

# Informe Mensual



## L'ESTALVI, DEFECTE O VIRTUT?

*Per què difereixen les pautes d'estalvi al llarg del temps i entre països?* Pàg. 17

Les taxes d'estalvi baixen als països avançats

*Estalvi emergent, solució per pal·liar l'envelliment de les economies avançades?* Pàg. 32

La demografia és determinant en l'evolució de la taxa d'estalvi

*Incentius fiscals a l'estalvi: funcionen?* Pàg. 64

La complexitat dels incentius fiscals en limita l'eficàcia

*L'estalvi de les llars: camí cap a la normalització* Pàg. 69

La composició de la riquesa de les famílies espanyoles incideix en el seu patró d'estalvi

# Previsions

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

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Producte interior brut</b>									
Estats Units	-2,6	2,8	3,0	2,4	3,0	3,2	2,7	2,6	3,0
Japó	-6,3	4,0	1,3	5,4	3,3	4,7	2,6	1,5	1,3
Regne Unit	-4,9	1,7	2,1	-0,3	1,6	2,7	1,7	2,7	1,9
Zona de l'euro	-4,0	1,7	1,6	0,8	2,0	1,9	2,0	2,2	1,5
<i>Alemanya</i>	-4,7	3,5	2,4	2,1	3,9	3,9	4,0	4,1	2,2
<i>França</i>	-2,5	1,5	1,8	1,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,9
<b>Preus de consum</b>									
Estats Units	-0,3	1,6	2,3	2,4	1,8	1,2	1,2	1,9	2,5
Japó	-1,4	-0,7	0,4	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,1	0,3
Regne Unit	2,2	3,3	4,0	3,3	3,4	3,1	3,4	4,1	4,2
Zona de l'euro	0,3	1,6	2,1	1,1	1,5	1,7	2,0	2,5	2,3
<i>Alemanya</i>	0,3	1,1	1,9	0,8	1,1	1,2	1,5	2,0	1,9
<i>França</i>	0,1	1,5	1,9	1,4	1,6	1,5	1,7	2,1	2,0
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Agregats macroeconòmics</b>									
Consum de les llars	-4,3	1,3	1,1	-0,3	2,2	1,5	1,7	1,1	0,0
Consum de les AP	3,2	-0,7	-1,5	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,9	-2,3
Formació bruta de capital fix	-16,0	-7,5	-2,2	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-4,8	-4,2
<i>Béns d'equipament</i>	-24,8	1,9	4,4	-4,6	8,7	2,4	1,2	2,2	-0,2
<i>Construcció</i>	-11,9	-11,1	-6,1	-11,3	-11,3	-11,2	-10,6	-9,2	-7,8
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-6,4	-1,2	-0,2	-3,0	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-1,4
Exportació de béns i serveis	-11,6	10,3	7,6	9,4	11,9	9,4	10,5	8,0	7,9
Importació de béns i serveis	-17,8	5,5	3,9	2,0	9,6	5,0	5,3	2,8	0,2
<b>Producte interior brut</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Altres variables</b>									
Ocupació	-6,6	-2,3	-0,3	-3,8	-2,5	-1,7	-1,4	-0,6	-0,5
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	20,1	20,2	20,0	20,1	19,8	20,3	20,6	20,3
Índex de preus de consum	-0,3	1,8	2,5	1,1	1,6	1,9	2,5	3,2	2,7
Costos laborals unitaris	1,0	-1,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,9	-2,3		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-5,5	-4,5	-3,7	-6,0	-5,1	-3,7	-3,2		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,2	-5,4	-4,3	-3,1	-2,6		
Saldo públic (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,4						
<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	3,2	3,6	3,7	3,5	2,8	2,8	3,5	3,6
Bons alemanys 10 anys	3,3	2,8	3,3	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2	3,2
<b>Tipus de canvi</b>									
\$/Euro	1,39	1,33	1,36	1,38	1,27	1,29	1,36	1,35	1,36

## Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 Conjuntura internacional
  - 6 Estats Units
  - 10 Japó
  - 12 Xina
  - 13 Brasil
  - 14 Mèxic
  - 15 Primeres matèries
- 17 *Per què difereixen les pautes d'estalvi al llarg del temps i entre països?*
- 20 Unió Europea
  - 20 Zona de l'euro
  - 23 Alemanya
  - 24 França
  - 27 Itàlia
  - 28 Regne Unit
  - 30 Europa emergent
- 32 *Estalvi emergent, solució per pal·liar l'envelliment de les economies avançades?*
- 36 Mercats financers
  - 36 Mercats monetaris i de capital
- 45 Conjuntura espanyola
  - 45 Activitat econòmica
  - 50 Mercat de treball
  - 54 Preus
  - 59 Sector exterior
  - 62 Sector públic
- 64 *Incentius fiscals a l'estalvi: funcionen?*
- 66 Estalvi i finançament
- 69 *L'estalvi de les llars: camí cap a la normalització*

## L'estalvi, defecte o virtut?

De petits, som molts els qui vam ser educats en la virtut de l'estalvi i de la previsió, juntament amb valors com el respecte, la responsabilitat i d'altres virtuts i hàbits de comportament que havien de modelar i d'enfortir el nostre caràcter. Però, en els moments més crítics de la greu recessió que hem travessat, i davant d'un intens rebrot de l'estalvi de les famílies, es va llançar la consigna que era millor consumir. Si tots ens obsinàvem a estalviar, es va dir, la despesa seria cada vegada més petita, i això agreujaria la recessió en curs en una espiral viciosa. És l'estalvi una virtut privada i, al mateix temps, un vici col·lectiu?

Des del punt de vista col·lectiu, les respostes són molt diverses si observem la disparitat de les taxes d'estalvi entre països. Els més estalviadors, en percentatge del producte interior brut, són els asiàtics, amb la Xina al capdavant, que aparta el 54% del producte anual com a estalvi. A l'extrem oposat trobem els Estats Units, que estalvien el 14% del producte.

En qualsevol cas, la virtut o el vici de l'estalvi tendeix a minvar. En les últimes quatre dècades, la taxa d'estalvi de les llars del conjunt dels països avançats ha disminuït, de mitjana, del 12% al 8% de la renda disponible. La crisi ha provocat un repunt de les taxes d'estalvi per efecte de la precaució, però és probable que, quan l'episodi de recessió i d'atur quedi enrere, es repregui la tendència de fons.

Diversos factors expliquen la tendència decreixent en la conducta estalviadora dels particulars a les economies avançades. La mateixa existència d'un estat del benestar que assegura determinades prestacions en contingències com atur, malaltia o jubilació treu força a l'argument estalviador. El grau de sofisticació del sistema financer o els incentius fiscals que estableixen les autoritats també influeixen sobre les preferències dels particulars a l'hora de decidir-se entre estalviar o consumir. Però el factor que té més pes és, probablement, el demogràfic. En la teoria del cicle vital, els individus estalvien al llarg de la vida laboral i desestalvien quan deixen de treballar. Per tant, a les nostres societats, l'envelliment de la població implica menys estalvi. En canvi, a les economies emergents, la taxa d'estalvi ha augmentat en els últims anys, gràcies al dinamisme del creixement i a la incorporació de generacions joves al món laboral.

Malgrat aquesta tendència decreixent de l'estalvi global, en els últims anys, hem sentit a parlar més aviat d'un excés d'estalvi. L'actual president de la Reserva Federal, Ben Bernanke, va encunyar el 2005 el terme *saving glut* per referir-se a aquesta situació. El fet és que, a les economies avançades, el volum d'estalvi ha superat el volum d'inversió en actius reals (infraestructures, edificis, maquinària, equipament) i ha col·laborat directament en la important caiguda dels tipus d'interès reals i en el consegüent abaratiment del capital. No obstant això, podríem haver arribat a les portes d'importants canvis estructurals. Les perspectives per als propers anys són de contenció de l'estalvi als països emergents per la intensificació del desig de consum de les seves poblacions, entre d'altres motius. A les economies desenvolupades, la tendència descendent de l'estalvi probablement no variarà. Al mateix temps, hi ha un cert consens sobre el fet que la inversió global tendirà a augmentar, sobretot per la demanda dels països emergents. Si això és així, el resultat, entre d'altres, seria el final dels baixos tipus d'interès reals dels quals hem gaudit fins ara i l'inici d'una nova etapa en el marc global de l'estalvi.

## RESUM EXECUTIU

**El creixement global es consolida en els primers compassos del 2011...**

### **La pujada de les primeres matèries amenaça la recuperació mundial**

El creixement de l'economia global es consolida en els primers compassos del 2011, de manera que prossegueixen les tendències registrades al final de l'any passat. Els indicadors corresponents a l'exercici actual són encara escassos i, en alguns casos, estan esbiaixats per les peculiars condicions climatològiques del gener. No obstant això, apunten clarament a la consolidació de la bona marxa de les empreses. Els països emergents tiren de la demanda mundial, que és ben aprofitada per les economies avançades, on, malgrat tot, la demanda interna en general és encara fràgil i la retirada dels estímuls fiscals, en alguns casos, no afavoreix un dinamisme més intens.

**...però la pujada de les primeres matèries i, concretament, del petroli crea inquietud.**

El costat fosc de l'actual recuperació el constitueixen les tensions de preus derivades d'una pujada de les primeres matèries molt superior a la prevista. El mateix impuls de l'activitat global pressiona sobre les cotitzacions d'aquests mercats, que partien dels baixos nivells del 2009. A aquestes pressions s'ha sumat la tensió desencadenada pels disturbis al món àrab (Tunísia, Egipte, Bahrain i, particularment, Líbia). En aquest últim cas, es tracta d'un exportador d'hidrocarburs, i la situació de violència desencadenada al país ha disparat el preu del petroli fins a vorejar els 120 dòlars per barril, el triple del mínim de les acaballes del 2008. És probable que es tracti d'un episodi transitori, però la preocupació és alta quan es recorden els màxims de 147 dòlars per barril assolits al juliol del 2008, just abans de l'inici de la gran recessió.

**Els Estats Units prioritzen el creixement enfront de l'ajustament del desequilibri del sector públic.**

L'augment dels preus de les primeres matèries en un context de recuperació permet a les empreses traspasar l'increment dels costos al producte final, i sembla que això és el que comença a succeir, atesos els resultats de les enquestes efectuades directament a les empreses. Per tant, als bancs centrals se'ls complica la gestió, ja que, a les principals economies desenvolupades, operen encara sota les premisses del relaxament monetari derivat de la recent recessió. Però ara els riscos estan girant més aviat cap a les tensions del creixement i d'una possible inflació. A les economies emergents, la majoria dels bancs centrals han adoptat, des de fa mesos, polítiques monetàries més restrictives i han tensionat els tipus d'interès de referència.

En qualsevol cas, les diferències entre països són substancials. Als Estats Units, la proposta de pressupost per a l'any fiscal 2011 de l'administració Obama implica un dèficit superior al 9% del producte interior brut (PIB) per tercer any consecutiu. Per tant, la necessària consolidació fiscal es deixa per a més endavant i es prioritza l'enfortiment de l'activitat. Els empresaris són optimistes: l'índex de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management va continuar repuntant al gener tant en els negocis manufacturadors com en els serveis. El risc inflacionista no preocupa: la capacitat productiva està encara infrautilitzada i l'índex de preus de consum (IPC) està contingut. No hi ha tampoc tensions laborals, i l'ocupació va millorant, tot i que molt lentament. Al gener, la taxa d'atur va tornar a baixar fins al 9,0%, però la millora va ser deguda a les males condicions climatològiques, que van reduir el nombre de perso-

nes que busquen treball activament i només es van crear 36.000 nous llocs de treball.

A la Xina, els indicadors d'activitat més recents, corresponents al desembre, confirmen la vitalitat de l'economia. Les tensions en els preus de la cistella de la compra i en els dels habitatges han obligat el banc central a continuar adoptant mesures restrictives de política monetària. Salvant les distàncies, una cosa semblant passa al Brasil, l'altra gran economia emergent, amb un enduriment progressiu de la política monetària en un entorn de sobreescalfament de l'activitat.

A Europa, la locomotora és Alemanya, gràcies a la seva sòlida capacitat exportadora i a la recuperació de la demanda interna. Al febrer, l'índex d'activitat empresarial de l'institut muniquès IFO va pujar per novè mes consecutiu, va marcar un nou màxim des de la reunificació del país i va confirmar les bones sensacions dels empresaris. Els consumidors també mostren un bon to, amb un augment del 16,5% interanual de les vendes d'automòbils al gener. La progressió del consum es basa en les bones perspectives del mercat laboral, ja que, al gener, la taxa d'atur va baixar una dècima fins al 7,4%. La taxa d'inflació tendeix a pujar, però la subjacent, que exclou l'energia i els aliments, se situa en l'1%.

El vigor alemany s'estén als seus veïns, com ho posen de manifest les dades de creixement relatives al quart trimestre. Suècia, Finlàndia i Polònia van superar el 4,0% interanual germànic, seguits, immediatament, per Dinamarca, la República Txeca, Àustria, els Països Baixos i Hongria. A l'altre extrem, Grècia, Irlanda i Romania registraven taxes negatives. Malgrat aquestes disparitats, el creixement de la zona de l'euro es va situar, de mitjana, en el 2% en l'últim trimestre de l'any, una velocitat de

creuer que es va mantenir estable durant la major part de l'exercici.

Però si el creixement mitjà s'ha mantingut estable en els últims trimestres, una altra cosa molt diferent està succeint amb la inflació. Al gener, l'avanç facilitat per Eurostat va marcar una taxa interanual del 2,4% a la zona de l'euro, enfront de l'1,0% d'un any abans. Diversos membres del Banc Central Europeu (BCE) han afirmat que esperen que, el 2011, la inflació, abans de moderar-se, es mantindrà per damunt del 2% interanual durant un període més llarg del que seria desitjable. Perilla l'objectiu d'estabilitat de preus del BCE? El seu president ha procurat transmetre el missatge que aquest repunt respon a un fenomen puntual que no altera l'estratègia de la institució, però tothom és conscient de la complexitat de les decisions al si d'una unió monetària amb taxes de creixement tan dispar i amb preus inquietantment alcistes.

En qualsevol cas, les expectatives dels inversors han variat en la direcció de pujades més properes en el temps i més ràpides del tipus de referència del BCE, en l'1% des del maig del 2009. Així, el tipus euríbor a 12 mesos ha experimentat un repunt apreciable i ha assolit els nivells de la primavera del 2009. De cara als propers mesos, no seria descartable presenciar un augment encara més intens de la variabilitat dels tipus interbancaris, a mesura que el creixement econòmic de la zona de l'euro es consolidi i el discurs del BCE es torni més combatiu amb la inflació, com a preludi dels augments de tipus oficials ja durant la segona meitat de l'any.

Per acabar de complicar el panorama, la crisi del deute sobirà, tot i que una mica desactivada al febrer, no està ni molt menys conjurada. Seran molt importants les decisions que es prenguin a la cimera de la Unió Europea que se celebrarà els dies 24 i 25 de març, en relació amb diferents aspec-

**Els emergents s'enfronten als perills del reescalfament de l'economia.**

**El vigor alemany s'estén entre els seus veïns.**

**Augmenten les expectatives que el BCE apugi els tipus d'interès aviat.**

**L'economia espanyola tanca el 2010 amb una reculada del 0,1%.**

**Prosegueix la destrucció d'ocupació i augmenta la inflació...**

**...però l'auge de la demanda externa i la millora dels costos laborals i de la productivitat permeten confiar en la solidesa de la recuperació.**

tes de la coordinació de polítiques econòmiques i amb els canvis en els instruments creats per fer front a la crisi generada per la situació fiscal de diversos països membres a la zona de l'euro.

A Espanya, el PIB va créixer el 0,2% en l'últim trimestre del 2010 en relació amb el tercer i va situar la taxa interanual en el 0,6% i el descens del PIB en el conjunt de l'any en el 0,1%. D'aquesta manera, l'avanç gradual de l'economia espanyola es va consolidar al llarg del 2010, però encara es manté en cotes relativament baixes i presenta un ritme més lent que al conjunt de països de la zona de l'euro. Les dades de la comptabilitat nacional publicades per l'Institut Nacional d'Estadística mostren que el progrés del PIB en l'últim trimestre del 2010 va ser possible gràcies a la demanda externa, que va avançar cinc dècimes. En canvi, la demanda interna es va contreure tres dècimes en el trimestre, malgrat la millora del consum de les llars. Així i tot, el comportament de la demanda interna va millorar, perquè va reduir en una dècima la seva aportació negativa al creixement, fins als -0,6 punts. Per la seva banda, la demanda externa va augmentar tres dècimes la seva aportació al PIB, fins als 1,2 punts.

Les exportacions van tenir un protagonisme important, ja que van intensificar el ritme d'avanç en termes interanuals fins al 10,5%. Cal destacar que, a diferència del patró observat en els dos últims anys, quan la millora es va produir, principalment, per la contracció de les importacions, el 2010 la contribució positiva del sector exterior va estar dominada per la bona marxa de les exportacions. És destacable l'evolució més favorable del turisme estranger, que va experimentar un increment important del nombre d'entrades i va revertir la tendència decreixent dels dos últims anys.

El feble pols de la recuperació explica que la trajectòria del mercat de treball encara sigui negativa, per bé que el deteriorament

tendeix a desaparèixer. En aquest sentit, és significativa l'evolució dels afiliats en alta laboral a la Seguretat Social, que, al gener, van baixar en relació amb el mes anterior en 223.143, però que, en termes desestacionalitzats, significa una variació nul·la. Les xifres mensuals per sectors corregides d'efectes estacionals mostren que el sector serveis va generar una mica d'ocupació al gener, mentre que l'industrial i la construcció van continuar destruint llocs de treball en aquest mateix mes, tot i que amb menys intensitat.

La mateixa fragilitat de la demanda interna allunya els riscos d'inflació, però això no ha impedit que l'IPC hagi escalat fins al 3,3% al gener, en taxa interanual, enfront de l'1,0% del gener del 2010. L'encariment de l'electricitat, dels carburants, del tabac i, amb menys intensitat, d'alguns components de l'alimentació explica la pujada del gener. El repunt de la inflació observat a Espanya en els últims mesos ha estat més intens que el registrat a la zona de l'euro, de manera que el diferencial de la inflació va passar de ser nul al desembre del 2009 a representar 0,6 punts percentuals al gener del 2011.

Malgrat aquest augment de la inflació mesurada pels preus de consum, el fet és que els costos laborals unitaris han disminuït de forma considerable i que la productivitat avança a un ritme notable. És cert que aquesta situació és deguda, principalment, al mateix ajustament del mercat de treball, però també ho és que les remuneracions per assalariat han entrat en una fase de moderació que contribueix a millorar les condicions de competitivitat de l'aparell productiu. En definitiva, l'ajustament de l'economia espanyola prossegueix la seva marxa, recolzada ara per un sector exterior expansiu i per una demanda interna que, a poc a poc, va recuperant l'estabilitat. Aquestes són les tendències que esperem al llarg del 2011, amb el permís dels preus del petroli i de la resta de primeres matèries.

25 de febrer de 2011

## CRONOLOGIA

### 2010

- abril**
- 7 El Govern presenta el **Pla extraordinari d'Infraestructures**, que mobilitzarà 17.000 milions d'euros en els pròxims dos anys.
  - 9 El Govern aprova un **nou paquet de mesures per impulsar l'activitat econòmica**.
  - 10 Els ministres de finances de la zona de l'euro anuncien les **condicions de l'ajuda a Grècia**.
  - 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**.
- novembre**
- 19 El Govern estableix un **calendari legislatiu** que inclou la **reforma de les pensions i de la negociació col·lectiva**.
  - 24 **Irlanda** presenta un **pla d'ajustament** amb severes mesures de retallada del dèficit públic per rebre els **ajuts financers** de la UE i de l'FMI.
- desembre**
- 3 El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica** que inclou, entre d'altres, la privatització parcial de les Loteries i Apostes de l'Estat i de la societat estatal AENA, així com l'augment de la fiscalitat sobre el tabac.
  - 16 El Consell Europeu acorda la creació d'un **Mecanisme d'Estabilitat Financera** el 2013, que substituirà l'actual fons de rescat, i l'ampliació del capital del Banc Central Europeu.

### 2011

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

## AGENDA

### Març

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 3 Consell de Govern del Banc Central Europeu. PIB de la UE (quart trimestre).
- 4 Índex de producció industrial (gener).
- 10 Vendes al detall (gener).
- 11 IPC (febrer).
- 15 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 16 IPC harmonitzat de la UE (febrer). Cost laboral (quart trimestre).
- 22 Comerç exterior (gener). Ingressos i despeses de l'Estat (febrer).
- 24 Consell Europeu.
- 25 Consell Europeu. Preus industrials (febrer).
- 30 Vendes al detall (febrer). Avanç IPCH (març).
- 31 Balança de pagaments (gener).

### Abril

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

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**Els Estats Units han de créixer per damunt del 3% per reduir l'atur, però l'endeutament és un llast.**

**L'economia, esperonada pel consum privat, va créixer el 2,8% el 2010.**

### Estats Units: com reduir l'atur sense endeutar-se

El creixement de l'economia es veurà delimitat el 2011 per un límit superior, al voltant del 4%, imposat per la necessitat de reduir l'elevat endeutament de les famílies, i per un altre d'inferior, del 3%, que és el llindar de creixement a partir del qual comença a baixar l'atur. El posicionament entre aquestes dues referències vindrà modulad per les polítiques fiscal i monetària, que, atès que es percep un major risc de creixement feble que de tensions inflacionistes, presenten un biaix clarament expansiu. La proposta de pressupost per a l'any fiscal 2011 de l'Administració Obama implica un dèficit pressupostari que, el 2011, podria continuar per damunt del 9%

del producte interior brut (PIB) per tercer any consecutiu, resultat que deixa la necessària consolidació fiscal per a més endavant.

El PIB va créixer el 0,7% intertrimestral en el quart trimestre, el 2,7% interanual que comporta un avanç del 2,8% per al conjunt del 2010. Els comptes nacionals es van caracteritzar pel vigor del consum privat, que es va incrementar l'1,0% en relació amb el trimestre anterior. Un vigor que es basa en una taxa d'estalvi més baixa i en estímuls governamentals. Amb efectes quantitius importants, però sense marcar tendències, els inventaris van sostreure una part substancial de creixement, que va ser compensada per importants ajustaments a la baixa en les existències, a causa

### ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010				2011
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	-2,6	2,8	2,4	3,0	3,2	2,7	-
Vendes al detall	-6,4	6,5	5,6	6,9	5,8	7,7	7,8
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	51,7	58,2	50,9	57,0	65,6
Producció industrial	-9,3	5,7	2,7	7,4	6,9	5,9	5,2
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	58,6	57,6	55,2	57,9	60,8
Habitatges iniciats	-38,4	5,6	16,5	12,2	0,4	-5,5	-2,6
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	9,7	9,6	9,6	9,6	9,0
Preus de consum	-0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3	1,6
Balança comercial (3)	-374,9	-497,8	-398,5	-450,7	-485,4	-497,8	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,3	74,8	77,6	75,9	73,0	73,0

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.

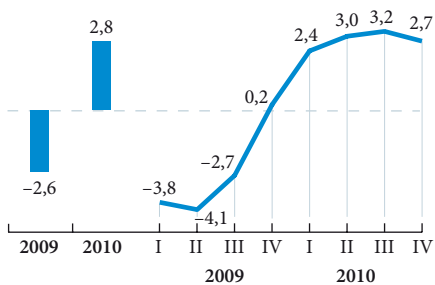
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.



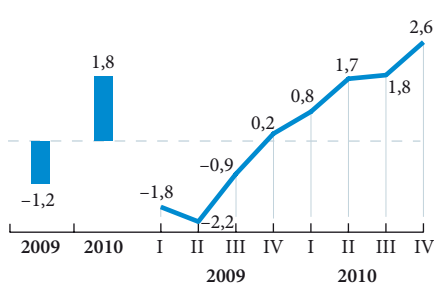
## EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

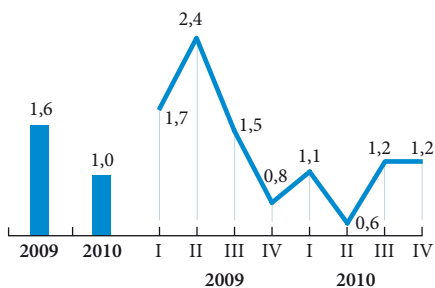
### PIB



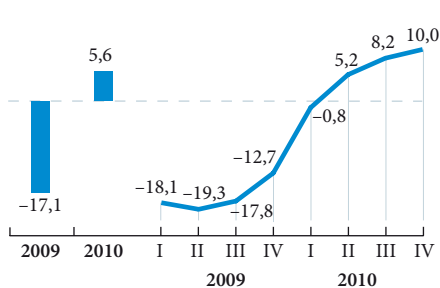
### Consum privat



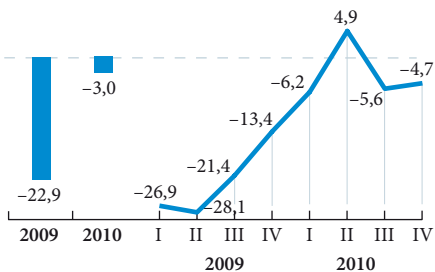
### Consum públic



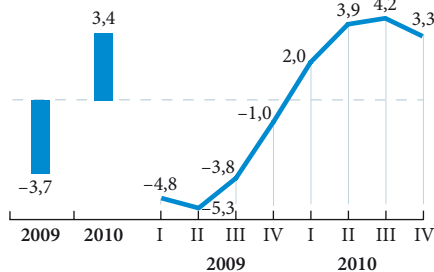
### Inversió no residencial



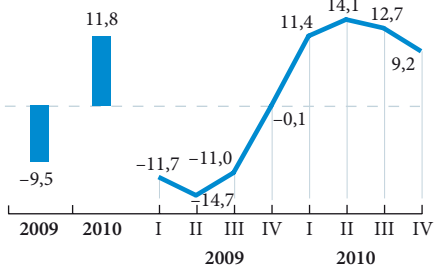
### Inversió residencial



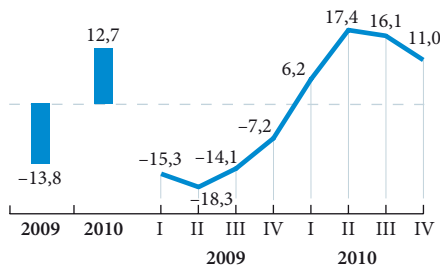
### Demanda interna



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

**Els consumidors haurien de moderar la intensitat del repunt per reposar els seus estalvis.**

de modificacions en els preus pagats. A més del repunt consumista, el més destacable del període va ser la desacceleració de la inversió en equipament, que va conviure amb una millora de la inversió residencial, que va passar a contribuir positivament al creixement.

