix.

nor contracció i van anotar un descens interanual del 3,1% al juliol. Igualment, en els primers mesos del tercer trimestre, va millorar la confiança dels consumidors, tot i que es va col·locar en un nivell relativament baix.

La inversió també es va reduir amb força en el segon trimestre, amb un decrement interanual del 17,0%, 1,8 punts més que en el primer trimestre. L'enfonsament més intens va correspondre als béns d'equipament, que van baixar el 28,9% en els dotze últims mesos, afectats per una demanda molt feble, una davallada dels beneficis empresarials, la incertesa sobre

les perspectives econòmiques i un descens de la utilització de la capacitat productiva. No obstant això, és previsible que vagi disminuint el ritme de la reculada. Així, la matriculació de vehicles industrials va baixar el 27,0% interanual a l'agost, enfront d'una caiguda del 51,9% en el segon trimestre.

La formació bruta de capital fix a la construcció va anotar també un descens notable del 12,0% en relació amb el segon trimestre del 2008. Aquesta reculada va ser deguda a la continuïtat de l'ajustament al sector residencial, ateses les elevades existències d'habitatges sense vendre. En can-

INDICADORS D'OFERTA

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	4,5	0,6	0,9	-3,6	-7,0	-6,5	-2,6	-0,4
Índex de producció industrial (2)	2,0	-7,3	-6,3	-16,6	-22,6	-18,6	-17,4	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-0,3	-18,0	-18,7	-32,7	-36,7	-35,5	-32,0	-27,0
Utilització capacitat productiva (4)	81,3	79,5	79,3	76,9	68,8	69,5	...	68,5
Importació béns interm. no energ. (5)	8,0	-0,7	-2,1	-18,2	-32,9	-31,1	-21,2	...
Construcció								
Consum de ciment	0,2	-23,8	-25,2	-38,1	-46,5	-36,0	-32,3	-21,2
Indicador de confiança en la construcció (3)	9,3	-22,6	-23,7	-34,7	-36,7	-35,0	-32,0	-24,0
Habitatges (visats obra nova)	-24,7	-59,4	-62,4	-60,2	-64,1	-69,5	...	...
Licitació oficial	-15,0	3,0	6,4	12,4	-5,1	-28,2	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	2,3	-6,3	-7,1	-7,7	-6,3	-4,2	-3,1	...
Turistes estrangers	1,1	-2,4	-5,2	-9,0	-16,3	-8,2	-6,1	...
Ingressos turisme	3,3	-0,4	0,2	-8,0	-14,3	-8,0	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-1,7	-23,0	-34,1	-34,9	-43,9	...
Tràfic aeri passatgers	9,0	-3,1	-4,9	-12,7	-18,2	-8,7	-4,8	-5,5
Consum de gasoil automoció	5,1	-3,8	-3,7	-7,7	-10,3	-5,1	...	...

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.

vi, l'obra en infraestructures va pujar l'1,2% en relació amb el mateix trimestre de l'any passat, gràcies al pla d'obres municipals impulsat pel Govern i als projectes vinculats al tren d'alta velocitat.

Pel que fa al sector exterior, les exportacions de béns i serveis van reduir la caiguda interanual en 1,8 punts, fins al 15,7%, gràcies a l'evolució més positiva de la demanda, sobretot de la Unió Europea. Les importacions de béns i serveis també es van desacelerar en el segon trimestre, però amb menys intensitat que les exportacions, amb un decreixement interanual del 22,3%.

Des de l'òptica de l'oferta, tots els grans sectors van registrar davallades interanuals més importants que en el primer trimestre, llevat de les branques primàries. La indústria, afectada per problemes de demanda i de falta de competitivitat, va anotar un descens interanual del valor afegit del 16,8%, 3 punts més que en el trimestre anterior. Les caigudes més intenses es van donar en els béns de consum durador i en els béns de capital. En els propers mesos, és probable que es redueixin aquests alts decrements, com ho suggereixen la millora de la confiança industrial al juliol i a l'agost i la minoració de la reducció del consum d'electricitat. No obstant això, les entrades de comandes continuen essent molt fluïxes, de manera que la feblesa del sector secundari persistirà.

El valor afegit dels serveis va baixar l'1,1% en relació amb el segon trimestre del 2008, 9 dècimes més que en el trimestre anterior, a causa d'una contracció més intensa dels serveis de mercat. No obstant això, al juliol, es va contenir la caiguda interanual de la xifra de negocis del sector serveis en el 14,3%, amb el transport, el comerç i els serveis a empreses registrant les davallades més importants. El turisme també va anotar una evolució negativa a l'estiu, però menys que en la

primera part de l'exercici, gràcies a les reduccions en els preus.

Pel que fa a les rendes, la remuneració dels assalariats va baixar el 2,6% en relació amb el segon trimestre del 2008, 4 dècimes més que en el primer trimestre, a conseqüència, sobretot, de la caiguda de l'ocupació, ja que la remuneració mitjana per assalariat va pujar el 4,6%, 3 dècimes més que en el trimestre precedent. D'altra banda, l'excedent brut d'explotació i la renda mixta bruta es van frenar de sobte i van registrar una taxa de variació anual negativa de l'1,6% per primer cop en aquest cicle.

La productivitat aparent del factor treball va anotar un increment interanual del 3,2%, una dècima menys que en el trimestre anterior. L'avanç interanual de la productivitat més intens es va anotar a la construcció, del 25,8%, per bé que inferior al del primer trimestre, seguida de les branques primàries, amb el 2,6%. En canvi, les branques energètiques i industrials van presentar reculades anuals del 10,7% i del 6,1%, respectivament. D'aquesta manera, el cost laboral unitari es va accelerar fins a l'1,4% i es va col·locar 1,3 punts per damunt del deflactor del PIB.

La desfavorable conjuntura econòmica també es reflecteix en una menor creació d'empreses, que, al seu torn, repercuteix en el deteriorament del mercat de treball. Així, al juliol, es van constituir 6.119 societats mercantils, el 24,3% menys que en el mateix mes del 2008. No obstant això, aquesta caiguda va ser inferior a l'acumulada en els set primers mesos de l'any.

Pel que fa a les perspectives, esperem una millora progressiva de l'activitat econòmica en els propers trimestres, amb l'ajuda de la recuperació internacional. Així i tot, atesa la magnitud dels desequilibris acumulats, probablement la sortida de la recessió serà molt gradual.

El turisme anota una evolució negativa a l'estiu, però menys que en la primera part de l'any.

La productivitat frena l'avanç en el segon trimestre i el cost laboral unitari s'accelera.

Esperem una millora progressiva de l'activitat econòmica.

Mercat de treball

El nombre d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social cau 1,5 milions des del màxim del juliol del 2007.

El pla d'estímul contribueix a sostenir el mercat laboral

El nombre total d'afiliats en alta a la Seguretat Social es va col·locar en 18.001.310 de mitjana mensual a l'agost. Aquesta quantitat representa un descens interanual del 5,9%. Aquesta caiguda, però, és inferior a la dels mesos precedents i gairebé un punt menys que la del mes d'abril. De fet, la tendència a la destrucció d'ocupació mesurada per l'afiliació a la Seguretat Social s'ha moderat sensiblement en els últims mesos, com es pot apreciar al següent gràfic.

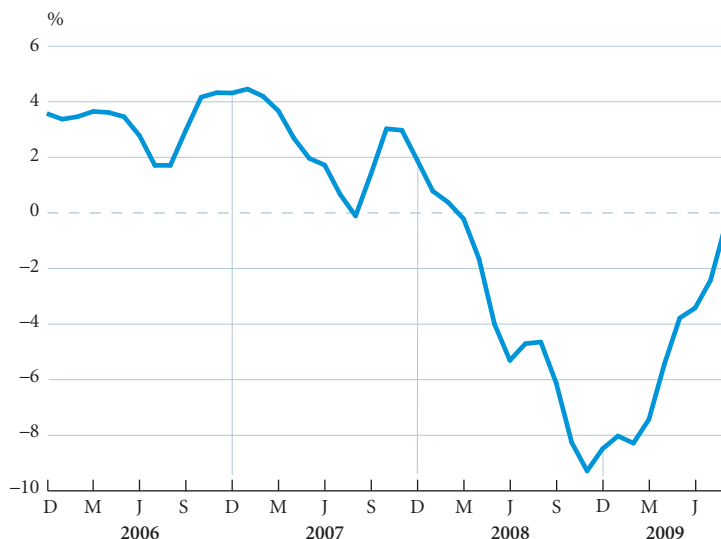
Això ha estat possible per una relativa suavització de la recessió econòmica, a la qual ha contribuït el Fons Estatal d'Inver-

sió Local. S'estima que, fins a la segona setmana de setembre, aquest pla d'estímul econòmic, impulsat pel Govern, havia generat més de 400.000 llocs de treball, per bé que de caràcter temporal. No obstant això, des del juliol del 2007, punt culminant de l'ocupació a Espanya, el nombre mitjà d'afiliats en alta a la Seguretat Social va disminuir en 1.492.740.

