

# Informe Mensual



## SANITAT I SALUT: COM QUADRAR EL CERCLE?

*Els determinants de la despesa sanitària: molt més que l'envelliment demogràfic* Pàg. 18

Tot i que la demografia pesa, la tecnologia i altres factors també condicionen la despesa sanitària

*Política farmacèutica: una regulació que fa venir mal de cap* Pàg. 24

Una política que pretengui ser efectiva a mitjà termini necessita alguna cosa més que la simple intervenció per la via dels preus

*Inversions saludables: el sector de la salut als mercats borsaris* Pàg. 45

La visió financera d'un sector en expansió

*Quines mesures poden contribuir a la sostenibilitat del sistema sanitari?* Pàg. 66

Claus per aconseguir una utilització més racional dels serveis de salut

# Previsions

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

	2009	2010	2011	2009		2010			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>									
	Previsions					Previsions			
<b>Producte interior brut</b>									
Estats Units	-2,6	2,7	2,2	-2,7	0,2	2,4	3,0	3,1	2,4
Japó	-5,2	2,8	1,4	-4,8	-1,4	4,4	2,4	2,7	1,9
Regne Unit	-4,9	1,6	2,4	-5,3	-3,1	-0,2	1,6	2,8	2,4
Zona de l'euro	-4,0	1,5	1,7	-4,0	-2,0	0,8	1,9	1,7	1,8
<i>Alemanya</i>	-4,6	3,1	1,9	-4,4	-2,0	2,0	3,7	3,3	3,4
<i>França</i>	-2,2	1,5	1,7	-0,4	0,4	1,3	1,7	1,7	1,6
<b>Preus de consum</b>									
Estats Units	-0,3	1,6	1,2	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,2	0,9
Japó	-1,4	-0,8	-0,2	-2,3	-2,0	-1,1	-0,9	-0,6	-0,4
Regne Unit	2,2	3,1	2,5	1,5	2,1	3,3	3,4	3,1	2,6
Zona de l'euro	0,3	1,5	1,6	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,7
<i>Alemanya</i>	0,3	1,1	1,4	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,2	1,3
<i>França</i>	0,1	1,5	1,5	-0,4	0,4	1,4	1,6	1,5	1,6
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>									
	Previsions					Previsions			
<b>Agregats macroeconòmics</b>									
Consum de les llars	-4,3	0,4	0,7	-4,2	-2,6	-0,3	2,0	-0,1	0,1
Consum de les AP	3,2	-0,2	-1,0	2,7	0,2	-0,2	0,4	-0,5	-0,6
Formació bruta de capital fix	-16,0	-6,6	-0,7	-16,4	-14,0	-10,5	-7,0	-5,1	-3,7
<i>Béns d'equipament</i>	-24,8	3,7	6,3	-25,5	-16,9	-4,8	8,7	6,0	5,0
<i>Construcció</i>	-11,9	-10,0	-3,9	-11,7	-11,9	-11,4	-11,4	-9,5	-7,6
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-6,4	-1,4	0,0	-6,5	-5,3	-2,8	-0,5	-1,3	-0,9
Exportació de béns i serveis	-11,6	10,3	5,7	-11,0	-2,1	8,8	10,5	10,9	10,9
Importació de béns i serveis	-17,8	5,2	2,9	-17,2	-9,2	2,0	8,1	4,9	5,9
<b>Producte interior brut</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Altres variables</b>									
Ocupació	-6,6	-2,4	-0,4	-7,2	-6,0	-3,7	-2,5	-1,9	-1,3
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	19,8	20,0	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	19,9
Índex de preus de consum	-0,3	1,7	1,4	-1,1	0,1	1,1	1,6	1,9	2,2
Costos laborals unitaris	1,0	-1,0	-0,5	0,3	0,0	-0,7	-1,0		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-5,5	-5,1	-4,2	-4,0	-4,7	-6,0	-5,0		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-5,1	-4,6	-3,7	-3,7	-4,4	-5,3	-4,3		
Saldo públic (% PIB)	-11,1	-9,6	-6,5						
<b>MERCATS FINANCERS</b>									
	Previsions					Previsions			
<b>Tipus d'interès internacionals</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Bons EUA 10 anys	3,2	3,1	2,8	3,5	3,4	3,7	3,5	2,8	2,5
Bons alemanys 10 anys	3,3	2,7	2,7	3,3	3,2	3,2	2,8	2,4	2,4
<b>Tipus de canvi</b>									
\$/Euro	1,39	1,33	1,33	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,37

## Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
  - 6 Previsions FMI
  - 8 Estats Units
  - 11 Japó
  - 13 Xina
  - 14 Brasil
  - 15 Mèxic
  - 17 Primeres matèries
- 18 **Els determinants de la despesa sanitària: molt més que l'envelliment demogràfic**
- 21 **Unió Europea**
  - 21 Zona de l'euro
- 24 **Política farmacèutica: una regulació que fa venir mal de cap**
  - 27 Alemanya
  - 29 França
  - 30 Itàlia
  - 32 Regne Unit
  - 33 Europa emergent
- 36 **Mercats financers**
  - 36 Mercats monetaris i de capital
- 45 **Inversions saludables: el sector de la salut als mercats borsaris**
- 49 **Conjuntura espanyola**
  - 49 Activitat econòmica
  - 53 Mercat de treball
  - 56 Preus
  - 60 Sector exterior
  - 63 Sector públic
- 66 **Quines mesures poden contribuir a la sostenibilitat del sistema sanitari?**
- 70 Estalvi i finançament

## Sanitat i salut: com quadrar el cercle?

Els sistemes sanitaris dels països desenvolupats afronten uns costos creixents i una demanda en alça tant en quantitat com en exigències de qualitat. Com, a la majoria de països, la provisió de sanitat i de salut és responsabilitat, principalment, del sector públic, les tensions pressupostàries que provoca el sector, en especial en èpoques de restricció de la despesa, són fàcilment imaginables. És possible aconseguir l'excel·lència en els sistemes nacionals de salut sense desbordar el pressupost?

Frenar el cost ascendent de la demanda no és fàcil. Al conjunt de països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic, el creixement de la despesa pública en sanitat per capita en els deu últims anys fins al 2007 va ser del 4,3% de mitjana anual. Entre el 1980 i el 2007, la partida de sanitat als pressupostos públics va passar del 10,9% al 16,1%. En termes de producte interior brut, la despesa sanitària total va arribar al 9,0% el 2008.

Per què creix la despesa sanitària? Segons el mateix organisme internacional, el principal responsable és, precisament, l'augment del nivell de vida dels ciutadans: a mesura que puja la renda, augmenta la demanda de serveis sanitaris. La millor educació, la major conscienciació sobre els beneficis d'una bona salut i una millor informació sobre els tractaments, les teràpies i l'oferta sanitària condueixen a demandar més serveis sanitaris. Ja que, a mitjà termini, cal esperar que els nivells de renda per capita continuïn pujant, no serà aquest factor el que contribueixi a contenir la despesa dels serveis públics de salut.

El segon responsable del creixement de la despesa és la incorporació de noves tecnologies mèdiques. S'observa que la prestació mitjana tendeix a incorporar proves o tractaments amb tecnologies innovadores, que solen ser més cares que les existents i que es prescriuen per millorar i assegurar una prestació adequada al pacient, tot i que la seva utilització no sempre està justificada. Aquest és un punt delicat, que exigeix una avaluació econòmica precisa de les noves tecnologies i una modulació de la intensitat amb què són facilitades als pacients.

Entre la resta de factors que expliquen la creixent despesa sanitària, hi ha el demogràfic. Contràriament al que es podria suposar, l'envelliment de la població té un efecte molt moderat sobre l'augment de la despesa sanitària. Els estudis indiquen que els anys «guanyats» en esperança de vida són anys en salut, que poden exigir despeses de serveis socials relacionats amb la dependència, però no purament assistencials, els quals es continuen concentrant en el període previ a la defunció. En qualsevol cas, tampoc per aquesta via cal esperar una contenció de la demanda sanitària.

Atès que la demanda sanitària té una forta inèrcia de creixement, com cal afrontar el problema pressupostari? Ja que no és socialment acceptable retallar la cobertura o limitar les prestacions dels sistemes nacionals de salut, les alternatives són proporcionar més recursos –finançats per un increment dels impostos–, millorar la productivitat del sector –mitjançant la introducció d'una major competència o la implantació de nous models assistencials– o introduir sistemes de copagament per acte mèdic o per prestació farmacèutica que contribueixin a racionalitzar el consum sanitari. Cal debatre i reflexionar sobre aquestes qüestions si es pretén preservar i millorar una de les fites més significatives del nostre estat del benestar.

## RESUM EXECUTIU

**Els Estats Units i el Japó confirmen un alentiment del ritme de creixement.**

**Les mesures al seu abast per estimular l'economia són ara més limitades.**

**L'esperat nou pla de compra de deute públic de la Fed enfonsa el dòlar enfront de les principals divises.**

### **Després dels estímuls monetaris i fiscals, guerra de divises?**

La recuperació del ritme de creixement global, tant als països desenvolupats com als emergents, havia aportat optimisme a les perspectives econòmiques del 2010 i del 2011. No obstant això, en els últims mesos, s'ha confirmat un canvi de tendència en el ritme de recuperació dels Estats Units i del Japó que també podria afectar la resta d'economies.

Als Estats Units, l'esgotament gradual dels estímuls fiscals ha posat de manifest que el consum de les llars i la inversió encara no estan preparats per agafar les regnes del creixement. Alguna cosa semblant passa al Japó, tot i que, recentment, s'ha implementat un nou paquet d'estímuls. El problema és que ara la capacitat d'impulsar l'economia amb noves mesures, fiscals o de retallada dels tipus d'interès, està gairebé esgotada. Això fa que els recursos a l'abast dels diferents governs siguin més limitats. En canvi, sembla que les grans potències, amb la notable excepció de la zona de l'euro, cedeixen a la temptació d'influir sobre les monedes per protegir el sector exterior i preservar així el ritme de creixement.

Gir proteccionista a l'estil del viscut en els anys trenta del segle passat? Ara com ara, no, però, per evitar que aquest episodi es torni a repetir, els ministres de finances del G-20 reunits a Corea per preparar la cimera del novembre han acordat lluitar contra les diferents formes de proteccionisme i fomentar un sistema de tipus de canvi que es basi en les regles del mercat.

Els primers indicis d'un possible gir proteccionista han fet que la premsa airegi el fantasma de la guerra de divises, tot i que, en aquesta ocasió, els mecanismes mitjançant els quals s'intervé sobre el tipus de canvi són més subtils. Un dels principals protagonistes són els Estats Units, que ja han anunciat que implementaran un segon paquet de compra de deute públic al començament de novembre, com a estímul monetari per revifar l'activitat. Aquest anunci ha estat suficient per provocar una important depreciació del dòlar nord-americà enfront de les principals divises i un lleuger augment de les expectatives d'inflació.

La justificació de la mesura és doble. En primer lloc, per la tendència a la baixa del ritme d'avanç del producte interior brut (PIB). En el tercer trimestre, va créixer el 0,5% en relació amb el trimestre anterior, un registre inferior al del final del 2009 i començament del 2010. El que també manté en suspens les autoritats nord-americanes és la persistent disminució de la inflació, amb un índex de preus de consum (IPC) subjacent, un cop exclosos els aliments i l'energia, que va créixer el 0,8% al setembre, el ritme d'avanç dels preus menys intens des del febrer de 1961.

El Govern japonès, per la seva banda, ha estat un dels primers a reaccionar a la manera antiga, és a dir, intervenint directament al mercat de divises. La seva economia també està sumida en un delicat procés de desacceleració: el consum privat s'ha estancat i les exportacions pateixen l'apreciació del ien i la desacceleració econòmica dels principals socis comercials. Atès aquest escenari, per contrares-

tar la fortalesa de la moneda nipona, el Ministeri de Finances japonès va ordenar al Banc del Japó vendre iens enfront de dòlars. No obstant això, l'impacte sobre els mercats va ser temporal i, ara com ara, no ha aconseguit frenar la tendència a la baixa del dòlar enfront del ien.

Els països emergents també pateixen tensions monetàries. Atreuen capitals que surten dels baixos tipus d'interès de les economies avançades i que troben en les emergents en expansió una col·locació atractiva. Així, el Brasil s'ha vist obligat a frenar l'apreciació de la seva moneda, gairebé el 40% enfront del dòlar des del començament d'enguany. En les últimes setmanes, aquesta tendència s'ha intensificat. Per frenar-la, Guido Mantega, el ministre brasiler d'Hisenda, ha pujat dues vegades en menys d'un mes l'impost que grava les entrades de capital estranger en renda fixa. Addicionalment, el banc central del Brasil ha intensificat la compra de dòlars i el Govern ha declarat que estudia implementar noves mesures per contenir l'alça del real. Un cas diferent és el de Suïssa, ja que la seva moneda actua sovint de refugi en moments de turbulència i que ara també ha intervingut al mercat de divises, tot i que sense gaire èxit, ja que l'apreciació del franc suís s'ha mantingut.

No obstant això, l'epicentre de la convulsió se situa a la Xina i afecta la seva divisa. En el seu recent viatge a Europa, el primer ministre xinès, Wen Jiabao, va argumentar que una major apreciació del renminbi podria deteriorar els ajustats marges amb què operen les empreses xineses i això deterioraria la competitivitat i la capacitat de creixement del gegant asiàtic. No obstant això, l'elevada acumulació de reserves internacionals per part de la Xina resta força a l'argument del primer ministre, ja que posa en evidència que el tipus de canvi actual no respon a les condicions econòmiques estructurals del país.

Mantenir el renminbi devaluat afavoreix l'avanç de les exportacions xineses, la qual cosa explica, en bona part, el fort creixement del seu PIB, que, en el tercer trimestre, es va situar en el 9,6% en termes interanuals. De tota manera, aquesta política no està lliure de riscos. Les tensions inflacionistes i la possibilitat d'una bombolla immobiliària són encara el que més preocupa. D'altra banda, el creixement del crèdit continua sense mostrar la correcció desitjada pel Govern xinès, motiu pel qual ha pujat el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics fins al 5,56% i ha tornat a augmentar el coeficient de caixa als sis bancs més grans del país.

Ara com ara, la zona de l'euro es manté al marge del viratge proteccionista de les principals potències econòmiques. Malgrat la forta apreciació de l'euro enfront del dòlar, l'11,9% des del juny, la recuperació per al conjunt de la zona de l'euro marxa a bon ritme, tot i que també s'aprecien certs símptomes d'alentiment. No obstant això, l'avanç no és homogeni entre països. Cal destacar, en especial, el vigor de l'economia alemanya, que, aquest cop sí, exerceix de locomotora de la regió. A l'agost, la seva producció industrial va continuar avançant a bon ritme, l'evolució de l'índex dels gestors de compres PMI ha estat positiva durant tot el tercer trimestre i la taxa d'atur continua mostrant una tendència descendent que la situa en el nivell més baix des de la reunificació. El Govern germànic preveu ara un creixement del PIB del 3,4% el 2010, el millor registre des de la reunificació.

El Banc Central Europeu observa amb satisfacció la millora progressiva dels mercats de deute sobirà dels països perifèrics i constata l'evidència creixent de la normalització del mercat interbancari. L'euríbor a tres mesos, que es trobava per sota de l'1% des del juliol del 2009, va superar el nivell del tipus de referència. La millora de la liquiditat i el relaxament de les tensions al mercat interbancari també es veuen reflectits en

**El Japó intervé al mercat de divises i el Brasil apuja el gravamen a les entrades de capital estranger.**

**La Xina continua defensant un tipus de canvi devaluat.**

**La zona de l'euro es manté al marge, gràcies a la millora de les perspectives de creixement.**

**A Espanya, la recuperació econòmica perd força en el tercer trimestre.**

l'evolució de l'euríbor a dotze mesos, que, a l'octubre, va arribar a superar l'1,50%.

A Espanya, la recuperació econòmica, que es va intensificar durant la primera meitat de l'exercici i que va anotar dos trimestres consecutius de creixement, s'ha alentit en el tercer trimestre. Els indicadors disponibles apunten a una reculada del consum privat i de la inversió pública, després de l'avançament del consum registrat en el segon trimestre arran de la pujada dels tipus de l'impost sobre el valor afegit (IVA) al juliol. La contrapartida d'aquest avançament, juntament amb la progressiva retirada dels estímuls econòmics, ha estat un cert reflux en el tercer trimestre.

Malgrat els signes de deteriorament econòmic en aquest període, hi ha senyals d'un fons d'intensificació del dinamisme econòmic. Així, a l'agost, les noves societats mercantils creades es van situar el 4,0% per damunt d'un any abans, amb un augment substancial del capital mitjà subscrit. També paga la pena destacar l'evolució del sector immobiliari. En els últims mesos, l'important descens del preu de l'habitatge, els baixos tipus d'interès i la perspectiva de l'eliminació de la desgravació per la compra d'habitatge a partir del 2011 per a alguns contribuents han animat les transaccions, que van créixer el 29,6% interanual a l'agost.

De tota manera, la millora de l'activitat econòmica continua essent insuficient per neutralitzar el deteriorament del mercat de treball. Al setembre, el nombre mitjà mensual d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social va reular en gairebé 45.000 persones en relació amb el mes anterior, una caiguda de l'ocupació superior a l'esperada. En el conjunt del tercer trimestre, l'enquesta de població activa va recollir un descens de l'ocupació de l'1,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior (descens del 2,5% en el segon trimestre) i una millora de la taxa d'atur, explicada, bàsicament, per

factors estacionals. En definitiva, les dades confirmen que la situació de l'ocupació continua empitjorant, tot i que amb menys intensitat que en períodes precedents, i el mateix succeeix amb les dades de l'atur.

Atesa aquesta situació de feblesa de la demanda, l'evolució de la inflació pot resultar una mica enganyosa. Després de prendre's un respir a l'agost, la variació interanual de l'IPC va tornar a enfilarse la via alcista al setembre, amb una variació interanual del 2,1%. De tota manera, l'alça de la inflació és deguda a l'increment dels preus dels carburants i dels combustibles i no a una intensificació de la demanda. Aquests factors són, però, transitoris, i, per al 2011, la feblesa de la demanda i l'efecte esglau de l'IVA a partir del juliol tendiran a reduir la taxa d'inflació.

Una de les claus de l'evolució futura de l'economia espanyola és el compliment dels objectius d'ajustament dels pressupostos del sector públic. Les dades disponibles presenten una notable retallada del dèficit de l'Estat des de l'inici d'enguany, gràcies a la millora de la recaptació impositiva i a la contenció de la despesa. Els pressupostos per al 2011, actualment en discussió a les Corts, plantegen un dèficit del sector públic del 6%, un objectiu ambiciós que cal aconseguir perquè l'economia espanyola pugui mantenir el flux de finançament necessari procedent dels mercats internacionals.

D'altra banda, el gabinet resultant de la important remodelació del Govern d'Espanya a l'octubre afronta el repte de donar un nou impuls a la reforma del sistema de pensions i a la revisió de la negociació col·lectiva. Tot plegat ha de servir per retornar la confiança a l'economia espanyola, tant dels propis agents econòmics com dels inversors estrangers. Es tracta d'actuacions determinants que permetran esvaire la incertesa que encara plana sobre el futur immediat.

29 d'octubre de 2010

**El deteriorament del mercat de treball és menys intens.**

**La remodelació del Govern podria impulsar la reforma del sistema de pensions i la negociació col·lectiva.**

## CRONOLOGIA

### 2009

- novembre** 27 El Govern presenta l'avantprojecte de **Llei d'economia sostenible**.
- desembre** 1 Entra en vigor el **Tractat de Lisboa**, que reforma determinats aspectes de la Unió Europea.

### 2010

- gener** 29 El Govern aprova un paquet de **mesures d'austeritat pressupostària** i planteja allargar l'**edat de jubilació** als 67 anys.
- febrer** 9 Acord per a l'ocupació i la **negociació col·lectiva 2010, 2011 i 2012** entre representants dels empresaris i els sindicats.
- abril** 7 El Govern presenta el **Pla extraordinari d'Infraestructures**, que mobilitzarà 17.000 milions d'euros en els pròxims dos anys.  
9 El Govern aprova un **nou paquet de mesures per impulsar l'activitat econòmica**.  
10 Els ministres de finances de la zona de l'euro anuncien les **condicions de l'ajuda a Grècia**.  
12 El Govern proposa un **nou pla de reformes del mercat laboral** per discutir-lo en el marc del diàleg social.
- maig** 2 Els països de la zona de l'euro aproven l'**ajuda financera a Grècia**, que pujarà a 110.000 milions d'euros.  
10 La Unió Europea adopta un **Mecanisme Europeu d'Estabilització** dotat amb 750.000 milions d'euros, amb participació del Fons Monetari Internacional.  
20 El Govern aprova un Decret-llei pel qual s'adopten **mesures extraordinàries per avançar la reducció prevista del dèficit públic**.
- juny** 17 El Consell Europeu decideix publicar les **proves d'esforç** dels principals bancs europeus, l'aplicació d'un **nou impost als bancs** i la millora de les **normes de disciplina pressupostària i macroeconòmica**.  
22 El Congrés dels Diputats **convalida el Decret-llei de mesures urgents per a la reforma del mercat de treball** proposat pel Govern.  
26 Un any després de la creació del FROB, el Banc d'Espanya considera gairebé acabat el procés de **reestructuració de les caixes d'estalvis** a Espanya.  
27 El **G-20** decideix reduir a la meitat els dèficits de les economies avançades el 2013.
- juliol** 1 **Augmenta el tipus de gravamen de l'IVA** general, del 16% al 18%, i del reduït, del 7% al 8%.  
9 El Govern aprova la **reforma de la Llei d'Òrgans Rectors de les Caixes d'Estalvis**.  
22 El Ministeri de Foment concreta la **retallada de la inversió en obra pública**.  
23 El Comitè de Supervisors Bancaris Europeus publica els resultats de les **proves d'esforç** dels bancs europeus.
- setembre** 9 El Congrés dels Diputats aprova la **reforma laboral**.  
24 El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2011**, que representen un intens ajustament destinat a reduir el dèficit públic.  
29 Jornada de **vaga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
- octubre** 20 Àmplia remodelació del Govern d'Espanya.

## AGENDA

### Novembre

- 2 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).  
Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
4 Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
5 Índex de producció industrial (setembre).  
11 Avanç del PIB (tercer trimestre).  
12 IPC (octubre).  
Avanç del PIB de la UE (tercer trimestre).  
16 IPC harmonitzat de la UE (octubre).  
17 Comptabilitat Nacional Trimestral (tercer trimestre).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
23 Comerç exterior (setembre).  
Ingressos i pagaments de l'Estat (octubre).  
25 Preus industrials (novembre).  
29 Vendes al detall (octubre).  
Avanç IPCH (novembre).  
30 Balança de pagaments (setembre).

### Desembre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).  
Índex de producció industrial de la UE (octubre).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
3 Índex de producció industrial (octubre).  
14 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
15 IPC (novembre).  
16 Cost laboral (tercer trimestre).  
Inflació de la UE (novembre).  
21 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).  
Comerç exterior (octubre).  
23 Preus industrials (desembre).  
29 Vendes al detall (novembre).  
30 Balança de pagaments (octubre).

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**L'FMI espera un creixement global del 4,2% per al 2011.**

**La demanda privada no acaba d'agafar el relleu dels estímuls fiscals en les economies avançades.**

### Previsions de l'FMI: un 2011 complicat

En el seu informe de perspectives de l'economia mundial de l'octubre, el Fons Monetari Internacional (FMI) va revisar les previsions del juliol amb un to a la baixa. El creixement del 2010 es manté en un robust 4,8%, gràcies a l'embranchida de les economies emergents, però es constata la feblesa de la recuperació, en especial en les economies avançades, que hauria de perdre força durant el 2011, any per al qual s'espera un creixement global del 4,2%.

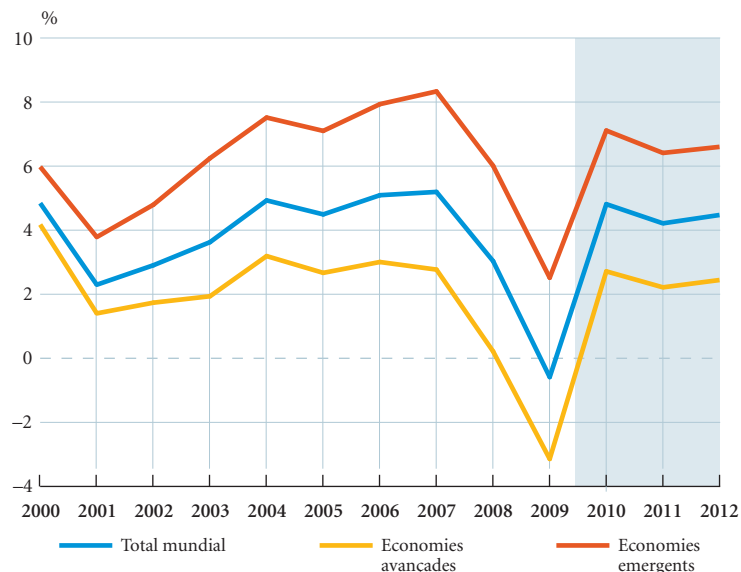
Segons l'FMI, la sostenibilitat de la recuperació necessita un reequilibrament intern i extern que s'està donant de forma limitada. En el reequilibrament intern,

l'FMI constata que, a les economies avançades, la demanda privada no acaba d'agafar el relleu dels estímuls governamentals, mentre que, en el reequilibrament extern, subratlla la necessitat de reduir els importants superàvits comercials als països, com la Xina, on el creixement encara depèn en excés de la demanda externa.

El Fons espera que, a les economies avançades, la recuperació perdi força el 2011, amb uns preus que també alenteixen l'avanç. Els Estats Units, afectats per la feblesa dels mercats laboral i immobiliari, veuen reduïdes les seves expectatives amb un creixement esperat del 2,6% per al 2010 i del 2,3% per al 2011. En canvi, la zona de l'euro veu millorades les seves perspecti-

### LA SORTIDA DE LA RECESSIÓ

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: 2010, 2011 i 2012 són previsions.  
FONT: Fons Monetari Internacional.



ves, amb un avanç esperat de l'1,7% i de l'1,5% per al 2010 i per al 2011, respectivament, però això no vol dir que es pugui parlar de recuperació robusta.

A la zona de l'euro, la principal correcció a l'alça es dona a Alemanya, on s'espera un avanç del 3,3% el 2010, gràcies a la seva puixança exportadora. Aquest impuls hauria de remetre sensiblement el 2011, amb un creixement esperat del 2,0%. El cas del Japó és similar, amb un avanç esperat del 2,7% el 2010, que, segons l'FMI, s'alentirà fins a l'1,5% el 2011. Espanya, tot i que millora les seves expectatives, arriba amb retard a la recuperació, amb una reculada esperada del 0,3% el 2010 i un magre creixement del 0,7% el 2011. Les perspectives per a les economies emergents continuen essent robustes, en especial a l'Àsia Oriental, on destaca el creixement xinès,

que, segons l'FMI, arribarà al 10,5% el 2010 i al 9,6% el 2011.

La falta d'equilibri extern i intern fa que els riscos d'aquest escenari central siguin a la baixa. L'FMI recomana, en primer lloc, que les polítiques monetàries dels bancs centrals continuïn essent expansives als països on la demanda no acabi de rutllar. En segon lloc, afirma que cal prosseguir la recapitalització dels bancs. En tercer lloc, creu que els governs han d'encarar la consolidació fiscal, més en el sentit d'oferir plans creïbles de reducció del dèficit a mitjà termini que no amb retirades immediates dels estímuls fiscals, si s'ho poden permetre. I, finalment, planteja que les economies emergents han de reequilibrar els grans superàvits comercials donant suport a les demandes internes, ja sigui en el consum o en la inversió, segons el cas.

**El creixement per al 2011 dels Estats Units és revisat a la baixa i queda en el 2,3%, mentre que, per a la zona de l'euro i per a Espanya, s'espera l'1,5% i el 0,7%, respectivament.**

**Els riscos són a la baixa. S'aconsellen polítiques monetàries expansives i encarar la consolidació fiscal evitant retirades dràstiques dels estímuls.**

## PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge (\*)

	PIB		Preus al consum		Taxa d'atur (**)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Estats Units	2,6	2,3	1,4	1,0	9,4	8,3
Japó	2,7	1,5	-1,0	-0,3	5,1	5,0
Xina	10,5	9,6	3,1	2,4	4,1	4,0
Alemanya	3,3	2,0	1,3	1,4	7,1	7,1
França	1,6	1,6	1,6	1,6	9,8	9,8
Itàlia	1,0	1,0	1,6	1,7	8,7	8,6
Regne Unit	1,7	2,0	3,1	2,5	8,3	7,9
Espanya	-0,3	0,7	1,5	1,1	19,9	19,3
<b>Zona de l'euro</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>
<b>Economies avançades</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,1</b>
<b>Països en desenvolupament</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	...	...
<i>Amèrica Llatina</i>	5,7	4,0	6,1	5,8	...	...
<i>Europa de l'Est i Central</i>	3,7	3,1	5,2	4,1	...	...
<i>Àsia emergent</i>	9,4	8,4	6,1	4,2	...	...
<b>Total mundial</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	...	...
<b>Comerç mundial en volum (***)</b>	<b>11,4</b>	<b>7,0</b>				

NOTES: (\*) Previsions d'octubre 2010.

(\*\*) Percentatge de població activa.

(\*\*\*) Béns i serveis.

FONT: Fons Monetari Internacional.

**El consum privat es veu limitat per l'atur i per la crisi de l'habitatge...**

**...però mostra un fons de resistència que allunya l'escenari d'una recaiguda.**

## Estats Units: falta creixement

L'economia nord-americana està immersa en una recuperació precària. El consum privat, el 70% del producte interior brut (PIB), no pot oferir un creixement robust que agafi el relleu dels estímuls governamentals, ja que està limitat per l'endeutament de les famílies i per la feblesa del mercat de l'habitatge i del mercat de treball. Per la seva banda, els estímuls públics es veuen limitats per un dèficit que arriba a l'11% del PIB. Així, el pes del creixement ha de recaure sobre la inversió en equipament i en el sector exterior. No obstant això, les últimes dades disponibles no auguren que aquests dos elements hagin d'agafar aviat el relleu.