El consum privat ha crescut per damunt dels ingressos durant tota la segona meitat del 2010, però les vendes al detall del desembre i del gener apunten a una moderació d'aquest repunt consumista. L'avanç del 5,7% interanual, descomptant els automòbils i la benzina, més volàtils, tot i que robust, mostra un alentiment en relació amb els mesos anteriors, que s'hauria de veure com un retorn a una certa racionalitat, tenint en compte que el deute brut de les llars continua essent del 117,7% de la renda disponible. La reducció necessària de l'endeutament passa per estalviar i créixer.

Al desembre, l'estalvi de les llars es va situar en el 5,3% de la renda disponible, quan

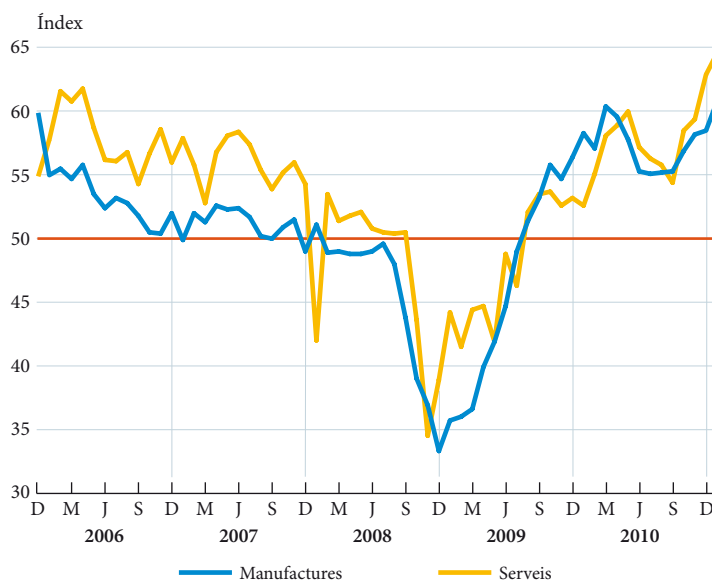
al juny era del 6,3%. La necessitat de no ajornar gaire el sanejament de les finances dels consumidors i de l'erari públic i l'evolució dels últims indicadors d'activitat suggereixen que és difícil que el creixement vagi gaire més enllà del 3% el 2011, resultat coherent amb una taxa d'estalvi del 5,5%. Dit això, si la confiança en els actius nord-americans permet el manteniment de les polítiques expansives, no es poden descartar creixements més importants. La Fed va revisar a l'alça les previsions per als anys 2011 i 2012, amb avanços que giren al voltant del 3,6% i del 4,0%, respectivament, que impliquen més consum privat i una taxa d'estalvi més baixa, propera al 4% de la renda disponible.

Amb un marcat biaix alcista, l'optimisme va continuar guanyant adeptes entre els empresaris. En aquest context, cal recordar que les empreses no financeres tenen un endeutament més reduït que els bancs, les llars i el sector públic, i, a més a més, la seva evolució és a la baixa. Si a això s'afe-

**Els empresaris, amb menys deute i expectatives de beneficis, es mostren optimistes.**

## ESTATS UNITS: L'OPTIMISME EMPRESARIAL ÉS PATENT

Nivell dels índexs de l'ISM (\*)



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

geixen les expectatives de més beneficis, propiciades per una demanda a l'alça sense gaires tensions de costos, arran de la baixa utilització de la capacitat productiva, s'entén que la percepció de l'Amèrica corporativa sigui més positiva que la dels consumidors. Així, l'índex de sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management va continuar repuntant al gener i es va enfilir fins al nivell dels 60,8 punts en manufactures i dels 64,6 punts en serveis, un registre que no es donava des del 2005. El contrapunt d'aquesta visió optimista cal buscar-lo en l'ocupació. Si en manufactures es pot veure una certa consolidació de la recuperació, als serveis, que representen el 80% dels llocs de treball privats, les expectatives són força menys pròsperes.

Així, tot i que, al gener, la taxa d'atur va tornar a baixar fins al 9,0%, la millora va ser deguda a les males condicions climatològiques, que van reduir el nombre de persones que busquen treball de forma activa. Aquestes mateixes inclemències van comportar que només es generessin 36.000

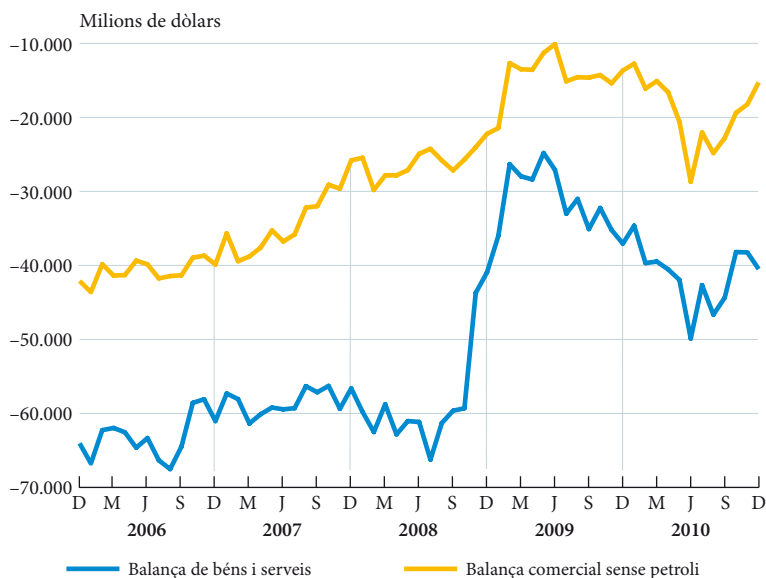
nous llocs de treball, clarament insuficients per ajudar a reduir els 8,5 milions perduts durant la crisi. Però al mercat laboral plou sobre mullat. L'elevada proporció d'atur de llarga durada i el gran nombre de treballadors desanimats, o que treballen menys del que voldrien, fan que el cercle viciós de l'atur sigui difícil de trencar, situació que explica els pressupostos expansius de l'Administració Obama.

L'atur alt ha estat, durant la crisi, la principal causa de l'augment de la morositat, que acaba en execucions d'hipoteques, les quals, al seu torn, alimenten la sobreoferta d'habitatges, empenyen a la baixa els preus i mantenen l'activitat constructora sota mínims. Així, l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge de segona mà va recular al novembre per cinquè mes consecutiu i va acumular, en aquest període, una correcció del 3,5%, el 4,8% si es descompta la inflació, que, si va a més, podria tenir conseqüències negatives per al consum i per als balanços bancaris. Per aquesta mateixa raó, la construcció es manté en nivells que

**El major nombre de treballadors desanimats dificultarà la reducció de la taxa d'atur, que és del 9,0%.**

## ESTATS UNITS: SENSE EL PETROLI, LES COSES ES VEUEN MÉS CLARES

Saldo mensual de la balança de béns i serveis



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

**L'IPC puja l'1,6%, però la inflació està sota control amb un IPC subjacent que puja l'1,0%.**

són un terç del que pot ser considerat normal als Estats Units. No obstant això, hi ha indicis que el sentiment del sector comença a millorar.

A l'apartat dels preus, la inflació continua sota control malgrat l'encariment del petroli i de la resta de primeres matèries. L'índex general de preus al consum (IPC) del gener va continuar repuntant fins a l'1,6% interanual, a causa de l'embranchida del preu del petroli. No obstant això, en l'actual entorn d'excés de capacitat productiva, ni les tensions dels preus de producció ni els preus energètics afecten l'índex subjacent de l'IPC, que exclou els preus de l'energia i de l'alimentació i que reflecteix amb més fidelitat les tendències de fons, com ho demostra el seu moderat increment de l'1,0% interanual, proper al mínim històric de l'octubre. En aquest sentit, les previsions de la Fed continuen essent de preus moderats.

**El Japó recula el 0,7% i, amb el final de l'embranchida exportadora, encara un 2011 amb avanços modestos.**

El sector exterior va representar al desembre una nota més que positiva. Tot i que l'encariment del petroli va comportar que

el dèficit augmentés fins als 40.583 milions de dòlars, el 5,9% per damunt de la bona dada del novembre, el dèficit que exclou el petroli i els seus derivats es va reduir fins als 15.284 milions, el millor registre des del gener del 2010, que va coincidir amb el període en què el dèficit estava anormalment baix a causa de l'aturada que la crisi de crèdit va representar per als fluxos comercials. La bondat de la dada queda reforçada pel fet que la millora és deguda a la recuperació exportadora. Considerant que és la balança comercial sense el petroli la que marca tendències, cal esperar que persisteixi la contribució al creixement del sector exterior en el quart trimestre. Atesa la dimensió de l'economia nord-americana, el pes de la recuperació s'ha de basar en la demanda interna, però, en els temps que corren, qualsevol ajuda és benvinguda.

### Japó: retorn a la realitat

L'economia japonesa va punxar en el quart trimestre, amb una reculada del 0,7% en relació amb el trimestre anterior, resultat

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009		2010						
	2009	2010	IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	-6,3	4,0	-1,8	5,4	3,3	4,7	-	2,6	-
Vendes al detall	-2,3	2,5	-0,7	3,8	3,7	3,2	-0,2	1,5	-2,2
Producció industrial	-21,8	16,0	-5,1	27,1	21,1	12,9	5,8	4,2	4,9
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	-24,0	-14,0	1,0	8,0	-	5,0	-
Habitatges iniciats	-27,7	2,7	-20,9	-7,0	-0,8	13,7	6,5	6,9	7,1
Taxa d'atur (2)	5,1	5,1	5,2	4,9	5,2	5,1	5,1	5,1	4,9
Preus de consum	-1,3	-0,7	-2,0	-1,2	-1,0	-0,8	0,2	0,1	0,0
Balança comercial (3)	4,0	8,0	4,0	6,7	7,4	8,1	8,0	7,8	8,0
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	98,6	106,0	99,6	101,1	102,8	109,1	111,2	110,7	110,9

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.

que, malgrat tot, deixa el creixement per al conjunt del 2010 en un robust 4,0%, propiciat, principalment, per l'embranchada de les exportacions durant la primera meitat de l'any i, amb menys pes, pels diversos estímuls públics que va rebre el consum privat al llarg del 2010. Són precisament aquests dos sectors els que més van afuixar en el quart trimestre. Les exportacions van recular el 0,6% en relació amb el tercer trimestre, després d'haver arribat a créixer per damunt del 10%, i el consum privat va passar de créixer l'1,1% a cedir el 0,7%.

La inversió en equipament es va alentir, i la construcció va patir un sever correctiu. Així, les perspectives per al 2011 són d'un creixement lleugerament inferior a l'1,5%, més coherent amb les possibilitats productives d'una economia que encara segueix en deflació i que, recentment, ha assistit a una requalificació a la baixa del deute públic, que, en termes de PIB, és el més elevat dels països rics.

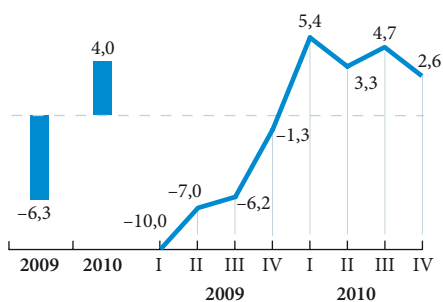
Els indicadors d'activitat reflecteixen la feblesa de la demanda interna. Les vendes

**La demanda interna flaqueja, i l'elevat endeutament públic limita l'efecte dels nous estímuls.**

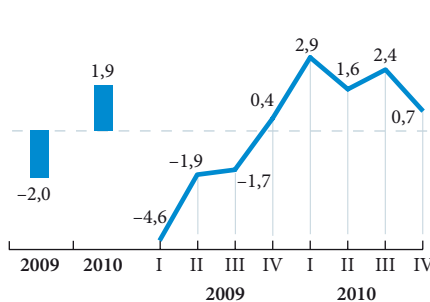
## EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

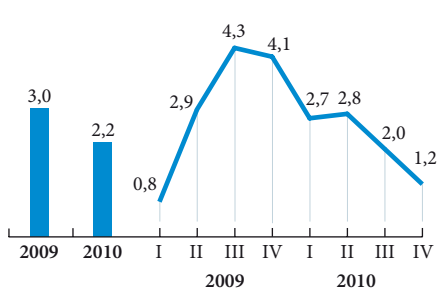
### PIB



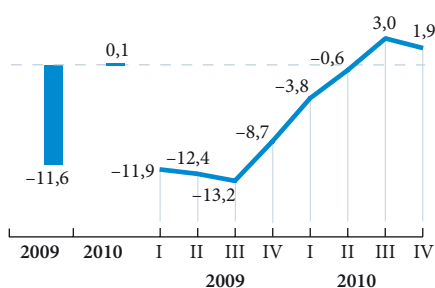
### Consum privat



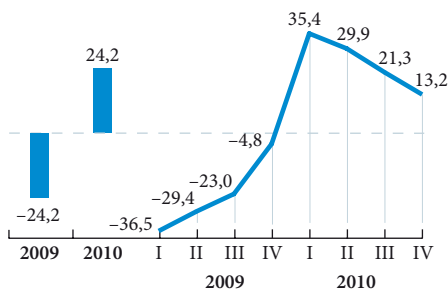
### Consum públic



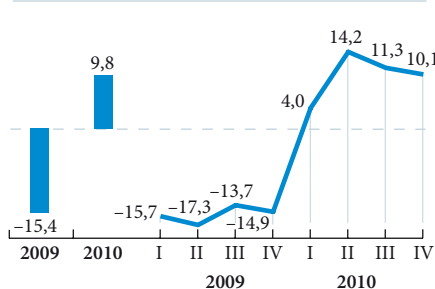
### Formació bruta de capital fix



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



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

## La producció industrial repunta, però la deflació continua.

d'automòbils del gener van baixar per quart mes consecutiu, després del final dels incentius públics, i es van situar el 23,8% per sota del mateix període de l'any anterior, mentre que les vendes al detall del desembre van recular el 2,2% interanual.

El contrapunt positiu cal buscar-lo al front de l'oferta, amb una producció industrial que, al desembre, va intensificar el repunt i va sortir d'un punt molt baix. Un comportament semblant van presentar les comandes de maquinària, que anticipen la inversió, tot i que, en aquest cas, caldrà veure si la bona dada del desembre té continuïtat. També a l'haver de l'economia nipona, la taxa d'atur va baixar lleugerament fins al 4,9% al desembre, però l'ombra de la deflació és allargada. L'IPC del desembre va recular de nou en relació amb el mes previ i va registrar un increment interanual nul, mentre que l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va cedir el 0,7% interanual.

### Xina: any nou, inflació vella

Els riscos de sobreescalfament encara són alts a l'economia xinesa. L'any del conill comença amb una inflació del 4,9% interanual al gener, per damunt del 4,6% del desembre i del nivell objectiu anual del 4%

presentat per l'executiu, tot i que per sota de les previsions del consens.

De nou, destaquen la pujada en el preu dels aliments, que, al gener, es va situar en el 10,3% interanual en relació amb la mitjana del 7,2% del 2010, i la tendència creixent del component de costos de l'habitatge. Per la seva banda, hem de matisar que la nova composició de l'índex de preus, amb un pes inferior de l'alimentació, podria haver propiciat que la inflació se situés per sota del que esperava el consens.

Ateses aquestes tensions inflacionistes, diferents regions del país han optat per apujar el salari mínim. Xangai i la província de Guangdong, al sud del país, seran les properes zones que s'afegiran a l'onada d'ascensos. Per bé que algunes veus consideren que els augments en els costos laborals són un factor de retroalimentació de les pressions inflacionistes, cal no oblidar que els guanys de productivitat dels treballadors xinesos, de l'ordre del 10% anual en l'última dècada, compensen una gran part dels increments salarials.

En aquest context, les autoritats monetàries han continuat adoptant mesures restrictives. A l'inici de l'any, el banc central va tornar a apujar en 0,25 punts bàsics el tipus d'interès de referència, fins al 6,06%,

## A la Xina, la inflació se situa en el 4,9% interanual al gener i comporta noves pujades salarials.

### XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2010				2011
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	9,6	9,2	11,9	10,3	9,6	9,8	-
Producció industrial	12,6	12,5	19,8	16,0	13,5	13,3	...
Producció elèctrica	6,7	6,8	22,6	17,8	11,8	6,2	...
Preus de consum	5,9	-0,7	2,2	2,9	3,5	4,7	4,9
Balança comercial (*)	298	197	149	156	183	185	177
Tipus d'interès de referència (**)	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,81	6,06
Renminbi per dòlar	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6

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

(\*\*) Percentatge a final de període.

FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

la tercera pujada des de l'octubre. Així mateix, va sorprendre el nou augment del coeficient de caixa cap a la meitat de febrer, el segon en poc menys d'un mes, fins al voltant del 19,5% per als grans bancs, i el vuitè des de l'inici del 2010.

Sembla que aquest intens enduriment monetari ha fet efecte en l'indicador de concessió de nous crèdits, que, amb una mica més de 430.000 milions de renminbis al gener, comença a mostrar la correcció tan anhelada pel banc central.

Igualment, les disposicions de les últimes setmanes tornen a destacar la tensió existent entre política monetària i política canviària. Les recents pujades en el tipus d'interès representen una major atracció de fluxos de capital cap a la Xina, la qual cosa dificulta el desitjat gradualisme apreciaador del renminbi. Creiem que aquest dilema es resoldrà amb un ritme d'apreciació una mica més intens del que estem acostumats, però no gaire més (al voltant del 0,5% per mes).

Sens dubte, una major flexibilització de la moneda xinesa facilitaria la correcció dels desequilibris externs. En particular, les da-

des de comerç del gener mostren la fortaleesa de la demanda externa. Malgrat la caiguda del superàvit comercial, conseqüència, principalment, de les festes de celebració de l'any nou lunar, tant les exportacions com les importacions van créixer molt per damunt de les previsions del consens.

### Brasil: Rousseff estira les regnes

La robusta reactivació de l'economia després d'una fugaç recessió, el fort impuls del crèdit i la perllongada permanència dels suports fiscals en la vigília de les eleccions presidencials de l'octubre del 2010 van acabar provocant el repunt de les pressions inflacionistes al Brasil. Unes pressions que, juntament amb l'important avanç dels preus agrícoles i amb el *pass through* de l'encariment de les primeres matèries als preus d'alguns components industrials, han empès la inflació fins al 6,0% al gener. A curt termini, no es preveu que aquestes pressions afluixin, motiu pel qual l'escenari que afronten les autoritats econòmiques brasileres és relativament complicat.

Més complicat fins i tot si tenim en compte que els tipus d'interès reals al Brasil són els

**Nou enduriment monetari: tipus i coeficient de caixa.**

**Els símptomes de sobreescalfament de l'economia brasilera exigeixen una reacció ràpida del nou govern.**

## BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2010				2011
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	5,2	-0,7	9,3	9,1	6,8	...	-
Producció industrial	2,9	-7,3	17,4	14,2	8,1	3,5	...
Confiança del consumidor (*)	140,4	138,3	158,1	154,6	159,5	159,3	164,2
Taxa d'atur São Paulo (**)	13,0	12,8	12,4	13,2	12,1	10,9	...
Preus de consum	5,7	4,9	4,9	5,1	4,6	5,6	6,0
Balança comercial (***)	24,8	25,3	23,2	19,3	16,9	20,3	20,9
Tipus d'interès SELIC (%)	11,25	11,25	8,75	10,25	10,75	10,75	11,25
Reals per dòlar (*)	1,8	2,3	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

**L'ajustament dels tipus d'interès no serà suficient i haurà d'anar acompanyat de consolidació fiscal i de contenció del crèdit de les entitats públiques.**

**Cal esperar noves mesures d'ajustament al llarg del 2011.**

**Mèxic archiva 2010 amb un avanç del PIB del 5,5% i consolida la recuperació.**

més elevats de les economies emergents i converteixen el gegant amazònic en una de les principals destinacions de l'abundant liquiditat global a la recerca de rendibilitat. L'important volum d'influxos de capital, el 50% més el 2010 que el 2009, segons les estimacions del govern, encareix el real i redueix la competitivitat de la indústria i de les exportacions brasileres, la qual cosa limita l'arsenal a disposició de les autoritats monetàries en la seva lluita contra la inflació, ja que les obliga, en part, a racionar les pujades de tipus per no agreujar més aquesta situació. Per aquest motiu, han optat per combinar-les amb altres instruments, fonamentalment el control de les entrades de capital estranger i les restriccions al crèdit.

Aquestes restriccions aniran a més. Davant de la tempesta de la crisi, l'embranchada que les institucions financeres de propietat pública van donar al crèdit va contribuir al caràcter suportable de la recessió. No obstant això, aquest vigor s'ha mantingut malgrat que el crèdit privat ha anat recuperant el to, motiu pel qual, davant de les òbvies pressions inflacionistes, impera la necessitat d'un ajustament en el crèdit públic. El Banc Central del Brasil ja ha adoptat diverses mesures en aquesta direcció: per començar, s'ha revertit la reducció dels requisits de reserva en els dipòsits a termini que es va implementar després de la crisi. Així mateix, després de sis mesos sense canvis, va pujar la taxa Selic en 50 punts bàsics al gener, de manera que acumula ja un increment de 250 punts bàsics des de l'inici de la recuperació, és a dir, la meitat del que es va reduir en arribar la crisi. Finalment, s'ha anunciat que, a partir del juliol, augmentaran els requisits de capital del crèdit als consumidors amb venciments superiors a 24 mesos i del crèdit garantit mitjançant nòmines i amb venciments superiors als 36 mesos.

Pel flanc fiscal, Dilma Rousseff també estira les regnes. Després d'anunciar, al

començament de febrer, la seva intenció de retallar el pressupost per al 2011 en 50.000 milions de reals (el 2,5% del total), va aconseguir que el Congrés aprovés un augment del salari mínim inferior al que sol·licitaven els sindicats, l'oposició o, fins i tot, alguns membres de la seva mateixa coalició governamental. D'aquesta manera, passa de 510 a 545 reals (uns 238 €), i l'augment es manté més o menys en línia amb la inflació.

Així i tot, el risc de sobreescalfament persisteix, i la inversió en infraestructures necessària per al Mundial del 2014 i els Jocs Olímpics del 2016 no fa més que agreujar-ho. Per tant, si el Brasil manté el compromís amb l'estabilitat macroeconòmica, com esperem, no hi ha cap dubte que empraran tot l'arsenal al seu abast per tornar a ancorar les expectatives d'inflació. Cal anticipar, doncs, noves mesures d'ajustament des de tots els flancs: via crèdit, via tipus d'interès i via fiscal.

### **Mèxic: encarrilats**

Sense cap mena de dubte, el 2010 va ser un gran any per a l'economia mexicana. Amb un creixement del PIB del 5,5%, va batre totes les expectatives i es va anotar el millor registre anual en deu anys. Les dades del quart trimestre també van aportar un increment de l'1,3% en relació amb el juliol-setembre i certifiquen, d'aquesta manera, la consolidació de la recuperació asteca, una recuperació que s'ha basat en la fortalesa de la demanda externa i en la progressiva remuntada de la despesa domèstica.

En xifra interanual, l'avanç del PIB en l'últim trimestre de l'any va ser del 4,4%. Per components, el sector primari va ser el que va créixer més, el 9,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior, gràcies a la major producció de gra i d'altres productes agrícoles. El sector secundari, per la seva banda, va anotar un creixement del



## MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2010				2011
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	1,5	-6,1	5,0	7,4	5,3	4,4	-
Producció industrial	-0,4	-7,0	5,5	7,7	6,5	4,6	...
Confiança del consumidor (*)	92,2	80,5	81,5	84,9	89,2	89,6	92,3
Índex avançat d'activitat (*)	118,2	110,9	115,3	116,9	117,7	118,6	...
Taxa d'atur general (**)	4,0	5,5	5,4	5,2	5,6	5,3	5,4
Preus de consum	-11,8	0,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,8
Balança comercial (***)	-17,3	-4,6	-1,9	-2,4	-2,0	-3,1	...
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	7,50	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	10,6	14,2	12,3	12,8	12,6	12,3	12,2

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

4,7% i es va continuar nodrint, en gran part, de l'embranchida de la indústria manufacturera, que va créixer el 6%. Pel que fa als serveis, van créixer el 4,2% en relació amb el quart trimestre del 2009, tot i que alguns sectors, com el comerç, els serveis financers o les assegurances, van destacar per la seva renovada força, amb sengles avanços del 9,5% interanual.

Els indicadors avançats d'activitat i les millors expectatives econòmiques als Estats Units, destinació del 83% de les exportacions mexicanes, continuen esbossant un escenari econòmic relativament favorable per a l'economia mexicana. Al desembre, l'índex global d'activitat econòmica (IGAE), indicador de la trajectòria de l'economia mexicana, va créixer el 4,1% interanual. Així mateix, la confiança del consumidor mexicà continua avançant i se situa ja per damunt dels 92 punts, gràcies al bon to del mercat laboral i a la recuperació progressiva del crèdit.

Així, doncs, de cara al 2011, esperem un creixement proper al 4,5%, un nivell més coherent amb el seu potencial. També esperem que, a mesura que es tanqui l'*output*

*gap*, augmentin les pressions sobre els preus. Així i tot, no anticipem canvis en la política monetària de Banxico fins que la confiança interna hagi retornat a nivells precisis i la recuperació estigui completament consolidada, probablement cap al començament del 2012.

### El preu del petroli bat referències

El preu del petroli va reprendre amb decisió la via alcista. Entre el 20 de gener i el 22 de febrer, el preu del cru va pujar l'11,2% i es va situar en els 107,37 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes), xifra que representa un increment del 15,9% des de l'inici d'enguany i del 38,0% des de l'inici del 2010.

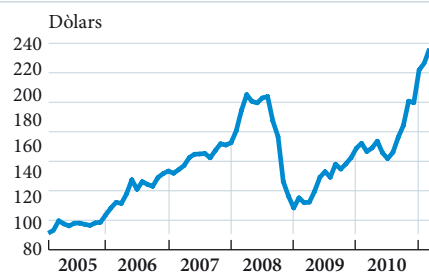
La inestabilitat política als països de l'Orient Mitjà i del nord d'Àfrica s'ha afegit als factors alcistes, com les expectatives d'una major demanda global, i als colls d'ampolla als països productors que no pertanyen a l'OPEP, que apuntaven a alces moderades al llarg del 2011. La tornada del cru a preus més normals dependrà de l'evolució de la situació política de la zona.