La moderació de la caiguda de l'afiliació s'ha notat a tots els sectors, però ha estat especialment intensa a la construcció, que s'ha beneficiat directament del pla d'obres municipals del pla d'estímul econòmic del Govern. No obstant això, el nombre d'afiliats ocupats en aquest sector presentava la davallada interanual més important, del 21,7% a l'agost, resultat

ES FRENA NOTABLEMENT LA CAIGUDA DE L'AFILIACIÓ A LA SEGURETAT SOCIAL

Variació intermensual anualitzada del nombre total d'afiliats en alta a la Seguretat Social (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència dels valors mitjans mensuals.

FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

que reflecteix el fort ajustament del sector residencial.

Per tipologia d'empresa, s'observa que totes les categories per dimensió van perdre afiliats en els dotze últims mesos fins al final d'agost. No obstant això, les caigudes més importants es van donar entre les empreses petites. En efecte, les empreses entre 6 i 49 treballadors dels sectors no agraris van registrar descensos de l'afiliació en alta superiors al 10%, mentre que, entre les de més de 1.000 treballadors, no va arribar al 5%. Així i tot, el tram que va anotar el descens interanual menys intens va ser el de les microempreses d'1 a 2 treballadors, amb una davallada del 4,8%.

Per sexes, s'aprecia que la relativa millora dels últims mesos ha afectat més els homes que les dones, ja que les obres ocu-

pen més personal masculí. No obstant això, en l'últim any, la caiguda de l'afiliació dels homes, del 8,0%, és més del doble que la de les dones, del 3,2%. D'aquesta manera, la participació de les dones es va col·locar en el 43,9% del total, 2 dècimes per sota del màxim històric assolit al maig del 2009.

Per nacionalitats, els afiliats espanyols es van reduir el 5,5% en el període agost 2008-agost 2009. Durant aquest mateix lapse temporal, els treballadors estrangers afiliats van disminuir el 9,3%.

Els contractes registrats al Servei Públic d'Ocupació en el mes d'agost es van situar en 944.823, amb una davallada del 10,0% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Del total, el 7,3% van ser de caràcter indefinit, 68.735. Aquesta xifra representa una caiguda interanual del

Els descensos més intensos de l'afiliació es produeixen entre les petites empreses.

La frenada relativa del deteriorament de l'ocupació en els últims mesos afecta més els homes que les dones.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2007	2008	2008		2009			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Afiliats a la Seguretat Social (1)								
Sectors d'activitat								
<i>Indústria</i>	2,4	-2,1	-2,4	-5,6	-9,3	-11,5	-11,8	-11,5
<i>Construcció</i>	3,6	-10,3	-12,4	-19,5	-25,2	-25,4	-23,0	-21,7
<i>Serveis</i>	3,5	1,7	1,6	-0,2	-2,1	-3,1	-3,2	-2,9
Situació professional								
<i>Assalariats</i>	3,1	-0,7	-1,1	-3,7	-6,3	-7,0	-6,6	-6,1
<i>No assalariats</i>	2,8	0,4	-0,1	-1,9	-3,9	-5,0	-5,3	-5,3
Total	3,0	-0,5	-0,9	-3,4	-5,8	-6,7	-6,4	-5,9
Població ocupada (2)	3,1	-0,5	-0,8	-3,0	-6,4	-7,2	-	-
Llocs de treball (3)	2,8	-0,6	-1,0	-3,2	-6,3	-7,1	-	-
Contractes registrats (4)								
Indefinitos	2,0	-14,3	-13,8	-26,0	-35,4	-35,3	-30,7	-29,6
Temporals	0,3	-10,4	-9,4	-17,9	-23,9	-17,8	-11,9	-8,0
Total	0,5	-10,9	-9,9	-18,9	-25,4	-19,9	-13,7	-10,0

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

(2) Estimació de l'enquesta de població activa.

(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(4) A l'INEM.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

En els dotze últims mesos, es redueix més l'afiliació entre la població estrangera.

29,6%. Així i tot, aquestes taxes representen una millora en relació amb el conjunt dels vuit primers mesos de l'exercici.

l'afiliació en els mesos anteriors. En els dos últims anys, el nombre d'aturats registrats s'ha incrementat en 1.600.784 persones.

Repunt de l'atur registrat a l'agost

Després de tres mesos de descensos, el nombre d'aturats registrats al Servei Públic d'Ocupació va tornar a augmentar a l'agost. L'increment mensual de 84.985 persones va situar el total en 3.629.080. Aquest ascens va ser degut, en part, a raons estacionals, com la finalització de contractes de temporada i les noves incorporacions al mercat de treball, però també va influir-hi una menor contractació, a causa, especialment, d'un menor nivell d'activitat del sector turístic. Així, la sèrie desestacionalitzada permet apreciar una certa acceleració de l'atur registrat a l'agost, tot i que la taxa de variació interanual, del 43,4%, va ser inferior a

L'escalada de l'atur a Espanya va motivar que la taxa d'atur desestacionalitzada se situés en el 18,5% al juliol, segons els càlculs d'Eurostat. Aquesta taxa representa la cota màxima de la Unió Europea i dobla la mitjana. La tímida millora de la situació econòmica no permet preveure una correcció de l'atur fins que no hagin passat força trimestres. En aquest sentit, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic va predir recentment que la taxa d'atur es podria apropar al 20% el 2010. En aquest marc, el Govern va anunciar que ampliaria l'ajuda de 422 euros als aturats que haguessin esgotat les prestacions d'atur des del gener del 2009, quan inicialment estava aprovat només des de l'agost.

La taxa d'atur dobla la mitjana de la Unió Europea al juliol i presenta una tendència ascendent.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Agost 2009

	Aturats	Variació sobre desembre 2008		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	95.018	19.007	25,0	31.973	50,7	2,6
Indústria	488.917	75.492	18,3	155.674	46,7	13,5
Construcció	709.362	51.926	7,9	226.365	46,9	19,5
Serveis	2.075.678	285.403	15,9	602.911	40,9	57,2
Primera ocupació	260.105	68.289	35,6	82.156	46,2	7,2
Per sexes						
Homes	1.817.405	240.938	15,3	655.214	56,4	50,1
Dones	1.811.675	259.179	16,7	443.865	32,5	49,9
Per edats						
Menors de 25 anys	413.798	28.668	7,4	124.266	42,9	11,4
Resta d'edats	3.215.282	471.449	17,2	974.813	43,5	88,6
TOTAL	3.629.080	500.117	16,0	1.099.079	43,4	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Escassa moderació dels costos laborals de les empreses

L'increment salarial pactat als convenis efectuats fins al mes d'agost, sense incloure les clàusules de revisió salarial, va ser del 2,7%. Aquesta taxa va ser inferior al 3,6% anotat el 2008, però va baixar força menys que la caiguda de la inflació en l'últim període i es va situar en un nivell sensiblement superior a l'objectiu d'inflació del Banc Central Europeu, del 2%.

D'altra banda, el cost laboral de les empreses va pujar el 3,9% en el segon trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, segons l'enquesta trimestral de cost laboral de l'Institut Nacional d'Estadística. Aquesta taxa només és lleu-

gerament inferior a l'anotada en el primer trimestre. Els costos salarials totals van augmentar el 4,1% en relació amb el segon trimestre del 2008, 1,2 punts més que en el trimestre anterior. No obstant això, els costos salarials ordinaris, que exclouen els pagaments extraordinaris i endarrerits, van pujar el 3,4% interanual fins als 1.607 euros per treballador i mes.