Al tancament d'aquest informe, el Bureau of Economic Analysis dels Estats Units ha informat que el PIB del tercer trimestre va créixer el 0,5% intertrimestral (el 3,1% interanual). Els comptes nacionals mostren una clara desacceleració en relació amb la situació de l'inici d'enguany. La

principal causa de l'alentiment cal buscar-la en la pèrdua de força de la inversió i en l'empitjorament continuat del sector exterior. No obstant això, la hipòtesi d'una recaiguda queda una mica més lluny, atès el fons de resistència del consum, que, en el tercer trimestre, va créixer el 0,6% intertrimestral. Una causa d'això és que, mentre que, en el segon trimestre, gairebé tots els increments de renda disponible de les llars van anar a parar a l'estalvi, en el tercer, tots van anar a parar al consum. En el deure hi ha, però, la feblesa de l'Índex de Confiança del Consumidor del Conference Board del setembre, que es va situar en el nivell més baix des del febrer d'enguany i evidencia que el consum continuarà essent l'assignatura pendent al llarg del 2011.

Amb la dificultat del consum privat de mantenir un creixement robust, la inversió en equipament passa a ser un actor principal de la reactivació. La bona marxa de les empreses no financeres ha estat un puntal de l'economia nord-americana, i,

## ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	0,0	-2,6	-2,7	0,2	2,4	3,0	-	3,1	-
Vendes al detall	-1,0	-6,3	-7,1	1,9	5,7	6,9	5,6	4,1	7,3
Confiança del consumidor (1)	58,0	45,2	51,8	51,0	51,7	58,2	51,0	53,2	48,5
Producció industrial	-3,3	-9,3	-8,6	-3,8	2,7	7,3	7,5	6,4	5,4
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	51,4	54,6	58,2	58,8	55,5	56,3	54,4
Habitatges iniciats	-32,9	-38,4	-32,0	-14,8	16,5	12,2	-6,3	3,9	4,1
Taxa d'atur (2)	5,8	9,3	9,6	10,0	9,7	9,7	9,5	9,6	9,6
Preus de consum	3,8	-0,4	-1,6	1,4	2,4	1,8	1,2	1,1	1,1
Balança comercial (3)	-698,8	-374,9	-414,5	-374,9	-398,9	-450,1	-459,6	-474,9	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	2,8	0,7	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	74,5	77,7	75,3	72,8	74,8	77,6	76,7	75,9	75,0

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

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

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

en aquest sentit, la inversió en equipament va tenir un comportament marcadament alcista durant la primera meitat de l'any, amb ritmes de creixement superiors al 5,0% en termes inter trimestrals. Avanços que, no obstant això, és difícil que es mantinguin durant la resta del 2010 i al llarg del 2011, atès el refredament de les perspectives empresarials.

Així, l'índex de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management recula clarament. L'índex de manufactures ha passat dels 60,4 punts de l'abril als 54,4 punts del setembre, i, per la seva banda, l'índex de serveis, que engloba quatre cinquenes parts de l'ocupació privada, va baixar, entre el maig i el setembre, de 61,1 a 52,8 punts, resultat inherent a creixements molt modestos. Coherent amb aquesta dinàmica, la indústria va interrompre al setembre la seva modesta recuperació, quan portava recuperats dos terços del que havia perdut durant la seva pitjor crisi des del 1982. La utilització de la

capacitat productiva també va recular i va quedar en el 74,7% del total, tres punts percentuals per sota del que seria la seva tendència secular.

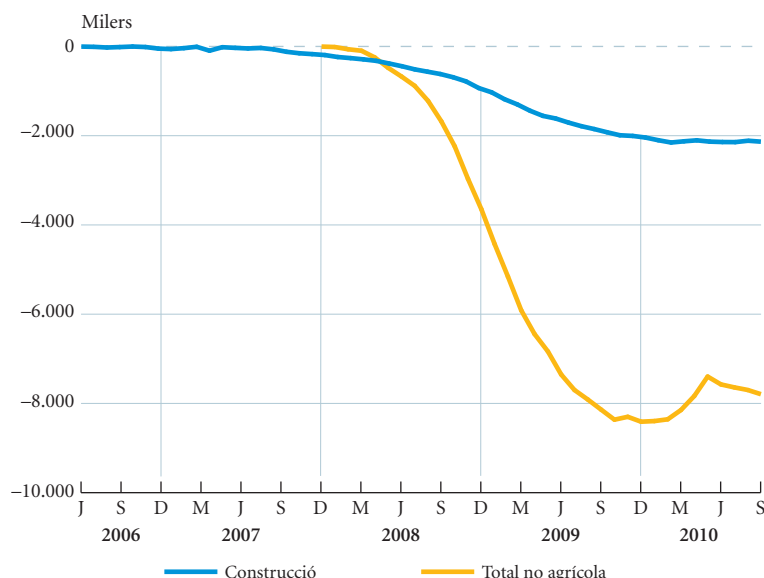
El creixement econòmic continuarà, però, llastat per la inversió residencial, les perspectives de la qual continuen essent poc esperançadores. El sector, que, durant el trienni 2004-2006, va representar el 18% del creixement de l'economia, ha patit la correcció més intensa des del final de la Segona Guerra Mundial. Fa 23 mesos que els habitatges iniciats estan estancats, en termes anuals, al voltant dels 600.000, un nivell només lleugerament superior a un terç de la mitjana històrica. Les vendes d'immobles, després del final dels incentius per a la compra de primers habitatges, van recular més del que s'esperava, mentre que, en l'apartat dels preus, l'índex Case-Shiller mostra una recuperació anèmica, després de perdre el 30% entre l'abril del 2006 i l'abril del 2009. Hi ha motius per pensar que, actualment, els riscos d'una recaigu-

**Els empresaris deixen de ser optimistes i la indústria interromp la recuperació.**

**L'habitatge no es recupera, llastat per una sobreoferta que s'alimenta de les execucions d'hipoteques per impagament.**

## ESTATS UNITS: DUES PÈRDUES DE LLOCS DE TREBALL RELACIONADES

Pèrdues de llocs de treball total no agrícola i de la construcció (\*)



NOTA: (\*) Pèrdues des de l'últim màxim de l'ocupació (construcció, abril del 2006; total llocs de treball, desembre del 2007).

FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

**L'atur, situat en el 9,6%, veu compromesa la seva millora per la proporció d'aturats de llarga durada i per la de treballadors desanimats.**

**L'IPC puja l'1,1%, i el subjacent, el 0,8%, el ritme més baix des del 1961.**

da són més grans que la imminència de la recuperació. En primer lloc, encara hi ha gairebé dos milions d'hipoteques moroses o en procés d'execució, que alimentaran la sobreoferta d'immobles malgrat la baixa intensitat de la construcció, i, en segon lloc, la persistència de l'elevada desocupació dificultarà que hi hagi millores significatives en la morositat i en les vendes.

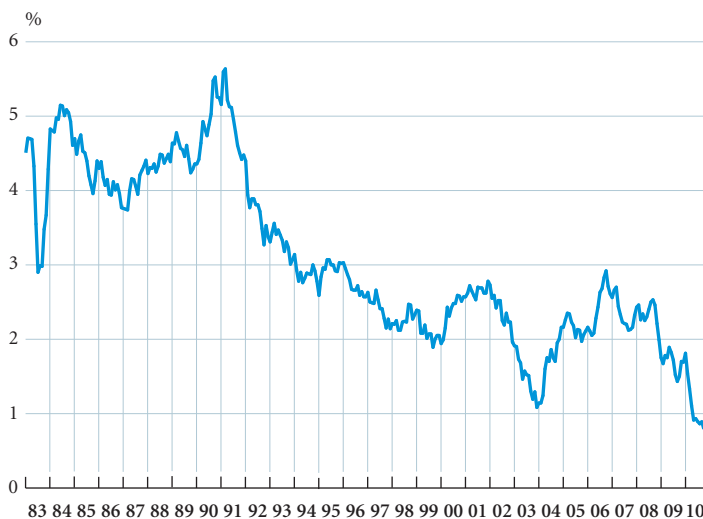
La relació entre la construcció i el mercat laboral funciona en les dues direccions. La construcció es veu afectada per la feblesa del mercat laboral i, al seu torn, el mercat laboral veu compromesa la seva recuperació pels excessos viscuts en el passat al mercat immobiliari. Des de l'abril del 2006, la construcció ha perdut 2,1 milions de llocs de treball, una quarta part dels 8,4 milions de llocs de treball perduts durant la crisi. La naturalesa de l'ocupació a la construcció en dificulta la reconversió en altres tipus d'ocupacions. Això comporta que la proporció d'aturats de llarga durada superi el 40% i dobli la ràtio del 1982, que era el màxim històric previ de l'indicador.

Per tot plegat no és estrany que, en aquest any de recuperació, la creació de llocs de treball es mostri anèmica, com ho evidencien els 64.000 llocs de treball privats creats al setembre, amb una construcció que va tornar a cedir 21.000 llocs de treball. Tot plegat, afegit a l'important nombre de treballadors desanimats o treballant a temps parcial de forma involuntària, farà difícil que hi hagi descensos substancials de la taxa d'atur, que, al setembre, es va situar en el 9,6%.

La moderació de la inflació continua essent coherent amb la baixa utilització de la capacitat productiva. Al setembre, l'índex general de preus al consum (IPC) es va mantenir estable en relació amb el mes previ, en termes desestacionalitzats, amb una variació interanual que va quedar en un moderat 1,1%. Més significatiu va ser l'estancament de l'IPC subjacent, el general sense aliments ni energia, l'increment del 0,8% interanual del qual representa el menor ritme d'avanç dels preus des del febrer de 1961. Una inflació baixa

#### ESTATS UNITS: ELS PREUS, UNA MODERACIÓ SUBJACENT

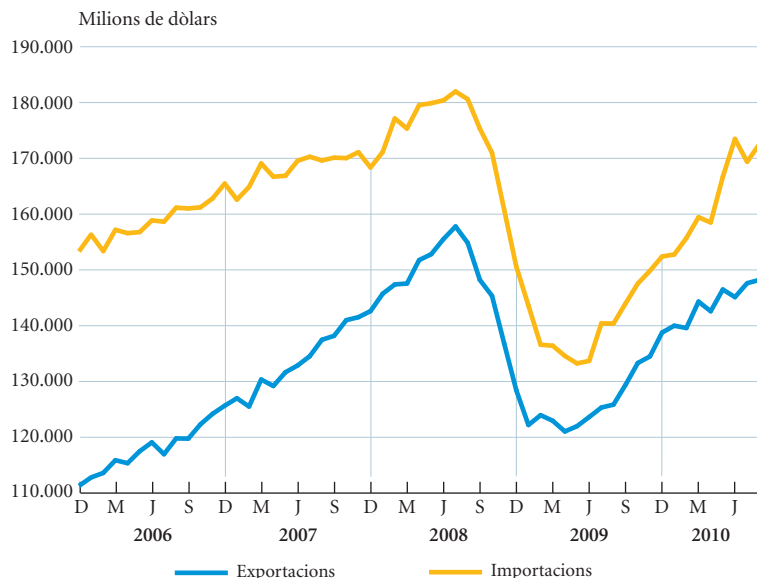
Variació interanual de l'índex de preus al consum subjacent (\*)



NOTA: (\*) L'índex subjacent exclou els aliments i l'energia.  
FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

## ESTATS UNITS: UNES EXPORTACIONS QUE ES DESACCELEREN

Variació mensual de les exportacions i de les importacions sense el petroli



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

dificulta la vida de les llars molt endeudades, ja que no redueix el total del deute en termes reals. Per evitar una caiguda dels preus, la Fed té prevista una segona expansió quantitativa mitjançant la compra de més deute públic, tot i que l'abast de la mesura és incert.

Al sector exterior, el dèficit comercial de béns i serveis de l'agost va tornar a augmentar fins als 46.347 milions de dòlars, prop ja dels nivells anteriors a la crisi. Aquesta proximitat va ser més gran en el cas del dèficit comercial, que exclou el petroli i els seus derivats i que difumina la tendència de correcció del desequilibri comercial nord-americà viscuda abans de la crisi. En els últims mesos, domina el vigor de les importacions, en especial les dels països de l'Extrem Orient. Més crucials per a la marxa de l'economia nord-americana són les exportacions, sector que hauria d'agafar el relleu del creixement i que, no obstant això, mostra, malgrat la relativa feblesa del dòlar, una lleugera ten-

dència de desacceleració, que fa difícil preveure que actuïn com un motor consistent de l'activitat en els pròxims mesos.

### Japó: sense exportacions no es creix

L'economia japonesa es desaccelera, amb un consum privat que s'estanca i unes exportacions que s'alenteixen. Si, al començament de l'any, les exportacions es van veure afavorides per les compres de capital de la Xina i dels Estats Units, component més volàtil que el conjunt de les exportacions, la pujada del ien i la desacceleració econòmica dels principals socis comercials estan asfixiant un motor que ha estat responsable de gairebé tot el creixement dels nou últims anys.

Atesa aquesta situació, no és estrany que, per reactivar la demanda interna, s'anunciés a l'octubre un nou pla d'estímul fiscal de 5 bilions de iens, l'1,0% de l'economia. La liberalitat del govern de Naoto Kan,

**La correcció del dèficit exterior perd força i les exportacions es desacceleren.**

**El creixement del Japó s'alenteix amb un consum que s'estanca i unes exportacions que s'alenteixen.**

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	-1,2	-5,2	-4,8	-1,4	4,4	2,4	-	...	-
Vendes al detall	0,3	-2,3	-1,9	-0,7	3,8	3,7	3,8	4,3	...
Producció industrial	-3,4	-21,8	-20,5	-5,1	27,1	21,1	15,8	13,5	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-2,8	-40,8	-33,0	-24,0	-14,0	1,0	-	8,0	-
Habitatges iniciats	2,5	-27,6	-35,9	-20,7	-6,7	-1,1	4,3	20,4	...
Taxa d'atur (2)	4,0	5,1	5,4	5,2	4,9	5,2	5,2	5,1	...
Preus de consum	1,4	-1,4	-2,2	-2,0	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0	...
Balança comercial (3)	4,2	4,0	1,8	4,0	6,7	7,4	7,8	7,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	86,6	98,6	97,0	99,6	101,1	102,8	107,5	109,6	110,2

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.

(4) Percentatge.

(5) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000 = 100.

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

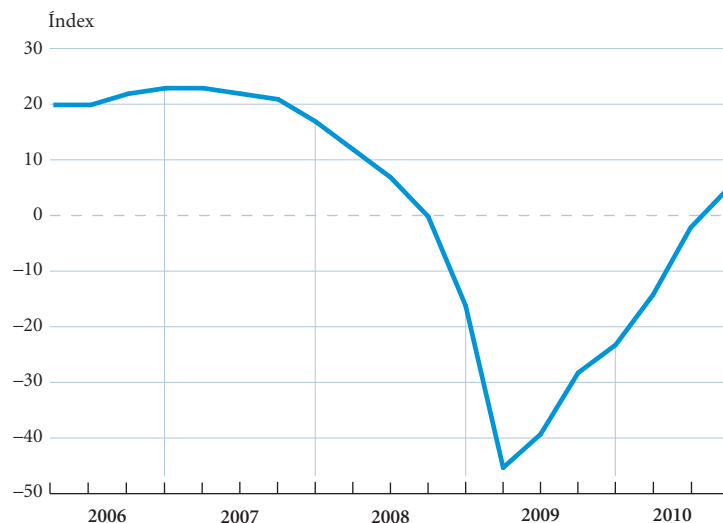
### El Govern proposa un nou estímul de caire modest.

fidel defensor de la disciplina fiscal, és menor del que sembla, ja que l'estímul compensa partides no gastades del pressupost del 2009 i uns ingressos fiscals superiors als esperats.

La feblesa del creixement nipó es reflecteix en l'índex de producció industrial, que, a l'agost, va patir el tercer descens consecutiu i va quedar el 13,7% per sota dels nivells anteriors a la crisi. Menys clara és la

## JAPÓ: ELS EMPRESARIS, TOT I MOSTRAR-SE CAUTELOSOS, MILLOREN LES PERSPECTIVES

Tankan grans empreses manufactureres



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Banc del Japó i elaboració pròpia.

lectura de l'índex Tankan de sentiment empresarial que publica el Banc del Japó, que, en el tercer trimestre, va mostrar una millora per a les grans empreses manufactureres i va arribar als 8,0 punts per primera vegada des del primer trimestre del 2008, tot i que les cauteles es van manifestar en el component d'expectatives, que va baixar fins a quedar en negatiu. A l'haver, les perspectives de la inversió van continuar millorant a l'agost, amb unes comandes de maquinària que van avançar, si es descompten els efectes dels contractes singulars.

En preus, la feblesa de la demanda va continuar alimentant les tendències deflacionistes, que, segons el Banc del Japó, s'haurien de perllongar fins al començament del 2012. Així, l'IPC de l'abril va baixar l'1,1% interanual i l'índex subjacent, el general sense l'energia ni els aliments, va cedir l'1,5% interanual. En aquest context deflacionista, el Banc del Japó va deixar enrere la seva tradicional cautela i, a l'octubre, va anunciar la compra de deute públic per valor de 5 bilions de iens (l'1,0% del PIB), quantitat petita, però, si la comparem amb el total de la monetització del deute efectuada per la Fed nord-americana durant la crisi.

## Xina: els riscos de sobreescalfament, cada vegada més a prop

El PIB de la Xina va créixer el 9,6% en el tercer trimestre de l'any i va exhibir una desacceleració moderada, en línia amb les previsions del consens (9,5%) i amb els desitjos de l'executiu, que coneix els riscos de sobreescalfament que planen sobre el país.

Les tensions inflacionistes i la possibilitat d'una bombolla immobiliària acaparen l'atenció de les autoritats xineses. La inflació va marcar un nou màxim al setembre, del 3,6% interanual. No obstant això, el preu dels aliments, que preveiem que es moderarà en els propers mesos, explica aquesta trajectòria. Per la seva banda, el preu de l'habitatge es va situar en el 9,1% interanual al setembre, per sota del 9,3% de l'agost. I, tot i que les vendes del sector han tornat a accelerar el creixement després de diversos mesos d'alentiment, encara és aviat per donar la veu d'alarma.

Per la seva banda, tot i les mesures promogudes pel Govern xinès, el creixement del crèdit continua sense mostrar la correcció desitjada. Per no superar els 7,5 bilions de renminbis (RMB) anuals per al 2010 fixats

**La Xina avança el 9,6% en el tercer trimestre i exhibeix una desacceleració moderada.**

**Les possibles bombolles al sector immobiliari es mantenen en el punt de mira.**

### XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010		2010		
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	9,6	9,1	9,6	11,3	11,9	10,3	-	9,6	-
Producció industrial	12,6	12,5	12,3	17,9	19,8	16,0	13,4	13,9	13,3
Producció elèctrica	6,7	6,7	8,0	24,3	22,6	17,8	12,9	13,4	8,9
Preus de consum (*)	5,9	-0,7	-1,3	0,6	2,2	2,9	3,3	3,5	3,6
Balança comercial (**)	298	197	250	197	149	156	174	179	183
Tipus d'interès de referència (***)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,56
Renminbi per dòlar (*)	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7

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.

**El superàvit comercial i la millora en les entrades de capital amplien de nou les reserves internacionals.**

pel Banc Central, la concessió de nous crèdits en els pròxims mesos s'haurà de situar, de mitjana, en els 400.000 milions de RMB mensuals, clarament per sota dels 700.000 milions, de mitjana, concedits fins ara i dels 593.000 milions atorgats al setembre.

En aquest context s'emmarquen la pujada, a l'octubre, en 0,25 punts bàsics del tipus d'interès de referència, fins al 5,56%, i el nou augment en el coeficient de caixa per a sis dels bancs més grans del país. Aquest ajustament pretén frenar el creixement del crèdit i, d'aquesta manera, també ajudarà a contenir els preus al sector immobiliari.

Així mateix, des de l'exterior, al·ludint a la necessitat de reduir els desequilibris globals, es continua instant el gegant asiàtic perquè aprecii més la seva moneda enfront del dòlar. En particular, i malgrat la lleugera caiguda del setembre, el superàvit de la balança comercial va arribar als 16.873 milions de dòlars. Aquesta fortalesa comercial i l'augment de les entrades de capital, en part esperant la futura apreciació del RMB, continuen alimentant el creixement de les reserves internacionals.

Tot i això, també podríem veure la «inesperada» pujada del tipus d'interès com un senyal de canvi en la política monetària cap a un ús més intens dels instruments de mercat i, per tant, com el primer pas cap a una liberalització dels fluxos de capitals i cap a la flexibilització de la seva moneda. Com sempre, atès el caràcter gradual que caracteritza les polítiques dutes a terme per les autoritats xineses, haurem d'esperar un temps per descobrir les seves veritables intencions.

**Brasil: Tobin i Dilma tornen a la càrrega**

El Brasil continua lluitant per defensar la seva moneda, un real immers com pocs en la «guerra de divises» (en paraules del ministre de Finances, Guido Mantega) en què s'han vist implicats, recentment, diversos països per promoure la competitivitat de les seves exportacions (o per frenar-ne el deteriorament). Paral·lelament, Dilma Rousseff, candidata del partit del govern per rellevar el president Lula, prepara l'últim assalt a una presidència que se li va escapar per poc en la primera volta. Quan tot apuntava a una contundent vic-

**El Brasil apuja el gravamen a les entrades de capital en renda fixa per segona vegada en un mes, fins al 6%.**

**BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	5,1	-0,2	-1,3	4,4	9,0	8,7	-	...	-
Producció industrial	2,9	-7,2	-8,6	6,2	17,3	14,2	9,9	8,5	...
Confiança del consumidor (*)	140,4	138,3	141,9	154,2	158,1	154,6	155,2	162,3	...
Taxa d'atur São Paulo (**)	13,0	12,8	13,1	11,8	12,3	13,2	12,6	...	...
Preus de consum	5,7	4,9	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	4,5	4,7
Balança comercial (***)	24,8	25,3	26,4	25,3	23,2	19,3	17,7	17,1	16,9
Tipus d'interès SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	8,75	8,75	10,25	10,75	10,75	10,75
Reals per dòlar (*)	1,8	2,3	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

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



tòria, la implicació d'un dels seus màxims col·laboradors en un cas de corrupció va desviar vots cap a Marina Silva, ex ministra de Lula i actual candidata del partit dels verds, situació que va empènyer els candidats Dilma i José Serra a enfrontar-se de nou a les urnes el 31 d'octubre.

Al començament del 2009, i amb comptades treves, el real va encarrilar una via alcista que l'ha portat a apreciar-se gairebé el 40% enfront del dòlar. En les últimes setmanes, aquesta tendència s'ha intensificat: al setembre, la força del real va deixar enrere la barrera psicològica dels 1,7 reals/dòlar i, de llavors ençà, s'ha revalorat més del 6% en relació amb el bitllet verd.

La persistència de les pressions alcistes sobre la moneda carioca va portar Guido Mantega a apujar l'impost que grava les entrades de capital estranger en renda fixa dues vegades en menys d'un mes. Al començament d'octubre, l'IOF, impost sobre operacions financeres, es va modificar a l'alça, fins al 4% (el gravamen a les entrades de capital en renda variable a curt termini es va mantenir en el 2%), i, el 18 d'octubre, va pujar de nou fins al 6%. En l'última intervenció, també es va incrementar l'impost que grava els marges d'operacions en derivats, del 0,38% al 6%. L'objectiu de les dues disposicions és reduir l'apetència dels inversors estrangers amb afany especulador i frenar, d'aquesta manera, l'apreciació del real i el deteriorament resultant de la balança per compte corrent.

Tot i que aquestes mesures poden comportar un alleujament a curt termini, l'FMI ja va alertar de la seva poca eficàcia un any enrere, quan el Brasil va reintroduir l'IOF. Així, doncs, amb l'economia brasilera creixent per damunt del 7% el 2010 i al voltant del 5% el 2011, i atesa l'abundància de liquiditat global a la recerca d'alta rendibilitat als mercats emergents, és molt probable que les pres-

sions persisteixin. Això serà un inconvenient per al sector exportador i per a la indústria, la producció de la qual s'ha estancat en els últims mesos, tot i que les vendes continuen sorprenent per la seva empenta.

En definitiva, el primer punt de l'agenda del nou president (o, amb tota probabilitat, presidenta) està servit.

### **Mèxic: canvi de motor**

La majoria d'indicadors apunten a una moderació, en els propers mesos, del ritme d'avanç de l'economia global i, sobretot, de les economies més avançades. És una dada que no pot ser obviada a Mèxic, atesa la dependència de la recuperació asteca de les seves exportacions, fonamentalment, cap als Estats Units i, per tant, de la bona marxa de l'activitat econòmica al nord del Río Grande.

Així i tot, l'FMI ha revisat a l'alça la previsió de creixement d'enguany, no solament per a Mèxic, sinó per a tota la regió llatinoamericana, i els últims indicadors econòmics apunten a un canvi de motor en el procés de recuperació asteca: a l'agost, les vendes al detall van sorprendre marcadament a l'alça amb un avanç interanual del 4,4%, mentre que la confiança interna continua avançant cap a nivells precrisis (vegeu el gràfic següent). Tot plegat pot comportar l'arrencada d'una despesa interna prolongadament atemorida pels estralls de la recessió.

Tot i que l'activitat industrial, esperonada per la demanda externa, continua sustentant el creixement econòmic a Mèxic, el fervor renovat de la despesa interna és una gran notícia. En un entorn de moderació de la demanda externa i d'ajustament fiscal, la demanda privada ofereix la possibilitat de mantenir un ritme de creixement del PIB proper al 3,8% el 2011.

**El real continua immers en una via alcista i, des del començament del 2009, s'ha apreciat el 37%.**

**L'FMI revisa a l'alça el creixement de Mèxic el 2010, però amb perspectives de moderació.**

**Les vendes al detall sorprenen a l'alça i il·lustren un canvi de terç en els motors del creixement.**

## MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	1,5	-6,6	-6,2	-2,3	4,3	7,7	-	...	-
Producció industrial	-0,9	-7,0	-6,6	-2,0	5,7	7,6	6,0	7,9	...
Confiança del consumidor (*)	92,2	80,5	83,0	78,4	81,5	84,9	87,4	88,7	91,6
Índex avançat d'activitat (*)	118,0	110,4	110,9	113,4	114,2	116,7	117,3	117,8	...
Taxa d'atur general (**)	4,0	5,5	6,3	5,3	5,4	5,2	5,7	5,4	5,7
Preus de consum	-11,8	0,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,6	3,7	3,7
Balança comercial (***)	-17,3	-4,6	-12,9	-4,6	-1,9	-2,4	-2,2	-2,3	-2,0
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	10,6	14,2	13,5	13,1	12,3	12,8	12,6	13,2	12,6

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

### L'excessiva dependència petrolera de les arques fiscals continua imponent riscos a llarg termini.

Mentre que, davant d'un escenari de baixa inflació i d'expectatives ben ancorades, la política monetària disposa d'un cert marge de maniobra, la consolidació fiscal a Mèxic és certament necessària, atesos els riscos, a mitjà termini, que continua

imponent l'excessiva dependència petrolera de les arques públiques. A més a més, malgrat haver invocat l'excepcionalitat per incórrer un dèficit durant la crisi, la llei de responsabilitat fiscal mexicana exigeix que el Govern mantingui un pressupost

## LA CONFIANÇA DEL CONSUMIDOR REPUNTA A MÈXIC

Índex de confiança del consumidor



FONTS: INEGI i elaboració pròpia.

equilibrat (excloses les despeses d'inversió de PEMEX), de manera que s'ha vist obligat a especificar un pla d'ajustament que planteja eliminar el dèficit el 2012.

Tot fa pensar que aquest pla és factible. No obstant això, eliminar la dependència fiscal del petroli, principal escull estructural al qual s'enfronta, a mitjà i a llarg termini, el creixement de la segona potència llatinoamericana, continua essent una prioritat a Mèxic.

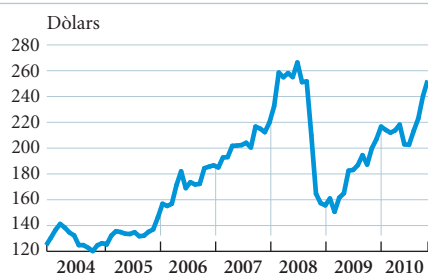
## Metalls i aliments pugen més que el petroli

El preu del petroli continua mantenint una evolució estable amb un lleuger biaix alcista que queda per sota de la barra dels 85 dòlars. Així, entre el 20 de setembre i el 20 d'octubre, el preu del cru va pujar el 4,3% i es va situar en els 82,93 dòlars per barril (qualitat *Brent*, per a lliuraments a un mes), la qual cosa representa un increment del 6,6% des de l'inici d'enguany.