**L'embranchida d'alguns serveis certifica el to renovat de la demanda interna.**

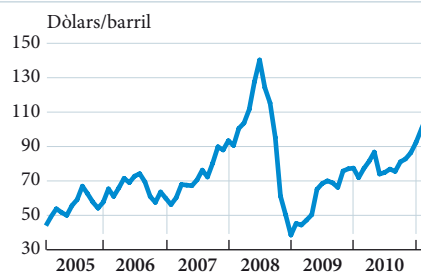
**La situació al nord d'Àfrica determinarà si el preu del petroli baixa dels 100 dòlars.**

## EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (\*)

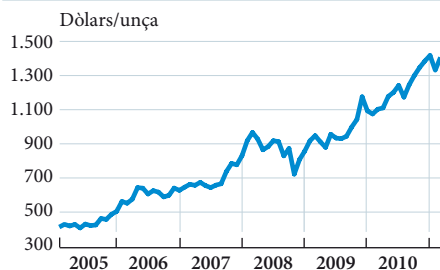
Índex The Economist



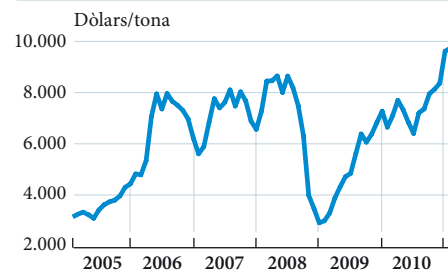
Petroli Brent



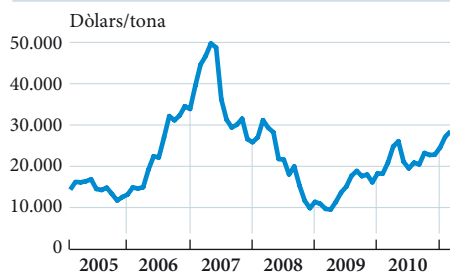
Or



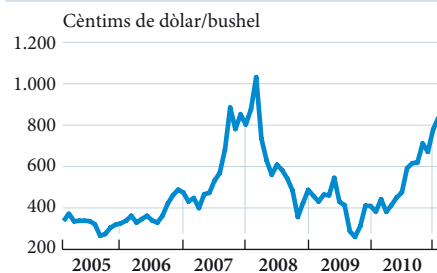
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (\*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 22 de febrer).

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

**L'or es beneficia de la seva condició de valor refugi, mentre que el cafè i el te dominen les alces dels aliments.**

En un escenari en què les tensions van a la baixa, el preu del petroli es podria arribar a situar per sota de 100.

En el conjunt de les primeres matèries, van continuar predominant les alces, motivades per la demanda creixent dels Estats Units, que entra en competència amb la demanda de les economies emergents. L'índex The Economist va pujar el 5,2% entre el 20 de gener i el 22 de febrer. No obstant això, hi ha importants disparitats. Així, l'or, beneficiat per la seva condició d'actiu refugi, va tornar a creuar la barrera

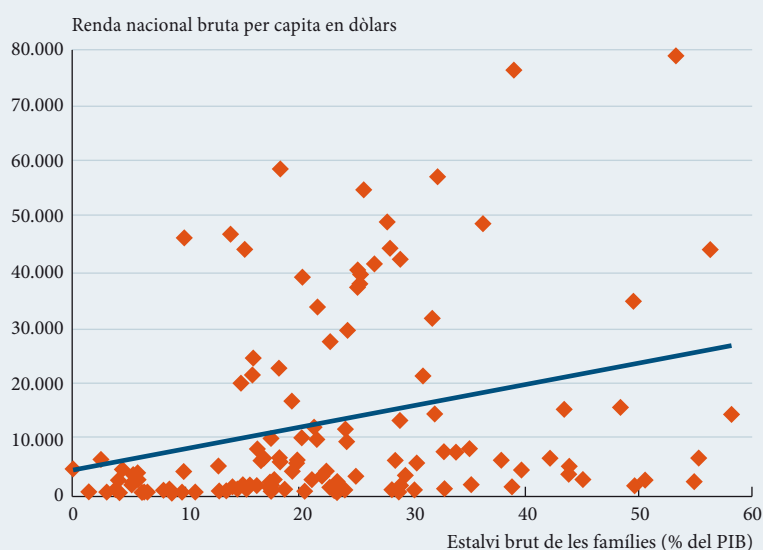
dels 1.400 dòlars per unça, mentre que, entre els metalls bàsics, destaca la pujada del níquel. Per la seva banda, el coure mostra signes d'esgotament, i l'alumini, la fabricació del qual és intensiva en energia, s'hauria d'acabar apreciament si es consolida l'alça dels preus energètics. Entre els aliments, la tendència general continua essent alcista, dominada per l'encariment del te i del cafè, mentre que el sucre, fent gala d'una gran volatilitat, ha perdut, en les dues últimes setmanes, tot el que havia guanyat en les dues anteriors.

## Per què difereixen les pautes d'estalvi al llarg del temps i entre països?

En les últimes quatre dècades, la taxa d'estalvi de les llars del conjunt dels països avançats ha disminuït, de mitjana, del 12% al 8%, i, com a conseqüència, el patró de creixement s'ha tornat més dependent del consum. Tot i que aquesta dada està molt influïda per canvis en la composició de la població, sobretot pel seu envelliment, la via decreixent de la taxa d'estalvi suggereix que els agents poden haver alterat les decisions de consum. D'altra banda, les diferències en la conducta estalviadora també són notables entre països. Quins factors influeixen sobre les diferents pautes d'estalvi al llarg del temps i entre països?

En primer lloc, el patró de consum pot variar amb la capacitat o amb el potencial d'estalviar de cada país i de cada generació. Així, cal esperar que una regió amb un nivell de renda per capita més alt tingui relativament més facilitat per estalviar, de manera que les economies més riques haurien d'estalviar proporcionalment més, de la seva renda, que les més pobres. En aquest context, aquest requadre avalua fins a quin punt es compleix, a la pràctica, aquesta relació entre la renda i l'estalvi. D'altra banda, el model d'estalvi depèn també de com el consum dels agents reacciona a canvis d'un seguit de variables econòmiques, com el tipus d'interès, el grau de desenvolupament financer, les polítiques fiscals i la inflació. Així mateix, els factors culturals també juguen un paper important, ja que intervenen en la formació de les preferències que modelen aquesta pensió al consum.

### MÉS RENDA PER CAPITA NO IMPLICA NECESSÀRIAMENT MÉS ESTALVI DE LES LLARS



NOTA: 120 països.

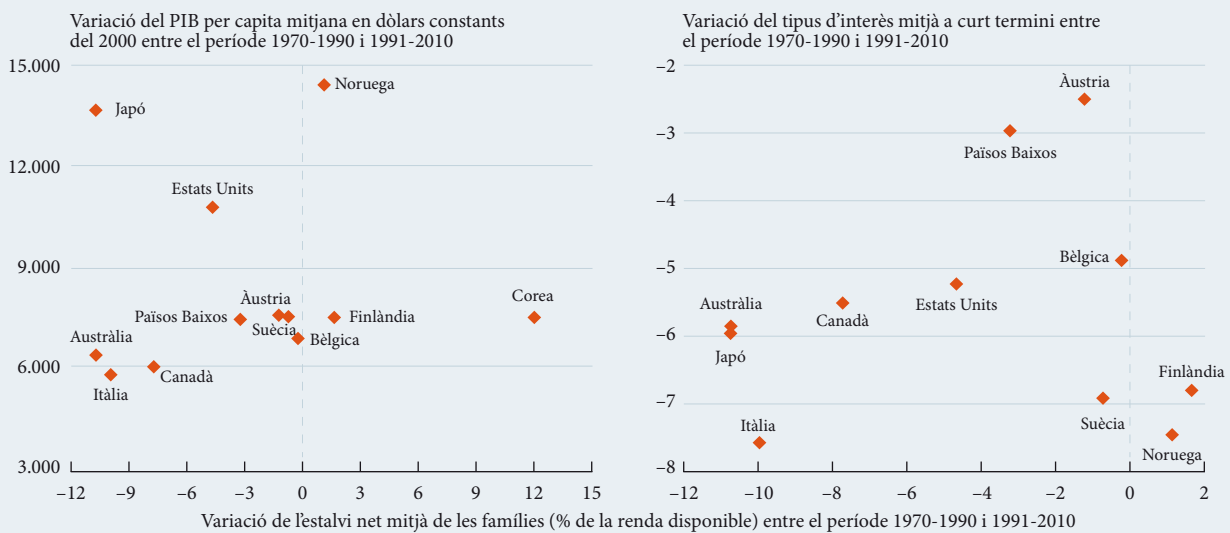
FONTS: World Development Indicators (Banc Mundial) i elaboració pròpia.

La comparativa entre països revela que l'associació positiva entre la renda per capita i la taxa d'estalvi de les famílies és poc sòlida, tal com ho posa de manifest el gràfic anterior. Això suggereix que el nivell d'estalvi podria estar influït per altres factors. Aquesta és la conclusió a la qual també s'arriba si ens concentrem en les economies més avançades. Al gràfic següent, s'observa que la caiguda de la taxa d'estalvi ha estat generalitzada i independent de l'augment del nivell de riquesa de cada país. Un dels determinants podria ser el fet que les generacions més joves

probablement economitzen menys, tot i que el seu nivell de renda per capita és substancialment superior al dels seus antecessors. D'aquesta manera, és molt possible que siguin unes altres les variables que tracen la propensió del consum i les preferències, els factors clau del patró d'estalvi. Si, de mitjana, les llars d'un país tenen relativament més inclinació al consum a causa d'aquests factors o dels seus gustos, la seva taxa d'estalvi nacional serà menor.

Efectivament, des de la perspectiva dels aspectes que influeixen en el desig de consumir, destaca el rol dels tipus d'interès, que els agents perceben com el preu de la despesa actual. Com més alt sigui el tipus d'interès, més costós resultarà comprar en el present, ja que dipositar els diners al banc atorga més rendiment, i això induirà a estalviar més. No obstant això, és possible que hi hagi un efecte renda –necessites guardar menys per al mateix guany en el futur– que domini aquest mecanisme de substitució entre consumir avui o demà i que trenqui aquesta associació positiva entre el tipus d'interès i l'estalvi. El gràfic següent mostra que la tendència decreixent dels tipus d'interès pot haver tingut, certament, un impacte negatiu sobre la taxa d'estalvi al llarg del temps, si més no als països avançats.

### ELS PAÏSOS AVANÇATS ESTALVIEN MENYS EN LES DUES ÚLTIMES DÈCADES EN PART PER LA DAVALLADA DELS TIPUS D'INTERÈS



NOTA: Mitjana 1975-1990 a França i 1978-1990 a Noruega.  
 FONTS: OCDE, World Development Indicators (Banc Mundial) i elaboració pròpia.

El grau de sofisticació de les eines financeres també pot haver contribuït al descens de la taxa d'estalvi, en especial als països més desenvolupats. D'una banda, la gamma d'instruments financers dedicats al crèdit al consum ha augmentat notòriament i, a més a més, el tipus d'interès d'aquests productes s'ha reduït al llarg de les últimes dècades. Conseqüentment, la taxa de creixement interanual del crèdit al consum a la zona de l'euro entre els anys 1992 i 2010 va ser del 5,1%, per damunt de la taxa de creixement mitjana del consum de les llars, que es va situar en el 3,8%.

Altres aspectes de caràcter demogràfic també poden originar diferències en el comportament estalviador. En aquest sentit, la majoria dels estudis coincideixen que els països amb una ràtio més elevada de persones depen-

dents, menors de 16 i majors de 64 anys, tendeixen a estalviar menys. En la mesura que l'actual tendència poblacional condueix, precisament, a un major envelliment, s'espera que aquest factor faci que l'estalvi prossegueixi la seva via decreixent, si més no a les regions més riques. Així, segons les dades de l'Organització de les Nacions Unides, la taxa de dependència de les persones més grans a les regions desenvolupades va augmentar del 15% del 1970 al 24% del 2010, i es preveu que arribi al 45% el 2050.

Per la seva banda, la política fiscal (vegeu el requadre «Incentius fiscals a l'estalvi: funcionen?») també altera els incentius a l'estalvi, ja que pot modificar la renda disponible dels agents. Una mostra que la política fiscal pot alterar les decisions d'estalvi s'observa, per exemple, a Alemanya. Segons un estudi de l'OCDE, els estímuls fiscals per a l'adquisició de pensions privades (*Riesterrente*) en l'última dècada han influït positivament sobre la taxa d'estalvi d'aquest país.<sup>(1)</sup> Certament, aquestes ajudes poden incrementar (o reduir) el cost de consumir avui en relació amb demà, i això pot implicar que els individus acabin gastant menys (o més) en el present.

Finalment, les preferències dels agents influeixen en la reacció del consum davant de diverses variables i fixen, així, les combinacions de despesa entre avui i demà. En la mesura que la cultura incideix amb força en la formació dels gustos, quan aquesta canvia entre generacions, es modifiquen les preferències i el patró de consum. D'aquesta manera, una societat originalment més adversa al risc i, per tant, més predisposada a acumular riquesa podria deixar de ser-ho, i això provocaria una reducció de la taxa d'estalvi. Un exemple d'això es troba al Japó, on diversos estudis mostren que l'augment al llarg del temps del desig de consumir avui en lloc de demà podria haver estat un factor clau en la davallada de la taxa d'estalvi d'aquest país.<sup>(2)</sup>

En definitiva, tot i que els factors que generen les discrepàncies en el patró d'estalvi entre generacions i entre països són múltiples, una anàlisi de les dades mostra que el nivell de renda no sembla tan decisiu. En canvi, les variacions en els tipus d'interès, en el desenvolupament financer i en les preferències, entre d'altres, probablement siguin més determinants per explicar els diferents comportaments de consum.

(1) Hüfner, F. i Koske, I. «Explaining household saving rates in G7 countries: implications for Germany», OECD, Economic Department, *Working Papers*, núm. 754 (2010).

(2) Katayama, K. «Why Does Japan's Saving Rate Decline So Rapidly?», Policy Research Institute, Ministeri de Finances del Japó (2006).

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

## UNIÓ EUROPEA

**Les últimes dades confirmen la recuperació econòmica a la zona de l'euro...**

**...malgrat les adverses condicions climatològiques de l'últim trimestre de l'any passat.**

### Zona de l'euro: la neu frena lleugerament el creixement

Després de tancar l'últim trimestre del 2010, i gairebé amb totes les dades econòmiques publicades, es pot concloure que la via de recuperació de l'activitat a la zona de l'euro es confirma, tot i que es manté el vent de cua. És a dir, diversos factors fan augmentar lleugerament la incertesa sobre la trajectòria de creixement durant el 2011. Entre aquests factors, cal destacar les pressions inflacionistes i les tensions en alguns segments dels mercats financers a la zona de l'euro, en particular el deute públic.

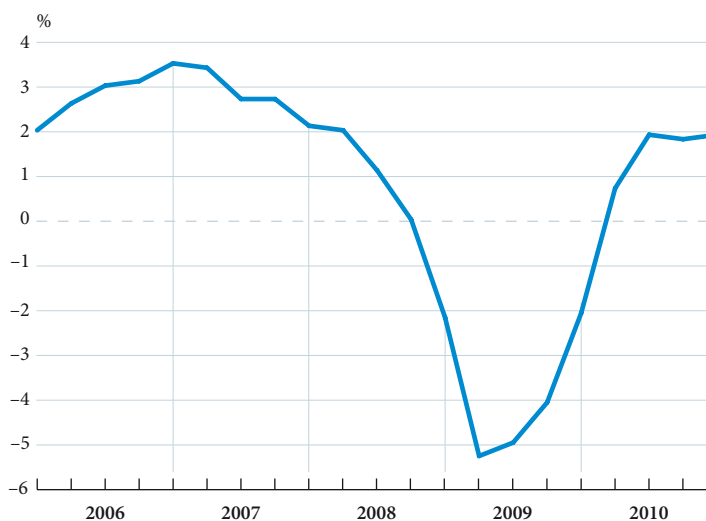
Efectivament, l'oficina d'estadística, Eurostat, va publicar l'estimació avançada del producte interior brut (PIB) del quart trimestre del 2010, que presenta un increment

del 0,3% intertrimestral i deixa el creixement interanual en el 2%. Com es pot observar al gràfic següent, des del segon trimestre de l'any 2010, la zona de l'euro avança a aquesta velocitat de creuer del 2%.

Tot i que no disposem del desglossament dels components del PIB, el mal temps que va patir el continent europeu durant els mesos de novembre i, sobretot, de desembre va afectar negativament diversos sectors econòmics. Per exemple, la construcció va patir una aturada important per les inclemències meteorològiques a diversos països, entre els quals cal destacar Alemanya. Només cal recordar el col·lapse en el transport a causa de les intenses nevades patides a Alemanya, França i Holanda, entre d'altres països. A part dels sectors de la construcció i del transport, la distribució

### LA ZONA DE L'EURO CONSOLIDA EL CREIXEMENT ECONÒMIC

Taxa de creixement interanual del PIB



FONT: Bloomberg.

al detall també va patir de forma intensa la climatologia adversa.

Què succeirà ara amb el consum després de deixar enrere el pitjor del cru hivern? Afortunadament, les sèries d'alta freqüència ens donen una idea de la direcció d'aquesta variable econòmica clau. Són destacables els índexs de confiança dels consumidors, que segueixen la trajectòria alcista i indiquen que, en els propers trimestres, el consum s'hauria de comportar de forma positiva, sobretot si tenim en compte que una bona part de les compres potser es van ajornar per la impossibilitat física d'anar als comerços.

Així, per exemple, l'enquesta de confiança dels consumidors, calculada per la Comissió Europea, va pujar en el mes de febrer en relació amb el mes anterior i va mantenir intacta la via de recuperació iniciada al març del 2009, de manera que cal concloure que les dades negatives de les vendes al detall dels mesos de novembre i de desembre del 2010 no seran extensibles als pri-

mers mesos d'enguany. D'altra banda, la creació de llocs de treball a països com Alemanya, França, Holanda o Bèlgica hauria de reforçar la renda disponible dels consumidors, per bé que és cert que, per al conjunt de la zona de l'euro, la taxa d'atur es manté estable al voltant del 10%. Tot i que esperem que, en els propers mesos, la taxa d'atur baixi al conjunt de la zona de l'euro per la frenada en la destrucció de llocs de treball dels països membres que no estan en una situació tan bona com la dels esmentats.

Un altre component econòmic important per poder fer una previsió sobre el comportament de l'activitat econòmica durant els propers trimestres és la inversió. Aquest és l'apartat on podríem trobar més sorpreses positives en els propers mesos. Dos són els motius que justifiquen l'optimisme sobre aquest tema. En primer lloc, és molt interessant analitzar el comportament de la producció industrial (exclosa la construcció) al conjunt de la zona de l'euro, la qual va créixer a una taxa interanual del

**Diversos països membres de la zona de l'euro estan creant llocs de treball.**

**L'elevada confiança empresarial hauria d'apuntalar la inversió.**

## ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

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

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

## L'augment del preu del petroli eleva la factura de les importacions...

8,0% en el mes de desembre. En segon lloc, els índexs de confiança empresarial es mantenen en nivells històricament alts, reflex de la millora del sentiment dels empresaris, afavorida per les ordres de comandes estrangeres i, fins i tot, per la demanda domèstica.

En canvi, hi ha dos components que redueixen l'aportació al creixement econòmic: la despesa pública i les exportacions netes. Pel que fa a la despesa pública, va créixer a un ritme del 2,6% interanual el 2009 i a una discreta taxa del 0,4% en el tercer trimestre del 2010. L'impacte de la restricció pressupostària es continua notant en l'obra pública, que, al final del 2010, ja queia a un ritme del 14,4% interanual. Els anuncis sobre l'execució dels ajustaments fiscals als països membres de la zona de l'euro permeten augurar que aquest apartat fins i tot arribi a sostreure creixement econòmic en els dos primers trimestres d'enguany.

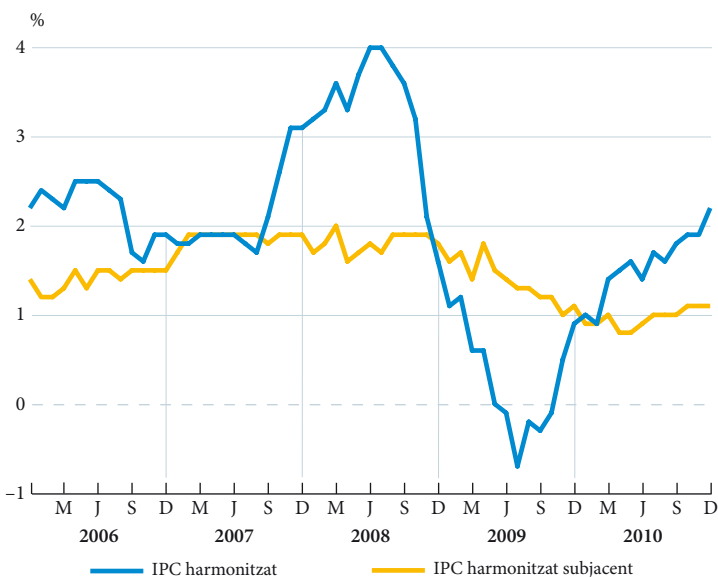
Pel que fa a les dades sobre comerç internacional, indiquen el risc d'una contribució negativa del sector exterior en l'activitat econòmica. Durant els mesos de novembre i de desembre del 2010, les importacions van superar les exportacions en 1.549 i en 533 milions d'euros, respectivament. Els motius principals d'aquest comportament són, entre d'altres, l'increment del preu del petroli i la seva repercussió sobre les importacions de cru. Tenint en compte l'evolució recent a l'alça del preu del petroli a causa dels problemes geoestratègics al nord d'Àfrica, no és descartable que la balança comercial resti una mica de creixement al PIB durant el primer semestre d'enguany.

Tenint en compte tots els factors esmentats, esperem que la tònica de creixement econòmic per al conjunt de la zona de l'euro al llarg del 2011 es redueixi lleugerament cap a taxes de creixement de l'1,5% interanual al final de l'any, de manera que

## ...i augmenta la inflació a la zona de l'euro.

### LA INFLACIÓ NO ÉS UN PROBLEMA, PERÒ CAL VIGILAR-LA

Taxa de variació interanual



FONT: Bloomberg.



el conjunt de l'any podria presentar un registre mitjà de creixement del PIB pro- per a l'1,6%.

D'altra banda, és necessari destacar dos riscos importants: les tensions en preus i el risc sobirà. Pel que fa al primer factor, la dada avançada de la inflació harmonitza- da del mes de gener va ser del 2,4% inter- anual. El consens dels economistes espera que, durant els propers mesos, la inflació pugui continuar evolucionant algunes dècimes a l'alça a causa del fort increment experimentat per les primeres matèries energètiques i alimentàries. Fins i tot di- versos membres del Banc Central Europeu (BCE), com Juergen Stark o Athanasios Orphanides, han afirmat, en diferents fò- rums, que esperen que el 2011 la inflació es mantingui durant un període més llarg per damunt del 2% interanual, abans que comenci a moderar-se. Ara com ara, en el nostre escenari central, descartem efectes de segona ronda (com, per exemple, incre- ments de salaris) que puguin comprometre l'objectiu d'estabilitat de preus del BCE.

Pel que fa al segon risc esmentat (deute públic sobirà), seran molt importants les diferents decisions que es prenguin, durant

la cimera de la Unió Europea que se cele- brarà els dies 24 i 25 de març, sobre dife- rents aspectes de la coordinació de políti- ques econòmiques i sobre els canvis en els instruments creats per fer front a la crisi generada per la situació fiscal de diversos països membres de la Unió Europea.

Resumint, la conjuntura econòmica a la zona de l'euro presenta un risc simètric. D'una banda, la reconducció dels dos fac- tors de risc esmentats podria accelerar el creixement, mentre que la intensificació d'aquests dos riscos podria frenar lleuge- rament l'activitat econòmica. No és es- trany que diferents organismes suprana- cionals, com el Fons Monetari Internacio- nal, afirmen que les dades econòmiques permeten confirmar la recuperació econò- mica a la zona de l'euro, però que es man- tenen lleugeres turbulències que podrien incomodar els passatgers de l'avió.

### El mal temps frena la locomotora alemanya en el quart trimestre

El PIB d'Alemanya va créixer el 0,4% en el quart trimestre del 2010 en relació amb l'anterior en termes desestacionalitzats i

**La cimera de la Unió Europea del març serà important per resoldre la crisi del deute sobirà.**

**El producte interior brut de l'economia germànica avança el 0,4% en el quart trimestre, menys que en el trimestre anterior.**

## ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

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.

**Les bones perspectives del mercat laboral donen suport al consum germànic.**

corregits de calendari, resultat que representa una desacceleració en relació amb el 0,7% registrat en el tercer trimestre. Aquest menor ritme d'expansió és atribuïble, sobretot, al mal temps per un avanç dels rigors hivernals, que va provocar una forta caiguda de l'activitat a la construcció. Pel que fa a la resta de components del PIB, la inversió en béns d'equipament, el consum i la demanda externa van contribuir positivament. Així i tot, la taxa de variació interanual del PIB, en el quart trimestre, es va incrementar en una dècima fins al 4,0%.

Al gener del 2011, les vendes d'automòbils van augmentar el 16,5% interanual, per bé que aquesta taxa està esbiaixada a l'alça, ja que es compara amb el feble registre de l'any anterior, després de la supressió de les subvencions a partir del novembre del 2009. La progressió del consum es basa en les bones perspectives del mercat laboral.

En efecte, al gener, la taxa d'atur desestacionalitzada va baixar una dècima fins al 7,4% i l'indicador BA-X de demanda de treball va pujar de nou clarament. Els salaris nominals bruts tornaran a pujar de forma apreciable. No obstant això, l'ascens de la contribució a la Seguretat Social i, sobretot, de la inflació limitarà el creixement de la renda disponible real i, en conseqüència, l'increment del consum.

Així, el consum, probablement, continuarà avançant, però a un ritme més aviat moderat. De fet, la confiança del consumidor va flexionar a la baixa al gener, per bé que després d'aconseguir nivells màxims en el mes de novembre del 2010.

La inflació dels preus de consum es va col·locar en el 2,0% al gener, 3 dècimes per damunt del desembre, impulsada per l'escalada dels preus del petroli i d'altres primeres matèries. La inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments estacionals,

també va augmentar fins a l'1,0%, però sense mostrar fins ara efectes de segona volta significatius.