El salari ordinari es va alentir a tots els sectors, però bé que no amb la mateixa intensitat. La desacceleració més important va tenir lloc a la indústria, sotmesa a més pressions competitives, en què els costos salarials ordinaris, influïts per un increment dels expedients de regulació d'ocupació, van augmentar l'1,7% en relació amb el segon trimestre del 2008.

Els costos salarials ordinaris pugen el 3,4% interanual fins als 1.607 euros per treballador i mes.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	I	II
Increment pactat en convenis (*)	3,1	3,6	3,4	3,5	3,5	3,6	2,7	2,7
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	4,5	6,1	6,0	6,4	6,2	6,0	4,3	4,6
Enquesta trimestral de cost laboral								
Costos salarials								
Total	4,0	5,4	5,6	5,4	5,8	5,1	2,9	4,1
Indústria	3,4	5,6	6,1	5,6	5,3	5,3	1,1	2,3
Construcció	4,5	6,5	5,8	7,2	6,3	6,7	4,5	5,5
Serveis	4,2	5,1	5,2	4,9	5,7	4,7	3,0	4,3
Guanys mitjans per hora treballada	4,6	5,1	9,6	2,3	6,3	3,0	2,4	9,7
Altres costos laborals	4,1	4,4	3,3	4,4	4,0	6,0	7,1	3,5
Jornada laboral (***)	-0,5	0,2	-3,6	3,0	-0,6	2,1	0,4	-5,2
Jornals agraris	3,1	5,1	4,6	5,2	6,1	4,5	3,2	4,0
Cost laboral a la construcció	2,4	5,7	0,8	6,4	7,6	7,9	7,5	4,3

NOTES: (*) No inclou clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.

(**) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(***) Hores efectives per treballador i mes.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

Preus

L'índex de preus de consum continua en territori negatiu.

Es modera la caiguda dels preus

Tal com s'esperava, a l'agost es va interrompre la tendència descendent de la taxa de variació anual de l'índex de preus de consum (IPC) iniciada dotze mesos abans. En efecte, aquesta taxa va repuntar a l'agost, després que l'IPC anotés la caiguda més important de les últimes dècades al juliol. La taxa de l'IPC va continuar essent negativa a l'agost, del 0,8%, però 6 dècimes menys que en el mes anterior.

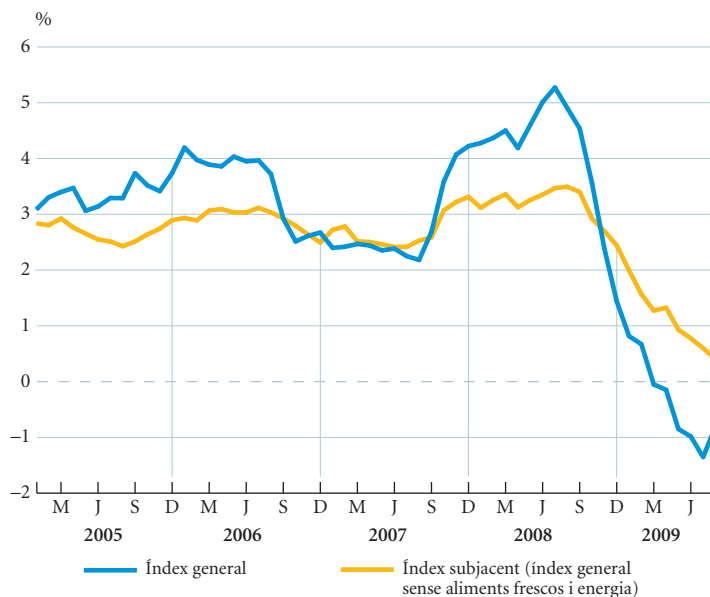
Aquest gir s'explica, bàsicament, pels vaitens dels preus del petroli i d'altres primeres matèries en l'últim període. Així, els carburants i els combustibles van contribuir amb 7 dècimes a l'augment de la

taxa interanual de l'IPC a l'agost en passar d'un descens anual del 22,5% al juliol al 15,6%.

No obstant això, el nucli més estable de l'evolució dels preus, l'anomenada inflació subjacent, que exclou els aliments no elaborats i els productes energètics, va continuar baixant, 2 dècimes a l'agost, fins al 0,4%. Aquesta tònica reflecteix, en part, la transmissió de la passada davallada dels preus de les primeres matèries, però també les pressions a la baixa derivades de la contracció del consum en rebaixar o moderar els preus les empreses per impulsar les vendes. Això també es reflecteix en el deflactor del producte interior brut, que, en el segon trimestre, només va augmentar el 0,1% interanual.

LA INFLACIÓ SUBJACENT BAIXA FINS AL 0,4%, NOU MÍNIM

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Tornant a la inflació subjacent, tots els seus principals components van disminuir a l'agost, per bé que només els béns industrials no energètics van presentar un signe negatiu. Aquests béns van intensificar el seu abaratiment fins a l'1,8% anual i van aportar una dècima negativa a la va-

riació interanual de l'IPC. Aquesta caiguda va ser deguda a la feblesa del consum i a la forta competència als mercats internacionals. Així, la temporada de rebaixes va finalitzar amb retallades una mica més intenses que dotze mesos abans, i el vestit i el calçat van mostrar un decrement

Persisteixen les pressions a la baixa de fons derivades de la contracció del consum i la inflació subjacent baixa fins al 0,4%.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2008			2009		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2008	% variació anual
Gener	-0,6	-0,6	4,3	-1,2	-1,2	0,8
Febrer	0,2	-0,5	4,4	0,0	-1,2	0,7
Març	0,9	0,4	4,5	0,2	-1,1	-0,1
Abril	1,1	1,5	4,2	1,0	-0,1	-0,2
Maig	0,7	2,2	4,6	0,0	-0,1	-0,9
Juny	0,6	2,8	5,0	0,4	0,3	-1,0
Juliol	-0,5	2,3	5,3	-0,9	-0,5	-1,4
Agost	-0,2	2,1	4,9	0,3	-0,2	-0,8
Setembre	0,0	2,0	4,5			
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Novembre	-0,4	2,0	2,4			
Desembre	-0,5	1,4	1,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

REPUNT DELS PREUS DELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES

Variació interanual de l'índex de preus dels carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La inflació als serveis també es modera.

interanual del 2,2%. Per la seva banda, els preus dels automòbils van presentar un descens interanual del 5,8%, 1,6 punts més que al juliol.

Els serveis, tot i que estan més arrecerats de la competència, no van poder defugir els efectes de la reducció de la demanda i els seus preus es van continuar desaccelerant fins a l'1,9% anual a l'agost, la taxa més baixa de les últimes dècades. El viatge organitzat va pujar menys que a l'agost del 2008, de manera que va baixar el 2,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea va evolucionar de manera similar que l'IPC i va anotar igualment una caiguda interanual del 0,8% a l'agost. D'aquesta manera, el diferencial negatiu amb la zona de l'euro es va continuar reduint fins als 0,6 punts percentuals, tres dècimes menys que el rècord del maig, a conseqüència del major pes dels carburants en la cistella de compra espanyola i dels impostos més baixos sobre els hidrocarburs, que amplifiquen l'impacte de les pujades del seu preu.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Agost

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,0	0,1	0,2	2,1	-2,4	6,8	-2,1
Begudes alcohòliques i tabac	125,9	0,0	0,1	3,6	12,7	4,0	13,0
Vestit i calçat	92,2	-0,7	-0,8	-12,9	-15,3	0,4	-2,2
Habitatge	112,0	-0,3	0,2	6,5	0,4	7,9	-0,2
Parament	106,5	0,0	0,1	1,2	-0,1	2,5	1,3
Medicina	97,3	0,0	0,0	0,1	-1,5	0,5	-1,3
Transport	104,2	-2,3	1,1	5,7	4,8	8,6	-6,4
Comunicacions	99,4	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,1	-0,8
Oci i cultura	100,4	1,4	0,6	2,1	0,7	0,2	-1,1
Ensenyament	111,7	0,0	0,0	0,4	0,2	3,9	3,8
Hotels, cafès i restaurants	113,7	0,8	0,9	5,5	2,9	4,9	1,5
Altres	109,3	0,0	0,1	3,0	1,6	3,5	2,2
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	111,8	0,2	0,1	2,9	0,7	7,6	0,8
Aliments sense elaboració	106,7	0,0	0,2	0,9	-3,1	4,2	-2,5
Conjunt no alimentari	105,6	-0,3	0,4	2,0	-0,1	4,4	-1,0
Béns industrials	100,0	-1,2	0,4	0,0	-2,4	4,7	-3,8
<i>Productes energètics</i>	107,7	-3,9	2,5	11,6	8,0	17,6	-10,2
<i>Carburants i combustibles</i>	102,9	-5,1	3,3	12,0	8,5	20,0	-15,6
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	97,0	-0,2	-0,5	-3,9	-6,0	0,5	-1,8
Serveis	111,5	0,6	0,5	4,1	2,3	4,0	1,9
Índex subjacent (**)	106,3	0,3	0,1	1,0	-1,0	3,5	0,4
ÍNDEX GENERAL	106,7	-0,2	0,3	2,1	-0,2	4,9	-0,8