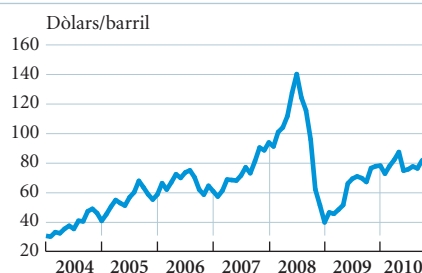
**El petroli continua amb alces moderades i voreja els 83 dòlars per barril.**

### EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (\*)

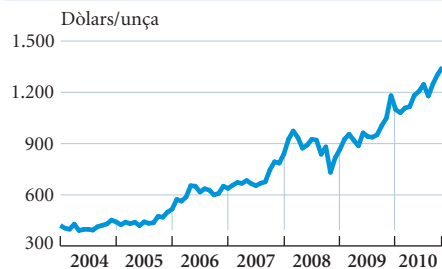
Índex «The Economist»



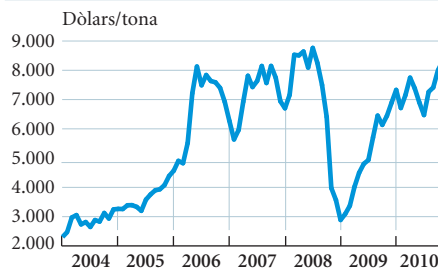
Petroli Brent



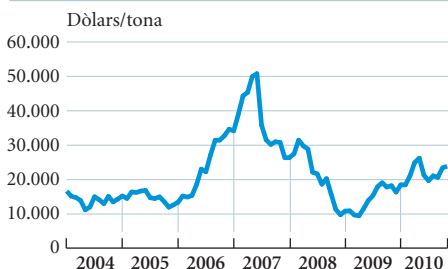
Or



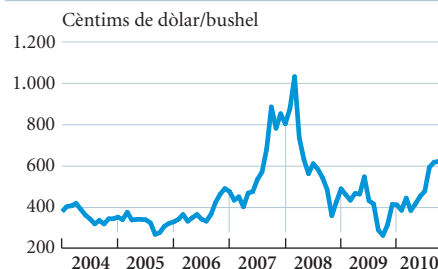
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (\*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 20 d'octubre).

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

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

**La resta de primeres matèries pugen amb més força per la demanda dels països emergents i per problemes d'oferta.**

L'expansió de les economies emergents continuarà donant suport al preu del petroli durant la resta del 2010 i la primera meitat del 2011. Però, amb les economies avançades ancorades en creixements baixos i amb les existències en nivells alts, no s'esperen grans canvis en la demanda global, motiu pel qual el cru hauria de presentar alces moderades. Les variacions més importants haurien d'oïbeir a les oscil·lacions del dòlar.

La resta de primeres matèries es continuen apreciament amb més decisió que el cru per la conjunció d'una demanda creixent a les

economies emergents –el coure i l'acer a la Xina– amb problemes diversos en l'oferta, com l'obsolescència de les factories d'acer a la Xina, les mines de coure velles a Xile o els problemes de les explotacions il·legals d'estany a Indonèsia. En el cas dels aliments, la sequera d'Ucraïna i les males collites de blat de moro als Estats Units també tiren dels preus a l'alça. Així, entre el 20 de setembre i el 20 d'octubre, l'índex *The Economist* va guanyar el 8,4% i acumula un avanç del 22,7% en tres mesos. Per la seva banda, l'or va tornar a marcar màxims i es mantindrà en aquest nivell, que molts consideren sostenible a mitjà termini.

## Els determinants de la despesa sanitària: molt més que l'envelliment demogràfic

Espanya tindrà 52 milions d'habitants el 2060, dels quals un terç, aproximadament, tindrà més de 65 anys, i el 14%, més de 80 anys. Les xifres actuals ronden el 17% i el 5%, respectivament. En termes absoluts, en cinquanta anys, els espanyols més grans de 65 anys hauran passat de 8 a 17 milions de persones, i els més grans de 80 seran 8 milions, enfront dels 2 milions actuals. Aquestes xifres, que es desprenen de les projeccions de població d'Eurostat, són una bona notícia. Dibuixen un país que continua prosperant en termes d'esperança de vida, un indicador fonamental de desenvolupament humà. No obstant això, aquesta bona dada irrefutable pot suscitar una legítima preocupació sobre l'evolució futura de la despesa sanitària del país.

Tots entenem de forma intuïtiva que, de mitjana, la despesa sanitària per persona és més elevada a mesura que es fa gran. De fet, les dades avalen aquesta presumpció: als països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), la despesa sanitària per capita del grup de més grans de 65 anys és, com a mínim, quatre vegades superior a la del grup de més joves d'aquesta edat. Per tant, si un país envelleix, cal esperar que la seva despesa sanitària total augmenti. No obstant això, la qüestió no es pot despatxar de forma tan simple. En primer lloc, perquè, a més de l'envelliment pròpiament dit, importen les condicions de salut amb què es viuen els anys addicionals que proporciona la major longevitat. Però també perquè existeixen altres factors que determinen la despesa sanitària d'un país que no estan estrictament vinculats a l'evolució demogràfica, en particular el creixement de la renda i el desenvolupament de noves tecnologies mèdiques.

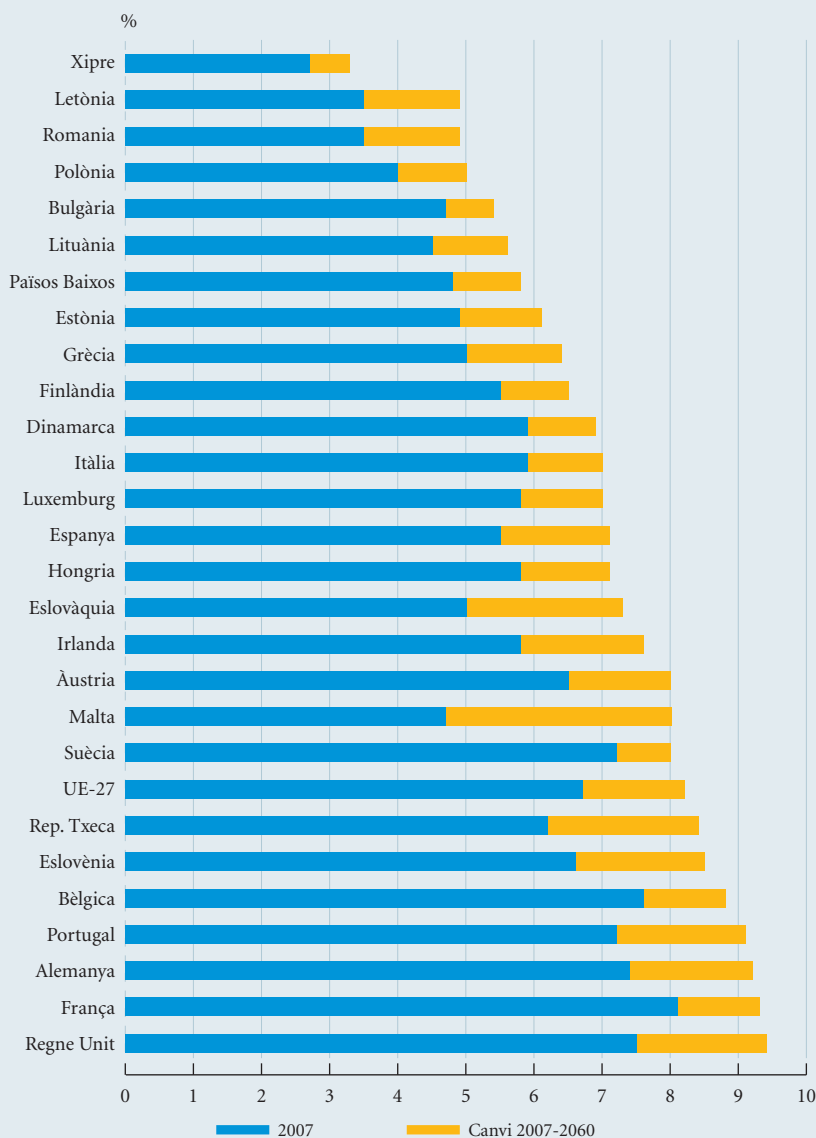
Pel que fa a l'impacte de la longevitat creixent, ens hem de plantejar quina qualitat de salut podem esperar dels anys addicionals de vida dels quals es gaudirà el 2060. En termes generals, es poden esperar tres situacions diferents. La primera, que, a la literatura sobre la qüestió, s'anomena «compressió de la morbiditat», defensa que les persones tendiran a viure no solament més anys, sinó amb més salut, és a dir, que els anys viscuts en malaltia es reduiran. La hipòtesi contrària («expansió de la morbiditat») també s'ha formulat: viurem més anys amb pitjors condicions de salut. Finalment, una posició intermèdia aposta per un equilibri entre viure més i viure millor (en termes de salut), és a dir, que alguns anys «guanyats» per l'increment de l'esperança de vida es viuran en salut i la

resta, no. L'evidència empírica disponible, tot i que no és totalment concloent, evidencia que un escenari en què els anys «guanyats» en termes d'esperança de vida són anys en salut es correspon amb l'evolució recent en l'OCDE. Això té, pel que fa a les conseqüències sobre la despesa de salut per habitant, un efecte neutral, ja que els anys de pitjor salut es mantenen constants.

Finalment, un altre grup de factors són els no estrictament demogràfics. Sota aquesta categoria es considera, usualment, la relació de la despesa sanitària amb el nivell de renda i amb el desenvolupament de la tecnologia mèdica. En el primer d'aquests casos, la literatura empírica existent sobre la relació entre renda i despesa sanitària

### PRESSIÓ A L'ALÇA DE LES DESPESES SANITÀRIES EN LES PRÒXIMES DÈCADES

Despesa pública en sanitat en % del PIB



FONTS: Comissió Europea i Comitè de Política Econòmica de la Unió Europea.

a la Unió Europea (UE) tendeix a mostrar que la despesa sanitària creix, en mitjana i a llarg termini, per damunt de l'augment de la renda. Pel que fa a la tecnologia, l'evidència suggereix que l'acceleració dels costos dels nous desenvolupaments i tractaments mèdics és un determinant clau de l'augment de la despesa sanitària. Això és degut, d'acord amb la interpretació més habitual, al fet que la disponibilitat de nous tractaments (usualment més cars que els existents, en gran part a causa dels alts costos de recerca i desenvolupament que impliquen) genera la seva pròpia demanda. També poden tenir la seva importància els aspectes institucionals dels diferents sistemes nacionals de salut, com, per exemple, el repartiment de funcions públiques i privades o el sistema d'incentius de proveïdors i prescriptors mèdics.

Quin és el pes dels diferents determinants de la despesa sanitària esmentats fins ara? Segons les estimacions de l'OCDE, durant el període 1981-2002, l'augment anual de la despesa sanitària (expressat en termes per capita), en la mitjana dels països membres, va ser del 3,6% anual. Els efectes purament demogràfics (envelliment i canvi de l'estatus de salut arran d'una major longevitat) expliquen 0,3 punts percentuals; els de l'augment de la renda, 2,3 punts percentuals, i els del canvi en les tecnologies mèdiques, un punt percentual.

La qüestió rellevant és plantejar-se com poden evolucionar en el futur aquests determinants, demogràfics i no demogràfics, de la despesa sanitària a Espanya i als països del seu entorn. Un estudi recent de la UE ofereix algunes pistes sobre aquest tema.<sup>(1)</sup> D'acord amb aquestes projeccions, la despesa sanitària a la Unió en conjunt passaria de nivells equivalents al 6,7% del producte interior brut (PIB) el 2007 al 8,2% el 2060. Així i tot, aquest resultat agregat deriva d'evolucions nacionals disperses. En termes generals, els nous Estats membres de la UE, els provinents de l'Europa de l'Est, patiran més increments en la despesa sanitària, per la combinació d'unes tendències demogràfiques d'envelliment accelerat i d'un punt de partida relativament més baix.

El cas espanyol tendeix a assemblar-se a aquesta dinàmica de l'Europa de l'Est, a causa de la tendència d'envelliment ràpid i dels nivells de despesa sanitària relativament reduïts de partida. La despesa sanitària, que representava el 5,5% del PIB el 2007, arribarà al 7,2% el 2060. S'assolirà aquest augment en tres etapes clarament diferents. Fins al 2020, la pressió demogràfica i d'altres factors és relativament continguda. Així, el 2020, i sempre d'acord amb les projeccions comunitàries, la despesa sanitària se situaria en el 5,9% del PIB. Les dues dècades següents seran les de més pressió sobre la despesa sanitària, ja que el 2040 s'arribarà al 6,8% del PIB. Després seguirien dues dècades d'augment més contingut, de manera que, el 2050, la despesa sanitària pujaria fins al 7,1% del PIB i sumaria només una dècima percentual addicional fins al 2060.

Tot i que aquest exercici estigui subjecte a una gran incertesa, té la virtut d'anunciar quan les tendències actuals, si es mantenen, generaran més pressió sobre la despesa sanitària. Atès que l'evolució temporal esbossada per a Espanya és similar a l'esperada per al conjunt de la Unió, sabem que, si preocupa la contenció de la despesa sanitària, caldrà actuar aviat per no arribar al període crític 2030-2040 sense marge de maniobra. Sobretot, perquè millores relativament moderades en les situacions inicials comportaran grans canvis en la trajectòria a llarg termini. Si, com deia el pensador xinès Lao Tse, el camí de 1.000 quilòmetres comença amb un primer pas, convé començar a caminar sense perdre de vista un futur que sembla llunyà en termes personals però que queda realment a la vora en temps històric.

(1) Comissió Europea (2009): «2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», European Economy, 2.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Àlex Ruiz  
Departament d'Economia Internacional, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

# UNIÓ EUROPEA

## Zona de l'euro: punt d'inflexió

L'economia del conjunt de la zona de l'euro es troba en un punt d'inflexió. Després del fort avanç del producte interior brut (PIB) registrat en el segon trimestre, l'1% inter-trimestral, tot fa pensar que aquest ritme de creixement no es podrà mantenir en els pròxims trimestres. Tota l'atenció se centra ara en el ritme de la desacceleració: serà suau o es tornaran a registrar ràpidament taxes de creixement febles com les anotades durant els trimestres anteriors?

Les tensions del procés de desacceleració són degudes a l'elevada dispersió de l'evolució de les diferents economies que integren la zona de l'euro. D'una banda, desta-

ca la trajectòria d'Alemanya. A l'agost, la producció industrial va continuar avançant a bon ritme; l'evolució de l'índex dels gestors de compres PMI ha estat positiva durant tot el tercer trimestre, i la taxa d'atur continua mostrant una tendència descendent i se situa en el nivell més baix des de la reunificació.

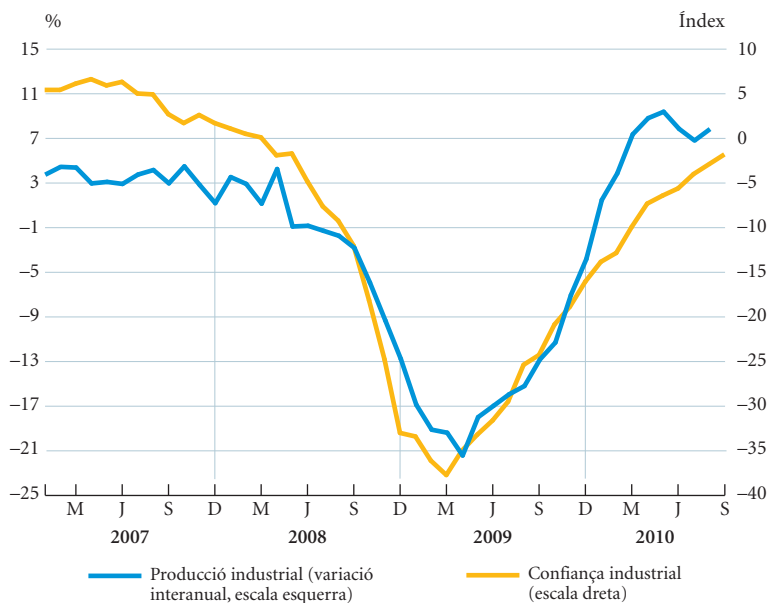
Al costat oposat trobem Grècia, Irlanda i Portugal. A causa de l'important deteriorament de les seves finances públiques, aquests països s'han vist obligats a dur a terme programes de contenció de la despesa i de la inversió pública. Els plans d'austeritat fiscal de Grècia, ara com ara, són efectius, i tot indica que l'economia hel·lènica complirà l'objectiu de reducció

**Alemanya lidera el procés de recuperació de la zona de l'euro.**

**Grècia, Irlanda i Portugal es queden a la cua.**

## L'ACTIVITAT MILLORA A BON RITME

Indicadors d'oferta



FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

## La inversió podria sorprendre en el tercer trimestre.

del dèficit públic. El cas de Portugal és similar. El govern irlandès, en canvi, ha hagut d'injectar de nou més capital en el sector financer, situació que ha comportat que les noves previsions de dèficit públic per a enguany s'hagin disparat fins a valors superiors al 30% del PIB. En qualsevol cas, el risc que plana sobre aquestes economies és que el sanejament del sector públic no aconsegueixi generar prou confiança ni entre els inversors ni entre els propis consumidors de cada país. Això, al costat de la disminució de la despesa i de la inversió pública, reduiria la capacitat de creixement d'aquestes economies i les podria forçar a incrementar l'ajustament fiscal.

Afortunadament per al conjunt de la zona de l'euro, a curt termini, l'evolució de l'economia s'assemblarà més a la d'Alemanya que a la del grup de països perifèrics. Això, si més no, és el que evidencien els diferents indicadors del tercer trimestre dels quals es disposa ja de dades. Pel costat de l'oferta, cal destacar la bona evolu-

ció de la producció industrial. Després d'un mes de juliol una mica fluix, en què només va avançar el 0,1% intermensual, a l'agost l'increment va ser de l'1,0%, que deixa la taxa de variació interanual en el 8,2%. L'evolució de les comandes industrials i dels diferents índexs de confiança, que continuen mostrant una tendència clarament alcista, també és positiva. Paga la pena destacar la recuperació registrada per la utilització de la capacitat productiva. Durant la recessió, va patir un fort descens que la va portar a assolir un mínim històric del 69,6%, però, només un any després, ha aconseguit remuntar fins al 77,4% i es troba, només, a quatre punts percentuals de la mitjana històrica. Això suggereix que la recuperació de la inversió experimentada per la zona de l'euro en el segon trimestre es podria mantenir en els pròxims períodes.

La fotografia de la demanda no és tan esperançadora. Les vendes al detall continuen presentant una tendència alcista molt feble. Després d'un mes de juliol en

## El consum continua donant senyals de feblesa.

### ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	0,3	-4,0	-4,0	-2,0	0,8	1,9	-	...	-
Vendes al detall	-0,7	-2,3	-2,3	-1,0	0,5	0,6	1,4	0,8	...
Confiança del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-21,4	-17,0	-16,8	-16,7	-14,0	-11,4	-11,0
Producció industrial	-1,7	...	-14,4	-7,4	4,6	9,0	7,1	8,2	...
Sentiment econòmic (1)	93,5	80,8	84,1	91,9	96,6	99,3	101,1	102,3	103,2
Taxa d'atur (2)	7,5	9,4	9,7	9,9	9,9	10,1	10,1	10,1	...
Preus de consum	3,3	0,3	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,7	1,6	1,8
Balança comercial (3)	-1,2	-15,1	-6,4	13,8	26,6	22,5	12,8	11,3	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos	4,6	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	110,6	111,7	112,1	113,8	108,8	103,2	102,5	102,1	102,5

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.



què l'avanç va ser molt modest, del 0,1% intermensual, a l'agost van recular el 0,4%. L'evolució de l'índex de confiança del consumidor va ser una mica més positiva en els mesos de juliol i d'agost, però, de llavors ençà, es troba estancat. La inflació tampoc no evidencia que la demanda s'estigui reactivant. És cert que el component subjacent de la variació interanual de l'índex de preus de consum ha deixat de baixar i que es manté, des de fa tres mesos, en l'1,0%, però aquest nivell és molt baix. L'índex general es va situar en l'1,8% a l'octubre, i sembla que, després d'uns mesos oscil·lant al voltant de l'1,5%, es podria mantenir, a curt termini, en valors propers al 2%. Aquest resultat, però, és degut al comportament dels preus de l'energia i no a un vigor més intens de la demanda.

La resposta que donarà el Banc Central Europeu a aquest escenari torna a ser clau. D'una banda, es podrien intensificar les pressions perquè comenci a pujar el tipus

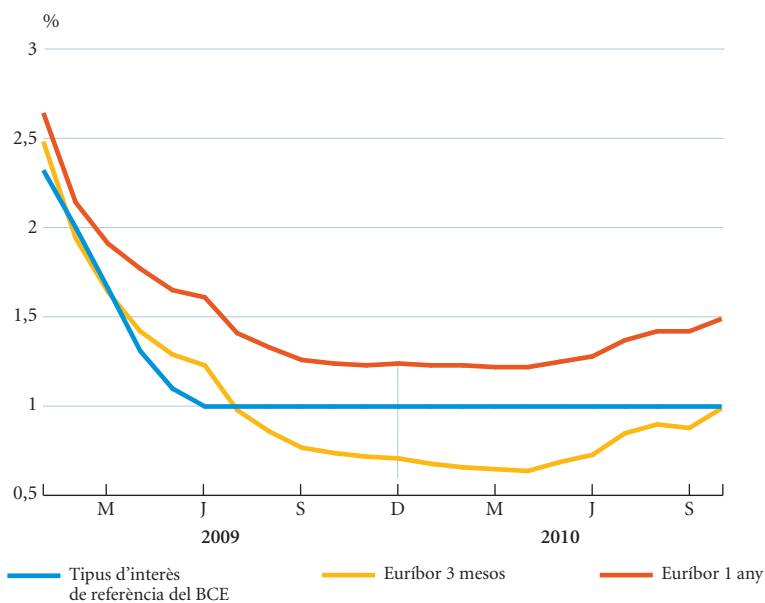
d'interès de referència. Un bon exemple d'això han estat les declaracions del governador del Bundesbank i candidat a rellevar l'actual president Trichet l'any vinent, Axel Weber. De tota manera, la recent apreciació de l'euro enfront del bitllet verd recomana, com a mínim, cautela. El tipus de canvi real efectiu s'ha mantingut estable en els últims mesos, però el BCE hauria de vigilar de prop els efectes sobre el mercat de divises de les polítiques que duen a terme països com els Estats Units, el Brasil o el Japó.

D'altra banda, el BCE es troba amb un bon nombre de països que presenten processos de recuperació molt febles i per als quals una pujada del tipus d'interès podria ser molt perjudicial. D'acord amb el nostre escenari de previsions, la màxima autoritat monetària europea no començarà a pujar el tipus d'interès fins a l'últim trimestre de l'any vinent. No serà fins llavors que el consum de les llars i la inversió privada podran començar a liderar un procés

**La guerra de divises ha de mantenir el BCE en alerta.**

## LA NORMALITZACIÓ DE L'INTERBANCARI FACILITA LA POLÍTICA DEL BCE

Tipus d'interès interbancaris i del BCE



FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

**La normalització del mercat interbancari allunya la necessitat d'una política monetària no ortodoxa.**

de recuperació més ferm. De tota manera, no creiem que, durant aquest temps, el BCE torni a impulsar un programa d'expansió quantitativa del seu balanç com el que, pel que sembla, durà a terme la Fed. Les condicions de finançament a Europa milloren a bon ritme. Una mostra d'això és la millora del mercat interbancari. L'euríbor a tres mesos, que es trobava per sota de l'1% des del juliol del 2009, va tornar a normalitzar el diferencial amb el tipus de referència. La millora de la liquiditat i el relaxament de les tensions al mercat interbancari també es reflecteixen en l'evolució

de l'euríbor a dotze mesos, que, a l'octubre, va arribar a superar l'1,50%.

En definitiva, l'evolució de l'economia de la zona de l'euro continua sumida en un procés d'elevada incertesa, que recentment ha repuntat a causa de la guerra de divises esperonada per alguns països. A la reunió del G-20, s'ha acordat que el tipus de canvi s'ha de fixar seguint criteris de mercat. Si aquests acords es mantenen, tot fa pensar que l'economia europea es troba en el camí correcte perquè el procés de recuperació segueixi a bon ritme.

## **Política farmacèutica: una regulació que fa venir mal de cap**

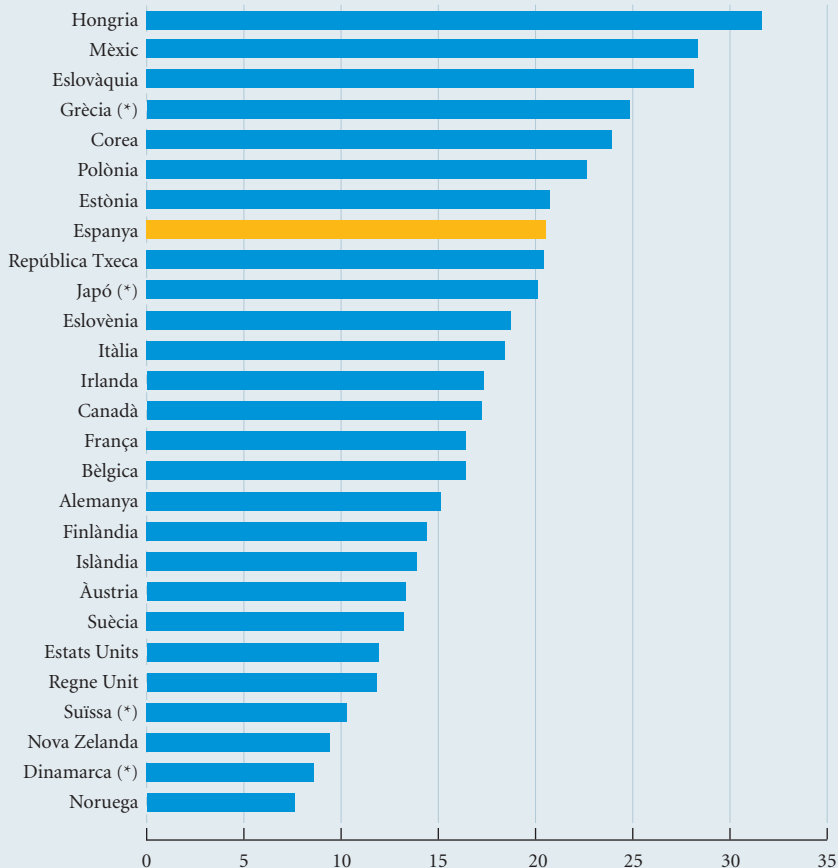
La despesa farmacèutica és un dels determinants més importants de la despesa total en sanitat a la majoria de països desenvolupats, i el seu creixement sostingut a taxes superiors a les del PIB genera mal de cap en moments de crisis com l'actual. Segons les dades de l'OCDE per a Espanya, la despesa farmacèutica per capita va créixer entre el 2000 i el 2008 a una taxa anual acumulada del 7,8%. Atesa aquesta situació, l'executiu ha actuat recentment imposant rebaixes en els preus que paga pels medicaments finançats pel Sistema Nacional de Salut. Ens trobem, doncs, davant d'un mercat en què l'Estat intervé directament alterant els preus. L'objecte d'aquest requadre és discutir els motius que porten a aquesta intervenció, així com la forma en què es realitza.

Hi ha, bàsicament, dos arguments, íntimament vinculats, per justificar una intervenció pública que faciliti l'accés als medicaments a un preu assumible. El primer argument es basa en les preferències de cada país per l'equitat entre els ciutadans. Així, la subvenció del preu dels medicaments és una forma de redistribució de renda i contribueix a garantir una certa igualtat d'oportunitats. Aquestes preferències justifiquen, també, altres polítiques sanitàries i laborals que complementen la política farmacèutica. El segon argument afirma que els consumidors no valoren de forma adequada els medicaments. Això pot ser perquè no disposen de tota la informació sobre les conseqüències sobre la seva salut futura si s'incompleix el tractament farmacològic prescrit o perquè no tenen en compte els perjudicis que la seva decisió pot ocasionar a la resta de la societat, és a dir, el cost econòmic de la seva menor productivitat, el cost per a l'Estat d'una possible complicació del seu estat de salut o els efectes negatius sobre la salut d'altres individus amb els quals tingui contacte. No obstant això, cal pensar que la magnitud d'aquests costos socials indirectes depèn del conjunt de polítiques sanitàries i laborals existents a cada país, ja que, com més gran sigui la protecció de l'individu, més gran serà l'incentiu per no seguir el tractament i veure que passa.

En qualsevol cas, els governs han de contraposar l'objectiu d'un nivell de preus accessible amb el de mantenir els incentius per a les empreses farmacèutiques perquè desenvolupin nous productes que millorin la prevenció i la curació de malalties. En efecte, la indústria farmacèutica té la particularitat de presentar uns costos en recerca molt elevats, irrecuperables en cas de fracàs, i uns costos mitjans de producció baixos. Perquè decideixin invertir,

## EL PES DE LA DESPESA FARMACÈUTICA

Despesa farmacèutica en percentatge de la despesa sanitària, 2008



NOTA: (\*) Dades del 2007.

FONT: OCDE.

les farmacèutiques han de tenir l'expectativa que poden vendre els productes amb un marge prou elevat per recuperar els costos de la inversió i assegurar-se un cert benefici. Si preveuen una forta competència quan llencin els productes al mercat, els incentius per invertir disminueixen en perjudici de la societat. Per mantenir-los, es recorre a les patents, que protegeixen la recerca realitzada per l'empresa farmacèutica i li permeten comercialitzar el fàrmac en règim de monopoli durant un determinat període de temps.

Així, doncs, el problema per al sector públic és complex, ja que ha de subsidiar el sector, però de manera que se satisfacin tres objectius. D'una banda, que les farmacèutiques rebuin un preu prou elevat; de l'altra, que els ciutadans paguin un preu prou baix, i, finalment, que tot això s'aconsegueixi mantenint el rigor pressupostari. Vegem, doncs, quins mecanismes utilitza el sector públic per aconseguir-ho.