Les perspectives per a la inversió en béns d'equipament són bones, atès l'ascens de la utilització de la capacitat productiva. Les enquestes dels empresaris confirmen la bona disposició a invertir més, tant en ampliacions com en noves instal·lacions. L'augment de les carteres de comandes, sobretot de les provinents de l'exterior, justifica l'optimisme. També la inversió en construcció registra bones expectatives, com ho testifica la pujada de les llicències concedides. A més a més, l'índex IFO de sentiment econòmic al febrer va ascendir per novè mes consecutiu i va marcar un nou màxim des de la reunificació alemanya, la qual cosa confirma la fermesa de la recuperació econòmica.

D'altra banda, s'espera un augment clar del crèdit el 2011, que ajudarà a dinamitzar l'activitat econòmica. No obstant això, la retirada d'estímul pressupostaris per aconseguir la correcció del dèficit públic i l'alentiment de l'economia global actuaran en sentit contrari. Així, per a enguany, preveiem un creixement del PIB alemany del 2,4%, inferior a l'annotat el 2010, del 3,5%, però més equilibrat gràcies a la recuperació sostinguda de la demanda interna. D'aquesta manera, l'activitat econòmica superarà els nivells previs a la crisi.

### **França: expectatives favorables de creixement per al primer trimestre**

S'esperava una acceleració del producte interior brut en el quart trimestre. Finalment, la primera estimació oficial va registrar un creixement intertrimestral del 0,3%, només lleugerament per damunt de l'annotat en el tercer trimestre. El nivell de l'activitat econòmica en l'últim trimestre del 2010 va patir els efectes de les vagues que

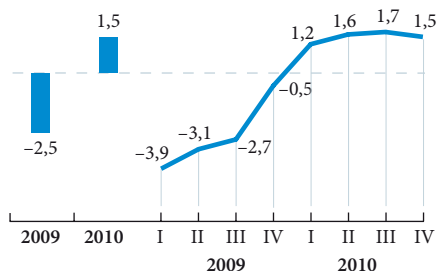
**L'indicador de sentiment econòmic IFO marca el màxim des de la reunificació alemanya.**

**Expectatives favorables per a la inversió a Alemanya, gràcies, en part, a la demanda exterior.**

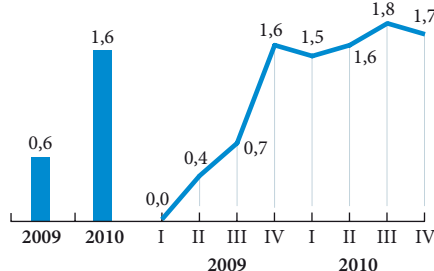
## EVOLUCIÓ DEL PIB DE FRANÇA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (\*)

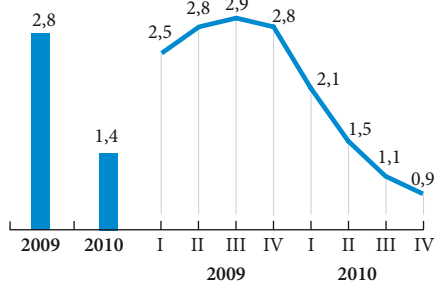
### PIB



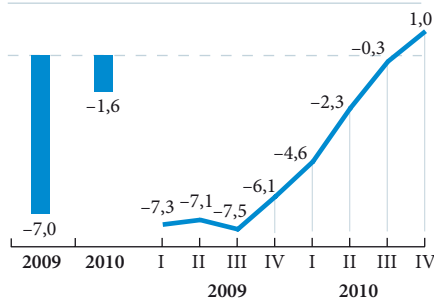
### Consum de les llars



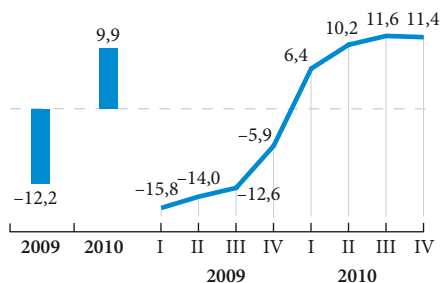
### Consum públic



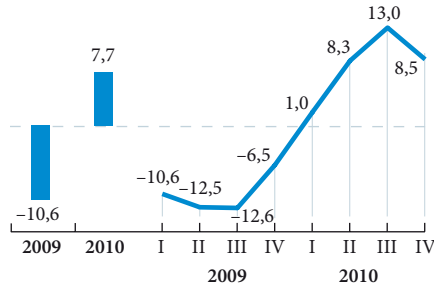
### Formació bruta de capital fix



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



NOTA: (\*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.  
FONTS: INSEE i elaboració pròpia.

van tenir lloc a l'octubre en contra de la reforma de les pensions. D'aquesta manera, el creixement interanual del PIB es va reduir en 2 dècimes fins a l'1,5%. L'expansió econòmica per al conjunt de l'any passat també es va situar en l'1,5%. Cal destacar que aquesta taxa dobla la prevista als pressupostos de l'Estat per al 2010 i representa una recuperació després de la caiguda del 2009, la més important des de la postguerra, el -2,5%. Així i tot, el PIB encara no ha aconseguit el nivell previ a la crisi.

En el quart trimestre, el consum de les llars es va accelerar de forma notable i la inversió va perdre una mica de vigor, afectada per les dificultats de les obres públiques provocades pel mal temps. No obstant això, la contribució de la demanda interna al creixement trimestral va ser negativa en conjunt, a causa de les variacions de les existències. En canvi, la demanda exterior va contribuir amb mig punt després de dos trimestres d'aportacions negatives.

**Les vagues en contra de la reforma de les pensions a França moderen el creixement del PIB en el quart trimestre.**

## Els empresaris es mostren optimistes al començament del 2011.

Al gener, les vendes de turismes nous van baixar el 13,9% en relació amb el desembre en termes desestacionalitzats, després de l'eliminació de les subvencions a la compra des de l'inici del 2011. No obstant això, es van situar el 8,3% per damunt del mateix mes de l'any anterior. El conjunt de les vendes al detall va disminuir el 0,6% en volum al gener en relació amb el mes precedent. D'altra banda, la confiança del consumidor va recular molt lleugerament al gener, sobretot per les expectatives desfavorables al mercat laboral, i es va situar per sota de la mitjana a llarg termini.

Més optimistes es mostraven els empresaris. L'activitat industrial es va animar al gener. Per al febrer, s'esperava la continuïtat de la progressió, tot i que amb menys ímpetu. L'augment de la utilització de la capacitat productiva també va donar suport a l'increment de la inversió en béns d'equipament. D'altra banda, al gener, la demanda d'habitatges nous va baixar lleugerament, però es va col·locar per damunt de la mitjana històrica. Per la seva banda, el sector serveis va millorar apreciablement al començament del 2011, amb perspectives a l'alça.

El 2010, el sector exterior va aportar 4 dècimes a l'augment anual del PIB, gràcies a la reactivació de les exportacions de béns i serveis, que van augmentar el 9,9% en volum, després d'un enfonsament del 12,2% l'any anterior. La recuperació de les exportacions va ser coherent amb l'evolució del comerç mundial, esperonat, en especial, per la demanda asiàtica. Així, la quota de mercat mundial de les vendes exteriors franceses amb prou feines va baixar algunes dècimes fins al 3,5% en valor i en dòlars. En canvi, les importacions en béns i serveis van augmentar 2,2 punts menys que les exportacions en volum. No obstant això, el dèficit comercial de béns es va ampliar el 2010, a causa, bàsicament, d'una factura energètica més elevada. Per al 2011, probablement, el ritme d'expansió de les exportacions serà menor, i difícilment la contribució del sector exterior podrà continuar essent positiva.

La taxa d'atur es resisteix a baixar i, al desembre, va romandre en el 9,7% per sisè mes consecutiu. D'aquesta manera, es va situar lleugerament per damunt de la mitjana de la Unió Europea, tot i que una mica inferior a la mitjana de la zona de l'euro. En el quart trimestre del 2010,

### FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

l'ocupació assalariada del sector privat no agrícola va pujar el 0,2% en relació amb el trimestre anterior en dades desestacionalitzades. L'augment es va concentrar al sector serveis, i en la seva major part corresponia a llocs de treball temporals.

Al febrer, l'indicador de sentiment econòmic empresarial va romandre estable, per damunt de la mitjana a llarg termini. Globalment, les perspectives per al primer trimestre són favorables, gràcies, sobretot, al bon to de la inversió. Per al conjunt de l'any, són moderadament bones, i mantenim una previsió d'augment del PIB anual de l'1,8%.

### **L'economia italiana perd una mica de gas**

En línia amb el que s'esperava, el producte interior brut italià va créixer el 0,1% en els tres últims mesos del 2010 en relació amb el trimestre anterior. Aquesta va ser la taxa intertrimestral més baixa registrada en el passat exercici i va representar una desacceleració de l'activitat econòmica. Des del punt de vista de l'oferta, aquest alentiment s'explica per una disminució del valor afegit de la indústria, mentre que tant l'agricultura com els serveis van augmentar. En el conjunt de l'any, el PIB va pujar l'1,1%, el primer registre anual positiu després de les caigudes de l'1,3% el 2008 i del 5,1% el 2009.

Pel costat de la demanda, el consum va avançar modestament segons els indicadors disponibles del quart trimestre. Al gener del 2011, la confiança dels consumidors es va tornar a deteriorar. La pujada de la inflació, que es va situar en el 2,1% interanual al gener, en la mesura que redueix la renda real, no contribueix a impulsar el consum. La situació del mercat laboral,

amb una creació nul·la d'ocupació al desembre en termes desestacionalitzats i amb una taxa d'atur sense canvis en el 8,6% en el mateix mes, en termes homogenis d'Eurostat, tampoc no ajuda a l'optimisme dels ciutadans. D'aquesta manera, és probable que el consum només progressi a un ritme moderat en els propers mesos.

Pel que fa la inversió, la situació sembla més dinàmica. En efecte, la utilització de la capacitat productiva va continuar pujant al principi del primer trimestre del 2011. Així mateix, al desembre, van augmentar les entrades de comandes a la indústria, tant les nacionals com les estrangeres. A més a més, al gener, va millorar la confiança a la indústria i als serveis, tot i que va empitjorar a la construcció.

Pel que fa al sector exterior, en el quart trimestre, les exportacions de mercaderies van augmentar el 3,7% en relació amb el tercer trimestre, però menys que les importacions, que van pujar el 5,3%. En el conjunt del 2010, el dèficit comercial es va ampliar de forma notable en relació amb l'any anterior, a causa del component energètic. Per al 2011, la feblesa esperada de la demanda interna possibilita una lleugera contribució positiva del sector exterior al creixement del PIB.

Malgrat les vicissituds de la política italiana, s'aprecien alguns signes esperançadors. Així, el 2010, el nombre d'empreses va augmentar l'1,2%, el millor registre des del 2006. No obstant això, al desembre, l'indicador avançat compost de l'OCDE per a Itàlia va apuntar a un alentiment del ritme de creixement de l'activitat econòmica a curt termini. Globalment, per al conjunt del 2011, esperem un augment del PIB per a l'economia transalpina similar a l'anotat el 2010, al voltant de l'1%, per sota de la mitjana de la zona de l'euro.

**Mantenim la previsió d'un augment del PIB anual de l'1,8% el 2011.**

**El PIB de l'economia italiana creix l'1,1% el 2010, després de les caigudes dels dos anys previs.**

**Al començament del 2011, cau la confiança del consumidor, però la inversió presenta un to més positiu a l'economia transalpina.**

## ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

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

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

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

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

### El Regne Unit combina menys creixement i més inflació.

### Regne Unit: menys creixement i més inflació

Un dels pitjors malsons dels gestors de política econòmica és la combinació d'una economia en desacceleració amb un increment de la inflació. I les dades sobre el quart trimestre confirmen aquesta situació per al Regne Unit. Afortunadament, les perspectives permeten despertar-nos palpant una realitat econòmica que presenta aspectes més optimistes.

L'oficina estadística del Regne Unit va publicar les dades de creixement del producte interior brut del quart trimestre, les quals van sorprendre negativament tots els economistes, que, de mitjana, esperaven un creixement intertrimestral proper al 0,5%. En realitat, la xifra va coincidir, però precedida d'un signe negatiu. Efectivament, el PIB va caure el -0,5%, i el creixement interanual es va desaccelerar del 2,7% a l'1,7% interanual. Després de la sorpresa inicial, es va atribuir la mala dada al clima advers que va afectar el Regne Unit en els mesos de novembre i, sobretot, de desembre. Certament, les intenses nevades van tancar els aeroports del país durant setmanes i van provocar un caos en el transport no solament aeri, sinó també terrestre, que, evidentment, va afectar

de forma negativa tota l'economia i va incidir, en particular, en els sectors econòmics de construcció, transport i distribució al detall. Tot i que els responsables de l'estimació oficial van avançar que, tenint en compte l'efecte del mal temps i corregint-ne l'efecte en el càlcul, l'economia hauria presentat un trist registre de creixement nul. Després de l'anunci de la dada del PIB, el ministre d'economia del Regne Unit, George Osborne, va afirmar que el mal temps no desviarà el curs de la política fiscal i que no preveu cap canvi en el sever ajustament fiscal.

No obstant això, les perspectives sobre l'activitat són millors per als propers trimestres. Per exemple, la producció industrial del mes de desembre manté el creixement al ritme del 3,6% interanual. I el més important és que l'índex de sentiment econòmic dels gestors de compres PMI, que ja està disponible per al mes de gener, mostra que el creixement es podria intensificar, tenint en compte que els índexs de manufactures i de serveis han pujat a 62 i a 54,5 punts, respectivament. En aquest sentit, cal recordar que els índexs són assimilables a un termòmetre de la temperatura al sector: quan és superior a 50 punts, indica expansió i, quan se situa per sota, indica contracció. En el cas de l'índex de

### Però les perspectives sobre activitat apunten a una millora.

## REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2008	2009	2010				2011
			I	II	III	IV	Gener
PIB	-0,1	-4,9	-0,3	1,6	2,7	1,7	-
Vendes al detall	1,7	1,0	-0,1	0,9	0,7	0,1	5,3
Producció industrial	-3,1	-10,1	0,2	1,5	3,0	3,3	...
Taxa d'atur (1)	2,8	4,7	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Preus de consum	3,6	2,1	3,2	3,4	3,1	3,4	4,0
Balança comercial (2)	-93,6	-86,8	-83,1	-85,2	-90,6	-95,3	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	5,5	1,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	97,6	73,9	80,4	78,2	81,5	79,3	79,2

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.

manufactures, el nivell és un màxim històric des de l'inici del seu càlcul. I la resta d'índexs de confiança empresarial calculats pels organismes públics o privats apunten en el mateix sentit positiu.

Pel que fa al consum, fa uns mesos la perspectiva per al primer trimestre no era tan positiva, ja que s'esperava que l'increment de l'IVA del 17,5% al 20% al gener provocés un avançament de la demanda d'articles amb preus elevats. De tota manera, ja tenim la dada de vendes al detall del mes de gener, i, de fet, la taxa de creixement interanual ha passat del 0,1% al 5,3%. La dada és interessant per dos motius. En primer lloc, suggereix que la caiguda del consum viscuda al final de l'any passat va ser afectada negativament pel mal temps. I, en segon lloc, que el consum suporta bé la lleugera caiguda de la renda disponible.

Efectivament, segons l'oficina d'estadística, al desembre el ritme d'increment dels ingressos de les famílies va ser de l'1,1% interanual, mentre que la inflació va augmen-

tar al gener fins al 4%. Aquesta situació deteriora la capacitat de despesa dels consumidors i és una de les grans preocupacions. El mateix governador del Banc d'Anglaterra, Mervin King, en la seva compareixença trimestral per presentar l'Informe sobre la Inflació, va afirmar que el risc és que, en els propers mesos, la inflació continuï pujant.

Resumint, l'economia anglesa té dos reptes enguany. El primer és evitar que l'ajustament fiscal afecti de forma massa negativa la trajectòria de creixement del país. Però potser el repte més important és la pèrdua de renda disponible de les famílies, a causa de l'augment de la inflació per damunt del creixement dels salaris, i el seu efecte negatiu sobre l'activitat econòmica. Afortunadament, les dades d'alta freqüència indiquen que el consum i la inversió aguantaran, de manera que el Regne Unit es podrà despertar del malson viscut durant l'últim trimestre de l'any passat sabent que la realitat prevista per a enguany és més esperançadora.

**La inflació deteriora la renda disponible de les famílies.**

**Al gener es produeix un repunt de les vendes al detall.**

**A l'Europa emergent, el notable creixement econòmic del quart trimestre avala l'escenari de consolidació de l'expansió.**

**Destaca, favorablement, el fort impuls de les economies bàltiques.**

## L'Europa emergent encarrila l'expansió

La conjuntura econòmica circula pels rumbos previstos a l'Europa emergent. La consolidació de l'expansió econòmica es materialitza a tots els països de la regió. Era un fet constatat a les economies més avançades en el cicle (Polònia, la República Txeca i Eslovàquia). Ara comencen a existir pocs dubtes que també està beneficiant els països que han hagut de realitzar ajustaments fiscals sobrevinguts, com Hongria i com Romania, o que partien de posicions més recessives, com els països bàltics.

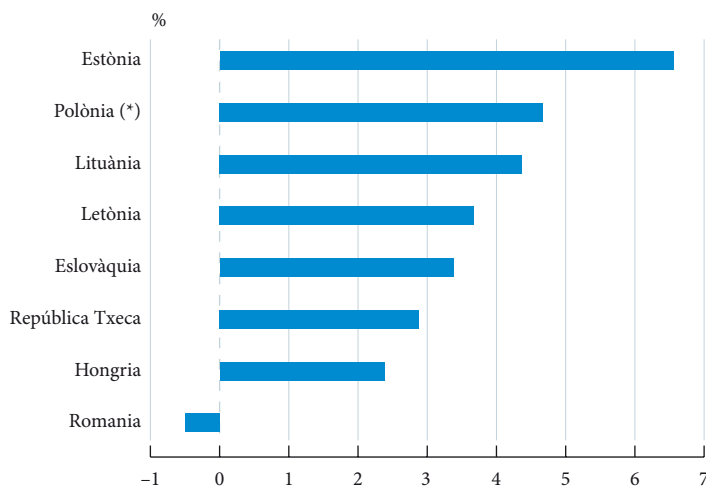
Les dades relatives al creixement econòmic del quart trimestre permeten substantivar el diagnòstic anterior. Al conjunt de la regió, Estònia destaca favorablement, ja que, en taxa interanual, es va apropar al 7%. Els seus veïns bàltics es van moure a la zona del 4%, una xifra inferior, però que, igualment, reflecteix un pols molt dinàmic de l'activitat. Com s'ha esmentat més amunt, es tracta de les tres economies que van patir el 2009 la pitjor recessió entre els

membres de la Unió Europea, recessió en què es van mantenir Lituània i Letònia el 2010. Per tot plegat, és lògic que registrin avanços dinàmics del creixement.

Un segon bloc el formen les economies que experimenten un patró de creixement més equilibrat. Polònia, la República Txeca i Eslovàquia s'han beneficiat d'uns desequilibris anteriors a la crisi relativament continguts i de la seva forta vinculació comercial i inversora amb la zona de l'euro. Tot i no disposar de les dades de Polònia, sí se sap que, en el quart trimestre, l'economia txeca es va aproximar al creixement del 3% interanual, mentre que Eslovàquia va superar lleugerament aquest nivell (el 3,4% interanual). En el cas de la República Txeca, l'activitat va decebre lleugerament, però el seu perfil trimestral suggereix que es tracta d'una economia que encara s'accelerará el 2011. Eslovàquia, en canvi, es mou per les coordenades oposades: va créixer per damunt del que s'esperava, però la trajectòria apunta a una desaceleració progressiva.

### DINÀMICA EXPANSIÓ ECONÒMICA A L'EUROPA EMERGENT

Variació interanual del PIB real, quart trimestre del 2010



NOTA: (\*) Dades corresponents al tercer trimestre del 2010.  
FONT: Eurostat.



Finalment, Hongria i Romania, que van registrar taxes de variació del PIB decebedores, per als estàndards de la regió, tenen, de fet, un to econòmic millor del que aparenten. L'economia magiar, que va créixer el 2,4% interanual en l'esmentat quart trimestre del 2010, acumula tres trimestres suportant un ajustament fiscal que, un any enrere, no es preveia. Que el PIB avanci en aquesta tessitura suggereix que el país comença a capitalitzar la millora exportadora i de l'activitat industrial que també ha beneficiat la regió en conjunt. El cas romanès és més complicat. L'ajustament pressupostari iniciat ha estat més intens, i, en conseqüència, el seu peatge ha estat també més gran. Així i tot, sembla que el pitjor d'aquest procés ha passat, atès que la caiguda del PIB del quart trimestre, del 0,5%, representa una millora en relació amb el descens interanual del 2,2% del tercer trimestre.

A partir d'aquesta evolució en el tram final del 2010, cal plantejar-se canvis en l'escenari de clara recuperació econòmica el 2011 que s'utilitza per a la regió? La resposta és negativa. Les dades publicades amb prou feines han sorprès i, per tant, avalen, més que descarten, que gairebé tots els països de la regió haurien de poder créixer al voltant del 3% en el conjunt del 2011 (amb la probable excepció de Romania, que quedaria per sota d'aquestes taxes de creixement). Aquesta previsió positiva queda, però, supeditada a tres supòsits fonamentals.

El primer, sempre crític en una regió molt sincronitzada amb el cicle econòmic del Vell Continent, és que la zona de l'euro i, sobretot, les economies centrals com Alemanya no registrin enguany una desaceleració abrupta. Sense descartar sorpreses en aquest front, sembla que els indicadors d'activitat de les grans economies de la zona de l'euro suggereixen que l'economia manté un clar biaix expansiu, inèrcia que,

probablement, s'estendrà als propers trimestres. Menys tranquil·litzadors són els dos supòsits addicionals que suporten l'escenari de recuperació a l'Europa de l'Est: el de l'absència de contagi financer relacionat amb els dubtes sobre l'estat de les finances públiques i el del no desbordament de la inflació.

Fins ara, els episodis d'increment del risc-país als països perifèrics de la zona de l'euro han tingut una incidència continguda en les economies de l'Europa emergent. Des de mitjan octubre del 2010, en quatre de les principals economies de la regió (Polònia, Hongria, la República Txeca i Eslovàquia), el valor dels *Credit Default Swaps*, un indicador financer que quantifica el cost d'assegurar el tenidor de deute sobirà en cas d'impagament (i, per tant, com més gran sigui, més elevat és el risc-país percebut), amb prou feines ha repuntat. En el cas de Romania, fins i tot ha descendit, arran de la credibilitat que els inversors atorguen a l'ajustament pressupostari en curs.

Certament, els nivells que Hongria i Romania registren són encara sensiblement més elevats que els dels seus veïns de la zona, però, en tot cas, el contagi indiscriminat dels dubtes financers sobre les finances públiques s'ha evitat. Això és important, perquè la notable recuperació dels fluxos d'inversió internacional cap a aquestes economies que s'ha produït el 2010 ha estat deguda, en part, a la convicció que aquests països s'esforcen per guiar les polítiques econòmiques respectant el cànon de l'ortodòxia i de l'estabilitat macroeconòmica.

Aquesta última apreciació es pot vincular amb el tercer requisit previ per al compliment de l'escenari de creixement anunciat. Mentre la inflació no s'instal·li en cotes elevades, la normalització de la política monetària hauria de ser gradual i hauria

**Hongria i Romania continuen llastades per l'ajustament pressupostari, tot i que el gros d'aquest ajustament ja s'ha materialitzat.**

**Preocupen els riscos derivats d'una hipotètica caiguda de l'activitat a la zona de l'euro, d'un augment de la volatilitat financera...**

**...i d'una excessiva pressió inflacionista, que podria obligar a endurir la política monetària més enllà de les previsions.**

d'evitar efectes sobtats sobre l'activitat. Aquest és el context en què es van emmarcar els moderats augments dels tipus d'interès realitzats fins ara (a Hongria, moviment iniciat al final del 2010; a Polònia, al començament del 2011).

Ara l'impacte dels preus de les primeres matèries alimentàries i energètiques en l'IPC comença a qüestionar si són versemblants el calendari i la intensitat de les pujades del tipus d'intervenció previstes (en aquests països i als països que encara no

han iniciat el procés). Fins ara, a la majoria de països, la inflació es troba dins dels límits objectius establerts pels bancs centrals en la seva política monetària. Si s'intensifica i si es mantenen en el temps les tensions en les primeres matèries, és més que probable que aquests límits es vegin superats el 2011, situació que, probablement, comportaria la resposta de l'autoritat monetària per evitar efectes de segona ronda sobre la inflació. Això, probablement, tindria efectes més disruptius sobre el creixement.