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Pel que fa a les perspectives de l'evolució dels preus, per bé que la tendència descendent de la inflació subjacent pot continuar, en els propers mesos prevaldrà l'efecte de la pujada dels combustibles. D'aquesta manera, és previsible que la variació anual serà cada cop menys negativa i que, cap al final de l'exercici, tornarà a terreny positiu.

Els preus a l'engròs registren caigudes rècord

Els preus industrials van intensificar la tendència a la baixa i van anotar al juliol el descens interanual més intens de les últimes

dècades, del 6,7%. Aquesta evolució va reflectir la tònica dels preus de les primeres matèries i, en especial, del petroli, que, al juliol del 2008, va marcar un rècord.

Més important va ser la disminució dels preus d'importació, que, al juliol, van marcar un decrement interanual de l'11,2%, al qual va contribuir una apreciació de l'euro en els dotze últims mesos. Per la seva banda, els preus agraris en origen es van enfonsar i van registrar una caiguda interanual del 17,2% al juny. Tots els seus principals components van mostrar descensos interanuals, per bé que la caiguda més intensa va correspondre als productes agrícoles, del 24,7%.

La inflació es tornarà a situar en terreny positiu cap al final de l'exercici.

Els preus agraris en origen s'enfonsen.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis (**)	
2008											
Juny	9,2	8,4	5,2	2,3	6,2	21,1	10,4	1,1	-0,2	2,6	-
Juliol	12,6	10,2	5,1	2,5	7,3	27,4	10,4	0,5	-0,2	3,7	-
Agost	6,0	9,2	4,8	2,5	7,6	23,2	9,6	1,3	0,3	5,0	2,6
Setembre	-0,8	8,3	4,1	2,4	7,1	19,9	8,5	1,9	0,6	5,9	-
Octubre	-7,6	6,1	2,8	2,4	5,3	14,9	5,2	3,2	1,3	5,1	-
Novembre	-10,5	2,9	2,2	2,3	2,9	4,3	0,9	4,3	1,9	5,0	1,7
Desembre	-10,3	0,4	1,6	2,3	1,0	-3,4	-3,9	2,6	1,6	2,0	-
2009											
Gener	-7,2	-0,5	0,9	1,9	-1,6	-2,2	-4,9	2,8	2,0	0,4	-
Febrer	-5,4	-1,1	0,4	1,6	-3,2	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,3
Març	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,6	-
Maig	-14,3	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,4	0,1
Juny	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,8	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Juliol	...	-6,7	-1,2	0,5	-7,8	-16,0	-11,2	2,1	2,3	-7,0	-

NOTES: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(**) Excepte energia.

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

Sector exterior

El dèficit de la balança corrent es redueix el 42% en la primera meitat del 2009, impulsat per la balança de béns.

La necessitat de finançament es redueix fins al 6,0% del PIB en el primer semestre.

La balança comercial continua reduint el dèficit corrent

La caiguda de la demanda interna espanyola en el mes de juny és una de les principals raons de la intensa reducció de les importacions en aquest mes. Arran d'aquesta situació, el dèficit de la balança de béns va disminuir el 64,8% interanual en relació amb el juny del 2008 i va empènyer fins al 54,6% la contracció del saldo acumulat en el primer semestre en relació amb el de la primera meitat de l'any anterior.

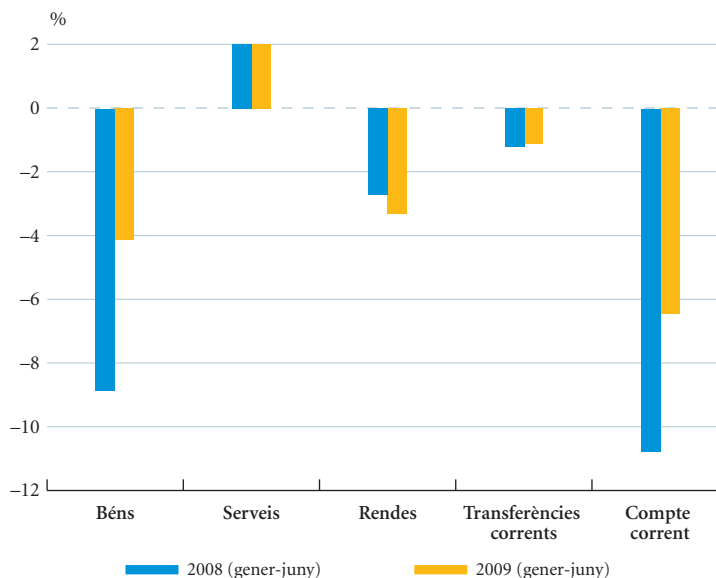
Aquesta important millora del saldo comercial, juntament amb el registrat al compte de transferències corrents, va compensar amb escreix el deteriorament del dèficit de la balança de rendes, moti-

vat pel pagament d'interessos del creixent endeutament de l'economia amb l'exterior. A més a més, la balança de serveis va registrar una caiguda del superàvit del 0,5% en el primer semestre, arran de la davallada dels ingressos per turisme i viatges, que es van reduir el 10,8%. Conseqüentment, el desequilibri per compte corrent va arribar, en aquest període, als 34.072 milions d'euros, el 41,8% per sota del registrat en la primera meitat del 2008.

El gràfic següent reflecteix la contracció del dèficit corrent, que, en el primer semestre del 2009, va representar el 6,4% del producte interior brut (PIB) espanyol, nivell similar al del primer semestre del 2004 i més de quatre punts percentuals per sota del màxim assolit un any enrere.

EL DÈFICIT CORRENT ES CONTREU AMB FORÇA EN LA PRIMERA MEITAT DEL 2009

Saldos acumulats en el primer semestre de l'any en proporció al PIB del mateix període



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La millora del dèficit corrent va compensar amb escreix la reducció del superàvit del compte de capital, que comptabilitza les transferències de capital procedents de la Unió Europea. Així, la necessitat de finançament exterior de l'economia espanyola va caure el 41,9% interanual en la primera meitat i es va situar en el 6,0% del PIB. Les previsions sobre la necessitat de finançament apunten al manteniment d'aquesta tendència en els propers mesos, tot i que a una velocitat menor.

Aquesta disminució de la necessitat de finançament va reduir les entrades de capital estranger durant el primer semestre del 2009 en 18.802 milions d'euros. La partida més afectada va ser la inversió a curt termini, que va representar dues terceres parts d'aquesta contracció al llarg del pe-

ríode esmentat, tot i que va continuar essent la principal font de captació de fons. No obstant això, en els últims mesos, s'ha començat a observar un cert canvi en la composició del finançament. D'aquesta manera, al juny, la inversió directa es va convertir en la principal via d'entrada neta de capital, en detriment de la inversió en cartera i del finançament a curt termini.

D'altra banda, la cobertura de la necessitat de finançament a través de l'augment dels passius del Banc d'Espanya perd pes. Així, s'observa una reducció del 47,6% d'aquest recurs durant el primer semestre de l'any. Aquesta disminució respon a una menor utilització de les subhastes de liquiditat de l'Eurosistema, gràcies al relaxament de les condicions de liquiditat en el sistema financer.