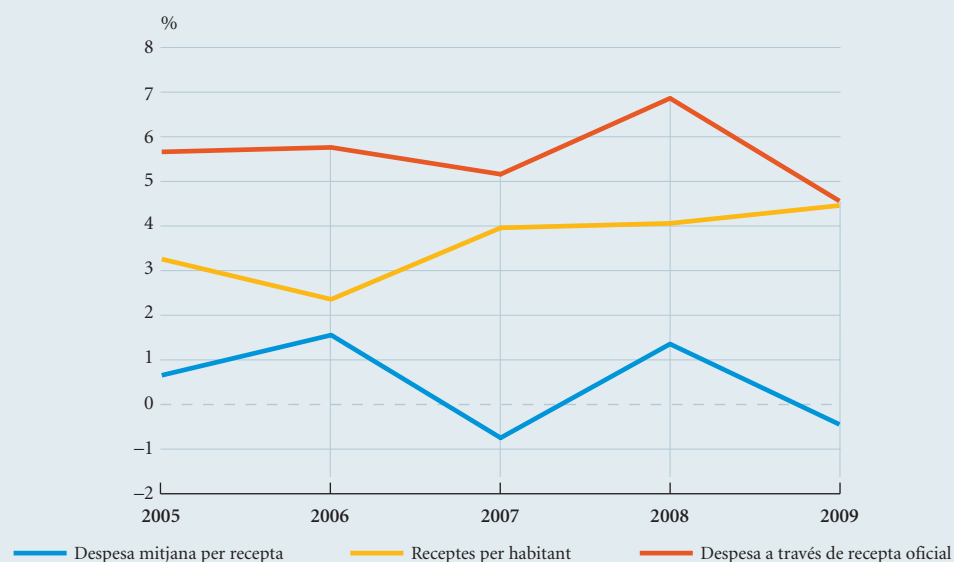
El marc regulador de la majoria de països de l'OCDE segueix una estructura similar. La regulació estableix quins medicaments estaran coberts pel finançament públic i si ho estaran totalment o parcialment. Si la selecció de medicaments es fa en funció de criteris de cost-efectivitat i tenint en compte l'existència d'alternatives terapèutiques, aquest sistema hauria d'atorgar a l'organisme que confecciona les llistes un cert poder per negociar el preu dels medicaments sota patent. El grau de cobertura hauria d'actuar també com un element de pressió addicional, ja que caldria pensar que, davant de la possibilitat d'elecció entre diferents tractaments, els consumidors s'inclinarien pel que tingui més cobertura.

Un cop expirada la patent d'un medicament, l'entrada de nous competidors amb productes que utilitzen el mateix principi actiu (els anomenats «genèrics») hauria de provocar que el seu preu s'apropés als costos mitjans de producció. No obstant això, l'existència d'avantatges per als fabricants de medicaments «de marca» –per exemple, més facilitats per promocionar el seu producte entre el cos mèdic, en el qual el consumidor delega freqüentment la seva decisió– pot obstaculitzar aquest apropament. Per forçar-lo, nombrosos països han introduït sistemes de preus de referència que fixen, per a un conjunt de fàrmacs considerats equivalents, una mateixa quantitat màxima perquè sigui finançada pel sector públic. Aquesta quantitat de referència sol ser una mitjana dels preus més baixos observats al mercat. Les empreses poden fixar un preu superior per al seu medicament, però han de confiar en la disposició del consumidor a pagar la diferència.

És suficient aquest marc regulador per satisfer els tres objectius del sector públic? La resposta és que no sempre, i una mostra d'això és el cas espanyol. El principal problema és que la competència entre farmacèutiques, que hauria de pressionar a la baixa els preus, es veu dificultada per diversos aspectes de la política sanitària.<sup>(1)</sup>

### DESPESA FARMACÈUTICA A ESPANYA: L'INCREMENT DE RECEPTES CONTRARESTA LA CAIGUDA DELS PREUS

Creixement anual



FONT: Elaboració pròpia amb dades del Ministeri de Sanitat i Consum.

(1) Puig-Junoy, J. (2004) «Los medicamentos genéricos pagan el precio de ser referencia», *Administración Sanitaria*, núm. 2 (1), 2004.

En primer lloc, els beneficis d'aquesta major competència queden limitats a importants descomptes per a les farmàcies, ja que la regulació que se'ls aplica impedeix que els traslladin als preus finals al consumidor. En segon lloc, un altre aspecte problemàtic és la facilitat que tenen les empreses farmacèutiques per eludir el propi sistema de preus de referència. D'una banda, la falta de criteris clars d'efectivitat terapèutica en la regulació els permet obtenir extensions de les patents per innovacions amb escassa aportació terapèutica addicional. De l'altra, la major promoció entre el cos mèdic dels seus productes sota patent els permet substituir una part del consum que es podria realitzar per la via dels genèrics. Finalment, perquè la competència sigui realment fructífera, és necessària una certa sensibilitat dels consumidors als preus dels medicaments. Així, s'argumenta també que el baix percentatge del copagament a Espanya comporta que els ciutadans no busquin el millor preu i no controlin la seva despesa farmacèutica.

Per tot plegat, sembla que, a Espanya, els preus dels medicaments responen només a davallades directes dels preus de referència per part del Govern, l'efecte positiu de les quals sobre la despesa farmacèutica es tendeix a revertir a curt termini a causa de la substitució per fàrmacs més cars comentada més amunt. El Govern ha de trobar, doncs, una altra recepta per combatre el mal de cap que genera la despesa farmacèutica. Una recepta que ha d'incloure més incentius per als metges i per als consumidors perquè tinguin en compte el cost dels medicaments en les seves decisions, una major competència per la via dels preus entre les farmàcies i criteris clars d'efectivitat terapèutica en les decisions de finançament. Sense aquestes modificacions, qualsevol intervenció sobre els preus corre el risc de convertir-se en un simple alleujament passatger dels símptomes.

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

### **Alemanya: és l'hora del consum?**

L'economia germana va registrar, en el segon trimestre de l'any, l'increment més important des de la reunificació i va superar les expectatives més optimistes. De llavors ençà, han estat nombroses les revisions a l'alça de les previsions sobre el creixement esperat per a enguany, la majoria de les quals s'han situat entre el 3,0% i el 3,5%. Dins d'aquest interval es troba la nova previsió del Govern alemany, que incrementa el creixement esperat de l'economia en gairebé dos punts percentuals, fins al 3,4% interanual. Una xifra que s'aproparia al creixement del 3,6% interanual del 2006, el més alt dels vint últims anys.

Si es compleixen aquestes previsions, el producte interior brut (PIB) real alemany

d'enguany se situaria només el 0,7% per sota del màxim assolit el 2008. Així, malgrat la forta contracció de l'economia el 2009, la reactivació hauria estat més ràpida que en els anteriors períodes recessius del país. Això es reflecteix, com ho mostra el gràfic següent, en l'evolució de la producció industrial alemanya durant els últims episodis importants de recuperació econòmica. Des de l'abril del 2009 fins al passat mes d'agost, l'activitat industrial va créixer el 18,6% i es va apropar al nivell assolit abans de l'esclat de la crisi. Un increment que, gràcies a l'impuls observat a partir del març del 2010, va superar en magnitud els registrats el 1975 i el 1993.

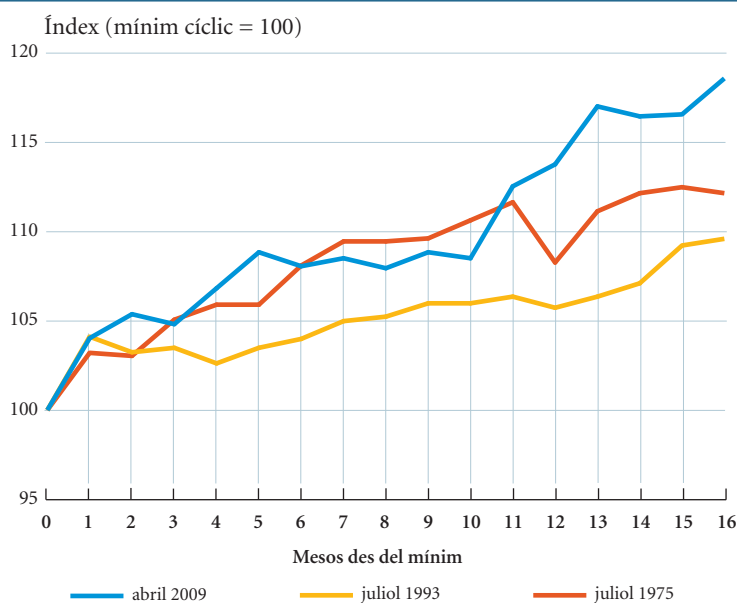
Els indicadors d'oferta apunten a nous increments de l'activitat durant els pròxims mesos. Les comandes industrials,

**El Govern alemany incrementa la previsió de creixement fins al 3,4% el 2010.**

**L'activitat industrial continua creixent amb intensitat.**

## MÉS IMPULS DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL EN LA RECUPERACIÓ ACTUAL

Producció industrial



FONTS: Institut d'Estadística alemany i elaboració pròpia.

### El sector exterior reduirà la seva contribució al creixement en el tercer trimestre.

que solen ser un bon indicador avançat de la producció futura, van augmentar el 3,4% intermensual a l'agost. Per la seva banda, després de dos mesos de discrets augments, l'índex d'activitat empresarial (IFO) va repuntar de nou a l'octubre, arran del comportament més positiu del seu component futur.

Malgrat les bones notícies que arriben per la banda de l'oferta, les noves previsions de l'economia pronostiquen un lògic alentiment de l'activitat durant la resta del 2010, de manera que es tornaria a nivells de creixement més coherents amb una economia desenvolupada. Els indicadors de demanda de més alta freqüència apunten en aquesta direcció. Les vendes al detall es van reduir, a l'agost, el 0,4% intermensual i van deixar enrere quatre mesos consecutius de creixements, mentre que les vendes d'automòbils es van continuar reduint al setembre.

### Més dinamisme del consum privat.

Pel que fa al sector exterior, les exportacions també van perdre força a l'agost i es

van reduir el 0,4% intermensual. Aquesta dada, al costat de l'increment en el mateix període de les importacions, va comportar una disminució del 7,4% del superàvit de la balança comercial a l'agost en relació amb el mes anterior. Una xifra que, unida al lleuger augment del superàvit del juliol, anticipa una contribució poc significativa de la demanda externa al creixement del PIB en el tercer trimestre.

Aquesta menor participació del sector exterior en el creixement de l'economia germanica contrasta amb el seu important paper durant l'últim cicle expansiu. Entre l'any 2000 i el 2007, gairebé tres quartes parts de l'augment total del PIB alemany van correspondre a la demanda externa, que va deixar en un segon pla altres components, com el consum privat. Aquesta dependència del sector exterior, com es va veure més tard, va agreujar notablement la recessió en col·lapsar-se el comerç internacional.

## ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	0,7	-4,7	-4,4	-2,0	2,0	3,7	-	...	-
Vendes al detall	0,0	-2,5	-2,6	-2,0	0,8	0,4	2,3	3,0	...
Producció industrial	-0,1	-15,4	-15,0	-8,0	6,0	12,3	11,2	11,0	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	89,8	93,5	96,5	101,7	106,2	106,7	106,8
Taxa d'atur (**)	7,8	8,2	8,3	8,2	8,1	7,7	7,6	7,6	7,5
Preus de consum	2,6	0,4	-0,3	0,4	0,7	1,0	1,2	1,0	1,3
Balança comercial (***)	195,1	140,2	130,9	129,3	140,5	148,4	148,7	149,5	...

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.

Sembla, no obstant això, que la recuperació ha aportat un cert canvi al patró de creixement alemany, ja que ha donat més protagonisme a la demanda interna i, en particular, al consum. La disminució, des del juny de l'any passat, de la taxa d'atur, fins al 7,5%, i el menor estalvi de les famílies alemanyes han possibilitat aquest procés. Per tant, atesa la menor contribució esperada del sector exterior, el dinamisme del consum privat determinarà l'evolució del PIB en els propers trimestres.

Pel que fa als comptes públics, el major creixement de l'economia alemanya va permetre reduir les despeses del Govern i incrementar-ne els ingressos, de manera que va millorar el dèficit públic acumulat entre el gener i l'agost. Conseqüentment, els principals instituts econòmics alemanys han revisat en gairebé un punt percentual les previsions de dèficit per a enguany, fins al 3,8% del PIB (era del 3,0% el 2009). A més a més, s'espera que el desequilibri pressupostari se situï per sota del 3% el 2011. Ateses aquestes bones notícies, el ministre de Finances, Wolfgang Schäuble, es planteja proposar reformes impositives, segons s'havia promès durant l'última campanya electoral.

### Les fortes protestes contra la reforma de pensions enterboleixen la recuperació francesa

Des del seu inici en el segon trimestre del 2009, la reactivació de l'economia francesa s'ha caracteritzat per unes taxes de creixement suaus. D'aquesta manera, després de cinc trimestres d'avanços, el PIB gal del segon trimestre del 2010 es trobava encara el 2% per sota del punt màxim assolit abans de la crisi. Tot fa pensar que aquest ritme de creixement relativament moderat es mantindrà en el segon semestre de l'any.

Els indicadors d'oferta mostren, en general, una situació econòmica estable. Tot i que la producció industrial es va estancar a l'agost, després de créixer el 0,8% al juliol, la majoria de variables de l'activitat van ser més optimistes. Així, segons l'institut d'estadística francès INSEE, el nombre de comandes industrials va augmentar a l'agost el 0,8% i va situar la taxa de creixement interanual en el 10,8%. Un altre factor positiu que cal esmentar és que el nombre d'empreses de nova creació continués la seva evolució a l'alça, de manera que el total va augmentar el 26% en un any. Pel que fa al conjunt d'indicadors de

**El dèficit públic se situarà per sota del 3% el 2011.**

**El Banc de França estima un creixement del PIB del 0,3% en el tercer trimestre del 2010.**

## FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	0,1	-2,5	-2,7	-0,5	1,2	1,7	-	...	-
Consum de les llars	-0,3	0,8	0,3	4,2	1,8	0,4	2,4	1,2	...
Producció industrial	-2,7	-12,1	-11,5	-4,6	5,1	7,3	5,6	3,2	...
Taxa d'atur (*)	7,8	9,4	9,6	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	...
Preus de consum	2,8	0,1	-0,4	0,4	1,3	1,6	1,7	1,4	1,6
Balança comercial (**)	-50,2	-49,0	-45,4	-41,7	-42,3	-44,1	-47,6	-49,3	...

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

### Millora la confiança industrial i del consumidor.

confiança industrial, mostren també una certa millora. A partir d'aquestes dades, l'informe de conjuntura del Banc de França publicat el passat 8 d'octubre estima un creixement de l'activitat del 0,3% en el tercer trimestre del 2010 en relació amb el període anterior.

En aquesta línia, la ministra d'Economia de França, Christine Lagarde, va anunciar que el projecte de llei de pressupostos per a l'any vinent planteja uns increments del PIB de l'1,5% el 2010 i del 2,0% el 2011. La ministra també va destacar que, pel que sembla, el mercat laboral s'ha estabilitzat enguany, tot i que no descarta algun repunt esporàdic de l'atur. Aquesta millora en les dades de l'ocupació pot explicar, en part, el lleuger augment de l'índex de confiança del consumidor a l'agost i al setembre.

D'altra banda, les dades mostren que la demanda continuarà avançant a velocitat moderada. Tot i que el consum de les llars va recular a l'agost i va situar la taxa de creixement interanual en l'1,2%, s'espera que pugi en els propers mesos. Per la seva banda, al setembre, va sorprendre el repunt del total de matriculacions, que van augmentar el 4,9% durant aquest mes i van trencar la tendència a la baixa dels úl-

tims mesos motivada per la retirada de gran part dels ajuts per a la compra d'automòbils.

Pel que fa a la inversió, tendeix a créixer quan l'índex d'utilització de la capacitat productiva supera la seva mitjana de llarg termini (al voltant dels 80 punts). Segons l'informe conjuntural del Banc de França, aquesta variable va augmentar al setembre fins als 76,8 punts i es va continuar recuperant, tot i que a un ritme menor. Pel que fa al sector exterior, l'augment de les exportacions va ser inferior al de les importacions a l'agost, situació que va contribuir a augmentar el dèficit comercial.

En definitiva, les perspectives són que l'activitat francesa prossegueixi gradualment la seva tònica de recuperació, malgrat les fortes protestes contra la reforma de pensions, que han paralytitzat la marxa d'alguns dels sectors claus de l'economia, com l'energètic.

### Itàlia: els indicadors mostren un alentiment de l'economia

L'economia transalpina va consolidar la recuperació en el segon trimestre del 2010, amb un creixement del 0,5% intertrimes-

### La demanda interna avança lentament.

### Després de dos anys de recessió, l'economia italiana creixerà el 2010.



## ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	-1,3	-5,1	-4,7	-2,8	0,5	1,3	-	...	-
Vendes al detall	-0,3	-1,6	-1,9	-0,6	-0,3	-0,3	0,5	...	...
Producció industrial	-3,8	-18,2	-17,5	-9,1	3,4	8,1	5,4	9,2	...
Taxa d'atur (*)	6,7	7,8	7,9	8,3	8,4	8,5	-	...	-
Preus de consum	3,3	0,8	0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,6	1,6
Balança comercial (**)	-10,0	-10,2	-9,1	-6,6	-7,7	-12,7	-16,9	-18,5	...

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

tral, i va deixar enrere qualsevol dubte sobre una nova recaiguda. Conseqüentment, el PIB italià tornarà a créixer el 2010, després de dos anys consecutius de contracció. Un increment que, segons les últimes previsions del Fons Monetari Internacional (FMI), serà de l'1,0%. Aquesta dada comporta, implícitament, l'alentiment de la tònica de creixement durant la segona meitat de l'any.

En aquesta direcció apunten els indicadors disponibles de la demanda, que, malgrat la reducció estimada de la taxa d'atur a l'agost, mostren un afebliment del consum en el tercer trimestre. Les vendes al detall es van estancar al juliol i a l'agost en relació amb el mes anterior i les vendes d'automòbils es van continuar reduint durant el tercer trimestre arran del final dels incentius fiscals. A més a més, el nou deteriorament de la renda bruta disponible de les llars durant la primera meitat de l'any no convida a esperar grans avanços del consum privat en els pròxims mesos.

Pel que fa al comerç exterior, les exportacions i les importacions van registrar a l'agost el creixement més important dels quinze últims anys, propiciat, en gran part, pel reduït valor que aquestes varia-

bles van registrar un any enrere. A més a més, en el cas de les exportacions, amb un creixement del 31,5% en relació amb el mateix mes del 2009, destaca la penetració dels productes italians als mercats emergents, com el xinès, on les exportacions van créixer el 60,9% interanual a l'agost. No obstant això, aquest bon comportament de les exportacions no va ser suficient per neutralitzar l'augment de les importacions, del 38,1% interanual, la qual cosa va deteriorar el saldo comercial en aquest mes.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial italiana va créixer l'1,6% intermensual a l'agost i es va situar en nivells similars als del 2008, tot i que lluny dels màxims assolits abans de la crisi. El bon comportament de les comandes industrials, que van augmentar el 7,3% intermensual també a l'agost, permet anticipar nous augments de l'activitat en els pròxims mesos.

Ateses les bones perspectives econòmiques, el Tresor italià va millorar les previsions sobre el dèficit per als pròxims anys, que passaria del 5,3% del 2009 a situar-se en el 2,7% del PIB el 2012, arran de la important contracció de la despesa pública. Una dada que podria ser excessiva-

**Les exportacions als països emergents creixen amb força.**

**El Tresor italià espera que el dèficit es redueixi fins al 2,7% el 2012.**

## El Govern britànic detalla les mesures de contenció de la despesa pública.

ment optimista si es té en compte que les previsions de creixement de l'economia transalpina superen, en més de mig punt, la mitjana de creixement dels quinze últims anys.

### El Govern del Regne Unit s'ajusta el cinturó

El Govern britànic va detallar, el 20 d'octubre, el pla d'austeritat, anunciat en el seu projecte de pressupostos generals del passat mes de juny, que busca reduir el dèficit des de l'11% del PIB actual a l'1,1% el 2015-2016. Per aconseguir-ho, el Govern disminuirà la despesa pública en 81.000 milions de lliures esterlines en els propers quatre anys. En el document s'especifica que aquesta retallada es durà a terme, en gran part, gràcies a millores d'eficiència i a la reducció d'alguns ajuts socials. No obstant això, els plans de contenció no afecten les partides que contribueixen al creixement a llarg termini, és a dir, la salut, l'educació i la inversió de capital.

Entre les mesures per reduir la despesa, destaca la reducció de l'ocupació del sector

públic. Així, segons les previsions de l'Office for Budget Responsibility, a partir de les quals s'elaboren els pressupostos, el total de funcionaris es reduirà en 490.000 abans de l'exercici 2014-2015. Tal com es va estipular en el projecte de pressupostos, un altre factor d'ajustament important és la retallada d'11.000 milions en subsidis per a les famílies amb nens, per a l'adquisició d'habitatge o per als pagaments per invalidesa. La congelació durant dos anys dels salaris dels funcionaris que guanyen més de 21.000 lliures a partir del 2011-2012 també reduirà la despesa pública en 3.300 milions.

Per la part dels ingressos, a més de l'increment de l'IVA del 17,5% al 20% al gener del 2011, es confirma la introducció d'una taxa bancària, del 0,04% el 2011 i del 0,07% el 2012, la qual s'aplicarà a les entitats financeres que operin al Regne Unit, nacionals o estrangeres, i que tinguin un passiu que superi els 20.000 milions de lliures sense incloure els dipòsits detallistes i el capital *Tier 1*. Encara que la legislació que regula aquesta taxa no estarà disponible fins al final del 2010, el govern estima ingressar 2.500 milions a l'any amb aquesta mesura.

## A partir del 2011, s'aplicarà una taxa bancària per incrementar els ingressos del Govern.

### REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	-0,1	-5,0	-5,4	-3,0	-0,3	1,7	-	...	-
Vendes al detall	1,7	1,0	2,1	2,7	0,0	1,1	1,6	0,7	0,5
Producció industrial	-3,1	-10,1	-10,4	-5,9	0,3	1,7	2,1	4,2	...
Taxa d'atur (1)	2,8	4,7	4,9	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Preus de consum	3,6	2,1	1,5	2,1	3,2	3,4	3,1	3,1	3,1
Balança comercial (2)	-93,6	-86,8	-84,1	-82,4	-82,8	-85,0	-88,5	-90,5	...
Tipus d'interès Lìbor 3 mesos (3)	5,5	1,2	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	97,6	73,9	83,7	79,1	80,4	78,2	81,5	82,3	81,3

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.

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

(3) Mitjana del període.

(4) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.

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

Amb aquestes reformes, seguint els consells d'organismes internacionals, el Govern britànic espera augmentar la credibilitat en el compliment de les finances públiques. En efecte, l'article del setembre sobre la situació de l'economia britànica de l'FMI valora positivament el seu esforç de contenció de la despesa pública. A més a més, aquest informe remarca que el benefici de reduir la despesa pública per disminuir el risc del deute supera les pèrdues a curt termini en termes de creixement.

Pel que fa a l'economia britànica, les variables d'oferta van mostrar un comportament erràtic. Mentre la producció industrial va augmentar el 0,2% en el mes d'agost i va situar l'increment interanual en el 4,2%, les enquestes de confiança industrial van experimentar una lleugera davallada al setembre.

D'altra banda, els indicadors de demanda van ser força febles. Així, tant el consum de les famílies com la confiança del consumidor van recular a l'agost i al setembre. Això coincideix amb l'alentiment en el procés de recuperació del mercat de treball, ja que el total d'aturats va augmentar al setembre per segon mes consecutiu.

Aquest estancament del consum contrasta amb l'evolució dels preus. Tot i que la inflació es va mantenir estable en el 3,1% al setembre, aquest nivell va ser superior a la mitjana de la Unió Europea, la taxa de la qual es va situar en el 2,2%, i va superar de nou el valor esperat. A més a més, el vestit i els aliments van ser, principalment, els elements que van exercir pressió a l'alça durant aquest mes, i no el component energètic. Per tant, la inflació es manté en nivells una mica incòmodes per a la gestió de la política monetària del Banc d'Anglaterra, motiu pel qual no es descarta una pujada dels tipus d'interès abans del que potser seria aconsellable

atesa la desacceleració de la reactivació de l'activitat econòmica.

### **Europa emergent: expansió econòmica amb ajust pressupostari**

Després d'un excel·lent primer semestre del 2010, durant el qual la regió es va beneficiar, apreciablement, de l'embranchada del cicle global d'expansió industrial, preocupava que, al llarg de la segona meitat de l'exercici, aquesta font d'activitat perdés vigor, ja que el cicle d'acumulació d'existències tendeix a perdre dinamisme a la zona de l'euro i en altres economies avançades i es temia que aquest procés fos l'avantsala d'un alentiment manufacturer generalitzat. Les dades d'activitat del tercer trimestre permeten allunyar aquests pronòstics poc esperançadors. La producció industrial s'ha accelerat a gairebé tots els països de l'Europa emergent fins a l'agost i ha registrat ritmes de creixement notables. La bona evolució de les comandes industrials i el manteniment de la confiança dels empresaris en nivells elevats pràcticament garanteixen el manteniment d'aquesta embranzida durant la resta de l'any. Les exportacions, per la seva banda, van tendir a accelerar-se fins a l'agost a totes les economies de la zona.

La consolidació de la recuperació és un factor que alleujarà l'ajustament fiscal que, amb més o menys intensitat, estan realitzant aquests països. Cal recordar que, a l'Europa emergent, coexisteixen tres situacions diferenciades en matèria de sanejament de les finances públiques. Hongria i Romania han hagut d'assumir importants ajustaments pressupostaris el 2010 per evitar que el dèficit públic es disparés més enllà del que exigeixen els seus compromisos internacionals. Uns altres, com Eslovàquia i la República Txeca, es beneficien d'uns menors desequilibris

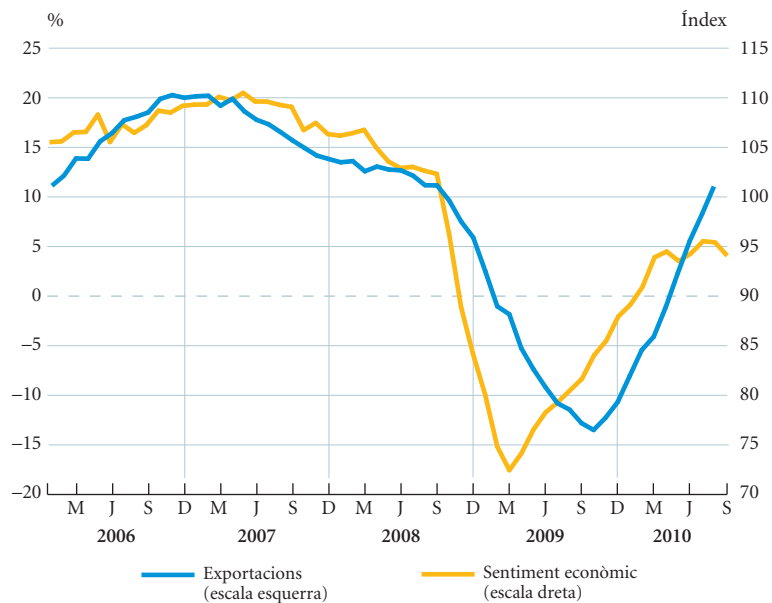
**La recuperació del mercat laboral britànic es frena.**

**A l'Europa emergent, les bones dades d'activitat en el tercer trimestre alleugen la preocupació sobre el cicle.**

**El to de l'activitat facilita els necessaris processos d'ajustament fiscal.**

## EUROPA EMERGENT: LES EXPORTACIONS DONEN SUPORT A LA RECUPERACIÓ ECONÒMICA

Indicador de sentiment econòmic i variació interanual de les exportacions (\*)



NOTA: (\*) Mitjana del saldo acumulat de 12 mesos de les exportacions i dels indicadors de sentiment econòmic d'Eslovàquia, Hongria, Polònia, la República Txeca i Romania.

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

**Mentre Hongria opta per impostos específics sectorials, Eslovàquia retalla la despesa i apuja la imposició indirecta.**

macroeconòmics, de manera que han pogut ajornar l'ajustament al 2011 i aprofitar el 2010 per consolidar la recuperació. Finalment, una tercera situació és la de Polònia, que, en experimentar un cicle econòmic més benigne que el de la resta de la regió, ha pogut ajornar fins al 2012 les mesures realment substantives de control de les finances públiques.

A mesura que es van coneixent els detalls dels projectes de pressupost per al 2011, es constaten les diferents vies que s'estan seguint. Els casos d'Hongria i d'Eslovàquia poden servir per exemplificar aquestes alternatives. A Hongria, sembla que s'optarà per un augment dels ingressos fiscals per la via dels impostos específics a determinats sectors (a més del ja conegut sobre la banca, a l'octubre, es van anunciar noves taxes sobre energia, telecomunicacions i cadenes de comerç al detall) i per la congelació de certes transferències, com els

pagaments del pressupost públic al pilar privat obligatori del sistema de pensions. Les dues línies d'ajustament equivalen, aproximadament, a l'1,9% del PIB.

Un ajustament d'una intensitat similar, però de característiques molt més ortodoxes, és el que segueix el Govern d'Eslovàquia. Per aconseguir un ajustament equivalent al 2,5% del PIB, es preveu un augment dels ingressos que pujarà a l'1,1% del PIB i una disminució de les despeses públiques que sumarà un total de l'1,4% del PIB. L'increment de la recaptació fiscal s'obté, fonamentalment, de l'augment de l'IVA i de diferents impostos especials.

A més d'assistir a la reducció dels dèficits públics de la regió, què ens oferirà el 2011? D'acord amb les nostres previsions, totes les economies esmentades –Eslovàquia, Hongria, Polònia, la República Txeca i Romania– registraran taxes positives de

**El 2011, la regió registrarà taxes positives de creixement, de l'ordre del 3% a la major part de països.**

variació del PIB. Polònia i Eslovàquia creixeran per damunt del 3% anual. El creixement que esperem per a la República Txeca se situarà una mica per sota d'aquesta xifra. Hongria se situarà en la zona del 2,5%, un ritme que, aproximadament, doblarà el de Romania. A la majoria de països, el binomi exportació-existències que ha impulsat el creixement el 2010 canviarà cap al format exportacions-inversió.