## Estalvi emergent, solució per pal·liar l'envelliment de les economies avançades?

Durant les últimes dècades, la taxa d'estalvi agregada global ha representat, aproximadament, una xifra equivalent al 20% de la renda. Malgrat mostrar oscil·lacions en certs períodes, aquesta ràtio s'ha mostrat relativament estable. Aquesta estabilitat global, però, no implica que la distribució de l'estalvi per països es mantingui invariada. De fet, la composició geogràfica de l'estalvi mostra sensibles variacions. En els últims vint anys, la taxa d'estalvi agregada mitjana dels països desenvolupats ha passat del 22,9% al 18,9% del PIB.<sup>(1)</sup> Enfront d'aquest descens de quatre punts percentuals, en aquest mateix període 1989-2009, les economies emergents en conjunt han experimentat un augment de la taxa d'estalvi de 2,8 punts percentuals, fins al 24,8% del PIB en aquest últim any.<sup>(2)</sup>

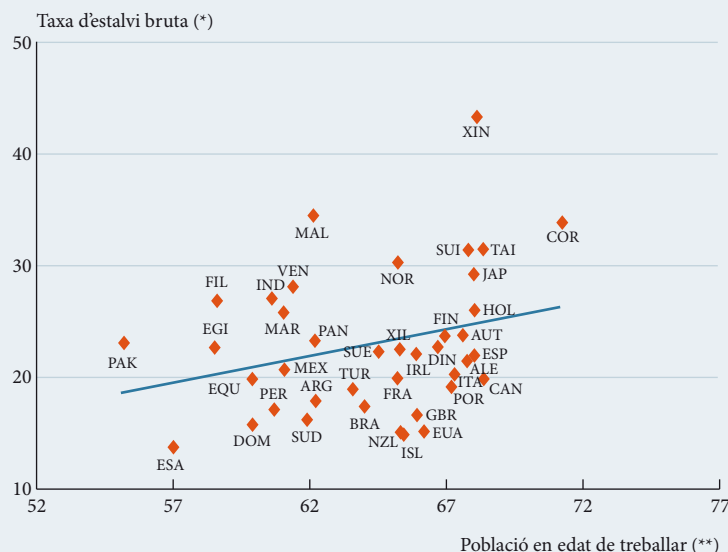
Aquesta variabilitat nacional fa que sigui pertinent interrogar-se sobre els factors que expliquen l'estalvi dels països a llarg termini i, més específicament, sobre el més important dels seus components, l'estalvi de les famílies, ja que l'estalvi és una variable que determina els recursos disponibles per a la inversió, condiciona la possible resolució dels desequilibris globals que han abundat en els últims anys i contribueix a determinar el tipus d'interès d'equilibri. Tot i que l'anàlisi d'aquestes qüestions supera l'espai disponible en el present requadre, totes elles ens recorden el paper central que l'estalvi juga en l'economia global. Un primer determinant de l'estalvi de les llars és la demografia. Aquesta variable ens preocupa especialment, perquè sabem que els països industrialitzats estan immersos en una tònica de progressiu envelliment, tendència que, intuïtivament, hauria d'afectar l'estalvi. Els anomenats models de cicle de vida de l'estalvi avalen aquesta intuïció. Aquestes teories estableixen que, en una societat, cal esperar que les persones en edat de treballar estalviïn per a la seva futura jubilació. Així, els països amb més proporció de ciutadans a la franja de 15 a 64 anys tendiran a exhibir una taxa d'estalvi superior a la dels països amb menys proporció de població en edat laboral.<sup>(3)</sup>

(1) Concretament, aquestes xifres són la mitjana de les taxes d'estalvi nacionals d'Alemanya, Àustria, Canadà, Dinamarca, Espanya, Estats Units, Finlàndia, França, Irlanda, Itàlia, Japó, Noruega, Nova Zelanda, Països Baixos, Portugal, Regne Unit, Suècia i Suïssa.

(2) Mitjana de les dades nacionals d'Argentina, Brasil, Egipte, El Salvador, Equador, Filipines, Islàndia, Índia, Corea, Malàisia, el Marroc, Mèxic, Pakistan, Panamà, Perú, Rep. Dominicana, Sud-àfrica, Tailàndia, Turquia, Veneçuela, Xile i Xina.

(3) L'aportació original és de Franco Modigliani, que va començar a treballar en aquesta teoria en la dècada de 1950. Per a una versió ja completa, vegeu, per exemple, F. Modigliani (1966), «The life cycle hypothesis of saving, the demand for wealth and the supply of capital», *Social Research*, 33.

## LA DEMOGRAFIA, DETERMINANT CLAU DE LA TAXA D'ESTALVI



NOTES: (\*) En percentatge del PIB, mitjana 1989-2009.

(\*\*) Proporció de la població entre 15 i 64 anys d'edat en relació amb la població total, mitjana 1989-2009.

FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

Un segon aspecte que ajuda a explicar la taxa d'estalvi és el creixement de la renda. A nivell teòric, els efectes d'un major creixement econòmic sobre l'estalvi són ambigus. Suposem que una economia experimenta, pels motius que sigui, un increment de la renda. Aquest plus de creixement, probablement, beneficiarà més el grup de treballadors i menys els col·lectius de població depenent. Atès que els primers tenen taxes d'estalvi mitjanes superiors a les dels segons, l'estalvi agregat augmentarà. D'altra banda, si entenem que la motivació per estalviar en el present és garantir consum futur i esperem que, en aquest moment, la renda sigui superior a l'actual, la resposta lògica és estalviar menys ara si s'esperen augments permanents de renda futura. Si domina el primer efecte o el segon serà una qüestió que només s'establirà mitjançant l'anàlisi empírica.

Un tercer bloc de determinants té a veure amb el grau de desenvolupament financer del país. En termes generals, com més gran sigui el grau de sofisticació financera del país, més baixa serà la taxa d'estalvi. D'entrada, perquè un sector financer més avançat tendeix a relaxar les restriccions a l'obtenció de crèdit. En conseqüència, aquesta disponibilitat contribueix a mobilitzar una part de l'estalvi cap al consum. Així mateix, els processos d'innovació financera i de desenvolupament del crèdit faciliten la generació de rendes derivades dels augments del preu dels actius (típicament, en els episodis de liberalització financera, el dels actius immobiliaris). Aquest augment de la renda és conceptualment anàleg al comentat al paràgraf anterior. Tot i que, des d'un punt de vista teòric, l'efecte conjunt dels dos canals (més crèdit, més rendes) podria ser ambigu, a la pràctica, es constata que, a mesura que augmenta el desenvolupament financer, baixa la taxa d'estalvi als països.

Els tres determinants anteriors afecten, primordialment, els actors privats de l'economia. No obstant això, l'estalvi privat i l'estalvi públic no són esferes totalment aïllades. D'entrada, una provisió reduïda de béns públics essencials (educació, sanitat, pensions...) condiciona l'estalvi privat, ja que una part d'aquest estalvi es constituirà amb finalitats de precaució. Així mateix, si el govern decideix incrementar la despesa (és a dir, reduir l'estalvi públic), es pot

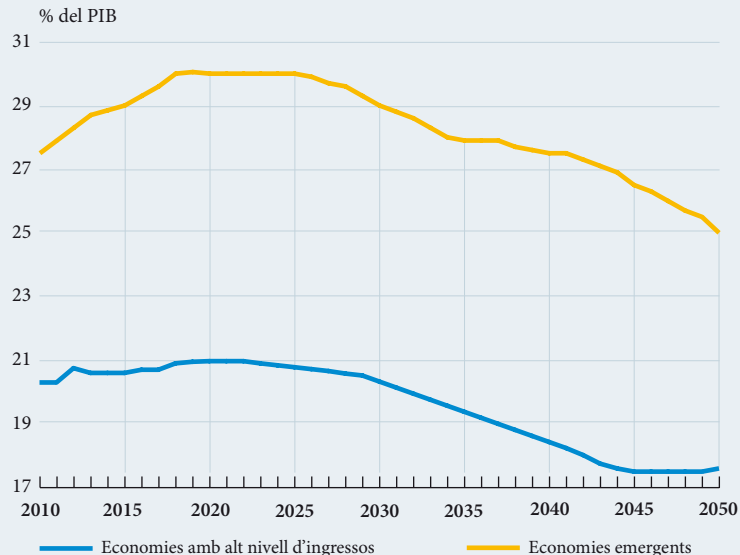
produir un augment de l'estalvi privat, perquè els agents econòmics poden anticipar una detracció de la renda per la via dels futurs augments dels impostos. Si els dos moviments –el desestalvi públic i l'increment de l'estalvi privat– es compensen plenament o no (en termes de la literatura acadèmica, si l'equivalència ricardiana es produeix o no), només es pot dilucidar sobre la base del treball empíric.

En definitiva, la qüestió clau és determinar empíricament el pes de cada causa en la taxa d'estalvi privat. Un estudi recent, realitzat per economistes del Banc Central Europeu, desenvolupa precisament aquesta anàlisi per a una mostra representativa de països de rendes altes i emergents.<sup>(4)</sup> Els principals resultats, coherents amb els d'altres estudis anteriors, constaten que el creixement de la renda contribueix a augmentar la taxa d'estalvi; que, si un país emprèn una consolidació fiscal, la taxa d'estalvi nacional augmentarà, ja que només una part de l'estalvi públic més elevat detraurà estalvi privat; que el major desenvolupament financer redueix la taxa d'estalvi, i, finalment, que la demografia té un pes decisiu i en el sentit esperat: a mesura que puja la proporció de dependents, baixa la taxa d'estalvi.

Aquest últim resultat mereix una atenció més detallada, ja que sabem que, en l'horitzó de les properes dècades, el perfil generacional de la població mundial patirà un gir enorme. Si, en l'actualitat, la proporció de població en edat de treballar dels països desenvolupats se situa a la zona del 67,3% de la població total, el 2050 les projeccions demogràfiques de les Nacions Unides anticipen que aquesta proporció serà, amb prou feines, del 58,4%. Al grup de països avançats, la població en edat de treballar passarà de l'actual 66,7% al 64,9% el 2050.

### PRESSIÓ CREIXENT SOBRE LA TAXA D'ESTALVI A PARTIR DEL 2025

Projeccions de la taxa d'estalvi per regió



FONTS: G. Ferrucci i C. Miralles (2007) i elaboració pròpia.

(4) Ferrucci, Gianluigi i Miralles, César, 2007, «Saving Behaviour and Global Imbalances: The Role of Emerging Market Economies». ECB Working Paper, núm. 842.

Doncs bé, d'acord amb l'esmentat estudi, la variable demogràfica és més rellevant a les economies emergents que a les desenvolupades. Concretament, a les economies emergents, s'estima que, per cada punt que augmenta la població dependent (suma de menors de 15 anys i majors de 64 anys, en proporció de la població total en edat de treballar), la taxa d'estalvi disminueix en mig punt percentual. En canvi, a les economies industrialitzades, l'impacte és menor, tot i que sempre apreciable: cada punt percentual d'augment de la població dependent genera un descens de 0,2 punts percentuals en la taxa d'estalvi. Partint d'aquests resultats, els autors de l'estudi utilitzen les projeccions de població de les Nacions Unides per aproximar les taxes d'estalvi esperades en les pròximes dècades (vegeu el gràfic anterior).

Si es compleix aquest escenari, fer un diagnòstic rotund per a l'estalvi global és complicat. Els propers quaranta anys viurem dues etapes clarament diferenciades. Entre el 2010 i el 2025, aproximadament, la taxa d'estalvi augmentarà lleugerament als països de rendes altes i ho farà amb més intensitat a les economies emergents. A partir d'aquest moment, el balanç es torna més desfavorable, ja que el bo demogràfic que beneficia els emergents en conjunt començarà a cedir. Al final del camí, el 2050, les taxes d'estalvi dels emergents i dels països avançats quedaran en nivells inferiors als actuals. Deia Auguste Comte que la demografia era el destí, ja que determinava en gran mesura els desenvolupaments econòmics i socials de les dècades següents. Si la pressió demogràfica de l'envelliment global es desenvolupa pels rumbs previstos, el destí de l'estalvi global serà un repte majúscul.

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

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

**El conflicte dels països àrabs irromp en l'escena financera global.**

**L'encariment del petroli complica la gestió de les polítiques econòmiques.**

**Persisteixen les diferents actuacions dels bancs centrals, determinades per les divergències cícliques.**

### El risc inflacionista a debat

De forma inesperada, el conflicte socio-polític als països del nord d'Àfrica i de l'Orient Mitjà s'ha convertit en un factor significatiu en l'escena financera global. El principal canal d'influència actua a través del preu del petroli, l'encariment del qual representa una amenaça per a l'estabilitat econòmica i complica la gestió de les polítiques monetàries. L'augment de la incertesa i el possible dany que pugui causar en la confiança dels inversors són també amenaces preocupants. Tot i que, al final de febrer, l'abast d'aquests efectes era limitat, la seva evolució futura és una incògnita que atreu bona part de l'atenció.

En qualsevol cas, el comportament dels diferents mercats financers en el tram inicial de l'any reflectia raonablement bé l'evolució de les variables macroeconòmiques de cada regió i les actuacions, consumades i previstes, de les autoritats econòmiques. En conjunt, sembla que els mercats descompten un escenari de consolidació del creixement de l'economia mundial, d'inflació a l'alça però moderada i de condicions de liquiditat que continuaran essent folgades. No obstant això, les diferències regionals són tan importants que el diagnòstic agregat perd significació en ocultar, en especial, un notable contrast entre països desenvolupats i emergents, que es manifesta en dinàmiques molt diferents de les polítiques monetàries, dels tipus de canvi i de la renda variable. Així, la correcció a la baixa que té lloc a les borses emergents confirma el seu «desacoblament» d'unes borses occidentals que han continuat fermes. Sembla que aquesta cor-

recció s'explica per l'enduriment de les polítiques econòmiques en nombrosos països emergents, atesos els evidents signes de sobreescalfament. Als Estats Units i, en especial, a la zona de l'euro, el debat sobre els riscos inflacionistes i la resposta de la política monetària guanya intensitat, tot i que, ara com ara, tant els mercats de renda fixa com els de bons reaccionen de manera relativament ordenada.

Pel que fa a l'evolució de la crisi del deute sobirà de la perifèria europea, l'avanç en les negociacions sobre el funcionament del Fons d'Estabilitat Financera Europeu i sobre el futur esquema de gestió econòmica i l'apreciable esforç de disciplina fiscal per part dels països afectats generen un marc una mica més encoratjador i favorable per als inversors, visible en l'estabilització de les primes de risc sobirà d'Espanya i d'Itàlia. No obstant això, els països més problemàtics –Grècia, Irlanda i Portugal– continuen sotmesos a tensions molt elevades. En aquest sentit, el mes de març es presenta com un moment clau en el procés de resolució de la crisi, ja que s'espera que s'assoleixi un acord sobre el nou marc normatiu que ha de reforçar el funcionament de la unió monetària.

### Polítiques monetàries a la carta

Com a resposta a les velocitats dispars que presenta la recuperació econòmica global, les actuacions dels bancs centrals canvien en funció del país. Mentre que, als països emergents, les autoritats han optat, de forma ja clara, per l'enduriment de la política monetària com a estratègia per combatre

la pressió alcista de la inflació, als països desenvolupats, els bancs centrals continuen apostant per estimular les economies mitjançant tipus d'interès excepcionalment baixos i mesures quantitatives (compres de bons).

El vigor de la recuperació econòmica dels Estats Units en la recta final del 2010 i primers compassos del 2011 ha continuat sorprenent de forma positiva. Tant és així que, en l'última reunió del comitè de política monetària, la Reserva Federal (Fed) va optar per augmentar la seva estimació de creixement del PIB per al 2011, des del rang del 3%-3,6% al 3,4%-3,9%, sobre la base del pronòstic de continuïtat en el restabliment de la demanda privada i del comerç exterior. No obstant això, igual que en anteriors reunions, va posar l'accent en la necessitat d'aconseguir una millora substancial del mercat laboral, en forma de creació d'ocupació, com a via per consolidar un creixement econòmic sostingut. Així mateix, i com era d'esperar d'acord amb l'opinió que fa temps que manté sobre la dinàmica de la inflació, la Fed, a través del seu president, Ben Bernanke, va llançar un missatge tranquil·litzador sobre els recents increments de l'índex de preus al consum (IPC) general, interpretant-los com un fenomen transitori vinculat a l'evolució dels mercats de *commodities*. Per aquesta raó, la majoria d'economistes, i també el mercat, preveuen que la màxima autoritat seguirà el pla previst de deixar els tipus d'interès en els nivells actuals durant els propers mesos i mantindrà vigent fins al seu termini, al juny, la compra de bons del Tresor nord-americà en els termes anunciats al novembre passat.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) continua immers en l'àrdua tasca de mantenir l'estabilitat monetària entre països que presenten taxes de creixement molt diferents, al mateix temps que

contribueix a resoldre la crisi del deute sobirà de la perifèria. El panorama s'ha complicat recentment per l'impacte derivat de l'encariment del petroli i d'altres primeres matèries, que s'ha reflectit en un notable repunt de l'IPC general de la regió. El president del BCE, Jean-Claude Trichet, ha procurat transmetre el missatge que aquest augment respon a un fenomen puntual que no altera l'estratègia de la institució, sempre que s'observi que les expectatives d'inflació a mitjà i a llarg termini romanen estables i que no hi ha efectes de segona ronda a través, per exemple, de les negociacions salarials. No obstant això, altres destacats membres del BCE s'han mostrat més bel·ligerants i han advertit de la necessitat d'endurir la política monetària si les tensions inflacionistes no remeten aviat. D'altra banda, en relació amb la seva actuació als mercats de deute sobirà, el relaxament durant el mes de febrer de les primes de risc dels països perifèrics (gràcies a l'evolució favorable de la disciplina pressupostària dels Governos afectats i als acords entre els membres de l'euro) ha comportat una menor activitat compradora per part del BCE, que ha cedit més protagonisme als agents privats al mercat secundari.

L'escenari es presenta ben diferent per als bancs centrals dels països emergents. Al llarg dels últims mesos, s'han endinsat en un cicle d'enduriment monetari, en resposta a l'elevat ritme de creixement econòmic i amb la finalitat d'evitar els efectes de segona ronda que es podrien desencadenar després dels recents augments de la inflació (amb origen bàsic en les primeres matèries). En la majoria dels casos, la pujada gradual dels tipus d'interès és complementada amb altres mesures (per exemple, controls administratius, de preus i de canvis), el propòsit de les quals és contenir un augment excessiu de la liquiditat i del crèdit. El cas més representatiu és el de la Xina, on el banc central, després d'augmentar en 25 punts bàsics el tipus de re-

**La Fed i el BCE mantenen les estratègies de política monetària sense oblidar l'evolució dels riscos inflacionistes.**

**Bernanke ha transmès missatges tranquil·litzadors sobre la inflació.**

**Alguns membres del BCE es mostren més preocupats per la inflació.**

**La fase del cicle econòmic dels països emergents requereix mesures graduals de restricció monetària.**

ferència (fins al 6,06%), ha optat per pujar de nou els requeriments mínims de reserves als bancs fins al 19,50%. Atès aquest escenari central de creixement global elevat, la majoria dels economistes estimen que, al llarg d'enguany, es continuaran produint nous episodis d'augment de tipus oficials als països emergents, com a eina bàsica per apaivagar els signes de sobreescalfament que amenacen la sostenibilitat del creixement en aquests països.

En aquest context descrit, els mercats interbancaris han registrat un comportament diferent en funció del marc econòmic en què es desenvolupen. Als Estats Units, l'evolució dels mercats monetaris ha continuat caracteritzada per l'estabilitat, gràcies

a l'abundant liquiditat proporcionada per la Fed i al manteniment de les expectatives sobre l'actuació futura en matèria de tipus d'interès oficials. En canvi, a la zona de l'euro, el pols del mercat s'ha alterat a mesura que els inversors han adaptat les seves expectatives a la sorpresa generada per l'augment de la inflació i pels avisos procedents del BCE. En efecte, tot i que sembla que les tensions derivades de la crisi del deute sobirà estan sota control i tenen un abast només local, la recent volatilitat observada en els tipus interbancaris europeus ha respost al debat sobre els possibles riscos inflacionistes i a l'actuació del banc central. En poques setmanes, les expectatives dels inversors han variat en la direcció de pujades més aviat i més ràpides, de

**TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS**

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
<b>2010</b>									
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	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Novembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Desembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
<b>2011</b>									
Gener	1,00	1,03	1,59	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,33
Febrer (1)	1,00	1,09	1,75	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,26

NOTES: (1) Dia 24.

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

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

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

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.



manera que el tipus euríbor a 12 mesos ha experimentat un repunt apreciable, fins a assolir els nivells de la primavera del 2009. De cara als propers mesos, no seria descartable presenciar un augment encara més intens de la variabilitat dels tipus interbancaris, a mesura que el creixement econòmic de la zona de l'euro es consolidi i el discurs del BCE es torni més combatiu amb la inflació, com a preludi dels augments dels tipus oficials en la segona meitat de l'any.

### Els mercats de divises evolucionen amb tranquil·litat

A mesura que es recorre la part inicial de l'exercici, s'aprecia una estabilitat remarkable als mercats de divises internacionals, situació que, ara com ara, contradiu els auguris d'uns mesos enrere sobre una im-

minent «guerra de divises». L'evolució dels tipus de canvi respon, de manera raonable, a les diferències cícliques i estructurals entre regions, mentre que els focus d'instabilitat financera (crisi del deute a la zona de l'euro) o política (conflictes als països àrabs) tenen una incidència menor. Arran de tot plegat, la volatilitat als mercats de divises s'ha anat reduint.

En el cas dels països emergents, l'actuació prudent de les autoritats propicia un procés d'apreciació gradual de les divises en relació amb el dòlar, que sembla que ha de continuar en els propers mesos. No obstant això, la prolongació de la calma recent és més discutible, i no seria estrany assistir a episodis de tensió o a correccions de la tendència, per exemple davant de fluxos sobtats de «fugida cap a la qualitat» en favor del dòlar si els focus esmentats s'agreugen.

### Tranquil·litat als mercats de divises internacionals.

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

24-02-2011

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2010	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	81,8	-0,9	0,8	-10,2
Lliura esterlina	0,618	1,2	3,5	4,7
Franc suís	0,927	-2,4	-0,9	-16,7
Dòlar canadenc	0,983	-1,1	-1,5	-7,2
Pes mexicà	12,172	1,0	-1,4	-5,2
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,379	-1,1	-3,0	-1,8
Ien japonès	112,7	0,2	3,8	-8,2
Franc suís	1,277	-1,4	2,1	-14,6
Lliura esterlina	0,852	-0,1	-0,6	-3,1
Corona sueca	8,788	-2,1	-2,3	-11,1
Corona danesa	7,455	0,0	0,0	0,2
Zloty polonès	3,987	2,8	0,6	0,2
Corona txeca	24,53	1,3	-2,0	-5,6
Forint hongarès	273,0	-0,7	-2,1	1,2

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

FONT: Bloomberg.

**El canvi euro-dòlar reflecteix l'evolució estable de la crisi del deute sobirà.**

Pel que fa al canvi euro-dòlar, la trajectòria descrita al llarg de febrer ha mostrat un perfil més estable que el registrat entre el final del 2010 i l'inici del 2011. Les raons que expliquen l'esmoreïment de les oscil·lacions del tipus de canvi de l'euro cal buscar-les en l'evolució favorable de la crisi del deute sobirà de la perifèria de la zona de l'euro i en la consolidació dels fonaments econòmics i financers als dos costats de l'Atlàntic.

**Les dades econòmiques mouen els mercats de bons**

El ràpid moviment alcista en les taxes de rendibilitat del deute públic dels Estats Units, que es va iniciar a l'octubre del 2010, ha tingut, al febrer, un moment culminant. Cap a la meitat del mes, la *yield* del deute a 10 anys va arribar al 3,74% i la de 2 anys va vorejar el 0,90%. Això s'explica, essencialment, per les sorpreses en el pro-

cés de creixement econòmic. També hi ha influït, tot i que menys, l'augment de les expectatives inflacionistes i els seus riscos (segons es desprèn de la cotització relativa dels bons nominals i dels indexats a la inflació). Simultàniament, la volatilitat de les cotitzacions ha augmentat. És possible que aquest sigui un fenomen que tingui continuïtat, sobretot a mesura que s'aproximi la data de finalització del programa de compra de bons de la Fed, circumstància que restarà estabilitat al mercat. No obstant això, atesa la velocitat de l'ajustament en els últims mesos, no seria estrany que, en el futur immediat, les *yields* corregessin a la baixa (com s'ha vist en les sessions finals del mes), per reprendre de nou la via alcista quan la Fed procedeixi a retirar efectivament l'estímul. Llavors també serà crucial que el necessari ajustament pressupostari que ha de dur a terme el país estigui perfilat, ja que, en cas contrari, el nerviosisme dels inversors podria aparèixer.

**La rendibilitat del deute a 10 anys dels Estats Units repunta, arran de l'evolució del cycle econòmic.**

**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>2010</b>								
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	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Novembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Desembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
<b>2011</b>								
Gener	3,15	3,48	5,24	4,67	3,40	1,24	3,67	1,87
Febrer (*)	3,14	3,52	5,37	4,83	3,44	1,24	3,64	1,87

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

Per la seva banda, el mercat de deute europeu continua caracteritzat per la dicotomia generada per la crisi del deute sobirà de la perifèria de la regió. D'una banda, la rendibilitat del *bund* alemany a 10 anys ha mostrat una pauta similar a la descrita als Estats Units i ha arribat a assolir, cap a la meitat de febrer, la cota del 3,30%, que és la que es registrava al començament del 2010, abans de l'esclat de la crisi perifèrica i de l'etapa de temor a recaure en una recessió global (*double dip*). Amb posterioritat, la taxa de rendibilitat va flexionar a la baixa en resposta als esdeveniments als països àrabs. De l'altra, tot i que les primes de risc de membres tan importants com Espanya i Itàlia han recollit positivament els avanços de la Unió Europea i l'eurogrup en matèria de resolució de la crisi i de reforç de la gestió econòmica, la veritat és que només es pot parlar d'una estabilització molt desigual. Així, els diferencials del deute dels països amb més càrrega de deute –Grècia, Irlanda i Portugal– continuen essent elevats. Els importants esdeveniments previstos per al març al si de la zona de l'euro, relacionats amb acords definitius per resoldre la crisi actual, podrien promoure un canvi més contundent en la tendència de les primes de risc del deute sobirà perifèric, ja de cara als pròxims mesos.

L'evolució del deute dels països emergents obeeix a altres paràmetres: ha entrat en el que es podria anomenar fase correctiva, després d'haver mostrat un comportament extraordinari al llarg del 2010. Els factors que han propiciat el canvi de direcció, a l'alça, dels *spreads* (pel que fa a Estats Units) i els nivells absoluts de les rendibilitats són de dos tipus. En primer lloc, l'enduriment de la política monetària a gran part d'aquests països, juntament amb l'aplicació de mesures administratives que desincentiven l'entrada d'inversors estrangers. En segon lloc, els conflictes sociopolítics sorgits recentment als països àrabs, que han servit de recordatori sobre els no-

tables riscos polítics que encara existeixen a molts països emergents. Previsiblement, els dos factors seran transitoris i tindran un abast limitat, però, en qualsevol cas, les condicions per a aquests mercats es perfilen menys favorables el 2011 que el 2010.

### **Els bons corporatius *high yield* brillen**

La renda fixa privada, avaluada en conjunt, ha mantingut al febrer un to positiu. La reducció dels *spreads* de crèdit dels bons corporatius del segment d'*investment grade* ha estat moderada, però, en el cas del *high yield*, ha estat d'una magnitud més que notable. Per la seva banda, l'estabilització del deute emès pel sector bancari europeu, propiciada per l'evolució favorable de la crisi del deute sobirà, és un altre factor destacat que ha consolidat l'atractiu del mercat de bons privats.

La circumstància que la reforma financera als Estats Units presenti un grau de desenvolupament superior a l'europeu propicia un to més ferm i més madur al mercat de deute corporatiu nord-americà. Aquest aspecte afavoreix una tendència positiva del segment de deute d'alt risc (*high yield*) en aquest país, on amb prou feines s'han cotitzat els possibles efectes dels riscos geopolítics globals i on els inversors continuen trobant una àmplia i contínua oferta d'emissions des de l'inici d'enguany.