El finançament a curt termini perd pes.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juny 2009

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-21.820	-54,6	-61.371	35.586	-36,7
Serveis					
<i>Turisme</i>	11.000	-7,9	27.120	-1.009	-3,6
<i>Altres serveis</i>	-330	-73,1	-905	2.084	-69,7
Total	10.670	-0,5	26.215	1.075	4,3
Rendes	-17.337	16,6	-36.246	-3.377	10,3
Transferències	-5.585	-11,5	-8.512	399	-4,5
Total	-34.072	-41,8	-79.913	33.683	-29,7
Compte de capital	2.179	-41,5	3.962	-2.584	-39,5
Balança financera					
Inversions directes	-798	-	-15.511	-58	0,4
Inversions de cartera	1.227	-	6.530	12	0,2
Altres inversions	25.126	-34,0	55.513	-16.446	-22,9
Total	25.555	-42,4	46.533	-16.492	-26,2
Errors i omissions	598	-	4.507	5.160	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	5.740	-47,6	24.912	-19.768	-44,2

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Sector públic

La recessió econòmica i les mesures d'estímul per pal·liar la crisi impacten negativament en els comptes públics.

S'anuncien pujades d'impostos per frenar l'escalada del dèficit públic

La conjuntura recessiva continua impactant adversament en els comptes de l'Estat en disminuir les bases imposables dels impostos. A més a més, també hi influeixen les mesures d'estímul econòmic decidides pel Govern per pal·liar la crisi. D'aquesta manera, els ingressos no financers de l'Estat acumulats fins al juliol van baixar el 16,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquesta caiguda es redueix fins al 12,7% en termes homogenis, és a dir, ajustant pels desfasaments temporals en ingressos i devolucions.

La recaptació impositiva total va registrar un descens interanual del 20,2% en els

primers set mesos de l'any. Aquesta taxa es col·loca en el 12,3% si es corregeix per l'avançament de les devolucions, l'augment dels ajornaments i els diversos canvis normatius.

Els ingressos per impostos directes van anotar una davallada interanual del 14,0%. La principal figura, l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), va caure el 12,9%. En termes ajustats, aquesta disminució se situa en el 8,2%. Les retencions del treball van recular el 4,6%, percentatge que reflecteix la caiguda de la massa salarial, i les del capital mobiliari van disminuir el 2,3%, per la reducció dels dividendes i dels interessos bancaris. Les retencions sobre arrendaments i els guanys dels fons d'inversió van

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Juliol 2009

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	11.405	2,4	57.757	-24,8
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	10.486	11,2	39.762	-12,9
Impost de societats	1.376	-26,9	6.924	-25,2
IVA	3.800	-37,7	22.432	-36,1
Impostos especials	1.713	8,5	10.851	-3,0
Resta	2.088	8,6	14.409	16,5
Total	19.463	-6,9	94.378	-16,9
Pagaments no financers	25.532	30,1	108.703	24,5
Saldo de caixa	-14.127	66,4	-50.946	382,8
Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament (**)	-11.080	108,6	-49.687	401,3

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.

(**) En termes de comptabilitat nacional.

FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

baixar el 2,9% i el 46,5%, respectivament. Per la seva banda, l'impost de societats es va contreure el 25,2%, a conseqüència, sobretot, de la desacceleració dels beneficis empresarials.

Els impostos indirectes totals es van reduir el 27,5%. L'aportació més important, la de l'impost sobre el valor afegit (IVA), va baixar el 36,1%. No obstant això, si es descompta l'efecte de l'avançament de les devolucions, de l'ampliació del sistema de devolució mensual i de l'augment dels ajornaments, aquesta disminució es modera al 16,9%. Per la seva banda, el descens dels impostos especials es va reduir fins al 3,0%, gràcies a la pujada de tipus en els impostos sobre productes del tabac i hidrocarburs aprovada al juny i a la reactivació del consum de carburants i d'electricitat.

Per la seva banda, els pagaments es van continuar accelerant i van arribar als 108.703 milions d'euros en el període gener-juliol, amb un increment interanual del 24,5%. Els derivats d'operacions corrents van pujar el 18,2%, mentre que les operacions de capital van augmentar el 77,3%.

Pel que fa als pagaments corrents, les despeses de personal van pujar el 4,8%; les corrents, el 2,7%, i les financeres, el 12,4%. No obstant això, la partida que va créixer més va ser la de les transferències corrents, amb una alça interanual del 24,5%. A aquest augment van contribuir els 9.508 milions d'euros canalitzats al Servei Públic d'Ocupació Estatal per atendre, principalment, les prestacions als aturats.

Quant a les operacions de capital, les inversions reals van augmentar lleugera-

ment, el 0,6%, gràcies als pagaments del Ministeri de Foment. Les transferències de capital gairebé es van triplicar, a causa, sobretot, d'una dotació de 5.500 milions d'euros al Fons Estatal d'Inversió Local per efectuar obres municipals.

A conseqüència que els pagaments gairebé van duplicar els ingressos, es va generar un dèficit de caixa acumulat de l'Estat de 50.946 milions d'euros, xifra que gairebé quintuplica la del mateix període del 2008. D'altra banda, les operacions netes sobre actius financers es van incrementar en 10.583 milions d'euros, a causa, sobretot, d'un pagament de 9.500 milions d'euros al Fons d'Adquisició d'Actius Financers i d'un altre de 2.250 milions d'euros al Fons de Reestructuració Ordenada Bancària. D'aquesta manera, la necessitat d'endeutament va pujar a 61.529 milions d'euros, nou cops més que en el mateix període de l'any precedent. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte el criteri de drets i obligacions generats, es va comptabilitzar una necessitat de finançament equivalent al 4,7% del producte interior brut, enfront d'un dèficit del 0,9% en els set primers mesos de l'any passat.

Atesos la tendència creixent del dèficit públic i el compromís de reconduir-lo de manera gradual, l'executiu ha avançat que, en el marc dels Pressupostos Generals de l'Estat per al 2010, es preparen pujades d'impostos i retallades de la despesa. Els increments dels impostos podrien representar més de 10.000 milions més d'ingressos i provindrien de l'eliminació de la deducció de 400 euros en l'impost sobre la renda de les persones físiques, de l'increment de la imposició indirecta i de l'alça dels impostos sobre les rendes del capital.

La reducció de la massa salarial i la davallada dels dividends i dels beneficis empresarials redueixen els impostos directes.

La caiguda dels impostos especials es desaccelera a causa de l'alça de tipus del juny.

El 2010 s'eliminarà la deducció dels 400 euros i s'incrementarà la imposició indirecta i sobre les rendes del capital.

Estalvi i finançament

El finançament a les empreses i a les famílies s'alenteix per la feblesa de la demanda i per l'enduriment de les condicions financeres.

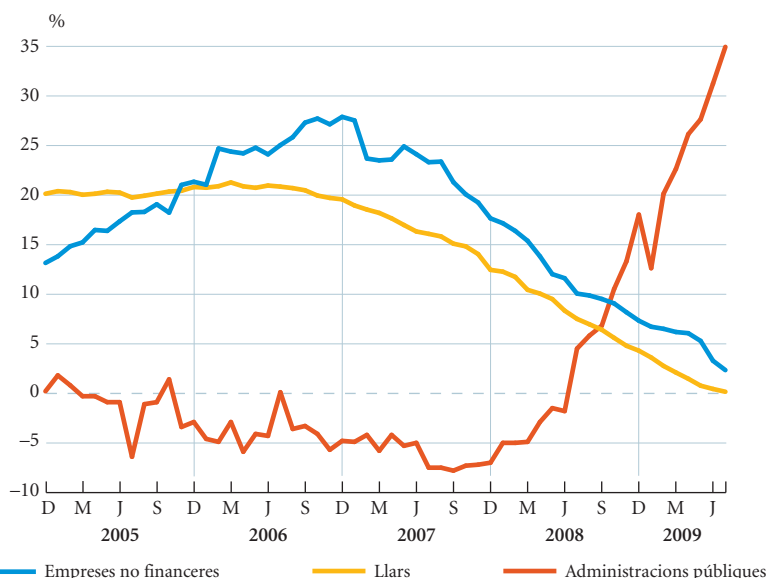
Prossegueix la moderació del finançament al sector privat

La feblesa de la demanda de crèdit derivada de la recessió econòmica i l'enduriment de les condicions financeres en aplicar-se una política de gestió del risc més prudent motiven que el finançament al sector privat es continuï desaccelerant. Així, al juliol, va presentar un creixement interanual de només l'1,5%, enfront del 9,1% de dotze mesos abans, segons les dades del Banc d'Espanya. D'aquesta manera, ha prosseguit el procés d'ajustament dels balanços de les empreses i de les famílies, que havien assolit nivells d'endeutament massa elevats durant la fase alcista del cicle econòmic.