Aquest escenari benigne està subjecte a una notable incertesa. Una primera preocupació és que el creixement econòmic a la zona de l'euro acabi essent sensiblement pitjor del que apunten les previsions. Si es produeix aquesta adversitat, l'Europa emergent patiria els efectes d'una menor aportació del sector exterior (molt orientat al mercat dels països de la moneda única) i d'unes entrades de capitals internacionals més reduïdes. Aquests fluxos comercials i de capitals, que s'han recuperat notablement el 2010 i per als quals es preveu una aportació important el 2011, són

un dels factors claus que sustenten l'escenari de creixement esbossat més amunt. Els capitals estrangers també podrien recular si es produís un augment de l'aversion al risc, ja sigui de caràcter global, regional o nacional. En aquest últim cas, un dels aspectes que, probablement, incidiria en el sentiment inversor seria una evolució de les finances públiques més negativa del que està previst.

Un últim factor de risc, a més dels que acabem d'esmentar, és el derivat de la situació política. Es tracta d'un risc especialment evident en el cas de Romania, país en què la coalició governamental tracta de conciliar un esforç de reforma estructural amb uns suports socials i polítics reduïts. Així i tot, aquesta no és una problemàtica exclusiva de Romania. Així, per exemple, els vaivens de la política econòmica a Hongria ens recorden les dificultats de governar una recuperació que depèn molt del que passi fora de la regió.

**Persisteixen els riscos derivats de la dependència econòmica i financera de la zona de l'euro.**

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

**Els mercats financers esperen les noves mesures d'expansió quantitativa de la Fed.**

### Els bancs centrals capturen l'atenció dels mercats

L'FMI preveu que el creixement econòmic mundial superarà el 4% al llarg del 2010 i del 2011. Aquest ritme d'expansió seria similar al dels anys anteriors a la crisi iniciada a l'estiu del 2007. No obstant això, aquesta xifra agregada amaga realitats molt diferents. La contribució al PIB mundial

dels diferents blocs de països no serà equilibrada i descansarà, principalment, en les economies emergents, mentre que els països desenvolupats registraran una velocitat notablement inferior.

Els Estats Units, la tradicional locomotora econòmica del món, registren un nivell baix d'inflació i un creixement per sota del seu potencial. A més a més, els indica-

### 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)	Euribor (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						
<b>2009</b>									
Setembre	1,00	0,75	1,24	0,25	0,29	0,35	0,50	0,54	0,31
Octubre	1,00	0,72	1,24	0,25	0,28	0,33	0,50	0,59	0,34
Novembre	1,00	0,72	1,23	0,25	0,26	0,30	0,50	0,61	0,32
Desembre	1,00	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
<b>2010</b>									
Gener	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrer	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Març	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Maig	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Juny	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Juliol	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agost	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Setembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre (1)	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	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.

dors més recents indiquen que aquesta situació es podria allargar en el temps. La Reserva Federal ha manifestat en repetides ocasions la seva gran preocupació per aquesta situació i la seva ferma voluntat d'emprar les eines que té al seu abast per impulsar l'economia. En aquest context, ha adquirit una gran transcendència la reunió que la Fed celebrarà els dies 2 i 3 de novembre. L'atenció dels inversors se centra en el contingut i en el to del comunicat, ja que s'espera que s'hi anunciï un nou paquet de mesures d'expansió quantitativa. El consens del mercat apunta que la Fed decidirà posar en marxa un nou programa de compra de deute públic, però d'una quantia inferior a l'anunciada el 2009 i amb una agenda oberta i flexible, és a dir, sense comprometre dates ni quanties com en l'ocasió anterior.

Atès aquest panorama, els tipus interbancaris en dòlars romanen en nivells molt reduïts, i tot indica que, a curt i a mitjà termini, registraran modificacions significatives, ja que la liquiditat proporcionada per la Fed s'incrementarà amb el previsible nou programa de compres de deute públic.

Al vell continent, la situació a la qual s'enfronta el Banc Central Europeu (BCE) és diferent. D'una banda, la institució observa amb satisfacció la progressiva millora dels mercats de deute sobirà dels països perifèrics i constata l'evidència creixent sobre la normalització del mercat interbancari. De l'altra, el banc emissor s'enfronta a una situació on l'activitat econòmica d'Alemanya mostra un fort dinamisme, mentre que altres països continuen afrontant importants obstacles.

En aquest escenari, una de les possibilitats que va guanyant cos és que el BCE comenci a reformular l'estratègia dissenyada per afrontar els problemes de liquiditat que afecten la regió. Tenint en compte això, el

president del Banc Central Europeu, J.-C. Trichet, ha manifestat que, ara com ara, la institució manté en funcionament totes les facilitats de crèdit i el programa de compra de bons, però que, al començament del 2011, avaluarà si és oportú retirar-los. En aquest sentit, destacats membres del banc emissor, com, per exemple, l'alemany Axel Weber, s'inclinen per una pròxima retirada de les mesures excepcionals.

La consolidació de la millora als mercats monetaris de la zona de l'euro es veu reflectida en el notable repunt que s'ha observat en els tipus euríbor durant els últims mesos. Aquest moviment respon a la progressiva superació de la crisi bancària, fet que propicia que les entitats financeres deixin d'acaparar liquiditat, que baixi l'excés de reserves en el sistema i que, conseqüentment, es produeixi un increment dels tipus d'interès interbancaris.

A Àsia i, més concretament, a la Xina, el banc central (PBoC) s'enfronta a una situació que, tot i que diferent a la que travessen els Estats Units o la zona de l'euro, no està lliure de dilemes importants. Així, el PBoC va decidir apujar per sorpresa el tipus d'interès dels dipòsits a un any (considerat el tipus d'interès de referència) i el dels préstecs en 25 punts bàsics (100 punts bàsics és un 1%), fins al 2,5% i al 5,56%, respectivament. Amb aquesta decisió, les autoritats manifesten la seva determinació de mantenir sota control les expectatives d'inflació, les pressions inflacionistes i els preus del mercat immobiliari.

### **El deute públic mira els bancs centrals**

Durant l'últim mes, els moviments que s'han produït en el deute públic han estat impulsats, en primer lloc, per les declaracions dels bancs centrals i, de manera secundària, per les novetats en les dades macroeconòmiques i pressupostàries.

**El repunt dels tipus interbancaris a la zona de l'euro respon a la normalització creixent del mercat.**

**La Xina mostra la seva determinació de mantenir continguda la inflació.**

**Puja el preu del deute sobirà als Estats Units i al Japó per les accions dels bancs centrals.**

**A la zona de l'euro, el deute públic dels països perifèrics ha reduït els diferencials amb Alemanya.**

En el cas dels Estats Units, les declaracions del president de la Fed, B. Bernanke, que apuntaven a una nova ronda d'expansió quantitativa per part de la institució i a una presumible compra de bons, han propiciat una retallada addicional de les rendibilitats, concentrada, sobretot, en els trams intermedis (5-7 anys). A l'expectativa d'un increment de la demanda de *treasuries* per part de la Fed, s'ha afegit la previsió d'una menor oferta relativa en les emissions per als dotze propers mesos. Efectivament, el dèficit fiscal de l'any 2010 als Estats Units ha estat inferior al previst i la previsible expiració d'una sèrie de reduccions temporals d'impostos ha rebaixat la previsió de dèficit fiscal per a l'any 2011. Aquests dos factors han incrementat el preu del deute públic als Estats Units.

En canvi, el deute públic europeu ha tingut un comportament diferent. Així, els bons dels països centrals de la zona de l'euro –Alemanya i França– han registrat lleugers ascensos en els trams llargs. Per exemple, el bo amb venciment a 10 anys a Alemanya cotitza una rendibilitat del 2,35% i a França, del 2,70%, 4 i 3 punts bàsics per damunt del final de setembre, respectivament. Més espectaculars són els moviments en els tipus o en les rendibilitats dels trams curts i mitjans (des de 3 mesos fins a 7 anys), que han augmentat durant l'últim mes en uns 20 punts bàsics. Aquest comportament de les rendibilitats és degut a tres factors. En primer lloc, l'esmentada embranzida dels tipus d'interès monetaris arran de la reducció de l'excés de liquiditat. En segon lloc, la publicació d'unes dades econòmiques a Alemanya que

**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
<b>2009</b>								
Setembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Novembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Desembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
<b>2010</b>								
Gener	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrer	3,10	3,40	3,86	4,00	3,61	1,31	4,03	1,90
Març	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Maig	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Juny	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Juliol	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agost	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Setembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre (*)	2,38	2,77	3,98	3,76	2,53	0,88	2,95	1,49

NOTA: (\*) Dia 18.

FONT: Bloomberg.



han estat millors del que s'esperava. I, en tercer lloc, la progressiva reconducció de la crisi de deute sobirà als països perifèrics, que ha permès desfer una part dels fluxos de «fugida cap a la qualitat».

Pel que fa al deute públic dels països perifèrics de la zona de l'euro, sembla que, efectivament, s'està superant el pitjor de la crisi, de manera que ha tingut lloc una intensa reducció dels diferencials dels bons grecs, irlandesos i portuguesos en relació amb el deute alemany. No obstant això, la situació queda lluny d'una normalització plena, i els diferencials es mantenen elevats i evidencien que els inversors continuen percebut riscos elevats en aquests països.

De cara als pròxims mesos, i al compàs dels anuncis i de les actuacions efectives que realitzi la Fed, és previsible que les rendibilitats del deute públic als Estats Units estiguin sotmeses a una major volatilitat i experimentin oscil·lacions una mica més intenses que les viscudes des de l'inici de l'any. En qualsevol cas, la potencial actuació de la Fed representa un factor poderós que contindrà i limitarà les eventuais tendències sostingudes a l'alça en les rendibilitats. Perquè això tingui lloc, caldrà que la perspectiva de recuperació econòmica i d'allunyament del risc de deflació es consolidi als ulls dels inversors i del banc central. Per la seva banda, també és previsible que el deute sobirà del nucli de la zona de l'euro mantingui els nivells actuals durant un temps i que, al llarg de l'any vinent, emprengui una suau tendència alcista. Pel que fa al deute dels països perifèrics, s'aniran reduint lentament els diferencials amb Alemanya, tot i que es poden produir perturbacions puntuals.

### **Turbulències als mercats de divises**

Un cop transcorreguts més de tres anys des de l'esclat, a l'agost del 2007, de la crisi

actual, alguns països estan sucumbint a la temptació d'aplicar directa o indirectament mesures de naturalesa proteccionista. Si, al principi de la crisi, es va recordar i es va assumir el mal resultat obtingut per aquestes polítiques durant la depressió dels anys trenta, a mesura que ha anat passant el temps, sembla que alguns governs han oblidat aquella lliçó i, amb les seves decisions, estan provocant certes friccions comercials.

L'expectativa de la posada en marxa d'un nou programa d'expansió quantitativa per part de la Fed i les reticències de les autoritats xineses a l'hora d'apreciar la seva divisa se situen a la base de les turbulències als mercats de divises.

Atès el risc d'augment de les taxes d'atur, alguns països orientats eminentment a l'exportació han intervingut als mercats de canvis, amb diferents tipus de mesures, per evitar una pèrdua de competitivitat a conseqüència de l'apreciació de les seves divises. La premsa financera ho ha anomenat la «guerra de les monedes» pel fet que les monedes s'han convertit en les bales de l'enfrontament. Diversos organismes supranacionals, com, per exemple, el Fons Monetari Internacional, han recordat que els països han de lluitar contra la temptació d'adoptar polítiques proteccionistes que, tot i resultar atractives a curt termini, acaben essent perniciosos per al creixement mundial.

Així, per exemple, al final de setembre, el ministeri de Finances japonès va ordenar al Banc del Japó que intervingués al mercat de divises, venent iens i comprant dòlars, per evitar l'apreciació de la moneda nipona. No obstant això, l'impacte sobre els mercats ha estat modest, ja que, el 15 d'octubre, un dòlar es canviava per 80,88 iens, més apreciat que en el moment de la intervenció. Aquest nivell s'apropa molt al rècord, des de la Segona Guerra Mundial, de 79,75 iens per dòlar assolit a l'abril de 1995.

**És previsible que les rendibilitats del deute públic dels Estats Units estiguin sotmeses a una major volatilitat.**

**Els anuncis de la Fed i de les autoritats xineses han creat tensió als mercats de divises.**

**Les friccions comercials es tradueixen en un augment de la volatilitat als mercats de divises.**

## LA INTERVENCIÓ DEL BANC DEL JAPÓ AL SETEMBRE NO VA TENIR EFECTES DURADORS

Evolució de la cotització del dòlar-ièn



FONT: Bloomberg.

**La divisa xinesa continua concentrant totes les mirades després de la bona dada d'acumulació de reserves.**

Al centre de totes les mirades, però, hi ha la Xina i la seva divisa. En el seu recent viatge a Europa, el primer ministre xinès, Wen Jiabao, va explicar que les pressions al seu país per aconseguir l'apreciació del renminbi són contraproduents, ja que provocaria que les empreses xineses entrassin en pèrdues, atesos els seus ajustats marges, la qual cosa crearia un problema global encara més greu. No obstant això, la publicació de l'elevada dada d'acumulació de reserves internacionals per part de la Xina va proporcionar un argument als qui sostenen que la divisa xinesa està depreciada artificialment.

**Atès aquest panorama, diversos governs sol·liciten que la situació al mercat de divises es tracti en la propera cimera del G-20.**

En qualsevol cas, la llista de països que han intervingut al mercat de divises és més extensa. Per exemple, el Brasil va anunciar, el 18 d'octubre, la segona pujada en dues setmanes de l'impost cobrat als estrangers que inverteixen en renda fixa (del 4% al 6%), amb la qual cosa pretén frenar l'apreciació del real. Addicionalment, el banc central del Brasil ha intensificat la compra de dòlars. El ministre brasiler d'Hisenda,

Guido Mantega, va declarar que el Govern estudia implementar altres mesures per contenir l'alça del real, tot i que no va desvetllar cap detall.

A causa de la situació actual, diversos governs han sol·licitat oficialment que la situació al mercat de divises sigui tractada en la propera cimera del G-20, que se celebrarà al novembre a Corea del Sud. Amb tota probabilitat així succeirà, i els acords que s'aconsegueixin, possiblement no formals ni oficials, seran un element bàsic per evitar inestabilitats canviàries i comercials severes.

### **Els mercats de renda fixa privada mantenen un comportament positiu**

L'evolució de la renda fixa privada manté un to molt positiu. En les últimes setmanes, aquesta tendència alcista s'ha vist reforçada per l'expectativa d'un increment de liquiditat monetària per part de diversos bancs centrals, entre els quals cal es-

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

18-10-2010

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2009	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	81,2	-5,5	-14,5	-11,5
Lliura esterlina	0,630	2,1	-1,9	-3,4
Franc suís	0,962	-4,5	-7,7	-5,2
Dòlar canadenc	1,019	-0,9	-3,3	-0,9
Pes mexicà	12,481	-2,3	-4,9	-3,7
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,388	-6,2	3,1	7,3
Ien japonès	112,7	0,7	-18,2	-20,3
Franc suís	1,334	1,6	-11,2	-13,4
Lliura esterlina	0,874	3,9	-1,4	-4,2
Corona sueca	9,279	1,4	-10,5	-11,6
Corona danesa	7,457	0,1	0,2	0,2
Zloty polac	3,922	-0,5	-4,6	-6,2
Corona txeca	24,53	-0,4	-7,8	-5,0
Forint hongarès	275,7	-1,8	1,9	4,1

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

FONT: Bloomberg.

mentar la Fed, el Banc d'Anglaterra i el Banc del Japó. Aquest increment de la liquiditat es podria dirigir cap al mercat de renda fixa privada, ja que proporciona rendibilitats més altes que el deute sobirà en un context en què la majoria de companyies prou grans per poder acudir als mercats de capitals estan anunciant bons resultats empresarials.

Efectivament, el cicle econòmic juga a favor, i el benefici de les empreses s'ha recuperat amb notable rapidesa. Aquests dos factors i l'escàs esforç inversor de les companyies generen un intens creixement del flux de caixa, de manera que la ràtio de liquiditat sobre endeutament de les grans empreses globals ha assolit un nivell elevat en termes històrics.

En aquest entorn, les empreses grans i mitjanes aprofiten els baixos tipus d'interès

als mercats de capitals per refinançar el seu endeutament a uns nivells molt atractius. Si durant l'any 2009 van ser les companyies amb elevats *ratings* crediticis les que van poder aprofitar la millora de les oportunitats, enguany aquesta possibilitat s'ha estès a companyies amb perfils crediticis menys forts. Això queda reflectit en l'increment històric dels volums d'emissions de bons corporatius i en els reduïts tipus d'interès de nombroses emissions, que, en alguns casos, han caigut a mínims històrics segons els segments econòmics.

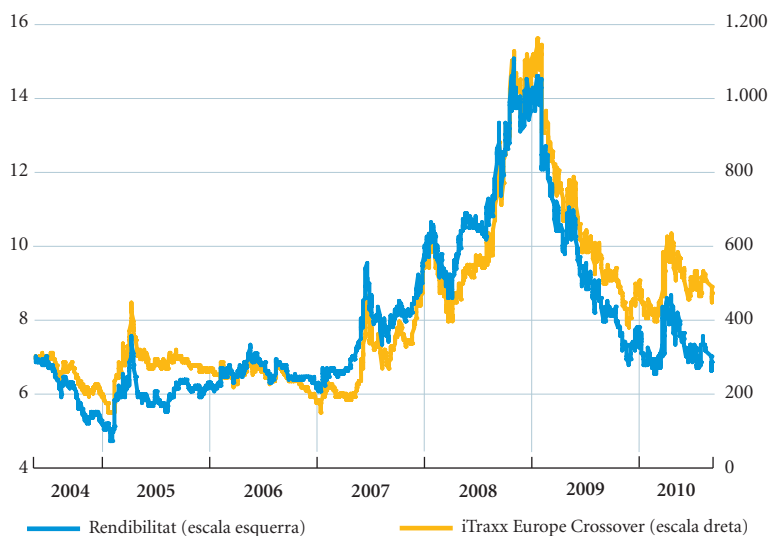
Però fins a on poden continuar millorant les condicions financeres als mercats de renda fixa privada? A mitjà termini, tot apunta a un to global positiu per la continuïtat dels factors exposats més amunt, i, a més a més, perquè, tot i que les rendibilitats de nombrosos sectors ja estan en mínims històrics, els diferencials de crèdit

**Es manté el bon to al mercat de renda fixa privada.**

**El potencial increment de liquiditat i els bons resultats empresarials continuen afavorint els bons corporatius.**

## ES CONTINUEN REDUINT ELS DIFERENCIALS I LES RENDIBILITATS DE LA RENDA FIXA HIGH YIELD

Diferencial en punts bàsics i rendibilitat en percentatge de l'iTraxx 5 anys a la zona de l'euro



FONT: Bloomberg.

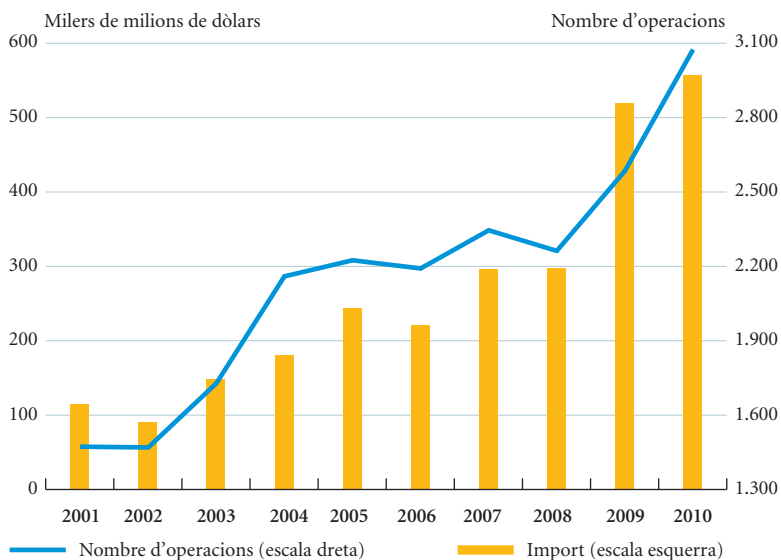
**Les empreses que poden emetre deute han aconseguit refinançar el seu endeutament a nivells molt atractius.**

encara ofereixen un marge de reducció a mitjà i a llarg termini. No obstant això, en alguns segments del mercat de bons cor-

poratius (en particular d'emissors *high yield*), es perceben certs excessos, en forma de volums d'emissió i de negociació

## ELS INVERSORS DEMANDEN BONS EMERGENTS

Emissions de bons emergents. Import i nombre d'operacions



NOTA: Des de l'inici d'enguany fins al 15 d'octubre.  
FONT: Bloomberg.

anormalment elevats, deteriorament de les ràtios de deute de l'emissor i reduccions d'*spreads* molt ràpides, fins al punt que és qüestionable que estiguin recollint de forma adequada els importants riscos que encara planen sobre les perspectives econòmiques.

### **Les borses avancen sigil·losament**

Els principals índexs borsaris s'han continuat comportant de manera irregular i dispar a l'octubre, dins del patró d'oscil·lacions àmplies i de tendències febles que han mostrat al llarg d'enguany. Malgrat aquesta circumstància, el balanç final del mes ha estat positiu per a la majoria dels mercats de renda variable. En aquest sentit, cal destacar que els mercats de les economies emergents, seguits dels nord-americans, estan experimentant una evolució més sòlida i consistent que la que s'observa a Europa.

Dos factors han influït en el comportament relatiu de la renda variable europea, que ha estat més negatiu. El primer deriva de la crisi del deute sobirà, que, tot i que es vagi superant, deixa seqüeles en forma de creixement lent i de restriccions sobre els sectors que depenen més dels pressupostos públics. El segon ha estat l'apreciació de l'euro enfront del dòlar, ja que, als índexs europeus, tenen una presència elevada companyies amb un fort component exportador.

En qualsevol cas, l'escenari actual presenta diversos elements favorables per a la renda variable global. En primer lloc, les polítiques monetàries expansives. En segon lloc, gràcies a la important aportació dels emergents, les dades macroeconòmiques publicades aquesta tardor han estat més positives del que havia previst el consens d'economistes i han allunyat la possibilitat d'una recaiguda en la recessió. En

tercer lloc, a poc a poc, la confiança dels inversors es va recuperant. Un dels indicadors que reflecteixen millor la menor aversió al risc és, precisament, la reducció de la volatilitat als mercats de renda variable. Efectivament, la moderació de les primes de risc es tradueix en una reducció de la vulnerabilitat dels mercats i propicia un entorn d'inversió més atractiu en termes de rendibilitat enfront d'altres actius com el deute públic.

Des del punt de vista corporatiu, el mes d'octubre ha estat protagonitzat per l'inici de la publicació dels resultats empresarials del tercer trimestre. En el cas dels Estats Units, aquest és un període crític per prendre el pols a la recuperació i a la situació de les empreses: després de sis trimestres consecutius de revisió a l'alça de les estimacions de beneficis, el consens d'analistes va moderar, entre el juliol i el setembre, la xifra prevista de creixement dels guanys. Els analistes justificaven aquestes decisions amb les dades macroeconòmiques publicades durant l'estiu, que indicaven una frenada en la recuperació econòmica. Aquesta por era compartida pels organismes supranacionals i pels gestors de la política econòmica. No obstant això, els anuncis de resultats empresarials han començat amb una nota molt positiva. En aquest sentit, es pot citar, per exemple, l'índex S&P 500, en què el 79,1% de les empreses que han anunciat els seus beneficis trimestrals han batut els pronòstics dels analistes de borsa.

De cara als pròxims mesos, i sota la premissa d'una millora progressiva de l'escenari macroeconòmic global, les previsions per a la renda variable són positives. Entre els elements que donarien suport a una tendència alcista, cal destacar la possibilitat de noves mesures d'injecció de liquiditat per part d'alguns bancs centrals, l'augment dels fluxos de capital cap als actius de risc (amb especial preferència pels mer-

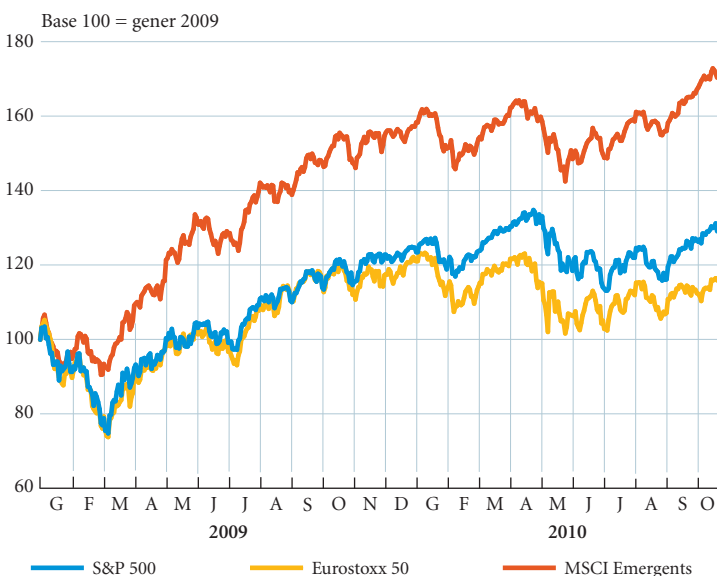
**Prosegueix la tendència d'augment del deute d'empreses als països emergents.**

**La renda variable nord-americana mostra un comportament més positiu que l'europea.**

**Les expectatives de creixement econòmic donen suport als mercats borsaris.**

## EVOLUCIÓ DE LES PRINCIPALS BORSES INTERNACIONALS

### Índexs de borses



FONT: Bloomberg.

## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

25-10-2010

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	10.978,6	2,1	5,3	9,3
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.165,9	2,0	4,6	6,9
<i>Nasdaq</i>	2.437,0	3,4	7,4	12,6
Tòquio	9.381,6	-2,5	-11,0	-9,2
Londres	5.711,1	1,9	5,5	8,9
Zona de l'euro	2.838,1	1,3	-4,3	-3,0
<i>Frankfurt</i>	6.498,2	3,2	9,1	11,8
<i>París</i>	3.806,8	0,5	-3,3	-1,7
<i>Amsterdam</i>	338,6	-0,4	1,0	4,2
<i>Milà</i>	21.331,7	2,8	-8,2	-12,0
<i>Madrid</i>	10.873,2	1,2	-8,9	-7,8
Zuric	6.476,4	0,2	-1,1	0,8
Hong Kong	23.556,5	7,2	7,7	5,2
Buenos Aires	2.727,9	7,7	17,5	21,5
São Paulo	69.863,6	2,5	1,9	7,0

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: Ibx 35 de les borses espanyoles; Zuric: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FONT: Bloomberg.

cats emergents), els bons resultats empresarials, i, finalment, la intensificació de l'activitat de fusions i adquisicions corporatives. No obstant això, notícies relatives

a perturbacions als mercats de divises i decisions excepcionals i inesperades de política monetària podrien, a curt termini, generar ajustaments a la baixa.

## Inversions saludables: el sector de la salut als mercats borsaris

Al llarg dels últims anys, la despesa en sanitat<sup>(1)</sup> dels països de l'OCDE ha anat guanyant importància en el conjunt de les seves economies, i, últimament, els països emergents s'han afegit a la tendència. Atesa la perspectiva de continuïtat dels factors bàsics que li donen suport, cal esperar que aquesta evolució es perllongui a mitjà i a llarg termini.<sup>(2)</sup> No obstant això, en aquests moments, la crisi econòmica mundial és un seriós obstacle, ja que comporta retallades pressupostàries dels governs. Davant d'aquestes dinàmiques, un àmbit que adquireix rellevància és l'anàlisi del sector des de la seva faceta financera i, en concret, de la seva presència als mercats borsaris: ponderació, composició, perfil rendiment-risc, evolució i perspectives.

La capitalització relativa de les empreses de salut als mercats borsaris s'ha quedat, en general, endarrerida en relació amb el pes total del sector en el PIB. El cas d'Espanya, només amb una companyia present en l'índex Ibex 35, és especialment destacat. De fet, per al conjunt de països de la zona de l'euro, que comparteixen característiques socials i institucionals, la ponderació és relativament baixa. La xifra augmenta quan es consideren també països com Suïssa i el Regne Unit, seus de poderoses firmes farmacèutiques. Però és als Estats Units on la presència borsària del sector de la salut exhibeix la seva màxima expressió, tant en ponderació total com en diversitat de subsectors i models de negoci de les empreses. En gran part, això respon a les diferències institucionals en la provisió i en la producció d'aquests serveis: presència preponderant de l'administració pública a Europa enfront del protagonisme de l'empresa privada als Estats Units. Per la seva banda, als països emergents, el pes total encara és relativament modest, tot i que en ràpida expansió.

Habitualment, s'identifica el sector de la salut amb la indústria farmacèutica, a causa de la notorietat i del volum que assolixen les grans companyies a través de les vendes dels anomenats *blockbusters* (medicines amb vendes superiors als 1.000 milions de dòlars anuals). Als principals índexs borsaris globals referenciats al sector, les companyies farmacèutiques representen, aproximadament, el 70% del total. La resta de companyies relacionades amb la salut engloba, amb més o menys pes, les biotecnològiques, les empreses d'equipaments mèdics, les asseguradores de salut i les proveïdores de serveis mèdics (gestores d'hospitals, ambulàncies, etc.) i de subministraments sanitaris (productes per a anàlisis, xeringues, etc.). Així mateix, una dimensió molt important que cal tenir en compte en aquest sector és la divisió geogràfica, amb els Estats Units dominant amb escreix l'espectre de companyies i aconseguint unes vendes totals, només en medicaments, de 80.000 milions de dòlars el 2009. En segon lloc, se situen les empreses europees, la capacitat d'actuació i de rendiment de les inversions de les quals és limitada per la normativa sobre tarificació dels medicaments (a través de la qual els governs tenen el control per la via dels preus de reemborsament). Recentment, ja en l'última dècada, s'ha donat entrada a la indústria farmacèutica dels països emergents, com l'Índia i la Xina, on el ritme de les vendes presenta un creixement accelerat.

(1) En el text, es consideren assimilables els termes salut i sanitat i s'utilitzen indistintament.

(2) Vegeu la resta de requadres d'aquest volum.