Des del punt de vista de les rendibilitats ofertes, es comencen a apreciar alguns símptomes d'esgotament al mercat nord-americà, on, en molts casos, s'ofereixen rendibilitats històricament reduïdes per al nivell de risc assumit. No obstant això, encara queden algunes àrees de mercat i d'emissors que ofereixen *spreads* suficients per poder esmorteir les potencials pèrdues de valor produïdes per una pujada general dels tipus d'interès. Una altra de les alternatives que, en les últimes setmanes, han

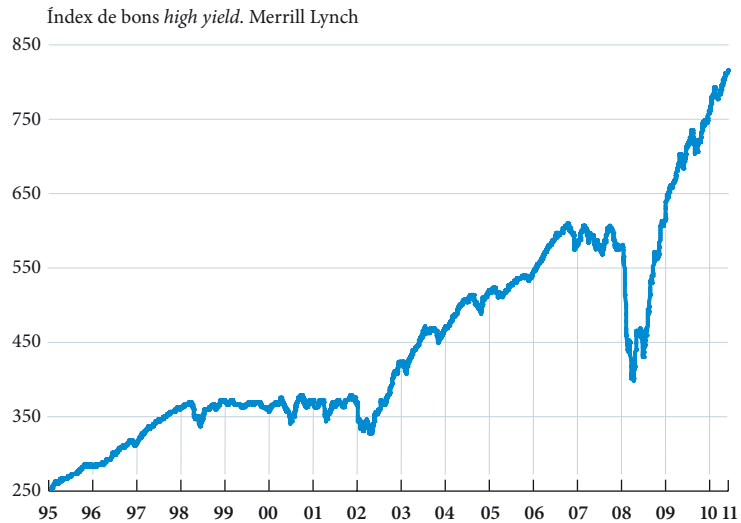
**A la zona de l'euro, les mesures fiscals i estructurals han provocat l'estabilització de la prima de risc d'Espanya.**

**El mes de març es presenta com un mes crucial per a les negociacions polítiques entre els socis europeus.**

**El deute corporatiu manté un to favorable, gràcies a la reducció dels *spreads* de crèdit.**

## ELS GUANYYS DELS BONS CORPORATIUS HIGH YIELD S'ESTENEN

Evolució del retorn total dels bons corporatius d'alt risc



FONT: EcoWin.

**A mitjà termini, els inversors es fixen en la renda variable a la recerca de rendibilitats més elevades.**

prioritzat els inversors, en la seva recerca de la millor relació possible entre risc i rendibilitat, són els bons de les entitats bancàries europees, la cotització de les

quals s'ha estabilitzat davant de la perspectiva d'una solució satisfactòria de la crisi del deute sobirà a Europa.

## ELS BONS D'ENTITATS FINANCERES ENCARA PATEIXEN LA CRISI DEL DEUTE SOBIRÀ

Evolució dels índexs iTraxx d'*spreads* de crèdit d'Europa



FONT: Bloomberg.

De cara al futur, les condicions es continuen mostrant relativament positives per al mercat de bons corporatius dels països desenvolupats, gràcies al suport rebut pel constant flux de capitals entrants i als elevats volums de negociació, però cal no obviar els efectes que sobre els bons amb un venciment llunyà i cupó fix tindria un augment gradual de l'estructura temporal dels tipus d'interès.

### La renda variable guanya pes en les carteres dels inversors

L'escenari borsari global va mantenir al febrer el to positiu de l'inici de l'any, gràcies al suport que li confereixen el procés de consolidació de les expectatives de creixement econòmic mundial i la continuïtat del cicle empresarial expansiu. Atesa aquesta conjuntura, que afavoreix la reducció de variables com la incertesa i l'aversion al risc, els inversors, les carteres dels quals

presenten, després de la recessió, un marge elevat per assumir riscos, han començat a trobar en la renda variable una alternativa atractiva, en termes de risc-rendiment, enfront d'altres actius de mercats més madurs, com la renda fixa corporativa.

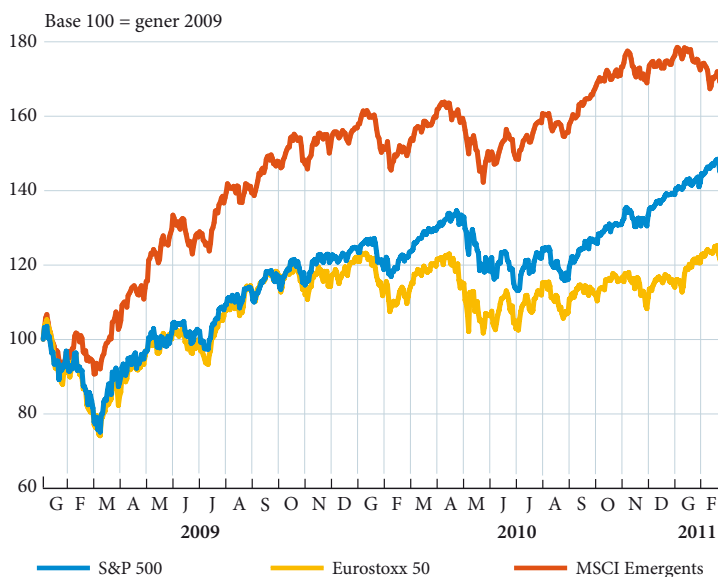
No obstant això, i com s'observa a la resta de mercats financers, l'enduriment de les polítiques monetàries als països emergents genera un *decoupling* d'aquestes borses en relació amb les de les economies avançades. En concret, mentre que els índexs nord-americans lideren el procés de revaloració borsària (el 25% de mitjana des del setembre), la renda variable dels emergents ha cotitzat dins del mateix rang de preus durant els sis últims mesos. En el cas europeu, l'estabilització de les primes de risc sobirà, arran de la disciplina fiscal adoptada pels països perifèrics, i la millora de les condicions econòmiques generen un nou cicle de pujades a tots els parquets europeus i, en concret, a l'espanyol.

**Els mercats de renda variable global mantenen el to positiu.**

**Les borses nord-americanes lideren el procés de revaloració, seguides de les europees.**

## LES BORSES DELS PAÏSOS EMERGENTS ESTAN EN FASE DE CORRECCIÓ

Evolució de les principals borses internacionals



FONT: Bloomberg.

## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

24-02-2011

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	12.105,8	1,0	4,6	16,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.307,4	1,3	4,0	18,3
<i>Nasdaq</i>	2.723,0	0,2	2,6	21,8
Tòquio	10.452,7	1,0	2,2	2,5
Londres	5.908,4	-0,6	0,1	10,6
Zona de l'euro				
<i>Frankfurt</i>	7.114,3	0,7	2,9	26,7
<i>París</i>	4.004,0	-0,7	5,2	7,8
<i>Amsterdam</i>	364,3	0,9	2,7	13,5
<i>Milà</i>	21.998,6	-0,7	9,0	3,1
<i>Madrid</i>	10.602,7	-2,0	7,5	3,4
Zuric	6.529,3	-1,1	1,4	-2,4
Hong Kong	22.601,0	-5,0	-1,9	10,4
Buenos Aires	3.429,1	-5,6	-2,7	49,6
São Paulo	66.910,5	-3,6	-3,5	1,7

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

FONT: Bloomberg.

### Les perspectives borsàries són favorables, tot i que s'observen riscos puntuals a curt termini.

Per tant, la confirmació d'un escenari econòmic global satisfactori, la continuïtat del cicle empresarial expansiu i la reducció dels riscos de crèdit haurien de permetre un entorn borsari favorable a mitjà termini. Així i tot, cal fer referència a l'existència de certs riscos de tipus financer, com un rebrot de la crisi del deute a la zona de l'euro, i de tipus tècnic, com l'excessiva sobre-

compra que presenten alguns índexs nord-americans, que podrien desencadenar episodis correctius a curt termini. Addicionalment, se sumen ara a aquest grup de riscos potencials els efectes de les recents tensions polítiques als països del nord d'Àfrica i de l'Orient Mitjà, que ja van fer sentir el seu impacte en les últimes sessions del febrer.

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

### El PIB d'Espanya avança millor del que estava previst

El producte interior brut (PIB) va créixer el 0,2% en l'últim trimestre del 2010 en relació amb el tercer, després d'un període d'estancament, i va situar la taxa d'avanç interanual en el 0,6% i el descens del PIB en el conjunt de l'any, en el 0,1%. D'aquesta manera, l'avanç gradual de l'economia espanyola es va consolidar durant el segon semestre del 2010, tot i que encara es manté en cotes relativament baixes i inferiors al seu potencial. Les perspectives són que aquesta tendència es mantindrà el 2011, en part gràcies al suport del sector exterior. No obstant això, el ritme de creixement serà força moderat fins que el consum privat i la inversió no es revifin, fet

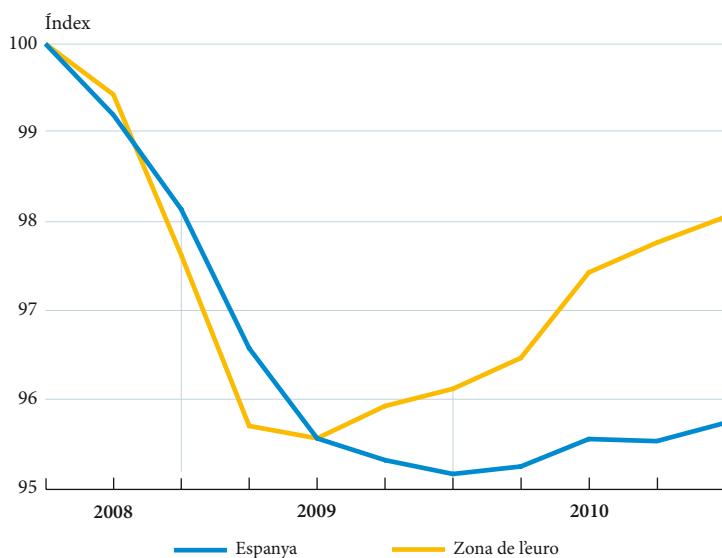
que succeirà, progressivament, al llarg d'enguany.

Amb aquest creixement del PIB en l'últim trimestre del 2010, són ja quatre els períodes d'avanç des del punt més profund de la recessió, l'últim trimestre del 2009, quan el PIB es va situar gairebé el 5% per sota del pic assolit en el segon trimestre del 2008. Tot i que l'evolució de les dades apunta a una continuïtat en el procés de recuperació, és important indicar que la reactivació de l'economia espanyola en l'últim any va ser més lenta que al conjunt de països de la zona de l'euro, tal com s'observa al gràfic següent. Així, mentre que, en l'últim any, l'economia espanyola va recuperar mig punt del PIB perdut, el procés de recuperació va ser més ràpid a la zona de l'euro.

**El 2010 el PIB cau el 0,1% i supera les expectatives dels analistes.**

### LA SORTIDA DE LA GRAN RECESSIÓ A ESPANYA ÉS MÉS LENTA QUE AL CONJUNT DE PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Producte interior brut en volum (\*)



NOTA: (\*) Sèries desestacionalitzades i corregides de calendari.  
FONTS: INE, Eurostat i elaboració pròpia.

**El consum de les llars avança, en l'últim trimestre, per damunt de les previsions...**

Les dades de la comptabilitat nacional publicades per l'Institut Nacional d'Estadística mostren que el progrés del PIB en l'últim trimestre del 2010 va ser possible gràcies a la demanda externa, que va avançar cinc dècimes. En canvi, la demanda interna es va contreure tres dècimes en el trimestre, malgrat l'avanç del consum de les llars. Així i tot, el comportament de la demanda interna va millorar perquè va reduir una dècima l'aportació negativa al creixement fins als -0,6 punts. Per la seva banda, la demanda externa va augmentar 3 dècimes l'aportació al PIB fins als 1,2 punts.

Des del punt de vista de la demanda, el consum de les famílies va augmentar tres dècimes en relació amb el tercer trimestre, un increment superior a l'esperat, i es va col·locar l'1,7% per damunt del quart trimestre del 2009. Per components, el consum de béns duradors, més sensible al cicle econòmic, va continuar presentant un ritme més feble. En canvi, el de béns no duradors i el de serveis van mostrar un comportament més positiu. D'altra banda, la remuneració dels assalariats, principal recurs de les famílies per afrontar el consum, es va continuar reduint, tant per la disminució de l'ocupació com per la de la remuneració mitjana, i va situar la caiguda en l'1,7% interanual. Aquesta tendència decreixent de la remuneració mitjana, tot i que serveix per millorar la competitivitat d'Espanya en relació amb la d'altres països, podria mitigar la despesa de les famílies si persisteix durant els propers mesos.

Per bé que el comportament del consum de les llars, que representa, aproximadament, el 60% del PIB, va superar les expectatives, la frenada de la despesa pública i la feblesa de la inversió van provocar que el conjunt de la demanda interna reculés. Pel que fa al consum públic, en el quart trimestre, va disminuir set dècimes en relació amb el període anterior i, d'aquesta manera, va intensificar la seva contracció fins al 0,9% interanual. En gran part,

aquesta caiguda va ser el resultat del descens de la remuneració dels empleats de les administracions públiques. Atès el compromís per part del Govern de reduir el dèficit públic, s'estima que aquesta partida continuarà decreixent al llarg de l'any vinent, tot i que el ritme de caiguda s'hauria de desaccelerar.

Pel que fa a la inversió, l'evolució va ser una mica pitjor del que estava previst, malgrat que la tendència a la millora d'aquest component de la demanda va continuar. Efectivament, el suau avanç de la inversió en béns d'equipament va resultar insuficient per compensar el descens de la inversió a la construcció. Durant els propers mesos, no s'espera que la inversió en construcció es revifi, tal com ho posen de manifest els indicadors d'aquest sector, que apunten clarament a l'empitjorament. Per exemple, tot i que, el 2010, la reculada del consum de ciment va ser del 15,1%, la meitat que el registrat el 2009, es va accentuar el descens en l'últim trimestre del 2010 fins al 16,1% interanual. Altres variables també van intensificar la caiguda, com la confiança en la construcció i els visats per a obra nova.

La recuperació del conjunt de la inversió dependrà del dinamisme que mostrin els sectors no directament relacionats amb la construcció. En aquest context, les importacions de béns d'equipament van finalitzar el 2010 amb mostres de desacceleració en el procés d'avanç. Així i tot, en el conjunt de l'any, van augmentar el 22,4%, resultat que contrasta amb la caiguda del 21,6% anotada l'any anterior. Les perspectives són que la inversió en equipament accentuï el ritme d'avanç en els propers mesos i que acabi l'any 2011 compensant la desinversió en construcció. D'aquesta manera, és probable que el conjunt de la inversió tingui un creixement positiu a partir del segon trimestre del 2011, en relació amb el període anterior, i experimenti la primera taxa d'avanç interanual positiva en l'últim trimestre de l'any.

**...però, en canvi, la inversió en equipaments decep una mica.**

**S'espera que la inversió accentuï el ritme d'avanç l'any 2011.**



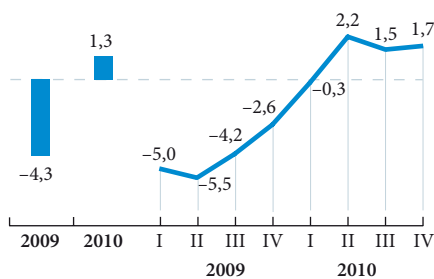
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (\*)

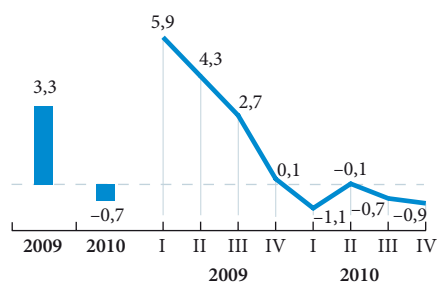
### PIB



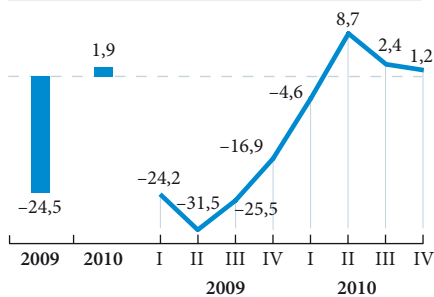
### Consum de les llars



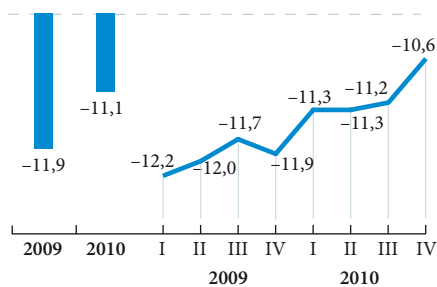
### Consum públic



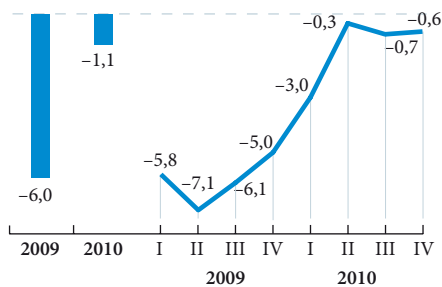
### Inversió en béns d'equipament



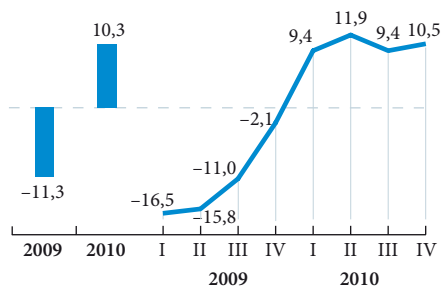
### Inversió en construcció



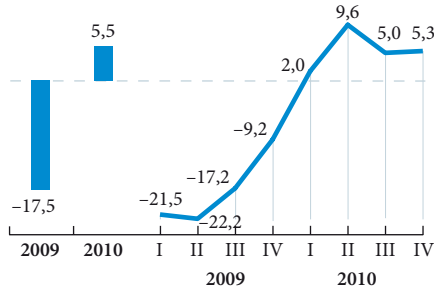
### Demanda nacional (\*\*)



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



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

(\*\*) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## El sector exterior empeny el creixement.

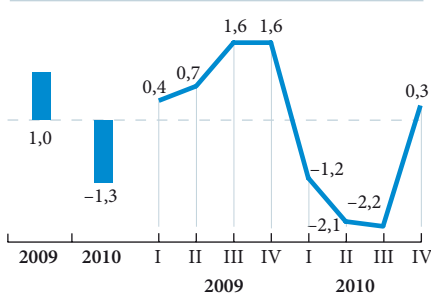
D'altra banda, l'evolució favorable de la demanda externa va ser el principal motor de progrés de l'economia espanyola durant el quart trimestre del 2010 i va tornar a esmortir l'impacte de la contracció de la despesa interna sobre l'activitat. Tant les exportacions com les importacions van augmentar el creixement durant aquest període i van situar el ritme d'avanç en termes interanuals en el 10,5% i en el 5,3%, respectivament. Per tant, el sector exterior

va exercir de nou un paper fonamental per suavitzar els descensos de l'activitat interna. Cal destacar també el fet que, a diferència del patró observat en els dos últims anys, quan la millora es va produir, principalment, per l'enfonsament de les importacions, el 2010 aquest efecte va estar dominat per la bona marxa de les exportacions. Això va ser possible gràcies a la recuperació del comerç mundial i a una estratègia més ambiciosa per fer d'aquest

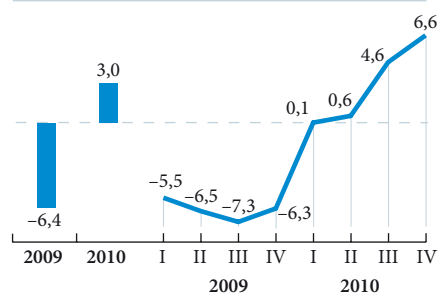
### EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (\*)

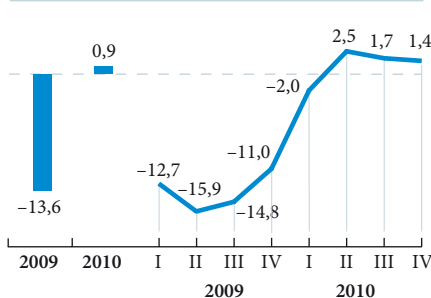
#### Agricultura



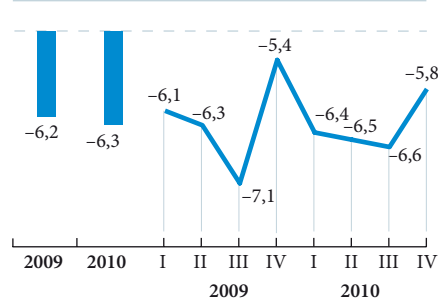
#### Energia



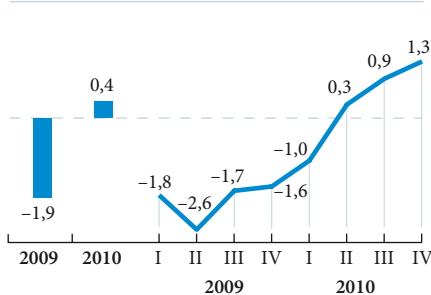
#### Indústria



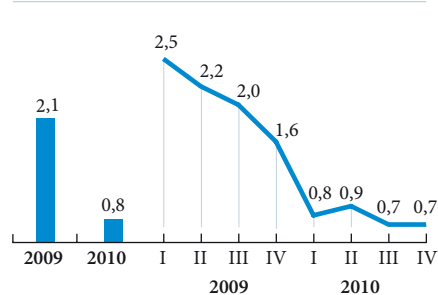
#### Construcció



#### Serveis de mercat



#### Serveis de no mercat



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

sector una font de creixement més potent i estable. També hi va contribuir l'evolució més favorable del sector turístic, que va experimentar un increment important del nombre de turistes i va revertir la tendència decreixent dels dos últims anys.

Aquesta tendència de reactivació gradual de l'economia s'observa també en l'evolució dels diferents sectors, que va ser una mica dispar. Mentre que el sector de la indústria va desaccelerar el procés de millora en el quart trimestre del 2010, altres branques, com les energètiques i els serveis, van intensificar el ritme d'expansió del valor afegit. En la mesura que aquests sectors mantinguin el bon to de creixement, la recuperació de l'activitat es podria accelerar. D'altra banda, tant l'agricultura com la construcció van millorar les taxes interanuals, la qual va passar a ser positiva en el cas del sector primari, del 0,3%.

Una altra clau per a la recuperació de l'economia es troba en el recorregut de la pro-

ductivitat per treballador. Per bé que es va incrementar una dècima fins al 2,0% interanual en l'últim trimestre de l'any, la lleugera millora de la productivitat va ser, en gran part, el resultat de la caiguda de l'ocupació, que es va reduir l'1,4% interanual.

En definitiva, el 2011 l'economia continuarà progressant, tot i que per sota del seu creixement potencial. El consum avançarà de forma gradual, malgrat que el context poc favorable del mercat laboral, la pèrdua del poder adquisitiu dels treballadors i el procés de despallanquejament del sector privat exerciran de factors de contenció. D'altra banda, l'entorn més favorable de l'economia mundial impulsarà el sector exterior, i això, probablement, estimularà la inversió per part de les empreses, llevat del sector de la construcció, que continuarà registrant variacions interanuals negatives. Com a resultat, el PIB anotarà un creixement positiu el 2011 després de dos exercicis de reculades.

**Creixement positiu el 2011 després de dos anys de reculades.**

## Mercat de treball

### La situació del mercat de treball torna a empitjorar

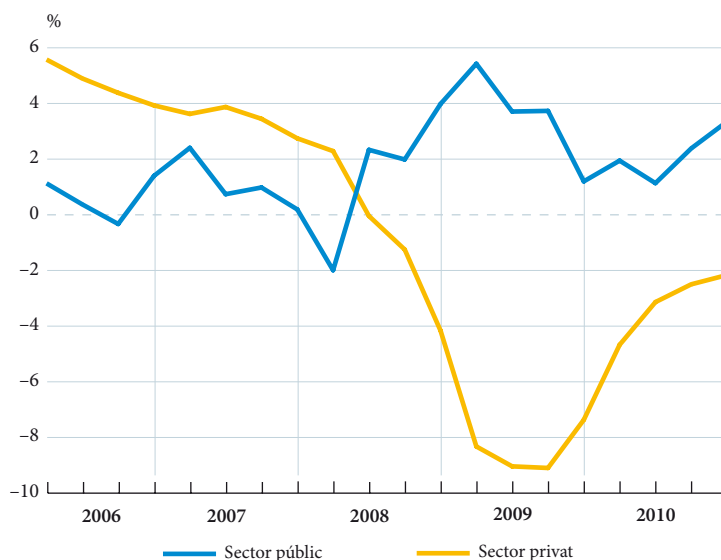
**En el quart trimestre del 2010 es perden gairebé 140.000 llocs de treball.**

La feble recuperació de l'activitat econòmica va impedir la reactivació del mercat de treball en l'últim trimestre del 2010, tal com ho posen de manifest les dades de l'enquesta de població activa (EPA). En efecte, l'ocupació va baixar, en l'últim trimestre del 2010, en 138.600 persones, fins a 18.408.200, a conseqüència de la reculada registrada al sector serveis i a la construcció. D'aquesta manera, la taxa de descens interanual del nivell d'ocupació es va situar en l'1,3%. Aquestes xifres confirmen que el mercat laboral va ser incapaç de generar llocs de treball en el quart trimestre de l'any.

Una mostra que el mercat de treball continua tenint poc vigor s'observa en l'evolució del sector privat, que té el volum més important de massa laboral i que reflecteix millor el grau de dinamisme de l'economia. En aquest context, no s'espera que la recuperació del mercat laboral es consolidi fins que el sector privat pugui crear llocs de treball. En aquest sector es van perdre gairebé 340.000 llocs de treball en el quart trimestre respecte al mateix període de l'any anterior i, tot i que aquesta caiguda va ser una tercera part de l'anotada l'any anterior, el ritme de destrucció de l'ocupació va continuar essent fort. En canvi, les administracions i les empreses públiques van crear ocupació, al voltant de 100.000.

### EL SECTOR PÚBLIC GENERA OCUPACIÓ DURANT EL PERÍODE RECESSIU

Variació interanual de l'ocupació estimada



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

No obstant això, cal indicar que hi ha diferències notables en l'evolució de l'ocupació per sectors entre comunitats autònomes. D'aquesta manera, mentre que els assalariats al sector privat van caure el 2,2% interanual en el quart trimestre del 2010, el País Basc, Catalunya i Extremadura van experimentar taxes positives. La generació de llocs de treball al sector privat en aquestes regions podria indicar un canvi de tendència en els propers mesos, en especial si aquest comportament una mica més favorable s'acaba transmetent a la resta de l'economia. Per la seva banda,

l'ocupació als ens públics va créixer el 3,4% interanual, amb un increment molt marcat al País Basc, Madrid, Astúries i Navarra. En canvi, l'ocupació al sector públic va recular a Aragó, Catalunya, Extremadura i La Rioja.