El finançament a les empreses no financeres es va continuar alenteixant al juliol fins a un creixement interanual del 2,4%, 5 punts menys que al desembre del 2008. Cal destacar que, per primer cop en aquest cicle, el saldo dels préstecs de les entitats de crèdit residents, inclosos els préstecs titulitzats fora del balanç, es va col·locar per sota del nivell d'un any abans. En canvi, les emissions de renda fixa van rebre un fort impuls en millorar sensiblement les condicions dels mercats financers, amb un augment interanual del 26,2%. Els préstecs de l'exterior es van continuar desaccelerant fins a un increment interanual del 7,6%, però la seva contribució a la variació total, de l'1,8%, va superar la dels altres components.

EL FINANÇAMENT A LES FAMÍLIES S'ESTANCA I AL SECTOR PÚBLIC S'ACCELERA

Taxa de variació interanual del finançament als sectors no financers residents



FONT: Banc d'Espanya.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Juliol 2009

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.215.681	2.039	31.039	1,5	85,2
Empreses no financeres	1.309.820	6.723	32.386	2,4	50,4
Préstecs d'entitats residents (3)	936.146	-17.989	-4.949	-0,2	36,0
Valors diferents d'accions	49.881	8.804	10.345	26,2	1,9
Préstecs de l'exterior	323.793	15.907	26.991	7,6	12,5
Llars (4)	905.861	-4.684	-1.347	0,2	34,8
Préstecs per a l'habitatge (3)	671.692	-1.462	3.924	0,7	25,8
Altres (3)	231.502	-3.505	-5.630	-1,3	8,9
Préstecs de l'exterior	2.667	283	358	15,5	0,1
Administracions públiques	384.552	54.185	99.701	35,0	14,8
TOTAL	2.600.233	56.224	130.741	5,4	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.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La desacceleració del crèdit afecta tots els sectors productius. Amb dades que arriben fins al juny, s'aprecia, però, que la intensitat de la desacceleració ha estat desigual en els dotze últims mesos. Es van produir caigudes del crèdit a la construcció, del 13,4%, i al sector primari, del 7,8%. A la indústria, el saldo creditici va registrar una alça interanual del 7,1% i, als serveis, del 4,3%. Pel que fa a les activitats immobiliàries, la taxa de variació interanual va passar del 50,6% al final del 2006 al 3,7% al juny del 2008.

El procés de reducció del nivell d'endeutament de les famílies va prosseguir al juliol, fins al punt que el saldo del seu finançament gairebé es va estancar en anotar un lleuger creixement anual del 0,2% sobre el mateix mes de l'any passat. Els préstecs per a la compra d'habitatge es van continuar desaccelerant fins a mostrar un escàs augment anual del 0,7%. No obstant això, al juny, el nombre d'hipoteques sobre habitatges va regis-

trar un decrement anual del 10,8%, enfront d'una caiguda del 31,4% en el primer semestre, d'acord amb les xifres de l'Institut Nacional d'Estadística. Aquesta situació va ser propiciada per la davallada dels preus de les cases i dels tipus d'interès. L'import mitjà de les hipoteques es va situar en 117.843 euros, el 17,0% menys que un any abans.

La resta del finançament als particulars va intensificar la caiguda fins a l'1,3% interanual al juliol. Aquesta caiguda és deguda, principalment, a la reculada del crèdit per a la compra de béns de consum durador, com automòbils, motos, electrodomèstics, mobles, etc., que van anotar un descens interanual del 14,1% en els dotze últims mesos fins al juny.

Pel que fa a la morositat, al juliol la taxa de dubtositat del conjunt de les entitats creditícies va reprendre la via alcista i es va col·locar en el 4,7%. La taxa de morositat varia força en funció dels prestataris i dels

La desacceleració del crèdit afecta tots els sectors productius, en especial la construcció.

Enfonsament del crèdit per a la compra de béns de consum durador.

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Segon trimestre de 2009

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	23.732	-2.512	-9,6	-1.995	-7,8
Indústria	158.800	2.659	1,7	10.583	7,1
Construcció	134.690	-17.158	-11,3	-20.910	-13,4
Serveis	690.271	7.555	1,1	28.509	4,3
Total	1.007.492	-9.456	-0,9	16.185	1,6
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	651.564	-3.581	-0,5	11.317	1,8
Adquisició de béns de consum durador	49.583	-4.593	-8,5	-8.143	-14,1
Altres finançaments	113.922	3.830	3,5	-5.179	-4,3
Total	815.068	-4.344	-0,5	-2.006	-0,2
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	5.382	-709	-11,6	-570	-9,6
Resta sense classificar	33.063	5.632	20,5	9.223	38,7
TOTAL	1.861.005	-8.877	-0,5	22.831	1,2

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La taxa de morositat dels promotors immobiliaris i de les constructores puja fins al 8%.

productes. Així, amb dades que arriben fins al juny, es constata que la taxa de dubtositat de les hipoteques per a la compra d'habitatge per part dels particulars se situava en el 3,0% i la dels préstecs per a l'adquisició de béns de consum durador era del 7,6%. La corresponent a les constructores, es va col·locar en el 7,8% i la dels promotors immobiliaris va pujar al 8,2%. Cal destacar que els dubtosos de les activitats immobiliàries representaven el 31,0% del total.

Per la seva banda, el finançament a les administracions públiques es va continuar accelerant i va presentar una alça interanual del 35,0% al juliol, amb una forta expansió dels valors a curt, a mitjà i a llarg termini. No obstant això, només va compensar parcialment l'ajustament del sector privat, de manera que el finançament total als sectors no financers residents va continuar reduint el ritme de creixement fins al 5,4% interanual al juliol, 3,1 punts menys que un any abans.

Els tipus d'interès bancaris continuen baixant.

Pel que fa als tipus d'interès, l'euríbor a un any, utilitzat àmpliament com a referència, va marcar un nou mínim històric de l'1,33% de mitjana mensual a l'agost i es va situar 399 punts bàsics per sota de dotze mesos abans, situació que reflecteix les retallades efectuades pel Banc Central Europeu durant aquest període i una disminució de la prima de risc al mercat interbancari. En les primeres setmanes de setembre, l'euríbor a dotze mesos ha prosseguit suaument la tendència descendent fins a l'entorn de l'1,25%.

Per la seva banda, els tipus d'interès dels préstecs i crèdits bancaris van continuar baixant i, de mitjana, es van col·locar en el 3,66% al juliol, 271 punts bàsics per sota del mateix mes de l'any precedent. La inferior disminució en relació amb l'euríbor a dotze mesos s'explica per l'augment de la prima de risc arran del fort increment de la morositat.

Els fons d'inversió mobiliària tornen a registrar entrades netes

Les retribucions dels dipòsits del sector privat van disminuir molt lleugerament, de mitjana, al juliol i es van col·locar en l'1,40%. De fet, els tipus d'interès dels dipòsits a termini dels particulars van pujar lleugerament 3 centèsimes fins al 2,37%, per bé que mostraven un decrement interanual de 242 punts bàsics, menys que la davallada dels tipus crediticis.

En aquest entorn, els dipòsits del sector privat a les entitats creditícies van continuar reduint la seva expansió fins al 7,1% interanual al juliol. No obstant això, els comptes a la vista es van accelerar amb un creixement anual del 6,2% en augmentar la preferència per la liquiditat dels estalviadors, atesos l'augment de la incertesa derivada de la crisi econòmica i la disminució del diferencial de tipus d'interès amb les imposicions a termini.

El menor atractiu dels dipòsits bancaris després del descens de les remuneracions i la millora dels mercats financers van motivar que les participacions dels fons d'inversió recuperessin el favor dels estalviadors. D'aquesta manera, a l'agost, es van registrar subscripcions netes per

valor de 282 milions d'euros, les primeres positives des de l'abril del 2007. L'afluència creixent de fons es va dirigir cap a la renda fixa euro a curt termini, per un import de 331 milions d'euros, la qual cosa suggereix la persistència de l'aversion al risc.