En termes de caracterització borsària, el sector de la sanitat s'ha identificat, tradicionalment, com un sector relativament defensiu, en el sentit que, en èpoques de crisi econòmica, continua oferint perspectives de creixement sostenible, retorns del capital atractius per als inversors i un risc moderat (llevat de segments com el de les biotecnològiques). Els aspectes sobre els quals es basa aquesta percepció són, d'una banda, la perspectiva d'un augment estable de la demanda independentment del cicle econòmic i, de l'altra, el limitat paper del sector públic en el procés de recerca i desenvolupament de nous medicaments (en especial, al mercat nord-americà).

## PES RELATIU DEL SECTOR DE LA SALUT ALS PRINCIPALS ÍNDEXS BORSARIS

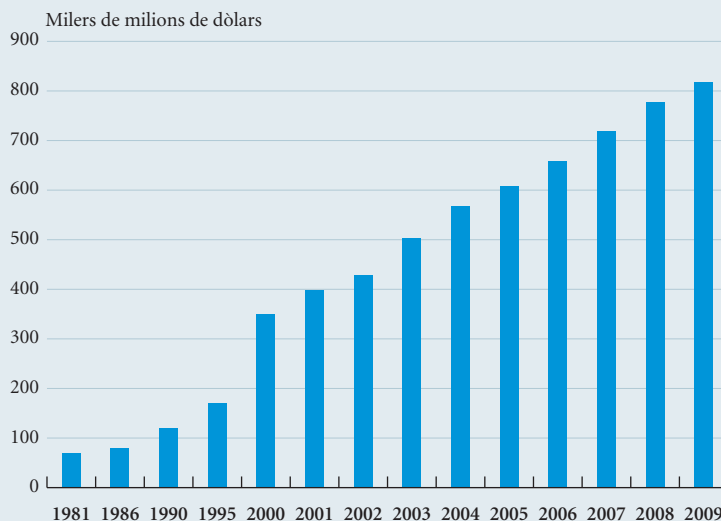
Dades a 15 d'octubre del 2010, en percentatge

	IBEX 35	Índex Gral. Madrid	Euro Stoxx	Europe Stoxx 600	S&P 500	NIKKEI 225	Shanghai Composite	Bombay 500
<b>Salut Total</b>	<b>0,51</b>	<b>0,91</b>	<b>3,98</b>	<b>9,4</b>	<b>11,06</b>	<b>9,56</b>	<b>2,68</b>	<b>4,37</b>
Farma i biotecnologia	0,51	0,87	2,91	8,35	7,59	6,8	2,61	4,21
<i>Farma</i>	–	0,51	2,66	8	6,16	<i>n.d.</i>	2,5	4,11
<i>Biotecnologia</i>	0,51	0,36	0,24	0,35	1,43	<i>n.d.</i>	0,11	0,09
Equipament i serveis	–	0,04	1,07	1,36	3,47	2,76	0,07	0,16
<i>Equipaments mèdics</i>	–	0,02	0,04	0,5	1,28	<i>n.d.</i>	0,03	<i>n.d.</i>
<i>Serveis de salut</i>	–	0,02	0,62	0,3	1,61	<i>n.d.</i>	0,01	<i>n.d.</i>
<i>Subministraments</i>	–	–	0,41	0,26	0,58	<i>n.d.</i>	0,03	<i>n.d.</i>

FONT: Bloomberg.

## VENDES GLOBALES DEL SECTOR FARMACÈUTIC

1981-2009



FONT: IMS Health.

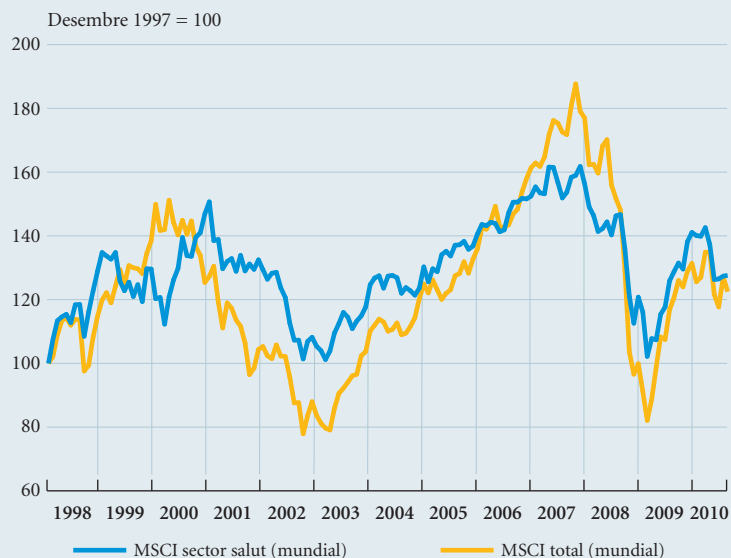


La valoració d'aquestes companyies és complexa i ha d'incorporar múltiples consideracions. Amb la premissa d'aconseguir nivells de creixement sostingut, les companyies, en particular les farmacèutiques occidentals, han d'afrontar, avui en dia, els efectes negatius sobre els seus marges i ingressos de l'alentiment de l'economia i dels ajustaments pressupostaris dels governs, que són agents fonamentals en la provisió dels serveis de salut. Addicionalment, han de gestionar alguns aspectes crítics que fan que aquest sector sigui singular. En primer lloc, l'envelliment de la cartera de productes i l'aproximació del final de la vigència de nombroses patents. En segon lloc, la intensificació dels riscos inherents al sector, entre els quals cal destacar l'obtenció de llicències de les autoritats sanitàries i els obstacles administratius. En tercer lloc, els canvis reguladors imposats per alguns governs sobre la comercialització dels productes i dels serveis sanitaris (per exemple, la recent llei de reforma de la sanitat impulsada per l'administració Obama als Estats Units).

Ateses aquestes dificultats, les companyies tracten de donar-hi resposta buscant noves alternatives de creixement i de creació de valor per a l'accionista, mitjançant, en primer lloc, la recerca i el desenvolupament de nous medicaments i la millora de processos clínics. L'entrada als països emergents és també una via prometedora d'expansió, tot i que problemàtica. Un altre front rellevant, amb capacitat per incidir ràpidament en la cotització de les companyies de salut als mercats borsaris, són les operacions de fusió i adquisició. A l'hora de buscar un creixement sostingut, la combinació d'empreses és una de les alternatives més utilitzades. En l'actualitat, s'identifiquen al mercat un seguit d'aspectes que propicien la realització d'aquesta classe d'operacions corporatives. En primer lloc, els avantatges en forma d'eficiència, sinergies i diversificació de riscos derivats de la convergència de fabricants de productes sota patent amb productors de genèrics i biotecnològiques. En segon lloc, l'augment de les possibilitats d'inversió en les economies emergents si es disposa de prou escala. En tercer lloc, la valoració actual de les com-

### EL SECTOR SALUT A LA BORSA: UNA EVOLUCIÓ CÍCLICA MÉS SUAU

Evolució borsària del sector de la salut global

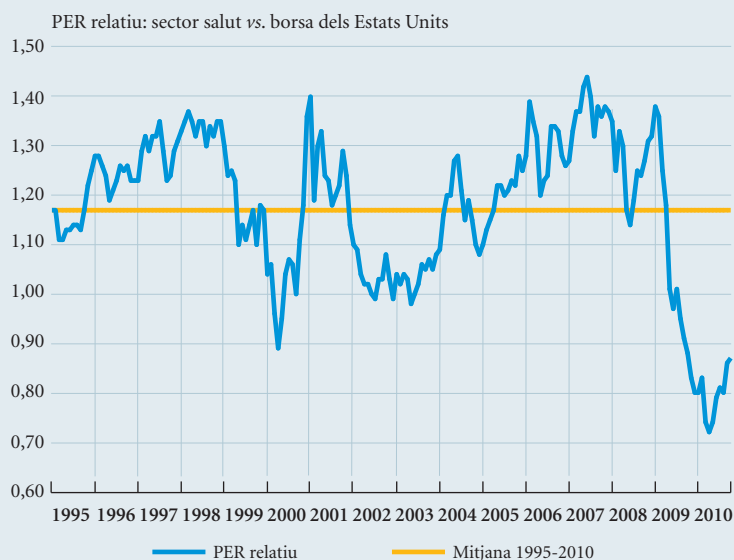


FONT: Bloomberg.

panyies farmacèutiques és baixa en relació amb la mitjana històrica, la qual cosa fa més atractives les operacions financeres en relació amb els preus negociats en el passat.

Certament, el comportament borsari de les empreses de salut no s'ha desmarcat dels pobres registres que han caracteritzat el conjunt de la renda variable global en els últims anys, però, malgrat tot, els seus beneficis han tingut una evolució notablement superior, de manera que la seva valoració relativa ha guanyat atractiu. Quan se superin els desafiaments existents a curt termini, gràcies a la capacitat d'adaptació que mostren les empreses, cal esperar que les palanques sobre les quals es recolza el creixement tendencial del sector (recerca i desenvolupament, demografia, globalització i augment de la renda i de la riquesa) suposin també un impuls de les vendes, dels beneficis i, possiblement,<sup>(3)</sup> de les cotitzacions del conjunt del sector.

### EL SECTOR ES MOSTRA ATRACTIU EN TERMES DE VALORACIÓ



FONT: Thomson Reuters Datastream.

(3) Diversos estudis han mostrat que hi ha factors amb una incidència a llarg termini que, tot i ser coneguts, no s'incorporen o no es descompten completament en les cotitzacions de cada moment, la qual cosa comporta la possibilitat d'obtenir rendiments anormals. Vegeu, per exemple, Della Vigna, Stefano i Joshua Pollet, «Demographics and Industry Returns», The American Economic Review, desembre 2007.

*Aquest quadre ha estat elaborat per Beatriz Villafranca  
Departament de Mercats Financers, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

### L'activitat econòmica mostra signes de reflux en el tercer trimestre

Sembla que la recuperació econòmica, que es va intensificar durant la primera meitat de l'exercici i va anotar dos trimestres consecutius de creixement, es va prendre un respir en el tercer trimestre. Els indicadors disponibles apunten a una desacceleració del consum i de la inversió després de l'impuls de les compres en el segon trimestre, propiciat per la pujada dels tipus de l'impost sobre el valor afegit (IVA) en el mes de juliol. La contrapartida d'aquesta anticipació, juntament amb la progressiva retirada dels estímuls econòmics, ha motivat un cert reflux en el tercer trimestre. Així, durant els mesos d'estiu, l'indicador de sentiment econòmic es va situar lleugerament per sota del nivell del juny. D'aquesta

manera, es podria haver registrat una lleugera reculada transitòria del producte interior brut.

En general, el consum va fluïxegar durant l'estació càlida. Les vendes al detall, sense els vehicles, van baixar el 2,3% interanual en el període juliol-agost. Més intensa va ser la caiguda de les vendes d'automòbils, que, afectades per l'esgotament dels ajuts directes a la compra, van registrar un descens interanual del 25,0%, el qual contrasta amb una pujada anual del 35,3% en el segon trimestre. D'aquesta manera, les vendes de cotxes van tornar als nivells del 1995. No obstant això, la producció de béns de consum va augmentar l'1,0% en els dos primers mesos del tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, per bé que aquesta taxa se situa 1,5 punts

**L'impuls derivat de l'anticipació de compres per la pujada de l'IVA té la seva contrapartida en el tercer trimestre.**

**Les vendes al detall i les de cotxes baixen, però millora la confiança dels consumidors a l'agost i al setembre.**

### EL CONSUM D'ELECTRICITAT ES MODERA

Variació interanual del consum d'electricitat



NOTA: Corregit dels efectes de laboralitat i de temperatura.  
FONT: Xarxa Elèctrica Espanyola.

**La supressió parcial de la desgravació fiscal el 2011 anima les transaccions d'habitatges.**

per sota de la del trimestre precedent. D'altra banda, la confiança dels consumidors va millorar a l'agost i al setembre, tot i que es trobava per sota de la mitjana històrica.

Pel que fa a la inversió en béns d'equipament, la producció de béns de capital es va reduir el 5,9% al juliol-agost en relació amb el mateix període de l'any anterior. Així mateix, les matriculacions de camions van caure el 9,3% interanual en el tercer trimestre. No obstant això, les importacions de béns d'equipament es van incrementar el 13,6% interanual al juliol-agost.

Quant a la construcció, un indicador avançat com el consum aparent de ciment va disminuir el 13,6% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, 1,5 punts més que en el segon trimestre. Al sector residencial, prossegueix l'ajustament, atès que, en el segon trimestre, el nombre d'habitatges acabats encara va ser superior a les compravendes de cases

noves. L'elevat nivell d'existències d'habitatges sense vendre continua pressionant els preus a la baixa, de manera que, segons les dades del Ministeri d'Habitatge, van recular el 3,4% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior. En els últims mesos, aquest descens dels preus, els baixos tipus d'interès i la perspectiva de l'eliminació de la desgravació de la compra de l'habitatge a partir del 2011 per als contribuents amb una base imposable superior als 24.170 euros estan animant les transaccions, que van augmentar el 29,6% interanual a l'agost.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial va reduir el ritme de creixement interanual fins al 0,5% en els dos primers mesos del tercer trimestre i, al setembre, segurament, va patir els efectes de la jornada de vaga general del dia 29. El consum d'electricitat confirma aquesta desaceleració. No obstant això, l'indicador de confiança a la indústria va millorar lleu-

**INDICADORS DE DEMANDA**

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
<b>Consum</b>									
Producció de béns de consum (*)	-4,7	-8,2	-8,6	-1,7	0,4	2,5	-0,5	3,1	...
Importació de béns de consum (**)	-7,7	-6,1	-3,4	3,7	-10,8	2,8	-13,4	-11,9	...
Matriculacions d'automòbils	-28,1	-17,9	-0,6	29,3	44,5	35,3	-24,1	-23,8	-27,3
Crèdit al consum de béns duradors	3,6	-11,5	-10,8	-9,1	-5,6	-9,6	-	...	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-33,8	-28,3	-20,7	-20,0	-18,2	-22,9	-26,0	-20,0	-19,0
<b>Inversió</b>									
Producció de béns d'equipament (*)	-8,8	-22,1	-20,2	-10,3	-2,4	-1,7	-3,8	-9,9	...
Importació de béns d'equipament (**)	-19,6	-27,0	-23,4	-16,9	-1,2	13,0	15,8	11,1	...
Matriculació de vehicles industrials	-43,6	-40,0	-30,8	-7,8	8,5	24,2	-7,6	-9,4	-11,4
<b>Comerç exterior (**)</b>									
Importacions no energètiques	-4,9	-17,5	-13,4	-0,7	10,4	18,1	11,2	7,0	...
Exportacions	1,9	-9,8	-9,6	4,3	17,4	14,9	9,0	19,7	...

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

(\*\*) En volum.

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

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

gerament en el tercer trimestre en relació amb els anteriors.

Pel que fa als serveis, a l'agost, la xifra de negoci va pujar el 0,8% interanual en termes homogenis de calendari, però la variació va ser dispar per branques. El comerç, el transport i les activitats professionals, científiques i tècniques van registrar creixements anuals, mentre que les activitats administratives i serveis auxiliars, informació i comunicacions i hoteleria van anotar descensos en la facturació. No obstant això, l'estimació del valor afegit del sector turístic en el tercer trimestre presenta un creixement moderat.

Malgrat els signes de deteriorament econòmic en el tercer trimestre, hi ha senyals d'un fons més dinàmic. Així, a l'agost, es van crear 4.850 noves societats mercantils, el 4,0% més que un any abans, amb un substancial augment del capital mitjà subscrit. El nombre de societats mercantils dissoltes en el mateix mes va ser de 981, amb una taxa de variació interanual inferior, del 0,2%.

D'aquesta manera, preveiem que, un cop superada l'ensopagada del tercer trimestre, prosseguirà la reactivació econòmica. No obstant això, en el conjunt del 2010, xifrem la variació anual del PIB en el -0,3%.

**Creixement moderat del sector turístic.**

**Més dinamisme en la creació d'empreses.**

## INDICADORS D'OFERTA

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

	2008	2009	2009		2010					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	
<b>Indústria</b>										
Consum d'electricitat (1)	0,5	-4,3	-2,1	-1,4	2,8	4,4	3,3	1,7	1,0	
Índex de producció industrial (2)	-7,3	-15,8	-14,6	-5,6	0,3	2,9	-0,1	1,4	...	
Indicador de confiança en la indústria (3)	-18,0	-31,2	-29,0	-24,1	-20,1	-14,4	-14,0	-13,0	-14,0	
Utilització capacitat productiva (4)	80,1	71,2	69,8	70,6	69,5	71,8	73,9	-	-	
Importació béns interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	-17,1	0,1	26,9	28,4	26,4	...	...	
<b>Construcció</b>										
Consum de ciment	-23,8	-32,3	-24,3	-16,7	-18,7	-12,0	-15,1	-10,0	-15,1	
Indicador de confiança en la construcció (3)	-22,6	-30,6	-26,3	-24,5	-24,9	-24,3	-31,0	-29,0	-24,0	
Habitatges (visats obra nova)	-59,4	-58,1	-52,4	-45,5	-24,4	-10,3	-21,6	...	...	
Licitació oficial	3,0	-8,2	-1,4	-17,0	-50,5	-10,9	-51,8	...	...	
<b>Serveis</b>										
Vendes comerç minorista (6)	-6,0	-5,4	-4,5	-2,7	0,7	-0,2	-2,2	-2,5	...	
Turistes estrangers	-2,5	-8,8	-7,7	-3,5	0,3	-3,1	4,5	4,0	...	
Ingressos turisme	-0,4	-9,0	-9,2	-5,5	0,2	0,4	6,3	...	...	
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-32,4	-7,7	4,5	20,9	18,1	12,4	...	
Tràfic aeri passatgers	-3,0	-8,0	-5,0	-0,8	3,5	-0,6	3,6	3,6	5,6	
Consum de gasoil automoció	-3,8	-5,1	-3,0	-2,0	-0,5	-0,7	-3,9	...	...	

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.

**Preveiem un descens del PIB del 0,3% el 2010 i un creixement del 0,7% el 2011.**

L'any vinent, l'expansió econòmica serà, probablement, gradual, atesos el procés en marxa de correcció dels desequilibris acumulats i la política fiscal restrictiva. Així, preveiem un augment anual del PIB del 0,7% el 2011.

### **Recuperació dels excedents empresarials, però insuficient per crear ocupació neta**

És interessant l'anàlisi dels comptes de les empreses per valorar-ne l'ajustament i la capacitat d'inversió per afrontar la nova fase del cicle econòmic. Les dades de la Central de Balanços del Banc d'Espanya corroboren que, en el primer semestre del 2010, es va sortir de la recessió, ja que el valor afegit generat per les empreses de la mostra va pujar el 6,4% en relació amb el mateix període del 2009, enfront de la caiguda del 13,7% d'un any abans. No obstant això, en general, les empreses van continuar reduint les plantilles. Això, juntament amb una major contenció dels salaris, va permetre que les despeses de personal disminuïssin l'1,6% en relació amb

la primera meitat de l'any passat. D'aquesta manera, el resultat econòmic brut d'exploració va millorar de forma apreciable i va augmentar el 14,0% en relació amb els sis primers mesos del 2009, resultat que contrasta amb el fort descens de dotze mesos abans. Els baixos nivells dels tipus d'interès i l'estabilització de l'endeutament van propiciar que baixessin les despeses i els ingressos financers. No obstant això, aquests últims ho van fer més intensament, a causa d'uns dividendes percebuts més baixos. Així, el resultat ordinari net va créixer una mica menys que l'excedent brut, el 9,3% interanual. No obstant això, la reducció de les operacions atípiques i l'increment dels pagaments per impostos van motivar que el resultat de l'exercici encara caigués, el 2,6% en relació amb el gener-juny del 2009.

El rendiment de l'actiu net va ser del 5,3% en el primer semestre del 2010, 3 dècimes més que l'any anterior. Per la seva banda, la rendibilitat dels recursos propis es va incrementar en 6 dècimes, fins al 7,0%. D'aquesta manera, s'aprecia ja una recuperació dels excedents, per bé que fins ara ha estat insuficient per generar ocupació.

**La rendibilitat dels recursos propis de les empreses no financeres puja mig punt.**

## **COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES**

Taxes de variació anual

	2009	Primer semestre	
		2009	2010
Valor de la producció	-11,7	-19,1	16,1
Consums intermedis	-13,1	-22,0	21,9
<b>Valor afegit brut (VAB)</b>	<b>-8,9</b>	<b>-13,7</b>	<b>6,4</b>
Despeses de personal	-1,5	-1,3	-1,6
<b>Resultat econòmic brut d'exploració</b>	<b>-14,9</b>	<b>-23,1</b>	<b>14,0</b>
Ingressos financers	-8,0	-12,1	-13,6
Despeses financeres	-30,0	-24,9	-3,8
Amortitzacions i provisions	-4,1	-2,0	8,0
<b>Resultat ordinari net</b>	<b>-6,5</b>	<b>-25,6</b>	<b>9,3</b>
Alienacions i deteriorament	-	-28,6	-9,8
Variacions del valor raonable i resta de resultats	-	10,0	-7,7
Impostos sobre beneficis	7,6	-25,8	40,8
<b>Resultat de l'exercici</b>	<b>5,4</b>	<b>-26,8</b>	<b>-2,6</b>

FONT: Banc d'Espanya (Central de Balanços Trimestral).

## Mercat de treball

### La recuperació del mercat laboral s'estanca

La millora de l'activitat econòmica continua essent insuficient per neutralitzar el deteriorament del mercat de treball. Al setembre, el nombre mitjà mensual d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social va ser de 17.671.480. Aquesta xifra representa 44.985 persones menys que en el mes anterior, una caiguda de l'ocupació superior al que s'esperava. No obstant això, cal destacar que la xifra depurada d'estacionalitat és una mica més positiva i evidencia que el descens de l'ocupació va ser inferior al registrat al setembre del 2008 i del 2009. Així mateix, en els dotze últims mesos, el nombre d'afiliats s'ha reduït en 263.615 persones, una quarta part de la destrucció d'o-

cupació que va tenir lloc en el mateix període de l'any anterior. Per tant, les dades confirmen que la situació de l'ocupació continua empitjorant, tot i que amb menys intensitat.

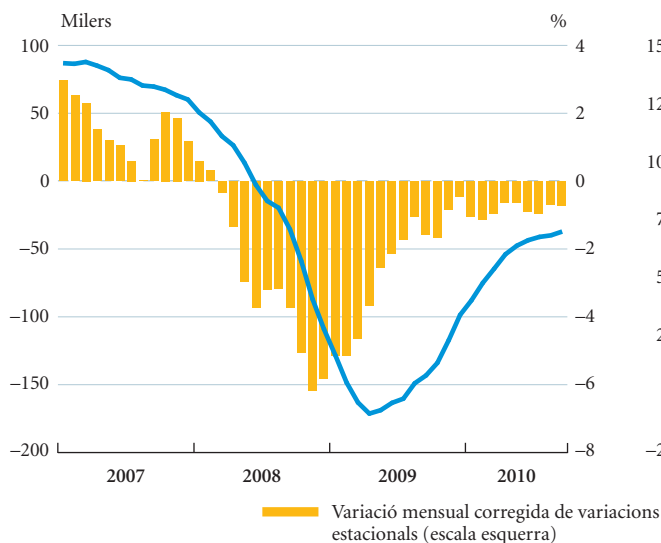
La pèrdua de llocs de treball es va registrar tant entre els assalariats com entre els autònoms i va situar la taxa de caiguda interanual en l'1,3% i en el 2,3%, respectivament. Per sectors, només el sector serveis ha creat ocupació en l'últim any, amb un increment del 0,5% interanual. En canvi, en els dotze últims mesos, el descens de l'ocupació a la construcció ha estat del 12,3% i a la indústria, del 3,7%.

Per gènere, en l'últim any, el descens de l'ocupació s'ha concentrat en els homes, ja

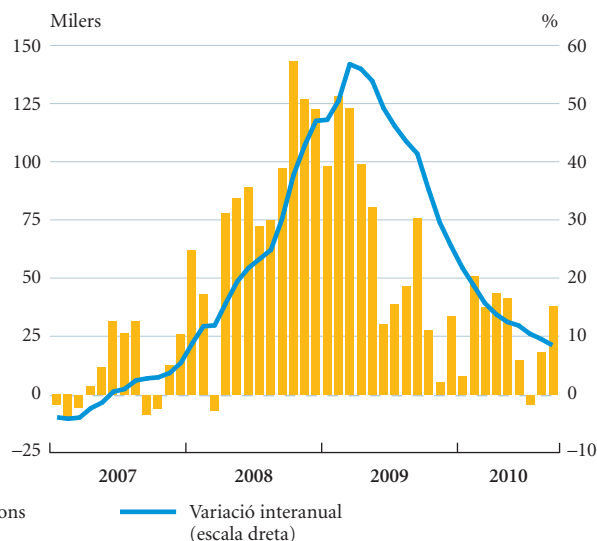
### Continua el procés de destrucció de llocs de treball.

#### EL FINAL DEL DETERIORAMENT DEL MERCAT LABORAL NO S'ACABA DE MATERIALITZAR

Afiliats en alta laboral a la Seguretat Social



Aturats registrats



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

## INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2008	2009	2009		2010				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
<b>Afiliats a la Seguretat Social (1)</b>									
Sectors d'activitat									
<i>Indústria</i>	-2,1	-10,6	-11,5	-10,0	-7,2	-4,9	-4,0	-3,8	-3,7
<i>Construcció</i>	-10,3	-23,1	-22,0	-18,9	-16,4	-13,1	-12,7	-12,5	-12,3
<i>Serveis</i>	1,7	-2,6	-3,0	-2,1	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,5
Situació professional									
<i>Assalariats</i>	-0,7	-6,0	-6,2	-4,6	-2,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3
<i>No assalariats</i>	0,4	-4,8	-5,3	-4,9	-4,0	-3,0	-2,4	-2,4	-2,3
<b>Total</b>	<b>-0,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>
<b>Població ocupada (2)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,5</b>	-	-	-
<b>Llocs de treball (3)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,5</b>	-	-	-
<b>Contractes registrats (4)</b>									
Indefinites	-14,3	-31,0	-28,6	-22,5	-11,9	-5,6	-13,8	-2,7	-4,9
Temporals	-10,4	-13,5	-9,4	-2,1	3,7	5,2	0,7	7,7	3,4
<b>Total</b>	<b>-10,9</b>	<b>-15,5</b>	<b>-11,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,9</b>	<b>2,6</b>

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.

### Creix el nombre de contractes, però només els temporals.

que les dones predominen als serveis, l'únic gran sector que ha creat llocs de treball. D'aquesta manera, la proporció de les afiliades s'ha col·locat en el 44,8%. Per nacionalitats, des del setembre del 2009, la reculada de l'ocupació ha estat més intensa entre la població estrangera, sobrerrepresentada a la construcció, que ha caigut el 2,1%. Per la seva banda, els afiliats espanyols han disminuït l'1,4%.

La lenta reversió del mercat de treball es reflecteix també en la feble contractació, la taxa d'increment interanual de la qual es va situar en el 2,6% al setembre, una xifra relativament petita si es compara amb les pujades registrades, per exemple, després de la crisi del 1992-1993. Així i tot, aquesta taxa és més favorable que la caiguda del 9,8% anotada en el mateix mes del 2009. Pel que fa al tipus de contracte, destaca el

fet que gairebé el 90% dels contractes signats al setembre van ser temporals.

### L'atur registrat confirma la poca embranzida de la reactivació econòmica

En el mes de setembre, l'atur registrat va tornar a augmentar en 48.102 persones, fins a un total de 4.017.763, i va superar de nou els quatre milions. Això va situar la taxa d'increment interanual en el 8,3%. Tot i que va ser un increment superior al previst, el ritme de creixement de l'atur va continuar a la baixa. A més a més, si es desestacionalitza la sèrie, l'augment de l'atur és una mica inferior (d'uns 38.000), i també és inferior a l'escalada de l'atur anotada en els mesos de setembre del 2008 i del 2009. Per tant, malgrat que la recupe-

### L'atur registrat puja el 8,3% en un any.



ració del mercat laboral ha perdut força, la situació és més favorable que en els dos anys anteriors.

Gairebé la totalitat de l'increment mensual de l'atur registrat es va concentrar al sector serveis, situació relacionada, en part, amb el final de la temporada turística. També va ser notable l'increment de persones que busquen una primera feina, ja que la incorporació de nous efectius laborals és habitual després del període vacacional i de l'acabament dels estudis. Tot plegat coincideix amb un increment important de l'atur entre els més grans de 25 anys. Per gènere, el total d'aturats es reparteix gairebé a parts iguals entre homes i dones.

En els dotze últims mesos, l'increment de persones sense feina, superior a les

300.000, ha comportat una pujada de les prestacions per atur. Així, el total de beneficiaris es va situar, al final d'agost, en gairebé 3 milions, amb un creixement del 10,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No obstant això, el total gastat en el mes d'agost va experimentar un lleuger descens i es va col·locar en 2.607 milions d'euros, a causa de l'entrada d'aturats que no havien cotitzat mai i de l'acabament de la prestació dels qui ja la percebien.

Les perspectives de l'atur per als propers mesos continuen essent encara poc esperançadores, ja que, per aconseguir reduccions en el total d'aturats, es necessiten ritmes d'avanç de l'activitat més elevats que els registrats durant aquests mesos.