**El sector privat continua destruint llocs de treball, llevat de Catalunya, Extremadura i el País Basc.**

Un altre exemple que la reactivació del mercat de treball continua tenint poca força es posa de manifest quan s'observa l'evolució del sector serveis, que conté el major volum d'ocupats. Així, en l'últim trimestre del 2010, es van perdre més de 115.000 llocs de treball en aquest sector,

## OCUPACIÓ ESTIMADA

Quart trimestre 2010

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>						
Agricultura	804,5	50,5	6,7	21,9	2,8	4,4
No agraris	17.603,6	-189,2	-1,1	-259,7	-1,5	95,6
<i>Indústria</i>	2.622,8	22,2	0,9	-58,1	-2,2	14,2
<i>Construcció</i>	1.572,5	-95,6	-5,7	-230,2	-12,8	8,5
<i>Serveis</i>	13.408,3	-115,8	-0,9	28,6	0,2	72,8
<b>Per empleadors</b>						
Sector privat	15.239,6	-131,3	-0,9	-340,6	-2,2	82,8
Sector públic	3.168,5	-7,4	-0,2	102,8	3,4	17,2
<b>Per situació professional</b>						
Assalariats	15.314,2	-142,2	-0,9	-178,4	-1,2	83,2
<i>Contracte indefinit</i>	11.513,9	7,4	0,1	-92,5	-0,8	62,5
<i>Contracte temporal</i>	3.800,3	-149,6	-3,8	-85,9	-2,2	20,6
No assalariats	3.084,1	-1,3	0,0	-56,5	-1,8	16,8
<i>Empresaris empleadors</i>	1.013,2	5,2	0,5	-37,8	-3,6	5,5
<i>Empresaris no empleadors</i>	1.933,3	5,7	0,3	2,6	0,1	10,5
<i>Ajudes familiars</i>	137,6	-12,2	-8,1	-21,3	-13,4	0,7
Altres	9,9	4,9	98,0	-2,8	-22,0	0,1
<b>Per temps d'ocupació</b>						
A temps complet	15.933,7	-241,1	-1,5	-241,5	-1,5	86,6
A temps parcial	2.474,5	102,6	4,3	3,8	0,2	13,4
<b>Per sexes</b>						
Homes	10.209,7	-166,5	-1,6	-230,9	-2,2	55,5
Dones	8.198,5	27,9	0,3	-6,8	-0,1	44,5
<b>TOTAL</b>	<b>18.408,2</b>	<b>-138,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-237,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## L'ocupació al sector serveis augmenta el 0,2% interanual en l'últim trimestre del 2010.

tot i que una part d'aquesta reculada ja s'havia anticipat pel component estacional. Així i tot, en termes interanuals, el còmput va ser positiu per al sector serveis, amb una pujada del 0,2%. Per la seva banda, les dades de l'ocupació al sector industrial van ser una mica més optimistes, ja que van experimentar una pujada propera als 22.000 llocs de treball en el quart trimestre. En la mesura que la recuperació de l'economia depengui de la demanda externa, una evolució més favorable de les vendes a l'exterior podria impulsar el sector manufacturer, per la seva orientació a l'exportació, i això podria desencadenar una lleugera millora al mercat laboral.

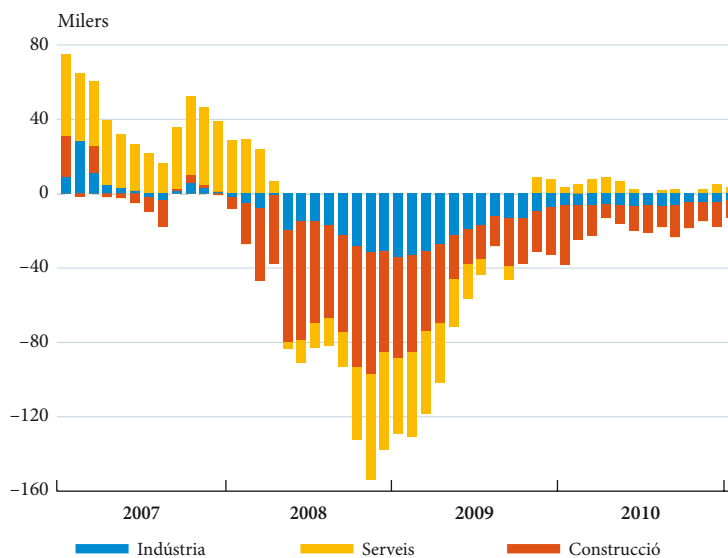
Després de l'empitjorament de les xifres del mercat de treball en l'últim trimestre del 2010, els primers mesos d'enguany seran determinants per calibrar si el procés de recuperació es manté estancat o si, en canvi, la reactivació econòmica comporta finalment la creació de llocs de treball. Tal com ho posa de manifest el nombre mitjà

mensual d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social del mes de gener, el mercat de treball probablement continuï un progrés molt gradual. Així, segons el Ministeri de Treball i Assumptes Socials, el total d'afiliats va baixar en relació amb el mes anterior en 223.143 persones, fins a 17.361.839 (una variació nul·la en termes desestacionalitzats). Les xifres mensuals per sectors corregides d'efectes estacionals mostren que només el sector serveis va generar una mica d'ocupació al gener, mentre que el sector industrial i la construcció van continuar destruint llocs de treball aquest mes, tot i que amb menys intensitat.

Tornant a l'EPA, en el quart trimestre del 2010, l'evolució de l'ocupació va ser més favorable per a les dones que per als homes, ja que les dones treballen al sector serveis, que l'any passat va tenir el comportament més positiu. D'aquesta manera, la taxa de caiguda interanual va baixar fins al 0,1% per a les dones i es va mantenir en el 2,2% per als homes.

### NOMÉS EL SECTOR SERVEIS CREA UNA MICA D'OCUPACIÓ

Variació mensual del nombre d'afiliats a la Seguretat Social (\*)



NOTA: (\*) Sèries corregides d'estacionalitat.

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

Pel que fa a l'edat, la forta reculada de l'ocupació entre els menors de 25 anys, amb una caiguda de l'11,7% interanual en el quart trimestre, va motivar l'aprovació, el passat dia 11 de febrer, del reial decret llei que desenvolupa el pla de xoc per promoure l'ocupació estable. Entre d'altres mesures, s'impulsa la contractació a temps parcial de joves i de persones aturades de llarga durada, amb una reducció de les cotitzacions empresarials a la Seguretat Social durant dotze mesos. Aquest programa també contempla una ajuda de 400 euros per a les persones que esgotin la protecció per atur, sempre que realitzin accions d'orientació i de formació. La marxa desfavorable de les xifres d'aturats, que es van incrementar en 121.900 persones en el quart trimestre, fins a 4.696.600, explica, en part, que aquest pla de xoc s'aprovés de forma relativament

ràpida. En aquest context, destaca l'elevadíssima taxa de l'atur juvenil, que va arribar al 42,8% en aquest trimestre.

Finalment, en matèria de política laboral, cal destacar també l'acord assolit en aquest mes sobre la reforma de les pensions entre el Govern, els sindicats i la patronal. El pacte retarda l'edat de jubilació fins als 67 anys i situa en 37 els anys de cotització necessaris per a la pensió completa. A més a més, s'estableix un mínim de 38,5 anys per als treballadors que es vulguin jubilar als 65 anys, s'incrementa de 15 a 25 anys el període de cotització obligatori per calcular la quantia de la pensió, i es retarda la jubilació anticipada als 63 anys. La reforma entrarà en vigor el 2013, però s'aplicarà de forma gradual fins a estar plenament vigent el 2027.

**S'aprova un reial decret llei amb pautes per promoure l'ocupació.**

ATUR ESTIMAT							
Quart trimestre 2010							
	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		% participació	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
<b>Per sexes</b>							
Homes	2.545,2	65,0	2,6	152,7	6,4	54,2	20,0
Dones	2.151,4	56,8	2,7	217,4	11,2	45,8	20,8
<b>Per edats</b>							
Menors de 25 anys	840,6	-20,1	-2,3	24,2	3,0	17,9	42,8
Resta	3.856,0	141,9	3,8	345,9	9,9	82,1	18,2
<b>Per situació personal</b>							
Atur de llarga durada	2.154,7	184,4	9,4	937,4	77,0	45,9	-
Busquen la seva primera feina	356,8	-21,6	-5,7	57,0	19,0	7,6	-
Resta	2.185,1	-41,0	-1,8	-624,3	-22,2	46,5	-
<b>TOTAL</b>	<b>4.696,6</b>	<b>121,8</b>	<b>2,7</b>	<b>370,1</b>	<b>8,6</b>	<b>100,0</b>	<b>20,3</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## Preus

**La pujada del preu regulat de l'electricitat incrementa la taxa d'inflació en el mes de gener.**

### La inflació repunta fins al 3,3% pels productes energètics

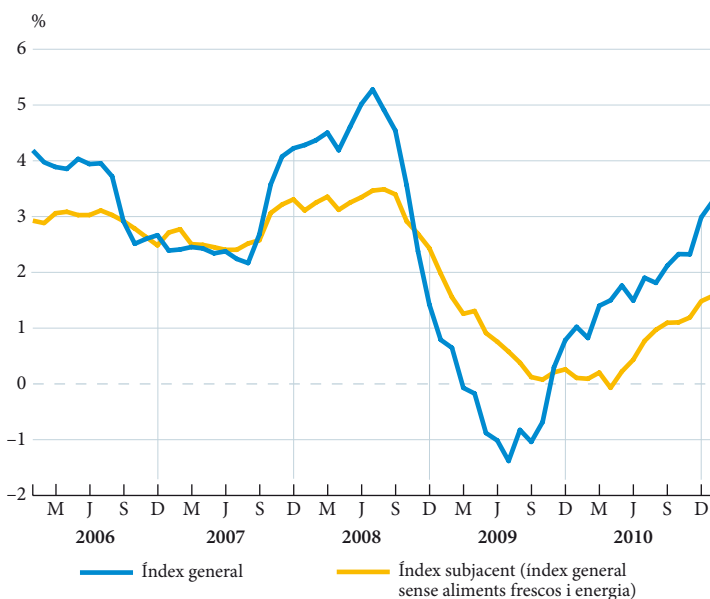
La variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va pujar tres dècimes al gener fins al 3,3%, malgrat que la taxa mensual de la inflació va recular en set dècimes arran de les rebaixes. Per tant, els descomptes propis del gener en roba i calçat van ser insuficients per compensar la pujada de preus dels productes energètics en relació amb el mateix mes de l'any anterior, de manera que la inflació va seguir la tònica creixent dels últims mesos. En particular, el repunt de la taxa interanual de l'IPC va ser conseqüència de l'encariment de l'electricitat, dels carburants, del tabac i, amb menys pes, d'alguns components de

l'alimentació, com el sucre. En efecte, només amb l'aportació del tabac (0,5%), l'electricitat (0,4%) i els combustibles i carburants (1,4%), la inflació general hauria arribat al 2,3%.

D'aquesta manera, tal com s'esperava, l'any 2011 comença amb una tendència alcista dels preus en un entorn de consum relativament moderat, és a dir, l'escalada recent de la inflació reflecteix el major pes relatiu dels components volàtils i dels impostos i no és atribuïble al major dinamisme del consum. Una mostra d'això és el fet que la inflació subjacent del gener, que exclou l'energia i els aliments frescos, va pujar només una dècima, fins a l'1,6% interanual.

### ELS PRODUCTES ENERGÈTICS EMPENYEN LA INFLACIÓ CAP AMUNT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.



Un increment de preus per causes transitories com el registrat recentment pot generar una certa preocupació si empitjora el poder adquisitiu de les llars i s'intensifica, així, la contenció del consum intern. Això podria agreujar l'entorn de l'economia i desencadenar una situació d'estanflació: estancament del creixement i preus elevats.

No obstant això, les dades més recents mostren que el risc d'estanflació és baix. D'una banda, la lleugera millora de la confiança del consumidor al gener i l'increment del 0,3% del consum de les llars en l'últim trimestre del 2010 en relació amb el període anterior, per damunt del que s'esperava, allunyen el temor d'estancament del consum de les famílies. De l'altra, les perspectives són també que els efectes transitoris de la pujada de preus es dissipin en els propers mesos, de manera que la probabilitat que la inflació es mantingui de forma persistentment elevada és baixa. A més a més, per bé que la inflació va continuar augmentant, es va situar encara per sota del màxim del 3,6% assolit a l'octubre del 2008.

En efecte, al llarg del temps, una pressió temporal dels preus es pot acabar materialitzant de forma permanent si els consumidors esperen que la inflació sigui més alta en el futur o si genera demandes d'augmentos salarials. No obstant això, els dos factors són poc probables. En primer lloc, a la majoria de països avançats, les expectatives d'inflació continuen relativament baixes. En segon lloc, malgrat la pujada dels preus, les taxes d'atur elevades impedeixen que els ocupats exigeixin increments salarials, que podrien desencadenar una espiral inflacionista. Aquesta contenció salarial encara és més probable després del nou corrent polític a Europa que defensa desvincular els increments salarials de la inflació i, en canvi, busca que les pujades estiguin més relacionades amb els augmentos de productivitat.

Des d'una altra perspectiva, un factor preocupant de l'escalada de la inflació a Espanya pot ser la pèrdua de competitivitat si l'augment de preus supera l'increment registrat a la resta de països de la zona de l'euro. Segons les dades d'Eurostat, l'índex

**Les perspectives són que la contribució a la inflació dels productes energètics disminueixi en els propers mesos.**

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2010			2011		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2009	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2010	% variació anual
Gener	-1,0	-1,0	1,0	-0,7	-0,7	3,3
Febrer	-0,2	-1,2	0,8			
Març	0,7	-0,5	1,4			
Abril	1,1	0,6	1,5			
Maig	0,2	0,8	1,8			
Juny	0,2	1,0	1,5			
Juliol	-0,4	0,6	1,9			
Agost	0,3	0,8	1,8			
Setembre	0,1	0,9	2,1			
Octubre	0,9	1,8	2,3			
Novembre	0,5	2,4	2,3			
Desembre	0,6	3,0	3,0			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

**El diferencial de preus en relació amb la zona de l'euro se situa en 0,6 punts percentuals.**

**La taxa d'inflació s'hauria de desaccelerar de forma substancial en els mesos finals del 2011 per la magnitud dels efectes de base.**

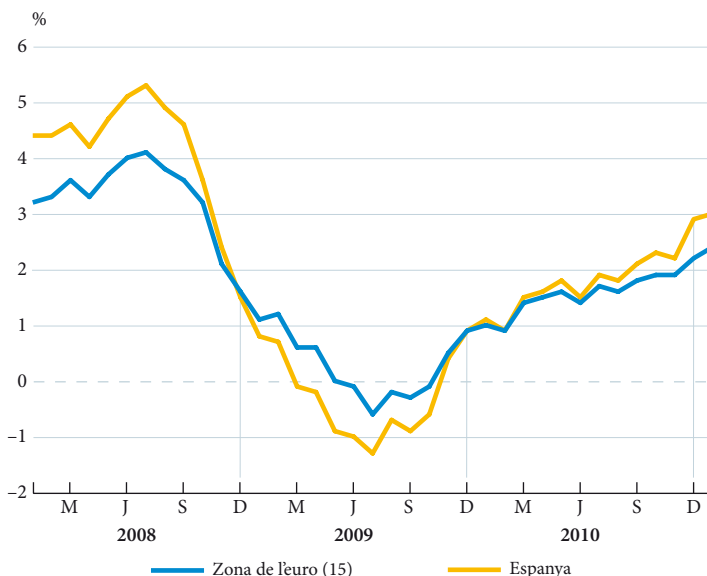
harmonitzat de la inflació del gener de la zona de l'euro es va situar en el 2,4%, mentre que l'índex registrat a Espanya va ser del 3,0%. Així, el repunt de la inflació observat a Espanya en els últims mesos ha estat més intens que el registrat a la zona de l'euro, de manera que el diferencial de la inflació va passar de ser nul al desembre del 2009 a representar 0,6 punts percentuals al gener del 2011. Aquesta xifra s'explica, en gran part, pel component energètic, que va contribuir en 0,5 punts percentuals a aquesta ampliació del diferencial durant el 2010.

Efectivament, la despesa relativa més elevada de les llars espanyoles en relació amb les de la zona de l'euro en productes derivats del petroli fa que l'IPC sigui més dependent del preu d'aquest producte. A això cal afegir els augments més intensos a Espanya dels preus regulats del gas i de l'electricitat en els últims mesos.

Les expectatives són que, en el mes de febrer, la inflació continuï pujant lleugerament per l'encariment del preu del petroli. No obstant això, amb posterioritat, la inflació tendirà a cedir per la desaparició dels efectes de base associats a successos passats. Així, segons aquest efecte purament estadístic, l'impacte de les pujades impositives i dels increments en els preus de les primeres matèries sobre la inflació observada durant el 2010 tendirà a desaparèixer el 2011 i durà a terme un paper de contenció sobre la taxa de variació interanual al llarg d'enguany. Conseqüentment, s'hauria d'observar una reversió tant de l'efecte de l'impost sobre el valor afegit en el tercer trimestre del 2011 com de l'encariment del petroli en el quart trimestre. No obstant això, hi ha un cert risc que les tensions al Pròxim Orient es mantinguin més temps de l'esperat, de manera que els preus de les primeres matèries podrien continuar augmentant i exercir, així, una pressió alcista sobre la inflació.

### EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ EN RELACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO S'AMPLIA EN ELS ÚLTIMS MESOS

Variació interanual de l'IPCH



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

Finalment, l'evolució de la inflació dependrà també, en els propers mesos, de l'evolució dels costos de producció, estretament vinculats als preus de les primeres matèries. D'aquesta manera, els preus industrials van seguir la tendència alcista en el mes de desembre, amb un augment de nou dècimes fins al 5,3% interanual, impulsats,

sobretot, pels béns energètics i pels béns intermedis. Pel que fa als preus industrials d'importació, es van incrementar més, el 10,4% en els dotze últims mesos fins al desembre, una taxa superior a la del mes anterior, en gran part per l'encariment del petroli.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Gener

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual		
		2010	2011	2010	2011	2010	2011	
<b>Per classes de despesa</b>								
Aliments i begudes no alcohòliques	109,0	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-2,4	0,9	
Begudes alcohòliques i tabac	148,2	1,3	2,1	1,3	2,1	11,8	16,1	
Vestit i calçat	93,2	-14,1	-14,2	-14,1	-14,2	-1,1	0,4	
Habitatge	122,3	0,8	2,8	0,8	2,8	1,2	7,8	
Parament	107,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	0,6	1,0	
Medicina	96,3	0,2	0,0	0,2	0,0	-1,3	-1,4	
Transport	114,5	1,7	1,4	1,7	1,4	6,3	9,0	
Comunicacions	98,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,8	
Oci i cultura	95,8	-1,9	-1,8	-1,9	-1,8	-1,6	-1,0	
Ensenyament	117,2	0,0	0,1	0,0	0,1	2,6	2,3	
Hotels, cafès i restaurants	113,8	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	1,7	
Altres	113,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	2,8	
<b>Agrupacions</b>								
Aliments amb elaboració	115,4	0,1	0,6	0,1	0,6	0,5	3,1	
Aliments sense elaboració	109,5	0,2	0,0	0,2	0,0	-3,2	2,3	
Conjunt no alimentari	109,0	-1,3	-1,0	-1,3	-1,0	1,5	3,4	
Béns industrials	105,7	-2,6	-2,1	-2,6	-2,1	1,6	5,2	
<i>Productes energètics</i>	<i>129,6</i>	<i>2,8</i>	<i>4,6</i>	<i>2,8</i>	<i>4,6</i>	<i>11,4</i>	<i>17,6</i>	
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>125,0</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>13,9</i>	<i>18,4</i>	
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>97,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-4,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-4,6</i>	<i>-1,7</i>	<i>0,7</i>	
Serveis	112,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	1,2	1,6	
Inflació subjacent (**)	107,7	-1,6	-1,5	-1,6	-1,5	0,1	1,6	
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>110,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,3</b>	

NOTES: (\*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## 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>											
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	0,2	0,2	-
Febrer	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,8	-0,5	0,3	1,5	0,6
Març	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,4	1,2	0,5	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,5	2,1	0,7	6,7	-
Maig	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,6	9,9	0,5
Juny	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-
Juliol	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-
Agost	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,3
Setembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,0	1,8	10,6	-
Octubre	...	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	-
Novembre	...	4,4	0,9	0,6	5,1	10,6	9,2	7,7	2,2	10,9	1,4
Desembre	...	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,4	8,2	2,5	11,9	-

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

(\*\*) Excepte energia.

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

## Sector exterior

### El component energètic augmenta el dèficit comercial

Les dades de comptabilitat nacional mostren que el sector exterior es va convertir, per segon any consecutiu, en el principal motor de l'economia espanyola el 2010, amb una contribució positiva d'1,1 punts percentuals. A diferència del que va succeir durant el 2009, aquesta contribució va tenir lloc en un context de recuperació dels fluxos comercials de béns i de serveis a nivell global. En el cas espanyol, el creixement anual de les exportacions gairebé va

doblar el de les importacions (amb augments del 10,3% i del 5,5%, respectivament). Aquest comportament més positiu respon, en gran part, al major ritme de creixement econòmic dels principals socis comercials espanyols durant l'any passat. S'espera que aquest diferencial es mantingui durant el 2011. No obstant això, el saldo de béns, sense tenir en compte els serveis, va presentar un lleuger deteriorament, a causa de l'intens repunt del preu del petroli. El manteniment d'aquesta tendència representaria un llast per a la correcció del dèficit comercial espanyol.

**El sector exterior torna a contribuir al creixement de l'economia espanyola el 2010.**

### COMERÇ EXTERIOR

Gener-desembre 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	44.417	29,8	18,7	8.983	32,0	4,8	-35.434	20,2
Béns de consum	59.306	-8,2	24,9	63.005	0,0	33,9	3.699	106,2
<i>Alimentaris</i>	15.639	7,1	6,6	23.844	11,6	12,8	8.205	152,5
<i>No alimentaris</i>	43.668	-12,7	18,3	39.161	-5,9	21,1	-4.506	89,7
Béns de capital	18.303	8,9	7,7	15.714	17,0	8,5	-2.590	85,9
Béns intermedis no energètics	116.055	25,1	48,7	98.097	30,7	52,8	-17.958	84,5
<b>Per àrees geogràfiques</b>								
Unió Europea	129.959	6,9	54,6	125.767	15,4	67,7	-4.192	96,8
<i>Zona de l'euro</i>	104.520	4,6	43,9	103.241	15,0	55,6	-1.279	98,8
Altres països	108.123	24,5	45,4	60.032	21,9	32,3	-48.090	55,5
<i>Rússia</i>	6.126	33,5	2,6	1.995	35,0	1,1	-4.131	32,6
<i>EUA</i>	9.364	10,1	3,9	6.530	12,5	3,5	-2.834	69,7
<i>Japó</i>	3.472	11,3	1,5	1.423	16,9	0,8	-2.048	41,0
<i>Amèrica Llatina</i>	14.335	32,2	6,0	10.239	30,3	5,5	-4.096	71,4
<i>OPEP</i>	23.185	35,7	9,7	6.847	9,1	3,7	-16.337	29,5
<i>Resta</i>	51.641	20,9	21,7	32.998	24,0	17,8	-18.644	63,9
<b>TOTAL</b>	<b>238.082</b>	<b>14,2</b>	<b>100,0</b>	<b>185.799</b>	<b>17,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-52.283</b>	<b>78,0</b>

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

## El dèficit comercial augmenta a causa de l'evolució del component energètic.

En efecte, segons les dades de Duanes, el dèficit comercial del 2010 va arribar als 52.283 milions d'euros, el 4,2% més que l'any anterior. Aquest increment va posar fi a més de dos anys consecutius de correccions i va situar el desequilibri comercial en el 4,9% del producte interior brut (PIB) espanyol. Un percentatge que, tot i que lluny del màxim assolit al març del 2008 (del 9,7%), no ha experimentat cap millora en relació amb el 2009.

Quin ha estat el motiu d'aquest estancament? El desglossament del dèficit en els diferents components elimina qualsevol interrogant sobre aquest tema. L'intens creixement del preu del petroli durant l'any passat va incrementar el dèficit energètic fins als 35.453 milions d'euros, el 29,3% per damunt del saldo registrat el 2009. Com ho mostra el gràfic següent, aquesta xifra va representar més de dos terços del desequilibri comercial total i va arribar al 3,4% del PIB. Aquesta tendència del dèficit energètic contrasta amb la de la resta del

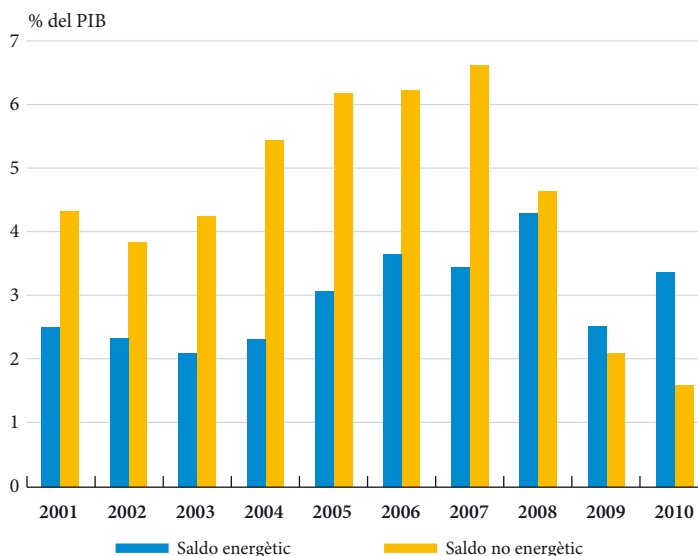
saldo comercial, que es va reduir fins a l'1,6% del PIB. Aquest va ser el nivell més baix des que, el 1995, es va començar a elaborar la sèrie.