Gairebé totes les categories de fons van anotar rendibilitats mensuals positives a l'agost. Sobre desembre, el rendiment mitjà es va col·locar en el 3,56%, amb guanys espectaculars del 46,0% de la renda variable internacional dels països emergents i del 24,3% de la renda variable nacional. La rendibilitat mitjana anual es va situar en el 0,6%. El rendiment mitjà dels divuit últims anys es va col·locar en el 4,1% i va superar la inflació del període.

D'altra banda, el volum total de primes de l'assegurança directa va pujar l'1,6% en el primer semestre del 2009 en relació amb el mateix període de l'any anterior. El ram de vida va pujar el 7,6%, i la resta va baixar el 3,1%. El descens més important va ser experimentat pels automòbils, que van caure el 7,0%, afectats per un descens de les vendes. En canvi, la salut va augmentar el 5,2% i els multiriscos van pujar el 2,7%.

Guanys espectaculars sobre desembre d'alguns fons d'inversió mobiliària de renda variable.

Alça notable del volum de primes de vida de l'assegurança directa en el primer semestre.

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

Juliol 2009

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	255.382	10.570	4,3	14.982	6,2	18,0
D'estalvi	198.214	18.437	10,3	18.018	10,0	13,9
A termini	734.255	4.983	0,7	56.240	8,3	51,6
En moneda estrangera	25.016	-4.302	-14,7	-8.876	-26,2	1,8
Total dipòsits	1.212.868	29.689	2,5	80.364	7,1	85,3
Resta del passiu (*)	209.493	-39.137	-15,7	-42.365	-16,8	14,7
TOTAL	1.422.360	-9.448	-0,7	37.998	2,7	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.

Segrestats pel rescat financer?

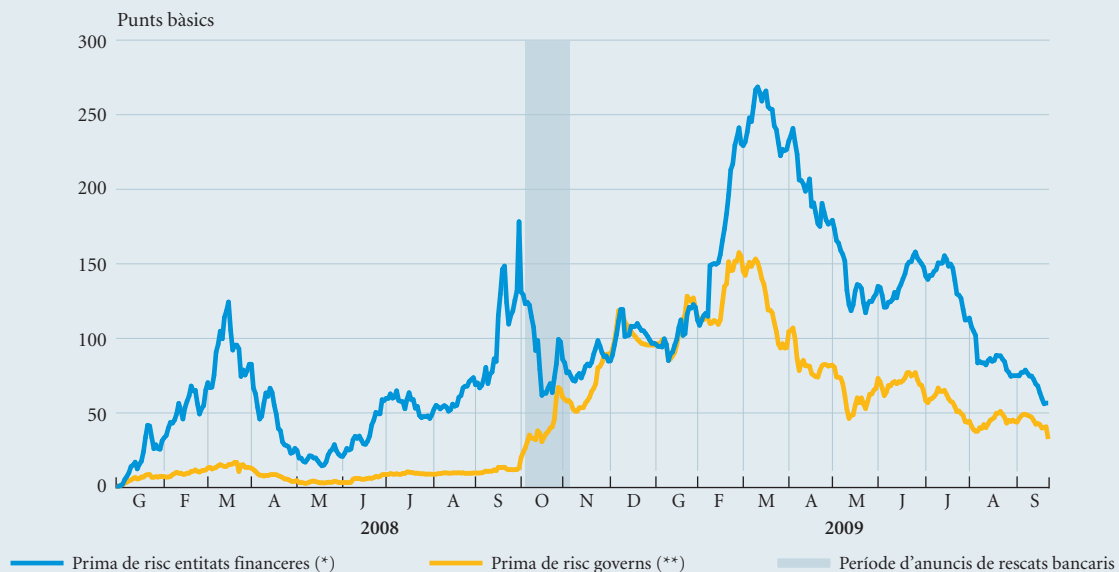
La fallida del banc d'inversió Lehman Brothers al setembre del 2008 i les turbulències bancàries posteriors van posar de manifest la fragilitat del sistema financer global. Davant d'aquesta situació, i atesa l'amenaça d'un fort contagi a l'economia real, els governs de les principals economies van anunciar diferents plans de rescat per salvaguardar els sistemes bancaris. Aquestes mesures seguien unes directrius consensuades internacionalment i buscaven el restabliment de la confiança en el sistema financer i l'estímul de la concessió del crèdit.

Un any després, és indiscutible l'important paper que han jugat aquests plans, juntament amb les provisions de liquiditat dels bancs centrals, per evitar el col·lapse bancari i per revertir lentament una situació que, tot i ser encara delicada, presenta importants signes de millora. No obstant això, cal preguntar-se quines conseqüències han comportat, en especial en els pressupostos públics.

La primera d'aquestes conseqüències ha estat la transferència parcial del risc des del sector financer cap al sector públic. Aquest fenomen es pot observar en l'evolució de les primes dels *credit default swaps* (CDS), instruments financers que reflecteixen implícitament el risc de fallida de les institucions.⁽¹⁾ Així, com més elevada és la prima, més gran és el risc de fallida que els inversors associen a un actiu determinat.

L'ANUNCI DELS RESCATS BANCARIS AUGMENTA EL RISC DELS GOVERNOS

Variació acumulada en relació amb les primes de risc el nivell de l'1-1-2008



NOTES: (*) CDS itraxx financer Europa.

(**) Mitjana dels CDS sobirans (mostra de 15 països europeus).

FONTS: Datastream i elaboració pròpia.

(1) Per a més informació, vegeu el requadre *How have governments' bank rescue packages affected investors' perceptions of credit risk?* (ECB Monthly Bulletin, març del 2009).

El gràfic anterior mostra l'augment del risc de fallida dels principals governs europeus arran de l'anunci dels seus plans de rescat bancari. Simultàniament, la solvència del sistema financer europeu va millorar; va recuperar, a diferència del sector públic, els nivells anteriors a la fallida de Lehman Brothers, i va reflectir la transferència de risc entre els dos sectors.

Però, sens dubte, han estat els pressupostos públics els que han resultat més afectats per l'elevat import de les mesures de rescat del sistema bancari. Aquestes mesures són, fonamentalment, de tres tipus: injeccions de capital, plans de sanejament d'actius i avals públics de deute. A més a més, cal tenir en compte les garanties dels dipòsits bancaris, tot i que, a causa de la seva naturalesa, no s'inclouen en aquesta anàlisi.

Malgrat que la implementació d'aquestes mesures ha estat generalitzada, les característiques específiques de cada país (com la dimensió relativa del sector bancari, la seva exposició als actius tòxics o la capacitat de maniobra pressupostària) expliquen les diferències entre els plans de rescat. A tall d'exemple, mentre Espanya i Itàlia no han injectat capital en el sector financer, altres països, com Bèlgica, Luxemburg i Holanda, han destinat importants quantitats a aquesta partida, en especial amb la recapitalització dels bancs Dexia i Fortis. Anàlogament, la compra d'actius bancaris ha estat important en països com el Regne Unit i els Estats Units. En l'àmbit dels avals públics, destaca Irlanda, amb unes garanties sobre el sector financer superiors al doble del seu PIB.

D'altra banda, l'efecte sobre els comptes públics no és el mateix en totes les mesures. Així, els avals de l'emissió de deute bancari són un passiu contingent que només afecta els pressupostos en cas d'execució de l'aval, de manera que el seu anunci no representa cap desemborsament a curt termini, i, fins i tot, proporcionen ingressos en concepte de comissions cobrades. En canvi, tant les injeccions de capital com les compres d'actius representen un desemborsament immediat per part del govern, que incrementarà l'endeutament públic si es recorre a l'emissió de deute. En aquests casos, a la majoria de països, el dèficit només es veu afectat si les adquisicions de capital i d'actius es realitzen per damunt del preu de mercat, ja que hi ha una transferència (implícita) de recursos que cal comptabilitzar com a despesa.