**S'alenteix l'escalada de la despesa en prestacions per atur.**

## ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2010

	Aturats	Variació sobre desembre 2009		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>						
Agricultura	117.398	11.265	10,6	22.020	23,1	2,9
Indústria	484.747	-24.055	-4,7	-3.533	-0,7	12,1
Construcció	727.557	-54.167	-6,9	19.479	2,8	18,1
Serveis	2.337.535	96.470	4,3	197.377	9,2	58,2
Primera ocupació	350.526	64.647	22,6	72.973	26,3	8,7
<b>Per sexes</b>						
Homes	1.984.933	-27.603	-1,4	133.572	7,2	49,4
Dones	2.032.830	121.763	6,4	174.744	9,4	50,6
<b>Per edats</b>						
Menors de 25 anys	446.624	-145	0,0	2.018	0,5	11,1
Resta d'edats	3.571.139	94.305	2,7	306.298	9,4	88,9
<b>TOTAL</b>	<b>4.017.763</b>	<b>94.160</b>	<b>2,4</b>	<b>308.316</b>	<b>8,3</b>	<b>100,0</b>

FONTS: Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

## Preus

**La meitat de la pujada de l'IVA és absorbida pels marges empresarials.**

### La inflació remunta suaument, empresa pel petroli

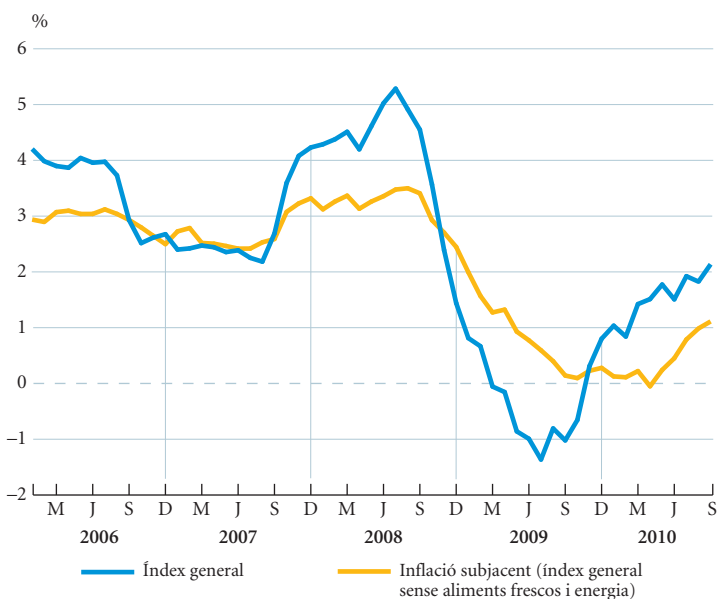
Després d'un respir a l'agost, la inflació dels preus de consum va reprendre al setembre la moderada tendència a l'alça, impulsada per l'evolució dels productes energètics i, en última instància, del petroli. Així, l'índex de preus de consum (IPC) va registrar una taxa de variació interanual del 2,1% al setembre, 3 dècimes més que en el mes previ, i va tornar al nivell del final del 2008. Un altre factor que ha empès a l'alça la inflació en el tercer trimestre ha estat l'increment dels tipus general i reduït de l'impost sobre el valor afegit (IVA) al juliol. Transcorreguts tres mesos, es pot estimar

el seu impacte en mig punt sobre la inflació, és a dir, gairebé la meitat del que hauria estat si s'hagués traslladat completament. Atesa la feblesa del consum, l'altra meitat ha estat absorbida pels marges empresarials.

De les 3 dècimes d'increment de la inflació interanual al setembre, 2 s'expliquen per l'evolució dels preus dels carburants i combustibles, que van pujar lleugerament en el mes, enfront dels descensos de dotze mesos abans. D'aquesta manera, els seus preus van anotar una taxa de variació interanual del 13,9%, 3 punts més que a l'agost. En canvi, els preus de l'altre component més volàtil, els aliments frescos, es van mode-

### LLEUGERA TENDÈNCIA ASCENDENT DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2009			2010		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2008	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2009	% variació anual
Gener	-1,2	-1,2	0,8	-1,0	-1,0	1,0
Febrer	0,0	-1,2	0,7	-0,2	-1,2	0,8
Març	0,2	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	1,4
Abril	1,0	-0,1	-0,2	1,1	0,6	1,5
Maig	0,0	-0,1	-0,9	0,2	0,8	1,8
Juny	0,4	0,3	-1,0	0,2	1,0	1,5
Juliol	-0,9	-0,5	-1,4	-0,4	0,6	1,9
Agost	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,8	1,8
Setembre	-0,2	-0,4	-1,0	0,1	0,9	2,1
Octubre	0,7	0,3	-0,7			
Novembre	0,5	0,8	0,3			
Desembre	0,0	0,8	0,8			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

rar al setembre i van registrar una taxa de variació interanual de l'1,3%, 3 dècimes menys que en el mes precedent.

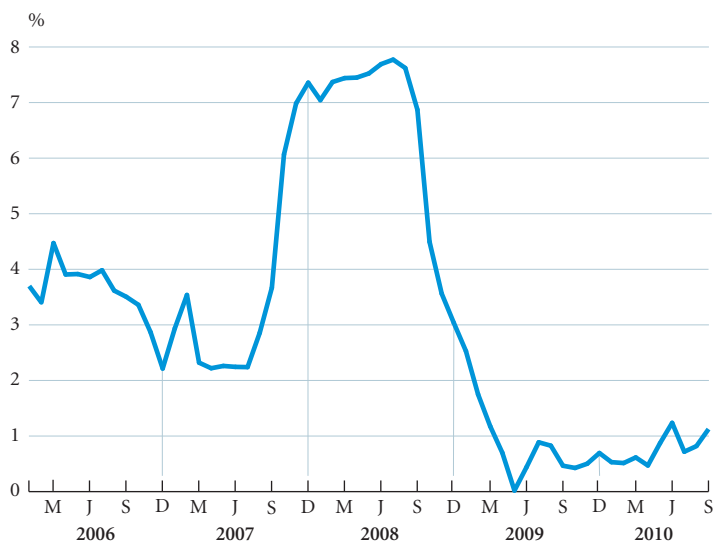
El nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, va pujar una dècima fins a

l'1,1%, el cinquè increment consecutiu, i va deixar lluny el registre negatiu de l'abril del 2010, al qual va contribuir la pujada de l'IVA. L'augment de la inflació subjacent al setembre és atribuïble als béns industrials no energètics i als aliments elaborats.

**La inflació subjacent puja una dècima fins a l'1,1% i registra el cinquè augment consecutiu.**

### LLEUGER IMPULS ALCISTA DELS ALIMENTS ELABORATS

Variació interanual de l'índex de preus dels aliments elaborats, begudes i tabac



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## Recuperació dels preus de les manufactures.

Els preus dels productes manufacturadors es van continuar recuperant i es van col·locar el 0,4% per damunt d'un any abans. A aquest increment van contribuir-hi els preus dels automòbils, que van pujar el 2,2% en relació amb el setembre del 2009, un punt més que a l'agost, malgrat un lleuger descens intermensual.

Els aliments elaborats es van encarir l'1,1% en els dotze últims mesos fins al setembre, 3 dècimes més que en el mes previ. Tot i que el seu preu es va situar el 2,8% per sota

d'un any abans, la llet va influir en aquest increment.

En canvi, la taxa de variació interanual dels serveis va romandre en l'1,5%, en línia amb el que s'esperava. No obstant això, aquesta estabilitat va ser el resultat de la compensació de diversos moviments. Així, les davallades del viatge organitzat, més intenses, van contrarestar l'evolució dels preus dels hotels i d'altres allotjaments, que van baixar menys que al setembre del 2009.

### ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
<b>Per classes de despesa</b>							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,1	0,0	0,1	-2,5	0,0	-2,4	0,1
Begudes alcohòliques i tabac	136,8	0,0	0,0	12,7	8,6	13,0	8,6
Vestit i calçat	95,5	3,6	3,7	-12,3	-11,5	-2,2	0,0
Habitatge	116,6	-0,1	0,1	0,2	3,6	-0,3	4,2
Parament	107,6	0,2	0,4	0,1	0,1	1,2	0,8
Medicina	96,9	0,1	0,0	-1,4	-0,6	-1,2	-0,5
Transport	109,6	-1,5	0,1	3,2	6,1	-6,8	6,8
Comunicacions	98,8	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,5
Oci i cultura	98,0	-1,8	-2,3	-1,1	-0,6	-1,2	-0,7
Ensenyament	115,3	0,7	0,6	0,9	0,7	3,2	2,5
Hotels, cafès i restaurants	114,0	-1,2	-1,0	1,7	1,9	1,3	1,5
Altres	112,3	0,1	0,1	1,8	2,2	2,1	2,6
<b>Agrupacions</b>							
Aliments amb elaboració	112,8	-0,2	0,1	0,5	0,9	0,5	1,1
Aliments sense elaboració	108,5	0,3	0,1	-2,8	1,6	-2,5	1,3
Conjunt no alimentari	107,7	-0,3	0,1	-0,4	0,8	-1,2	2,4
Béns industrials	103,3	0,1	0,8	-2,3	0,1	-4,0	3,2
<i>Productes energètics</i>	<i>117,6</i>	<i>-1,7</i>	<i>0,2</i>	<i>6,1</i>	<i>9,7</i>	<i>-10,2</i>	<i>11,1</i>
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>114,5</i>	<i>-2,3</i>	<i>0,3</i>	<i>6,0</i>	<i>12,0</i>	<i>-15,5</i>	<i>13,9</i>
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>98,2</i>	<i>0,8</i>	<i>1,1</i>	<i>-5,2</i>	<i>-3,2</i>	<i>-2,1</i>	<i>0,4</i>
Serveis	112,5	-0,7	-0,7	1,6	1,5	1,8	1,5
Inflació subjacent (**)	107,4	-0,1	0,0	-1,1	-0,2	0,1	1,1
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>108,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,1</b>

NOTES: (\*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea també va pujar el 2,1% en l'últim any fins al setembre. D'aquesta manera, el diferencial de preus amb la zona de l'euro es va ampliar en una dècima fins als 0,3 punts percentuals. Aquest augment va ser degut, sobretot, a l'evolució dels preus dels carburants i combustibles, que tenen més pes en la cistella espanyola.

Pel que fa a les perspectives de la inflació, és probable que encara s'incrementi lleugerament a l'octubre, esperonada per l'alça del preu de l'electricitat. No obstant això, el 2011, una demanda feble i l'efecte esglaó de l'IVA a partir del juliol tendiran a reduir la inflació, per bé que persisteixen els riscos derivats de les brusques pujades de les primeres matèries.

## Moderació de l'impuls alcista dels preus a l'engròs

A l'agost, tant els preus industrials com els d'importació van disminuir la taxa de variació anual, a causa, sobretot, del component energètic. Així, la inflació mesurada pels preus industrials es va col·locar en el 2,7% interanual a l'agost, 6 dècimes menys que al juliol, tot i l'impuls alcista dels béns intermedis, principalment per l'alça dels preus dels productes per a l'alimentació animal. Per la seva banda, la taxa de variació anual dels preus d'importació de productes industrials es va reduir en 7 dècimes fins al 8,5%.

**Pressió alcista dels preus dels productes per a l'alimentació animal.**

## 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 (**)	
<b>2009</b>											
Juny	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Juliol	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,5	2,0	2,2	-7,1	-
Agost	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,9	0,6	2,0	-7,4	0,1
Setembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,3	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Novembre	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,2	-3,1	0,5	-5,4	0,3
Desembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,0	0,7	-1,9	-
<b>2010</b>											
Gener	-5,5	0,9	-0,5	-0,3	-0,9	6,3	3,4	-0,9	0,1	0,2	-
Febrer	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,7	-0,4	-0,1	1,5	0,5
Març	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,2	1,2	0,0	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,3	2,1	0,3	6,6	-
Maig	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,1	9,9	0,3
Juny	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	9,9	5,3	1,5	10,9	-
Juliol	...	3,3	0,3	0,2	3,2	9,8	9,2	4,9	1,6	10,5	-
Agost	...	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,5	5,7	1,4	10,1	...

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

(\*\*) Excepte energia.

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

## Sector exterior

### Comerç exterior: el dèficit es redueix de nou

**El dèficit es redueix a l'agost a causa del component no energètic.**

**Les dades reals mostren un augment menys intens de les importacions.**

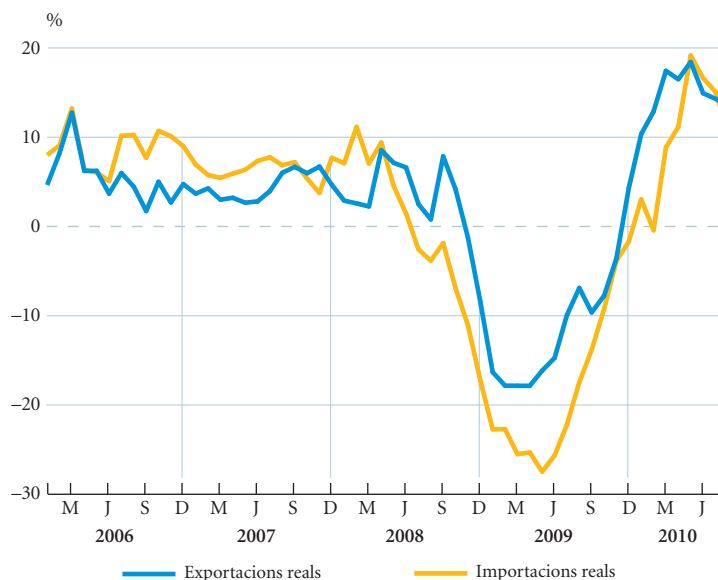
L'inici del 2010 va representar el final de més de divuit mesos consecutius de correcció del desequilibri comercial. Tant és així que, entre el gener i el juliol d'enguany, el dèficit acumulat va augmentar l'11,5% interanual, impulsat pel creixement progressiu del preu del petroli i per l'increment de les importacions. Aquesta tendència es va veure truncada a l'agost, amb una lleugera reducció del dèficit de l'1,4% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Una millora que s'explica, només, pel bon comportament del component no energètic, el saldo del qual va millorar el 13,5% interanual, enfront de l'augment del 9,2% del dèficit energètic.

Aquesta reducció del dèficit va respondre a l'intens augment de les exportacions espanyoles a l'agost, del 27,8% interanual, el més important des de l'any 2000. Un increment superior al de les importacions, del 18,8% durant el mateix període. Aquest diferencial s'amplia encara més si es té en compte el creixement del volum dels fluxos comercials, és a dir, nets de les variacions de preus. En aquest cas, s'observa que les exportacions reals van augmentar el 19,7% interanual, mentre que les importacions ho van fer només el 5,8%.

Atès aquest menor dinamisme de les importacions, sembla lògic preguntar-se per l'evolució del dèficit comercial en els pròxims mesos. La resposta depèn d'una gran varietat de factors. D'una banda, hi ha els

### LES IMPORTACIONS REALS PERDEN IMPULS

Variació interanual de les dades acumulades en tres mesos



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

## COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 2010

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
<b>Per grups de productes</b>								
Energètics	28.889	29,4	18,8	5.471	24,7	4,6	-23.418	18,9
Béns de consum	38.437	-8,4	25,0	40.217	-1,9	33,8	1.780	104,6
<i>Alimentaris</i>	9.860	4,5	6,4	15.443	8,8	13,0	5.582	156,6
<i>No alimentaris</i>	28.576	-12,1	18,6	24.774	-7,5	20,8	-3.803	86,7
Béns de capital	11.388	7,1	7,4	10.075	18,4	8,5	-1.313	88,5
Béns intermedis no energètics	75.301	28,2	48,9	63.261	32,2	53,2	-12.040	84,0
<b>Per àrees geogràfiques</b>								
Unió Europea	84.618	9,0	54,9	80.337	14,6	67,5	-4.281	94,9
<i>Zona de l'euro</i>	67.999	5,3	44,2	65.989	14,3	55,4	-2.009	97,0
Altres països	69.397	23,9	45,1	38.686	22,4	32,5	-30.711	55,7
<i>Rússia</i>	3.954	37,8	2,6	1.200	26,8	1,0	-2.754	30,3
<i>EUA</i>	5.956	4,3	3,9	4.259	6,8	3,6	-1.696	71,5
<i>Japó</i>	2.324	19,3	1,5	933	22,4	0,8	-1.391	40,1
<i>Amèrica Llatina</i>	9.116	31,8	5,9	6.413	27,3	5,4	-2.703	70,3
<i>OPEP</i>	14.999	36,1	9,7	4.388	1,8	3,7	-10.611	29,3
<i>Resta</i>	33.049	19,9	21,5	21.494	29,8	18,1	-11.555	65,0
<b>TOTAL</b>	<b>154.015</b>	<b>15,2</b>	<b>100,0</b>	<b>119.023</b>	<b>17,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-34.991</b>	<b>77,3</b>

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

que poden ampliar de nou el desequilibri comercial. L'apreciació, durant els últims mesos, de l'euro enfront de les principals divises internacionals podria reduir les exportacions espanyoles fora de la zona de l'euro. A més a més, nous increments del preu del petroli continuarien provocant deterioraments del dèficit energètic.

De l'altra, l'entrada en vigor de l'increment de l'impost sobre el valor afegit (IVA) i el final dels ajuts per a la compra d'automòbils van provocar un avançament del consum i de les importacions a Espanya. Arran d'això, les importacions perdran força durant la segona meitat de l'any. Les dades de l'agost palesen aquesta tendència, amb una caiguda de les importacions de vehicles acabats del 21,1% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. A més a més, el creixement de les importacions de béns

de consum durador es va continuar alentint i es va situar en el 3,2% durant aquest mateix període, molt per sota del creixement del 29,7% interanual registrat entre el gener i el juliol.

Finalment, un alentiment menys intens del previst a les economies de la zona de l'euro, destinació del 55,4% de les exportacions espanyoles durant els vuit primers mesos de l'any, podria evitar una major correcció del desequilibri comercial.

### Balança de pagaments: l'Eurosistema deixa de ser la font de finançament

El dèficit corrent del juliol va ser de 1.897 milions d'euros, el 7,8% per sota del mateix mes del 2009. Aquesta correcció, la primera després de tres mesos d'augment,

**Un euro més fort o un increment del preu del petroli pot frenar la correcció del dèficit.**

**El dèficit corrent es redueix el 7,8% interanual al juliol.**

## BALANÇA DE PAGAMENTS

Juliol 2010

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
<b>Balança corrent</b>					
Balança comercial	-26.870	10,8	-47.733	8.632	-15,3
Serveis					
<i>Turisme</i>	14.900	1,2	26.211	-814	-3,0
<i>Altres serveis</i>	7	-	-382	648	-62,9
<b>Total</b>	14.907	3,5	25.830	-166	-0,6
Rendes	-13.293	-35,6	-23.176	13.429	-36,7
Transferències	-6.474	14,9	-8.818	-688	8,5
<b>Total</b>	-31.731	-12,2	-53.898	21.207	-28,2
<b>Compte de capital</b>	<b>4.509</b>	<b>89,7</b>	<b>6.189</b>	<b>2.362</b>	<b>61,7</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	5.618	-	5.419	18.428	-
Inversions de cartera	-9.508	-	27.444	27.390	-
Altres inversions	-34.866	-	-50.069	-103.719	-
<b>Total</b>	-38.756	-	-17.206	-57.901	-
Errors i omissions	-2.903	371,5	-5.297	-4.928	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	68.882	-	69.914	39.940	133,2

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.

### El recurs a l'Eurosistema es deixa d'utilitzar al juliol.

va ser conseqüència de les millores dels saldos de les balances de serveis i de rendes, que van compensar el fort deteriorament de la balança de béns, el dèficit de la qual va augmentar el 39,4% interanual. Pel que fa a la balança de serveis, destaca l'augment del superàvit del component de turisme i viatges, del 8,1% interanual, el més intens en més de dos anys.

No obstant això, per conèixer les tendències de fons del saldo corrent, podem analitzar les xifres acumulades dels dotze últims mesos, que mostren un alentiment de la correcció del dèficit, que es va reduir el 28,2% interanual, lluny de les reduccions registrades al començament d'enguany. D'altra banda, el nou increment del superàvit del compte de capital va permetre reduir la necessitat de finançament de

l'economia espanyola fins als 47.709 milions d'euros, un nivell similar al registrat el 2005.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, aquesta menor necessitat de finançament al juliol es va traduir en una reducció de les entrades de capital estranger. Les dades mostren que l'única font de captació neta de finançament va ser la inversió en cartera, amb una entrada neta de 6.559 milions d'euros al juliol. Per la seva banda, la captació de fons de l'Eurosistema a través del Banc d'Espanya va ser negativa, de 3.552 milions d'euros. Una xifra que contrasta amb les entrades de 69.879 milions d'euros que, sota aquest mateix epígraf, van finançar l'economia espanyola al juny i al juliol, arran de l'esclat de les tensions del deute sobirà.



## Sector públic

### Pressupostos 2011: austeritat a la vista

El Govern ha presentat el projecte de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per a l'any 2011 per a la seva discussió i aprovació a les Corts Generals. Aquests pressupostos tenen l'objectiu prioritari de reequilibrar les finances públiques pels compromisos als quals obliga el Pacte d'Estabilitat i Creixement de la Unió Europea.

D'aquesta manera, juntament amb les reformes estructurals adoptades o en marxa per millorar la competitivitat, s'augmentarà la confiança en l'economia espanyola i es facilitarà l'accés al finançament en termes assequibles. Així, després d'un dèficit públic previst del 9,3% del producte interior brut (PIB) el 2010 per al conjunt de les

administracions públiques, es projecta en el 6,0% del PIB el 2011 i en el 3,0% el 2013. Per aconseguir aquest important ajustament, s'ha optat, sobretot, per reduir les despeses i també per incrementar els ingressos.

El projecte de PGE-2011 va ser elaborat basant-se en un quadre macroeconòmic que preveu una contracció del PIB del 0,3% el 2010 i un creixement de l'1,3% el 2011. Cal assenyalar que aquesta última previsió d'augment és notablement superior a la del consens dels analistes, del 0,6%, i a les dels principals organismes internacionals.

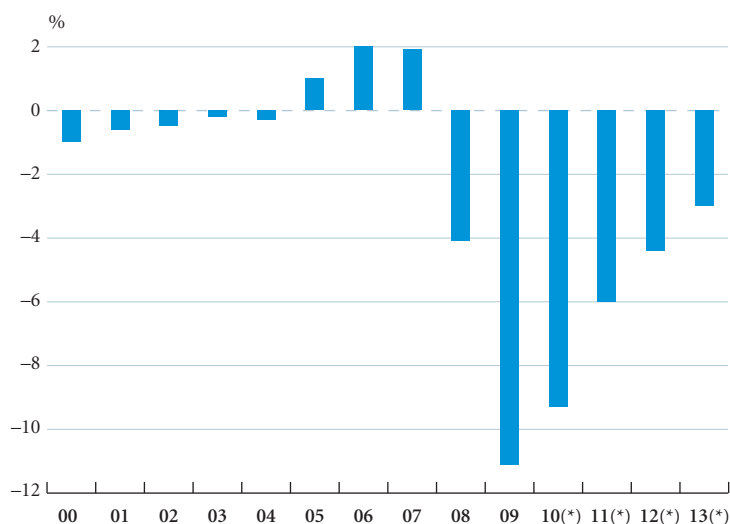
La despesa consolidada prevista pel projecte de PGE-2011 per al sector públic estatal no empresarial és de 315.663 milions

**Pressupostos austers per al 2011, amb el principal objectiu de corregir el desequilibri de les finances públiques.**

**Es planteja que el dèficit públic passi del 9,3% el 2010 al 6,0% el 2011, mitjançant una forta retallada de les despeses i un augment dels ingressos.**

### EL DÈFICIT PÚBLIC, EN LA VIA DE LA CONSOLIDACIÓ FISCAL

Capacitat (+) / necessitat (-) de finançament de les administracions públiques, en percentatge del PIB



NOTA: (\*) Previsions oficials.

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

## Congelació dels salaris del sector públic i de la majoria de les pensions.

d'euros, inclosos els actius financers. Aquesta xifra se situa el 10,0% per sota del pressupost inicial del 2010. Aquesta despesa consolidada no inclou la variació de passius financers, ni tampoc la que realitzen les administracions territorials (comunitats autònomes i locals) ni les actuacions

del sector públic empresarial i fundacional o d'altres ens públics. No obstant això, el nou sistema de finançament de les comunitats autònomes no permet una comparació homogènia. Un cop exclòs aquest efecte, les despeses consolidades disminueixen el 3,5%.

### PRESSUPOSTOS GENERALS DE L'ESTAT 2011: RESUM PER POLÍTIQUES

	Pressupost 2011	% sobre total	% variació anual (1)	% sobre PIB estimat	
				2011	2010
Pensions	112.216	35,5	3,6	10,38	10,27
Transferències a altres administracions públiques	42.811	13,6	-41,8	3,96	6,98
Atur	30.474	9,7	-1,6	2,82	2,94
Deute públic	27.400	8,7	18,1	2,53	2,20
Altres prestacions econòmiques	13.576	4,3	-5,7	1,26	1,37
Agricultura, pesca i alimentació	8.578	2,7	-4,3	0,79	0,85
Infraestructures	8.493	2,7	-40,7(2)	0,79	1,36
Seguretat ciutadana i institucions penitenciàries	8.402	2,7	-5,3	0,78	0,84
Serveis de caràcter general	8.185	2,6	-12,1	0,76	0,88
Gestió i Administració de la Seguretat Social	7.771	2,5	22,1	0,72	0,60
Investigació, desenvolupament i innovació civil	7.518	2,4	-7,0	0,70	0,77
Foment de l'ocupació	7.323	2,3	-5,5	0,68	0,73
Defensa	6.868	2,2	-6,6	0,64	0,70
Sanitat	4.254	1,3	-8,2	0,39	0,44
Educació	2.841	0,9	-8,1	0,26	0,29
Indústria i energia	2.793	0,9	-13,5	0,26	0,31
Política exterior	2.748	0,9	-22,6	0,25	0,34
Serveis socials i promoció social	2.516	0,8	-8,1	0,23	0,26
Justícia	1.713	0,5	-5,8	0,16	0,17
Subvencions al transport	1.620	0,5	1,9	0,15	0,15
Comerç, turisme i PIME	1.431	0,5	-5,3	0,13	0,14
Administració financera i tributària	1.410	0,4	-6,0	0,13	0,14
Accés a l'habitatge	1.210	0,4	-19,3	0,11	0,14
Cultura	1.051	0,3	-12,3	0,10	0,11
Investigació, desenvolupament i innovació militar	976	0,3	-17,5	0,09	0,11
Altres actuacions de caràcter econòmic	809	0,3	-4,5	0,07	0,08
Alta direcció	678	0,2	-17,1	0,06	0,08
<b>TOTAL (3)</b>	<b>315.663</b>	<b>100,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>29,19</b>	<b>33,25</b>
Total (4)	287.629	91,1	-3,5	26,60	28,27

NOTES: (1) Sobre el pressupost per al 2010.

(2) Si s'inclou el sector públic empresarial i algunes aportacions patrimonials, la inversió en infraestructures baixa el 29,6%.

(3) Inclou variació d'actius financers.

(4) Total amb actius financers, exclòs el sistema de finançament de les administracions territorials.

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

Entre les operacions corrents, les despeses de personal es redueixen el 2,7% en congelar-se les retribucions per als empleats del sector públic (es consolida la retallada salarial mitjana del 5% aplicada a partir del juny del 2010) i en cobrir-se només una vacant de cada deu el 2011. La disminució dels pagaments corrents de béns i serveis és més important, del 6,2%.

Des d'una altra perspectiva, per polítiques de despesa, s'aprecia que les retallades afecten gairebé totes les partides. Per grups de polítiques, l'únic que augmenta és la despesa social, que puja l'1,3% anual. D'aquesta manera, el seu pes en el total continua pujant, fins al 58,0%, el nivell més alt anotat, i representa el 16,9% del PIB. Cal recordar que la major part de la despesa en educació i en sanitat està transferida a les comunitats autònomes i no està inclosa en els PGE-2011.

La rúbrica més important, les pensions, augmenta el 3,6%, fins a representar el 35,5% de la despesa consolidada total i el 10,4% del PIB. Aquest ascens, malgrat la congelació de la major part de les pensions, reflecteix l'augment del col·lectiu dels pensionistes, l'efecte substitució de pensions més baixes per la incorporació d'altres més altes i la revaloració de l'1% de les mínimes i de les no contributives. A més a més, s'efectuarà una dotació de 3.457 milions d'euros al Fons de Reserva de les pensions. En canvi, l'altra gran partida de la despesa social, l'atur, baixa l'1,6%, fins als 30.474 milions d'euros.

Les retallades relatives més intenses recauen en la inversió en infraestructures, que recullen el 40,7% (fins als 8.493 milions d'euros), el 2,7% del pressupost i el 0,8% del PIB. No obstant això, si s'inclouen les inversions del sector públic empresarial i algunes aportacions patrimonials a diversos ens públics, la caiguda es redueix al 29,6% anual. No obstant això, l'esforç inversor es mantindrà per damunt de la mitjana de la Unió Europea.

La recerca, desenvolupament i innovació no defuig les tisoros. Tant la civil com la militar pateixen reduccions, per bé que, en el cas de la segona, la retallada és més important. En conjunt, l'R+D+I baixa el 8,4%, fins als 8.494 milions d'euros, el 2,7% del total. Aquesta xifra representa el 0,79% del PIB, inferior en una dècima a la de 2010, i se situa sensiblement per sota del nivell d'inversió dels països més avançats.

Els pagaments per interessos del deute públic absorbeixen el 8,7% del pressupost, fins als 27.400 milions d'euros, el 2,5% del PIB. Aquesta partida puja el 18,1% anual, a causa, sobretot, de l'expansió del volum del deute públic.

A l'altre costat del balanç, es preveu que els ingressos no financers consolidats baixin el 4,3%. No obstant això, aquest descens és atribuïble, principalment, a l'efecte sobre el pressupost de l'Estat de la plena aplicació del nou sistema de finançament de les comunitats autònomes, que reben un major volum de cessió d'impostos. De fet, està previst que els ingressos tributaris de l'Estat abans de la cessió als ens territorials pugin el 6,1% en relació amb la previsió de liquidació del 2010.

D'altra banda, es projecta que la recaptació per l'impost sobre la renda de les persones físiques augmenti el 6,2%. A aquesta pujada contribuiran marginalment alguns canvis normatius, el principal objectiu dels quals és aconseguir una major equitat en l'assumpció dels costos de la crisi. Així, s'incrementa en un punt el tipus marginal estatal per als contribuents amb base liquidable general igual o superior als 120.000 euros, del 21,5% al 22,5%, i en un punt addicional a partir dels 175.000 euros, fins al 23,5%. A més a més, s'introdueix un límit de 300.000 euros en el cas de les rendes generades en diversos exercicis, perquè es puguin beneficiar d'una reducció del 40% en l'IRPF, l'objectiu de la qual és atenuar la progressivitat de l'impost. Així

**La despesa social puja fins al 58% de la despesa consolidada total, la cota més alta assolida.**

**Reducció dràstica de la despesa en infraestructures.**

**L'R+D+I baixa el 8%.**

## **Increment de 2 punts del tipus marginal de l'impost sobre la renda de les persones físiques.**

mateix, s'estableixen mesures per evitar l'ajornament de la tributació dels accionistes de les SICAV (societats d'inversió de capital variable).

L'eliminació en l'IRPF de la deducció per la compra de l'habitatge habitual per als contribuents amb una base imposable superior als 24.170 euros tindrà un impacte recaptador més gran. En sentit contrari, però amb la finalitat d'impulsar el mercat del lloguer, s'igualen els límits de la deducció per lloguer d'habitatge als de la deducció per adquisició de l'habitatge habitual. Igualment, s'augmenta del 50% al 60% la reducció del rendiment net per arrendament de béns immobles destinats a habitatge i es redueix de 35 a 30 anys l'edat de l'arrendatari a l'hora d'aplicar la reducció del 100%.

## **Es projecta que el deute públic se situï en el 69% del PIB al final del 2011, sensiblement per sota de la mitjana de la zona de l'euro.**

L'impost de societats augmenta el 9,3% en relació amb l'avanç de liquidació del 2010, a causa de la recuperació prevista dels beneficis empresarials. D'altra banda, amb la finalitat de recolzar les pimes, es modifica

la Llei de l'Impost sobre Societats, perquè les entitats petites que perdin aquesta condició en superar el límit de 8 milions d'euros de xifra de negocis puguin continuar aplicant el règim especial de tributació del qual es beneficien.

De l'evolució dels ingressos i de les despeses pressupostàries, en deriva un dèficit de l'Estat de 44.036 milions d'euros per al 2011, el qual, en termes de comptabilitat nacional, amb criteri de meritació, i un cop fets els ajustaments adequats, passa a ser de 24.388 milions d'euros. Així, per a l'administració central, el dèficit públic previst és del 2,3% del PIB, que, juntament amb un superàvit del 0,4% de la Seguretat Social i un dèficit del 3,3% de les comunitats autònomes i del 0,8% de les corporacions locals, proporciona un dèficit conjunt de les administracions públiques del 6,0%. D'aquesta forma, es projecta que la ràtio del deute públic sobre el PIB assoleixi el 68,7% al final del 2011, per bé que es col·locaria sensiblement per sota del 88,5% de la mitjana de la zona de l'euro.

## **Quines mesures poden contribuir a la sostenibilitat del sistema sanitari?**

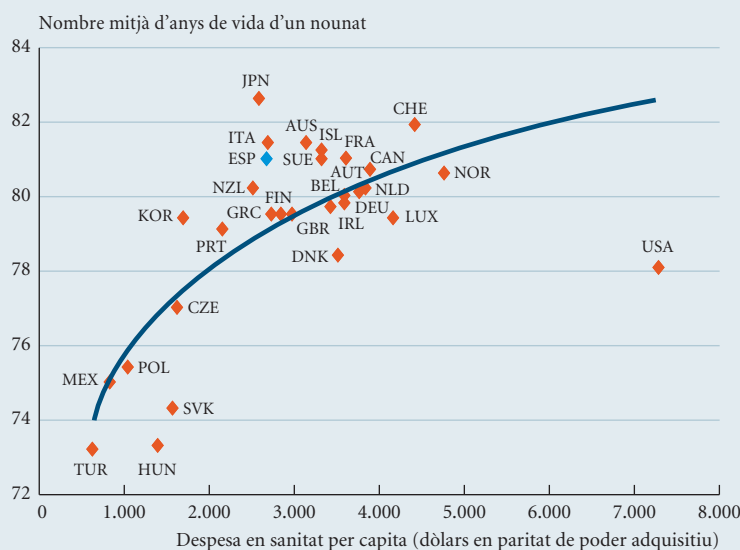
L'últim *ranking* de qualitat del sistema sanitari per països elaborat per la revista *Newsweek* situa Espanya en el quart lloc. Efectivament, aquest país té una de les esperances de vida més altes de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) amb un dels costos més baixos en termes de despesa en sanitat per capita. Així mateix, els resultats clínics se situen al nivell dels països més avançats, tal com ho demostren, per exemple, les taxes de supervivència al càncer analitzades per l'organisme Eurocare. Per tant, el sistema sanitari espanyol ofereix un bon servei a un baix cost, com ho reflecteixen aquests indicadors.

No obstant això, la crisi actual ha generat un intens debat sobre com podria millorar la situació financera del sistema. Segons les dades del Ministeri de Sanitat i Política Social, la despesa sanitària pública en termes reals ha augmentat, de mitjana, el 6% interanual en els sis últims anys. Aquest ritme de creixement difícilment es podrà mantenir durant la propera dècada, perquè, entre altres factors, el dèficit acumulat per la sanitat ja representa un percentatge molt elevat<sup>(1)</sup> del pressupost total d'aquesta partida.

(1) L'estudi McKinsey&Company i Fedea «Impulsar un cambio posible en el sistema sanitario» (2009) estima que el dèficit de finançament acumulat durant el període 2003-2007 va representar el 20% del pressupost total de sanitat el 2007.

## ALTA ESPERANÇA DE VIDA AMB COSTOS PER CAPITA INFERIORS A LA MITJANA DE L'OCDE

Esperança de vida i despesa sanitària a Espanya (\*)



NOTA: (\*) Dades referides al 2007 o última dada disponible.

FONTS: «Health at a glance 2009, OECD Indicator» i elaboració pròpia.

D'altra banda, la demanda de serveis sanitaris s'incrementarà de forma substancial durant la propera dècada per raons demogràfiques (major proporció de persones de més de 65 anys, amb un cost sanitari al voltant de quatre cops superior) i tecnològiques (noves intervencions i tractaments). Els dos factors exerciran més pressió sobre la despesa en sanitat (vegeu el requadre «Els determinants de la despesa sanitària...»).

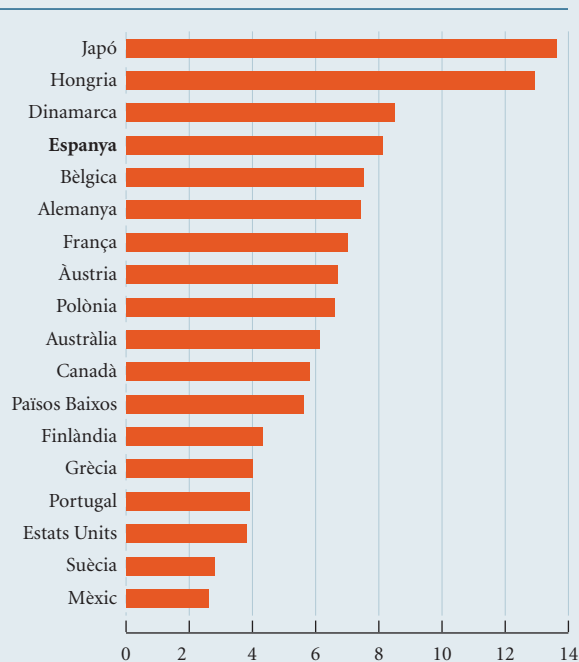
En aquest context, no només serà necessari l'augment dels recursos públics i privats destinats a sanitat, sinó també el disseny de fórmules que n'assegurin la correcta utilització per part dels agents (pacients, professionals i gestors) amb el menor impacte sobre la salut de la població. Hi ha dues maneres de fer-ho: actuar sobre la demanda o sobre l'oferta.

Des de la perspectiva de la demanda, la majoria d'eines se centren en una utilització més racional dels serveis de salut, amb el copagament com a instrument principal. Algunes dades evidencien la importància d'incrementar la responsabilitat dels pacients, en l'ús del sistema o en la consciència de la seva pròpia salut. A tall il·lustratiu, el gràfic següent mostra que la freqüència de visites al metge és comparativament elevada a Espanya, i això, en part, denota una possible hiperfreqüentació dels serveis sanitaris. Així mateix, la despesa farmacèutica per capita supera la d'altres països avançats i va representar gairebé el 20% del pressupost total en despesa sanitària el 2008. Pel que fa a la cura de la pròpia salut, Espanya no obté tampoc una bona nota si s'observen les xifres del nombre de fumadors i de persones amb sobrepès.

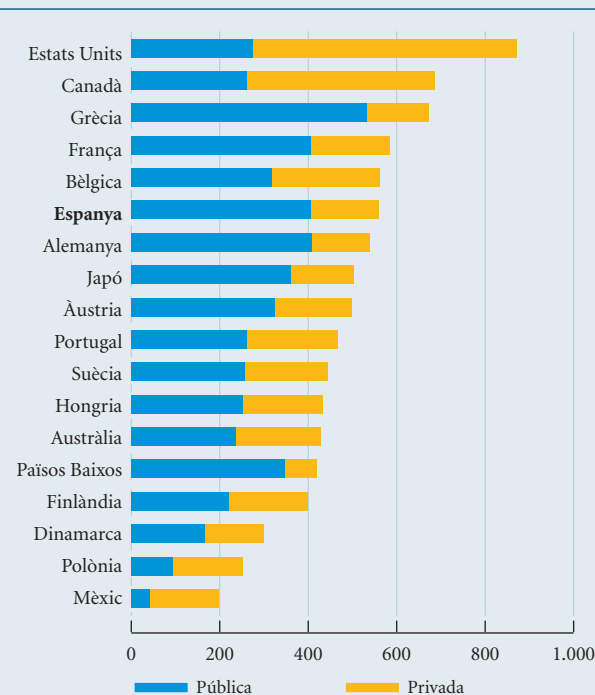
Una part d'aquesta ineficiència en la despesa sanitària ve generada pel fet que els usuaris no en perceben el cost. Una possibilitat per revertir aquesta tendència seria la introducció de fórmules de copagament o l'elaboració de programes destinats a conscienciar la població del cost real del servei.

## LA FREQUÈNCIA DE VISITES AL METGE I LA DESPESA FARMACÈUTICA A ESPANYA SÓN DE LES MÉS ALTES DE L'OCDE

Nombre de visites mèdiques per habitant, 2006



Despesa farmacèutica per capita, 2007 (\$ PPA)



FONTS: OECD health data 2010 i elaboració pròpia.

Tot i que el copagament pot augmentar la corresponsabilitat dels usuaris en el sistema sanitari, hi ha disjuntives sobre la seva implementació, en especial pel que fa a un disseny que permeti una utilització efectiva dels serveis sense que es converteixi en un impost als malalts. Per això, s'han de plantejar les següents qüestions. En primer lloc, quins serveis (hospitalització, urgències, atenció primària) i quins medicaments s'haurien de pagar? En segon lloc, qui hauria de pagar? (excloent, per exemple, els pacients crònics, els pensionistes o les persones amb rendes més baixes). En tercer lloc, com s'hauria d'efectuar el pagament: amb quanties fixes o percentuals, amb límits o sense, vinculats a la renda o a desgravacions fiscals selectives?

Les experiències internacionals poden ajudar a decidir com s'hauria d'aplicar el copagament.<sup>(2)</sup> La majoria dels estudis mostren que, de mitjana, un copagament més alt no es tradueix en una pitjor salut de la població, llevat dels casos dels pacients d'alt risc (hipertensos, amb problemes de cor, etc.) i dels més pobres. Un altre factor important és el risc que els pacients redueixin el consum sanitari tant en els tractaments valuosos per a la seva salut com en els que no ho són. L'única excepció són els serveis d'urgència, ja que no s'observa que els pacients en redueixin l'ús quan paguen una part del cost en situacions realment urgents. D'aquests resultats es desprèn que, si s'introdueix el copagament, hauria de tenir en compte la renda i l'estat de salut dels pacients.

Des del punt de vista de l'oferta de serveis sanitaris, la despesa també podria disminuir si s'optimitzés l'ús dels recursos per part dels professionals. Les diferències regionals, per exemple, en proves diagnòstiques (TAC, RMN, mamografies) o en actes quirúrgics per llit mostren que les pràctiques poden ser més eficients. Això s'aconsegueix

(2) N. Mes, «The healthcare crisis», Comentaris de Conjuntura, IESE Business School, novembre 2009.

amb un augment de la transparència del treball dels proveïdors dels serveis sanitaris, ja que, d'aquesta manera, els gestors poden reformar els processos que funcionen pitjor. Amb aquesta finalitat, l'Institut d'Informació Sanitària a Espanya recopila el conjunt d'Indicadors Clau del Sistema Nacional de Salut, però el total de variables i la seva periodicitat són encara força limitats.

Així mateix, l'experiència d'altres països també mostra que un model organitzatiu que atorgui més autonomia de gestió als professionals en fomenta l'involucrament, ja que es responsabilitzen més dels resultats. En aquest sentit, destaca el cas britànic, on els hospitals són ara fundacions que assumeixen els riscos relatius de la seva gestió i han de complir objectius de qualitat a partir dels quals són remunerats.

D'altra banda, és important implementar un esquema d'incentius que recompensi els mèrits dels professionals. L'elevat nombre de treballadors del sector amb contractes temporals apunta a una inestabilitat laboral poc incentivadora. És necessari reformar el sistema de retribució, i, per això, resulta de nou interessant observar els canvis duts a terme en altres països. A França, per exemple, s'ha reforçat la figura del director d'hospital, que té més responsabilitat de gestió i disposa d'un equip estable.

Finalment, l'aparició constant de nous tractaments i tecnologies millora la qualitat de vida, però, generalment, comporta un augment dels costos, i això fa indispensable el disseny d'un sistema que garanteixi l'avaluació cost-benefici. A escala internacional, hi ha exemples d'organismes encarregats de calcular el cost-efectivitat d'un nou tractament abans de la seva implementació, com el NICE del Regne Unit, el IQWiG d'Alemanya i el HAS de França. Per exemple, l'objectiu del NICE britànic, que funciona com una entitat independent, és realitzar recomanacions a les àrees de salut per incorporar o no els nous tractaments a la cartera de prestacions finançada públicament. Tot i que, a Espanya, hi ha alguns organismes que calibren la qualitat dels medicaments i dels productes sanitaris, com l'Agència del Medicament, les seves funcions són més limitades i disposen d'uns mecanismes d'avaluació del cost-eficiència menys metòdics.

En definitiva, tot i que el sistema sanitari a Espanya funciona relativament bé, el model actual pot ser més eficient. Per tant, és imprescindible buscar noves fórmules de funcionament que augmentin la responsabilitat sobre l'ús dels recursos, tant dels pacients que demanen els serveis com dels professionals i dels gestors que els ofereixen.

*Aquest quadre ha estat elaborat per Maria Gutiérrez-Domènech  
Departament d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

## Estalvi i finançament

**L'euríbor a un any supera la cota de l'1,50% en la quarta setmana d'octubre, nivell no assolit des del juny del 2009.**

**El finançament a les empreses no financeres baixa l'1,7% en els dotze últims mesos fins a l'agost, però es redueix el ritme de descens.**

### Finançament al sector privat: baixa a les empreses i puja a les famílies

La decisió del Banc Central Europeu d'implementar una retirada gradual dels estímuls monetaris extraordinaris, un cop superada la greu crisi dels últims exercicis, ha comportat que, al mercat interbancari, l'euríbor a un any, utilitzat com a índex de referència en nombroses operacions creditícies, hagi tendit a pujar suaument en els últims mesos. Així, va superar l'1,50% en la quarta setmana d'octubre, després d'haver-se situat en l'1,42% de mitjana mensual al setembre, i va anotar la cota més alta des del juny del 2009. En aquest marc, els tipus d'interès d'actiu també van tendir a repuntar a l'estiu. Així, el tipus d'interès mitjà de les operacions credití-

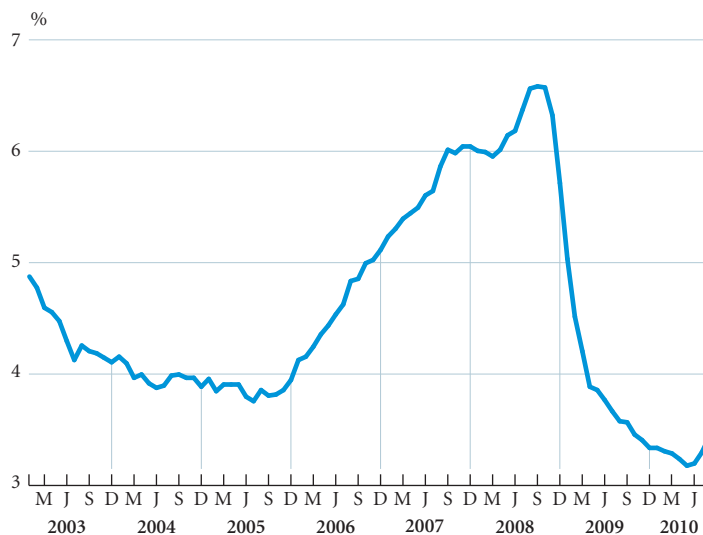
cies amb el sector privat es va situar en el 3,41% a l'agost, 25 punts bàsics per damunt del nivell del maig, però 15 punts bàsics per sota d'un any abans.

No obstant això, el tipus d'interès real, és a dir, descomptant la inflació, ha baixat en els últims mesos. Aquest fet, paral·lelament a la moderació de l'endeutament del sector públic, ha pogut influir en un cert alentiment del procés de despallanquejament del sector privat. Així, la taxa de variació interanual del finançament als sectors residents es va mantenir en el 2,7% a l'agost.

El finançament a les empreses no financeres es va col·locar, a l'agost, en el -1,7% en relació amb el mateix mes de l'any ante-

### LLEUGER REPUNT DELS TIPUS CREDITICIS NOMINALS

Tipus d'interès sintètic dels préstecs i crèdits al sector privat (\*)



NOTA: (\*) Mitjana dels tipus d'interès de les noves operacions del conjunt de les entitats de crèdit ponderats pels saldos en euros.  
FONT: Banc d'Espanya.



## FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Agost 2010

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.208.337	-7.025	-0,7	78,7
Empreses no financeres	1.304.768	-7.581	-1,7	46,5
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	900.351	-16.009	-2,2	32,1
<i>Valors diferents d'accions</i>	62.570	6.311	26,7	2,2
<i>Préstecs de l'exterior</i>	341.847	2.118	-4,7	12,2
Llars (4)	903.569	557	0,7	32,2
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	679.862	1.310	0,9	24,2
<i>Altres (3)</i>	220.981	-844	0,0	7,9
<i>Préstecs de l'exterior</i>	2.727	90	4,5	0,1
Administracions públiques (5)	599.787	39.200	17,9	21,4
<b>TOTAL</b>	<b>2.805.412</b>	<b>31.808</b>	<b>2,7</b>	<b>100,0</b>

NOTES: (1) Residents a Espanya.

(2) Taxes de variació interanual calculades com a flux efectiu/saldo al començament del període.

(3) Inclouen els préstecs titulitzats fora del balanç bancari.

(4) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.

(5) Total de passius (consolidats). Es dedueixen els passius entre administracions públiques.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

rior. No obstant això, aquesta dada representa una moderació del desendeutament, ja que, a l'abril, la caiguda interanual era del 3,1%. La millora de la conjuntura econòmica i dels mercats financers també ha influït en aquesta situació. Així, el saldo dels valors de renda fixa va pujar el 26,7% en els dotze últims mesos fins a l'agost, 0,8 punts més que en el mes previ. No obstant això, els préstecs de l'exterior van baixar l'1,2% en relació amb un any abans.

Pel que fa als crèdits de la banca resident, es van situar el 2,2% per sota de l'agost del 2009. En aquest sentit, els comercials, destinats al finançament del capital circulant de les empreses, van disminuir el 9,1% en relació amb un any abans, però a un ritme més lent que al començament de l'any. Per la seva banda, els arrendaments financers van mostrar un descens interanual del 14,2%, per sota del període anterior, però indicatiu de la feblesa de la inversió.

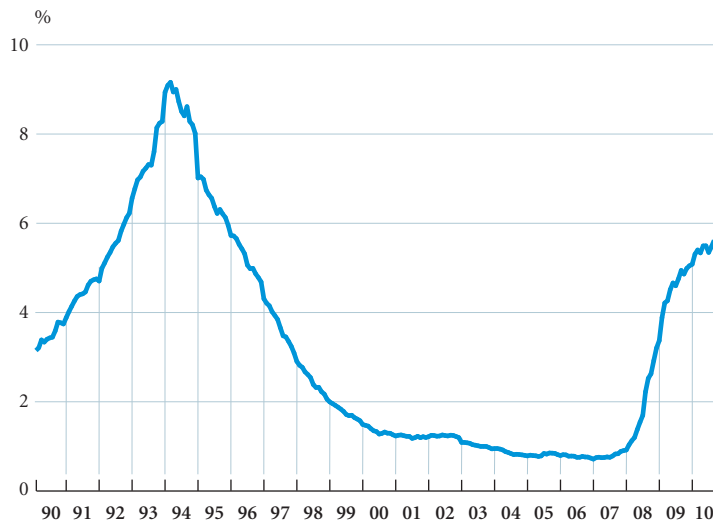
Per la seva banda, el finançament de les famílies gairebé s'ha estabilitzat en els últims mesos i ha presentat un creixement interanual del 0,7% en els dotze últims mesos fins a l'agost. De fet, aquest lleuger augment és degut, en la seva totalitat, als préstecs per a l'habitatge, que s'han revifat en els últims mesos, atès que l'esforç teòric per accedir a la propietat d'una casa ha disminuït en baixar els preus i que la perspectiva de la supressió parcial de la desgravació fiscal a partir del gener del 2011 ha provocat una anticipació de la demanda.

Quant a la morositat, va continuar pujant lleugerament a l'agost, en sintonia amb els alts nivells d'atur. Així, la taxa de morositat va arribar al 5,6%, una dècima més que al juliol i 7 més que dotze mesos abans. No obstant això, el nivell de la morositat s'ha col·locat sensiblement per sota de la cota màxima registrada durant la recessió del 1992-1993.

**Els préstecs a les famílies augmenten lleugerament a causa de la reactivació de les hipoteques per a l'habitatge.**

## LA MOROSITAT CONTINUA PUJANT, PERÒ SE SITUA PER SOTA DELS NIVELLS DE LA RECESSIÓ ANTERIOR

Taxa de morositat del sector privat al conjunt de les entitats de crèdit (\*)



NOTA: (\*) A causa d'alguns canvis comptables i reguladors, la taxa no és estrictament homogènia al llarg de tot el període.  
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

### Disminució de la prima de risc del deute sobirà espanyol.

Per la seva banda, el finançament a les administracions públiques es va continuar moderant, en línia amb la tònica de consolidació fiscal marcada pel Govern. Així, va anotar una taxa de variació interanual del 17,9%, 8 dècimes menys que al juliol i 17,4 punts per sota de la taxa d'octubre del 2009. D'altra banda, durant les primeres setmanes d'octubre, s'ha reduït la prima de risc del deute espanyol sobirà, mesurada pel diferencial del rendiment de les obligacions de l'Estat a deu anys amb les homòlogues alemanyes, que va passar dels 196 punts bàsics del final de setembre als 164 punts bàsics cap a la meitat de la penúltima setmana d'octubre. En aquest sentit, la rebaixa el dia 30 de setembre en un graó del *rating* per part de l'agència de qualificació Moody's, des de Aaa, la màxima, fins a Aa1 amb perspectiva estable, no va tenir incidència negativa, ja que alguns agents del mercat havien descomptat una rebaixa de dos graons.

### Lleugera expansió dels dipòsits bancaris

L'augment del consum en el segon trimestre va motivar una important flexió a la baixa de la taxa d'estalvi de les famílies, que, computant els últims quatre trimestres, es va situar en el 16,2% de la seva renda disponible. Aquesta taxa era 1,5 punts inferior a la del període mòbil precedent. Així i tot, es tracta d'un nivell relativament alt, motivat per la precaució generada per l'alta taxa d'atur i per la subsistència d'incerteses econòmiques, que se situa uns 5 punts per damunt del nivell previ a la recessió econòmica. L'estalvi generat per les llars i les transferències netes rebudes van servir per finançar un volum d'inversió proper als 15.000 milions d'euros, i va quedar una capacitat de finançament de 18.227 milions d'euros, el 6,7% del PIB trimestral.

La major part d'aquest estalvi financer net va ser col·locat en forma de dipòsits ban-

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

Agost 2010

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	257.946	-4.789	-1,8	3.087	1,2	18,3
D'estalvi	211.500	3.709	1,8	14.049	7,1	15,0
A termini	727.163	7.151	1,0	-8.094	-1,1	51,5
En moneda estrangera	19.561	-2.454	-11,1	-4.939	-20,2	1,4
<b>Total dipòsits</b>	<b>1.216.171</b>	<b>3.618</b>	<b>0,3</b>	<b>4.102</b>	<b>0,3</b>	<b>86,2</b>
<b>Resta del passiu (*)</b>	<b>195.336</b>	<b>-17.794</b>	<b>-8,3</b>	<b>-13.263</b>	<b>-6,4</b>	<b>13,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.411.507</b>	<b>-14.176</b>	<b>-1,0</b>	<b>-9.160</b>	<b>-0,6</b>	<b>100,0</b>

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.

caris. D'aquesta manera, el saldo dels dipòsits del sector privat a les entitats bancàries va augmentar el 0,3% a l'agost en relació amb dotze mesos abans. Els comptes a la vista i d'estalvi van perdre atractiu enfront de les imposicions a termini, les remuneracions de les quals han tendit a pujar en els últims mesos. No obstant això, en l'últim any, la classe que ha mostrat un increment relatiu més important han estat els comptes d'estalvi, situació que reflecteix la precaució de les famílies.

La competència dels dipòsits bancaris i la trajectòria erràtica dels mercats financers internacionals van afectar un altre producte favorit dels estalviadors, els fons d'inversió mobiliària. Així, al setembre, es van produir reemborsaments nets negatius per valor de 1.847 milions d'euros, que van superar el total de les plusvàlues mensuals, de manera que el seu patrimoni va baixar el 0,9% fins als 145.885 milions d'euros. No obstant això, es van registrar notables subscripcions netes en renda fixa mixta internacional i en renda variable internacional. El rendiment anual mitjà va

ser del 0,9%, per bé que la dispersió era elevada. Així, mentre que la renda variable internacional dels mercats emergents era del 24,0%, la renda variable nacional es va situar en el -7,2%.

D'altra banda, arran d'un compromís amb el G-20, el Consell d'Economia i Finances de la Unió Europea va assolir un acord d'una proposta de directiva per harmonitzar la supervisió dels fons d'alt risc. Fins ara, aquests fons no estaven subjectes a una supervisió o a una regulació específica a nivell europeu. Aquesta nova normativa, un cop ratificada pel Parlament Europeu, comportarà un augment de la transparència en la gestió del risc d'aquests fons i dels anomenats lliures o de gestió alternativa i, en especial, del seu palanquejament. A més a més, s'incrementarà la protecció per als inversors. Així mateix, està previst que els fons domiciliats fora de la Unió Europea puguin operar en tot el territori comunitari sempre que tinguin l'autorització de l'autoritat borsària d'un Estat membre.

**Els dipòsits a termini guanyen atractiu amb l'augment de la seva remuneració.**

**Es perfila per primera vegada la regulació dels fons d'alt risc a nivell europeu.**

# Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

## Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet: [www.laCaixa.es/estudis](http://www.laCaixa.es/estudis)  
Correu electrònic: [publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores  
Edició completa disponible a Internet

### ■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic
2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic
3. L'economia d'Andalusia: diagnòstic estratègic
4. L'economia de la Regió de Múrcia: diagnòstic estratègic
5. L'economia del País Basc: diagnòstic estratègic

### ■ 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"

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
16. El retorn del *decoupling*? Mite i realitat en el desacoblament de les economies emergents  
Àlex Ruiz
17. El creixement de la Xina: de quines fonts beu el gegant asiàtic?  
Claudia Canals
18. Cap a una nova arquitectura financera  
Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

### ■ "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](http://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
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee  
"la Caixa" Research Department

### ■ ESTUDIS ECONÒMICS

35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació  
Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez
36. El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció  
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho
37. Europa, com Amèrica: Els reptes de construir una federació continental  
Josep M. Colomer

## Consell Assessor

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

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

## Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

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

## INFORME MENSUAL

Novembre 2010

### CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

#### Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2009

### ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	237.799
Crèdits sobre clients	178.026
Resultat atribuït al Grup	1.510

### PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	27.505
Oficines	5.326
Terminals d'autoservei	7.951
Targetes (milions)	10,3

### OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2010

Milions €

Socials	356
Ciència i medi ambient	62
Culturals	55
Educatives i investigació	27
<b>TOTAL PRESSUPOST</b>	<b>500</b>

## CICLE DE CONFERÈNCIES, Auditori de "la Caixa" a Madrid

### El gobierno de la economía: experiencias personales

### Càtedra "la Caixa"

*Economia i Societat*

#### LOS PACTOS DE LA MONCLOA Y LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA

*José Luis Leal*

27 d'octubre de 2010

#### EL SEGUNDO AJUSTE DE LA DEMOCRACIA

*Miguel Boyer*

4 de novembre de 2010

#### LA SUPERACIÓN DE LA CRISIS DE LOS AÑOS NOVENTA DESDE LA PERSPECTIVA DE LOS PROBLEMAS ACTUALES

*Pedro Solbes*

15 de novembre de 2010

#### EL RETO DE LA UNIÓN EUROPEA: LECCIONES PARA LA CRISIS ACTUAL

*Carlos Solchaga*

13 de desembre de 2010

Auditori de "la Caixa", Paseo de la Castellana, 51, Madrid, a les 19.30 hores

Es prega confirmar al tel. 902 100 419

Places limitades

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 de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