Arran de tot plegat, l'heterogeneïtat dels paquets de rescat entre països ha provocat que l'impacte immediat dels plans sobre els saldos públics variï considerablement.⁽²⁾ Segons el Fons Monetari Internacional (FMI), el desemborsament immediat que han assumit les economies avançades del G-20 a causa dels plans de rescat bancari és equivalent al 5,3% del seu PIB. Aquesta xifra puja fins al 6,7% si es tenen en compte només els països membres de la Unió Europea, entre els quals destaca el Regne Unit, amb uns costos del 20,2% del PIB a causa de la important adquisició d'actius realitzada. En canvi, Irlanda, amb unes garanties públiques del deute bancari equivalents al 257% del PIB, només comptabilitza un desemborsament equivalent al 5,3% del PIB, provinent de la recapitalització del sistema financer. En el cas espanyol, les mesures se situen per sota de la mitjana dels països avançats, amb el 4,6% d'impacte immediat.

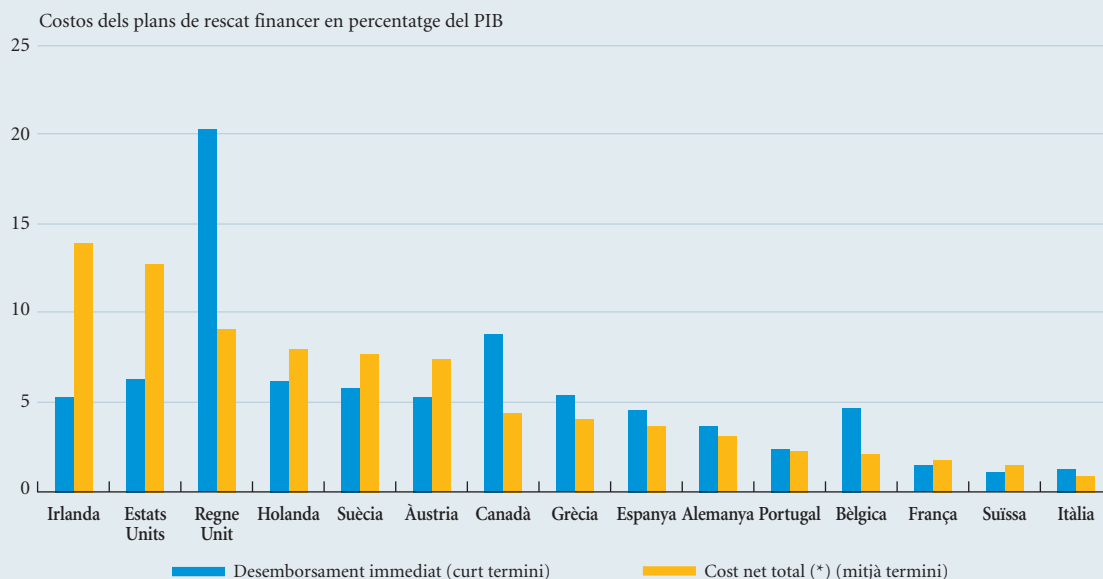
És indubtable que l'anàlisi del cost provocat pels rescats bancaris ha de tenir en compte, a més de la despesa immediata, altres factors: com a mínim, l'evolució del valor dels actius adquirits pel govern, la rendibilitat del capital invertit en els bancs i les pèrdues o els beneficis provinents de les garanties. Per tant, el cost net final pot ser considerablement inferior al desemborsament realitzat a curt termini en funció de l'evolució del sector financer després de les intervencions. En el cas de Suècia, després de la crisi del 2001, l'increment de valor dels actius i la

(2) Vegeu *The impact of government support to the banking sector on euro area public finances* (ECB Monthly Bulletin, juliol del 2009), *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies after the 2008 Crisis* (IMF) i *Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures*.

rendibilitat de la inversió van permetre cobrir, en el moment de la seva venda, el 94,4% del desemborsament realitzat (taxa de recuperació). Un cas completament oposat va ser el de Finlàndia en el mateix període, ja que la taxa de recuperació va ser inferior al 20%.

Seguint el mateix raonament, no es pot descartar l'obtenció de beneficis a mitjà termini a través de la revaloració dels actius i del capital adquirits pels governs. Un clar exemple és el benefici obtingut pel govern suís amb la venda de la seva participació a UBS. De forma similar, les accions de Citigroup han incrementat el seu valor i s'han situat més del 40% per damunt del preu d'adquisició pel Tresor nord-americà.

HETEROGENEÏTAT ENTRE PAÏSOS PEL QUE FA ALS COSTOS DEL RESCAT FINANCER



NOTA: (*) Inclou els costos estimats de les garanties i de les provisions dels bancs centrals.

FONT: Fons Monetari Internacional segons les dades d'abril de 2009. No s'aprecien variacions substancials des d'aleshores.

Al gràfic anterior apareixen les estimacions realitzades per l'FMI dels costos totals derivats dels plans de rescat bancari. Els quatre països amb un cost més elevat a mitjà termini (Irlanda, els Estats Units, el Regne Unit i Holanda) presenten un model financer basat en «originar per distribuir» (un model en què es distingeixen les entitats que generen l'operació de finançament de les que n'assumeixen el risc) i forts creixements del valor dels actius en el període anterior a la crisi.

S'observa que alguns països presenten un cost a mitjà termini considerablement superior al seu endeutament immediat. Això és fruit d'una baixa taxa de recuperació del valor dels actius bancaris adquirits o del cost de l'execució de les garanties públiques (com succeeix a Irlanda). En el cas espanyol, la taxa de recuperació estimada per l'FMI és del 49,9%, lleugerament inferior al 55% que han registrat les economies avançades al llarg de la història, tot i que suficient per compensar els costos derivats de les seves garanties i per situar el cost a mitjà termi-

ni gairebé un punt percentual per sota del generat a curt. Tot plegat, però, són estimacions realitzades a partir d'experiències anteriors. L'evidència de les crisis financeres passades ensenya també que la gestió eficient i transparent de les mesures de rescat i el disseny de les estratègies adequades de sortida, un cop estabilitzada la situació, poden reduir dràsticament l'impacte del rescat financer sobre les finances públiques.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Joan Daniel Pina
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"*

Servei d'Estudis de "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 2009

Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

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

■ 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"

2. L'ocupació a partir dels 55 anys Maria Gutiérrez-Domènech
3. *Offshoring* i deslocalització: noves tendències de l'economia internacional Claudia Canals
4. Xina: Quin és el potencial de comerç amb Espanya? Marta Noguer
5. La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units Enric Fernández
6. El temps amb els fills i l'activitat laboral dels pares Maria Gutiérrez-Domènech
7. La inversió estrangera directa a Espanya: què podem aprendre del tigre celta? Claudia Canals i Marta Noguer
8. Telecomunicacions: som davant d'una nova etapa de fusions? Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell
9. L'enigmàtic món dels *hedge funds*: beneficis i riscos Marta Noguer
10. Llums i ombres de la competitivitat exterior d'Espanya Claudia Canals i Enric Fernández
11. Quant costa anar a la feina? El cost en temps i diners Maria Gutiérrez-Domènech
12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons

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

14. El caràcter procíclic del sistema financer Jordi Gual

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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

- 01/2008.** Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004
Claudia Canals
- 02/2008.** The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union
Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008.** Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles
P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009.** What Matters for Education? Evidence for Catalonia
Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009.** The Drivers of Housing Cycles in Spain
Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

■ ESTUDIS ECONÒMICS

- 35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació** Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez
- 36. El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció**
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Coldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

Consell Assessor

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

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

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
Sotsdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
Director d'Economia Europea
- Enric Fernández
Director d'Economia Internacional
- Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL

Octubre 2009

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

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 2008

ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	238.407
Crèdits sobre clients	176.100
Resultat atribuït al Grup	1.802

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	27.818
Oficines	5.530
Terminals d'autoservei	8.113
Targetes (milers)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2009

Milions €

Socials	310
Ciència i medi ambient	81
Culturals	79
Educatives i investigació	30
TOTAL PRESSUPOST	500



Canal Mòbil

El Servei d'Estudis
des de qualsevol lloc **estudis.laCaixa.mobi**

El Canal Mòbil et permet tenir disponibles, allà on siguis, alguns dels continguts de la web del Servei d'Estudis de "la Caixa".

Només necessites un dispositiu mòbil, connexió a internet i un navegador.

Més informació a www.laCaixa.es/estudis

La informació i les opinions contingudes en aquest informe procedeixen de fonts que considerem fiables. Aquest document té només propòsits informatius, per la qual cosa "la Caixa" no es responsabilitza de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies del Servei d'Estudis i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.