Aquesta millora respon al bon comportament del comerç espanyol amb els principals socis de la zona de l'euro, cap a on es dirigeixen més de la meitat de les exportacions del país. Durant el 2010, les exportacions cap a aquesta zona van augmentar el 15% anual, gairebé el doble de les importacions. Conseqüentment, el dèficit comercial amb la zona de l'euro es va reduir molt i va arribar, gairebé, a l'equilibri. És possible que la recuperació econòmica d'aquests països el 2011 mantingui aquesta tendència i corregeixi encara més el saldo comercial no energètic. No obstant això, aquesta situació es veurà enterbolida pel comportament del saldo energètic, que, impulsat pels nous increments del preu del petroli al començament d'enguany, dificultarà la reducció del dèficit durant els pròxims mesos.

## El repunt del preu del petroli el 2011 no permet augurar reduccions del dèficit a curt termini.

### EL DÈFICIT ENERGÈTIC REPRESENTA MÉS DE 3 PUNTS DEL PIB ESPANYOL

Dades anuals



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

## La competitivitat espanyola continua millorant el 2010

Malgrat aquest lleuger deteriorament de la balança comercial, les dades de comptabilitat nacional mostren una millora del dèficit corrent el 2010. El desequilibri va ser equivalent al 4,5% del PIB i va millorar en un punt percentual el dèficit de l'any anterior. Destaca el bon comportament del superàvit de la balança de serveis que va augmentar el 2010. La balança de transferències també va contribuir de forma intensa a la millora del dèficit corrent.

Aquest menor desequilibri de la balança corrent es pot interpretar de dues maneres. En primer lloc, reflecteix el despalanquejament de l'economia espanyola, que va reduir la necessitat de finançament fins

al 3,9% del PIB, lluny del 9,2% del 2008. En segon lloc, pot ser valorat des del punt de vista de la competitivitat. En aquest sentit, la correcció del desequilibri corrent significa un guany de competitivitat durant els últims anys.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, aquesta menor necessitat de finançament del mes de novembre es va traduir en una reducció de les entrades de capital estranger. Les dades situen la inversió a curt termini com la principal font de finançament en aquest mes, seguida per la inversió directa. D'altra banda, la captació de fons de l'Eurosistema per part del Banc d'Espanya va ser gairebé nul·la al novembre. La inversió en cartera, principal canal de finançament durant els primers onze mesos de l'any, es va reduir.

**El dèficit corrent es redueix fins al 4,5% del PIB...**

**...i reflecteix la millora de la competitivitat de l'economia espanyola.**

### BALANÇA DE PAGAMENTS

Novembre 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	-41.411	0,0	-45.121	2.239	-4,7
Serveis					
<i>Turisme</i>	25.839	3,6	26.930	804	3,1
<i>Altres serveis</i>	635	-	923	2.194	-
<b>Total</b>	26.474	10,5	27.853	2.998	12,1
Rendes	-21.300	-25,0	-23.417	7.302	-23,8
Transferències	-8.367	0,0	-7.983	-1.095	15,9
<b>Total</b>	<b>-44.604</b>	<b>-17,8</b>	<b>-48.667</b>	<b>11.444</b>	<b>-19,0</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>5.453</b>	<b>66,8</b>	<b>6.242</b>	<b>2.768</b>	<b>79,7</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	934	142,1	-554	748	-57,4
Inversions de cartera	30.794	-31,9	30.505	-12.649	-29,3
Altres inversions	7.234	-26,8	654	-8.067	-92,5
<b>Total</b>	<b>38.963</b>	<b>-29,8</b>	<b>30.605</b>	<b>-19.968</b>	<b>-39,5</b>
Error i omissions	-8.038	104,6	-7.118	-5.542	351,6
Variació d'actius del Banc d'Espanya	8.227	-	18.939	10.969	137,6

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

## Sector públic

**El dèficit públic es corregeix fins al 9,2% el 2010 i millora les previsions del Govern.**

### L'austeritat del Govern comença a donar fruits

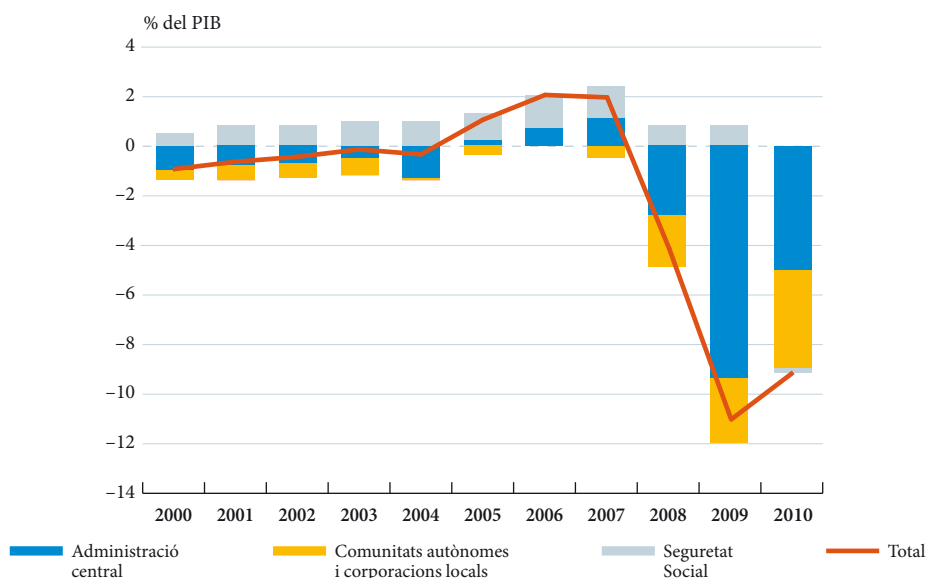
El dèficit del sector públic es va reduir gairebé dos punts percentuals, fins al 9,2% del producte interior brut (PIB) el 2010. Aquesta reducció va superar les previsions del Govern i va posar de manifest l'eficàcia de les mesures adoptades al llarg de l'any passat per corregir el desequilibri fiscal. Això, en part, ha permès calmar les tensions al mercat de deute sobirà espanyol, que van assolir el punt culminant el passat mes de desembre. No obstant això, la necessitat de finançament del Govern espanyol, encara elevada i només superada per Irlanda i per Grècia, obligarà a mantenir la política

d'austeritat si es vol assolir l'objectiu de dèficit del 3% el 2013.

El bon comportament del dèficit durant l'any passat és degut, exclusivament, al registrat per l'Administració central, que inclou l'Estat i els organismes autònoms que en depenen. Així, aquesta institució va tancar el 2010 amb un dèficit del 5,0% del PIB, vuit dècimes per sota de les previsions. Una xifra que redueix gairebé a la meitat el dèficit registrat per la mateixa administració el 2009, del 9,4%. L'increment dels ingressos, que van créixer gairebé el 5% més del que estava previst inicialment, gràcies a l'increment de la recaptació impositiva, es perfila com el principal mo-

### L'ADMINISTRACIÓ CENTRAL LIDERA LA REDUCCIÓ DEL DÈFICIT DEL SECTOR PÚBLIC

Desglossament de la capacitat (+) o necessitat (-) de finançament per institucions



FONT: Banc d'Espanya.



tiu d'aquesta reducció. Les despeses, per la seva banda, es van mantenir gairebé estancades, ja que l'estalvi que han comportat les mesures d'austeritat va ser compensat per l'augment dels pagaments financers.

Però, com ho mostra el gràfic anterior, aquesta intensa millora del dèficit de l'Administració central no va ser secundada per la resta d'institucions, que van registrar uns balanços pitjors del que estava previst. Així, segons l'avanç, una part d'aquesta millora del dèficit de l'Estat va ser neutralitzada per les comunitats autònomes i per les entitats locals, que es van desviar del dèficit objectiu en gairebé 4.000 milions d'euros i el van situar per damunt del 4%. El control del dèficit d'aquestes administracions es postula com una de les principals preocupacions del Govern per a enguany, de cara a assolir l'objectiu de dèficit del 6,0% per al total de les administracions. És per això que l'Executiu va augmentar, durant la segona meitat del 2010, el control sobre els comptes públics regionals i va supeditar les noves emissions de deute al compliment dels objectius de dèficit d'enguany (de l'1,3%).

D'altra banda, les dades mostren que, després d'onze anys registrant superàvits, el saldo de la Seguretat Social va registrar un lleuger dèficit durant el 2010. Això és degut al deteriorament del mercat laboral espanyol, que va afectar els comptes del Servei Públic d'Ocupació Estatal (abans INEM) i a l'augment del pagament de les pensions.

Pel que fa a l'any 2011, el Tresor espanyol pretén reduir el dèficit en 3,3 punts percentuals addicionals, per situar-lo en el 6,0% del PIB. Aquesta reducció tornarà a estar registrada, fonamentalment, pel menor desequilibri de les administracions centrals. No obstant això, els factors de fons que motivaran aquesta correcció del dèficit seran diferents als registrats l'any passat.

Dos terços de la millora del balanç del sector públic el 2010 van venir pel costat dels ingressos, a causa de l'augment de l'impost sobre el valor afegit (IVA) i del final de les desgravacions de 400 euros. En canvi, s'espera que la reducció de la despesa es converteixi en el principal artífex de la correcció del desequilibri fiscal el 2011, en reduir-lo en 2,3 punts. Destaquen les mesures d'estalvi en la despesa de personal, de reducció de les inversions o de la despesa farmacèutica, entre d'altres.

Sens dubte, aquesta concreció de les reformes del Govern en un dèficit més baix i l'anunci de les reformes en el sistema financer espanyol van tenir una bona acollida entre els inversors. En aquest sentit, el diferencial del tipus d'interès del deute públic espanyol a deu anys en relació amb l'alemany es va situar per sota dels 200 punts bàsics al començament de febrer, lluny dels màxims registrats al final del 2010. Aquesta conjuntura va ser aprofitada pel Tresor per emetre nou deute, a un tipus d'interès menor a l'exigit recentment. Així, al febrer, es van col·locar al voltant de 13.000 milions d'euros en bons i lletres del Tresor. Aquesta xifra gairebé es dobla si es tenen en compte les emissions realitzades des del gener. D'aquesta manera, ja s'ha aconseguit cobrir els venciments crítics del mes d'abril, un dels tres mesos en què el volum de venciments serà més alt, juntament amb el juliol i l'octubre.

S'espera que el cost de finançament del deute sobirà espanyol es continuï reduint durant els propers mesos. Un factor clau en aquesta evolució serà el resultat de la cimera extraordinària de caps d'estat europeus que tindrà lloc al març, l'objectiu de la qual és consensuar les directrius d'un nou Pacte de Competitivitat que permeti reduir les tensions sobre el deute sobirà europeu. Es pretén assolir aquest objectiu mitjançant una major harmonització fiscal i mesures que limitin l'endeutament o

**Les comunitats autònomes presenten desequilibris fiscals importants.**

**Les mesures d'austeritat reduiran el dèficit el 2011 fins al 6,0%, segons el Govern.**

**Bona acollida de les últimes emissions de deute espanyol.**

que millorin la competitivitat dels països de la zona de l'euro. En definitiva, els comptes del sector públic compleixen els objectius marcats pel Govern. Malgrat

això, encara queda un llarg camí per recórrer per situar-se per sota dels límits acordats al Tractat de Maastricht, del 3,0% del PIB.

## Incentius fiscals a l'estalvi: funcionen?

El baix nivell d'estalvi de moltes famílies és el motiu de les polítiques d'incentius fiscals a l'estalvi, en especial per a la jubilació, presents en nombrosos països. Malgrat les seves bones intencions, l'efectivitat real d'aquestes polítiques és un tema de debat per part de governs i d'economistes.

Distorsions de diferents tipus poden generar un nivell d'estalvi subòptim de les famílies. Diversos estudis parlen d'un comportament miop o d'inconsistència temporal de les llars, en no internalitzar completament les conseqüències de les seves decisions. Aquesta falta de previsió els portaria a estalviar per sota del que seria desitjable. I és que, malgrat els seus clars beneficis, qui no ha ajornat per demà deixar de fumar o anar al gimnàs? El mateix, en certa mesura, passa amb l'estalvi. Així mateix, també poden existir casos de conductes oportunistes (*free-rider*, en argot anglès) quan algunes persones no estalvien prou perquè saben que la societat els assegurarà un mínim de benestar el dia de demà. Finalment, les autoritats també justifiquen la seva intervenció per contrarestar els efectes perniciosos sobre l'estalvi que altres polítiques poden originar. Es tracta, doncs, en part, d'una distorsió per pal·liar els efectes d'una altra distorsió. Els incentius fiscals a l'estalvi poden servir, per exemple, per compensar la càrrega impositiva sobre les rendes de l'estalvi.

Mentre la lògica que sustenta els incentius fiscals a l'estalvi no genera gaire controvèrsia, la falta de consens sobre els seus efectes és aclaparadora. Tot i que alguns estudis afirmen que aquestes polítiques augmenten de forma significativa l'estalvi total de les famílies, uns altres troben un efecte molt petit o nul i destaquen l'efecte composició en la cartera d'estalvi dels individus. En altres paraules, segons aquests últims estudis, l'augment de les contribucions a certs instruments d'estalvi afavorits per la política fiscal va en detriment d'altres formes d'estalvi.

En un dels articles més citats sobre el tema, els professors Poterba, Venti i Wise conclouen que les deduccions fiscals per a les aportacions als plans de pensions nord-americans han augmentat de forma significativa l'estalvi total de les llars.<sup>(1)</sup> No obstant això, aquest estudi basa les seves conclusions, principalment, en el comportament de persones que ja tenien constituïts aquests fons de pensions. En la mesura que aquests individus tinguin una major propensió a l'estalvi, com sembla probable que sigui el cas, els resultats no serien extrapolables al conjunt de la població (el que s'anomena un problema d'autoselecció). Un altre problema d'aquest estudi és la dificultat d'abastar la totalitat de substituïts a l'estalvi. L'augment de les aportacions als plans de pensions es pot veure compensat per una reducció d'altres formes d'estalvi (en dipòsits bancaris o en adquisició d'immobles, per exemple).

Diversos estudis posteriors, que intenten controlar aquests problemes d'autoselecció i composició de la cartera d'estalvi, troben que els incentius fiscals afecten la composició de la cartera d'estalvi però no incrementen l'estalvi

(1) Poterba, J. M., S. Venti i D. Wise (1996). «How Retirement Saving Programs Increase Saving», *Journal of Economic Perspectives*, 10 (4), pàgs. 91-112.

total. Per al cas espanyol, l'estudi dut a terme per Ayuso, Jimeno i Villanueva, del Banc d'Espanya, mostra un efecte moderat dels incentius fiscals a l'estalvi per a la jubilació, tot i que en destaca la variabilitat en funció de l'edat i del nivell de renda dels participants. En concret, l'impacte més notable es produeix en les persones que tenen entre 46 i 55 anys i disposen d'una renda elevada.<sup>(2)</sup>

Més recentment, dos treballs d'Esther Duflo i altres coautors aporten una mica més de llum sobre l'efectivitat dels incentius fiscals a l'estalvi.<sup>(3)</sup> En el primer article, els autors van dissenyar un experiment en què oferien a un grup d'individus –grup experimental– complementar les seves aportacions a un pla de pensions amb un percentatge addicional. Això es coneix com una estratègia de *matching*. En aquest cas, el percentatge estipulat de *matching* se situava entre el 20% i el 50%, és a dir, per cada 100 dòlars aportats pel participant, els autors de l'experiment afegien entre 20 i 50 dòlars (l'experiment es va dur a terme amb diners reals aportats per un patrocinador). La conducta d'aquest grup en relació amb l'estalvi es va comparar amb la d'un altre grup –anomenat grup de control– al qual no es va oferir cap tipus d'incentiu. Els resultats van revelar que el grup experimental va contribuir als plans de pensions, de mitjana, entre quatre i set vegades més que el grup de control.

No obstant això, al segon article, els autors van evidenciar, sorpresos, una falta de reacció de l'estalvi davant d'incentius fiscals promoguts pel govern equivalents als incentius dissenyats en l'experiment de laboratori. L'explicació rau, segons els autors, en la complexitat dels incentius fiscals oferts habitualment pels governs. D'aquesta manera, tot i que una deducció fiscal a l'estalvi pot ser equivalent, des d'un punt de vista econòmic, a un *matching*, els individus no perceben de la mateixa manera les dues alternatives. En concret, els beneficis d'un *matching* s'entenen molt millor que els d'una deducció fiscal equivalent. A tall d'exemple, una deducció fiscal per a les aportacions a un fons de pensions d'un contribuïent subjecte a un tipus impositiu marginal del 33,3% és econòmicament equivalent a un *matching* del 50%. En el primer cas, una aportació de 100 euros representa un estalvi fiscal de 33,3 euros, mentre que, en el segon cas, una aportació de 66,6 euros al fons de pensions es veu recompensada amb una aportació extra de 33,3 euros, que resulta, també, en un total de 100 euros. Malgrat la seva igualtat econòmica, la presentació més directa i senzilla de l'estratègia de *matching* li aporta una major efectivitat en la promoció de l'estalvi.

En definitiva, la lògica que sustenta els incentius fiscals a l'estalvi promoguts per nombrosos països és la de corregir la visió a curt termini dels individus, el seu comportament oportunista i la distorsió que poden generar altres polítiques. Tot i que les llars sí augmenten l'estalvi davant d'aquests incentius, la falta de transparència i el marc que envolta moltes de les polítiques impulsades per les administracions en limiten de forma considerable l'eficàcia.

(2) Ayuso, J., J. F. Jimeno i E. Villanueva (2007). «The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings», Documents de Treball, núm. 0724, Banc d'Espanya.

(3) Duflo, E., W. Gale, J. Liebman, P. Orszag i E. Saez (2006). «Saving Incentives for Low- and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block», The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 121(4), pàgs 1311-1346, novembre.

Duflo, E., W. Gale, J. Liebman, P. Orszag i E. Saez (2007). «Savings Incentives for Low- and Moderate-Income Families in the United States: Why is the Saver's Credit Not More Effective?», Journal of the European Economic Association, MIT Press, vol. 5(2-3), pàgs. 647-661, 04-05.

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

## Estalvi i finançament

**El Govern anuncia noves mesures que incrementen els requeriments de solvència de les entitats.**

### La reforma del sector financer revifa la confiança

El Govern espanyol s'ha proposat restaurar la confiança dels mercats en la solidesa del sistema financer del país. Així, l'any 2011, s'ha iniciat amb l'anunci d'un Pla de Reforçament del Sector Financer, que, sobretot, representa un augment en el requeriment de capital bàsic de les entitats financeres. Una mesura que completarà el procés de reestructuració del sector iniciat al llarg del 2010 amb l'aprovació de la Llei de Caixes d'Estalvis. Sens dubte, la bona implementació d'aquest pla serà clau per a l'evolució dels fluxos de crèdit i per a l'estalvi de l'economia espanyola durant el 2011.

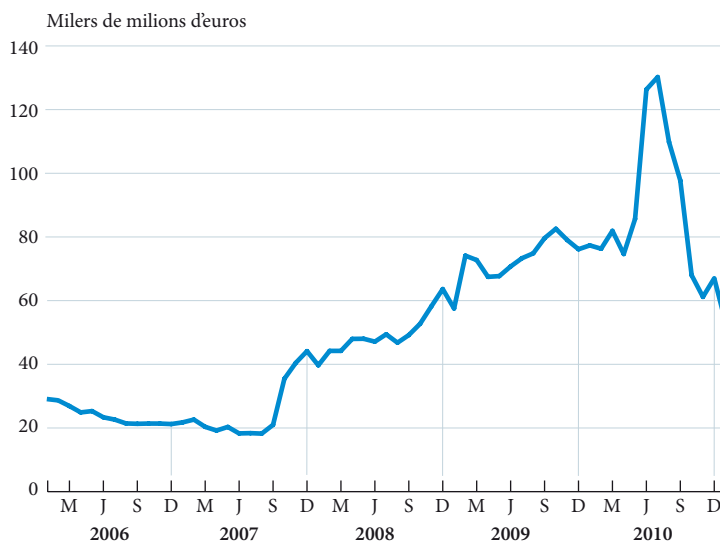
En efecte, el nou pla ha incrementat el mínim de capital bàsic de les entitats finance-

res fins a representar el 8% dels actius ponderats per risc. Una xifra que s'amplia fins al 10% per a les entitats que no cotitzin o que no tinguin una presència en el seu capital, com a mínim, del 20% d'inversors privats. La bona acollida d'aquesta mesura per part dels inversors privats i la solvència del conjunt del sistema financer espanyol, amb un capital que supera el 8% dels actius ponderats per risc, permeten ser optimistes davant de la recapitalització de les entitats que ho requereixin. A més a més, fins i tot les que no assolissin el nivell exigít podrien rebre una aportació de capital públic per part del Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB).

Aquest increment de l'exigència de capital busca esvaïr qualsevol dubte sobre la solvència de les entitats de crèdit i enfortir la seva capacitat de resistència fins i tot da-

### MENOR RECURS AL BCE PER PART DE LES ENTITATS FINANCERES ESPANYOLES

Préstec net del Banc d'Espanya a les entitats de crèdit



FONT: Banc d'Espanya.

vant d'escenaris adversos. Un objectiu que es veu reforçat per l'exercici de transparència realitzat pel sector bancari espanyol en difondre informació detallada sobre el risc immobiliari. S'espera que això permeti obrir els mercats majoristes de finançament a les entitats financeres i garantir la canalització del crèdit cap a l'economia real. Una obertura que hauria de consolidar la menor dependència del finançament del Banc Central Europeu (BCE). El gràfic anterior mostra aquest fenomen. Així, el recurs al BCE per part de les entitats espanyoles manté una clara tendència a la baixa.

Atesa aquesta tessitura, el crèdit bancari va créixer el 0,4% anual el 2010 i va deixar enrere la contracció registrada l'any anterior. Aquest increment respon a l'increment de les concessions de crèdit a les llars. Concretament, de crèdit hipotecari, que, impulsat pel final de les desgravacions fiscals, va augmentar el 0,8% anual. Per la seva banda, el finançament del Sector Públic i de les empreses no financeres també va augmentar el 2010, amb creixements anuals

del 13,7% i de l'1,0%, respectivament. La recuperació gradual de l'economia espanyola hauria d'augmentar la demanda de crèdit durant els propers mesos.

No obstant això, hi ha alguns factors que podrien alentir aquesta recuperació del crèdit bancari durant el 2011. En primer lloc, les pressions inflacionistes esperonen les expectatives de pujades de tipus d'interès per part del BCE abans del que estava previst. Això mantindria la tendència a l'alça del tipus d'interès de les noves operacions creditícies, que, al desembre del 2010, es va situar en el 3,56%, i incidiria negativament sobre la demanda de crèdit.

Un segon element que pot jugar en contra del creixement del saldo viu del crèdit en l'economia té a veure amb la morositat del sistema, que, al desembre, va tornar a créixer fins al 5,81%. Concretament, a causa de l'elevat nivell d'actius immobiliaris problemàtics (definitos com a morosos, en risc imminent o pisos i sòl adjudicat), els quals, segons les dades facilitades per les entitats

**S'espera que els mercats majoristes de finançament s'obrin.**

## FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Desembre 2010

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.215.160	2.202	0,8	77,7
Empreses no financeres	1.314.742	5.540	1,0	46,1
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	897.961	-18.400	-1,0	31,5
<i>Valors diferents d'accions</i>	64.241	8.042	14,3	2,3
<i>Préstecs de l'exterior</i>	352.539	15.898	4,3	12,4
Llars (4)	900.418	-3.338	0,4	31,6
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	680.367	1.816	0,8	23,9
<i>Altres (3)</i>	216.449	-5.376	-0,9	7,6
<i>Préstecs de l'exterior</i>	3.602	222	5,2	0,1
Administracions públiques (5)	637.385	76.763	13,7	22,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.852.545</b>	<b>78.966</b>	<b>3,4</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.

**La pujada del tipus d'interès el 2010 augmenta la captació de dipòsits a termini.**

a instàncies del Banc d'Espanya, representaven 150.000 milions d'euros el 2010. Una xifra que equival a dos terços del total del crèdit promotor en mans de bancs i de caixes. L'eventual declaració de part d'aquests actius com a irrecuperables, de manera que deixen de ser comptabilitzats com a actius crediticis, representaria una reducció de l'estoc de crèdit de les entitats financeres. Això podria provocar que, fins i tot en períodes de concessió de nous préstecs, el saldo viu del crèdit es reduís per motius purament comptables.

**L'obertura del mercat majorista frenarà la guerra de dipòsits**

A més de l'impacte comentat sobre el flux de crèdit, aquestes noves mesures per restaurar la credibilitat en el sistema financer espanyol també tindran un efecte sobre la distribució dels passius de les entitats. Així, s'espera que la possible millora dels canals majoristes de finançament redueixi la necessitat de captació de nous dipòsits de clients. Això suavitzarà la competència pel passiu al detall duta a terme per les entitats financeres el 2010, la qual va permetre augmentar, el 2010, els dipòsits del sistema financer en 23.488 milions d'euros, l'1,9%

anual per damunt de la xifra de l'any anterior. Una captació que es va assolir mitjançant l'increment dels tipus d'interès, en especial dels dipòsits a termini, que van augmentar més de mig punt durant el mateix període, fins a arribar al 2,74% el desembre de l'any passat.

Per tant, cal esperar que els tipus d'interès dels nous dipòsits baixin de forma gradual durant els propers mesos i redueixin la pressió sobre els marges de les entitats financeres. Això, juntament amb la millora de les rendibilitats de la renda variable en els últims mesos, podria provocar un transvasament de l'estalvi financer de les famílies i de les empreses cap als fons d'inversió, uns instruments que, des del 2007, han reduït el seu patrimoni a poc més de la meitat. Aquesta reactivació encara no es fa patent en les dades de gener, mes en què els fons d'inversió van registrar reemborsaments de 623 milions d'euros.

Malgrat això, es preveu que la recuperació progressiva de l'economia espanyola i la millora del sentiment econòmic redueixin la taxa d'estalvi de les famílies espanyoles al llarg del 2011. Per tant, no s'esperen increments importants en els diferents instruments d'estalvi.

**S'espera un repunt del patrimoni dels fons d'inversió el 2011.**

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

Desembre 2010

	Saldo	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	
A la vista	261.766	-969	-0,4	18,2
D'estalvi	211.287	3.496	1,7	14,7
A termini	743.605	23.593	3,3	51,7
En moneda estrangera	19.383	-2.632	-12,0	1,3
<b>Total dipòsits</b>	<b>1.236.041</b>	<b>23.488</b>	<b>1,9</b>	<b>85,9</b>
<b>Resta del passiu (*)</b>	<b>203.012</b>	<b>-10.118</b>	<b>-4,7</b>	<b>14,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.439.053</b>	<b>13.370</b>	<b>0,9</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.

## L'estalvi de les llars: camí cap a la normalització

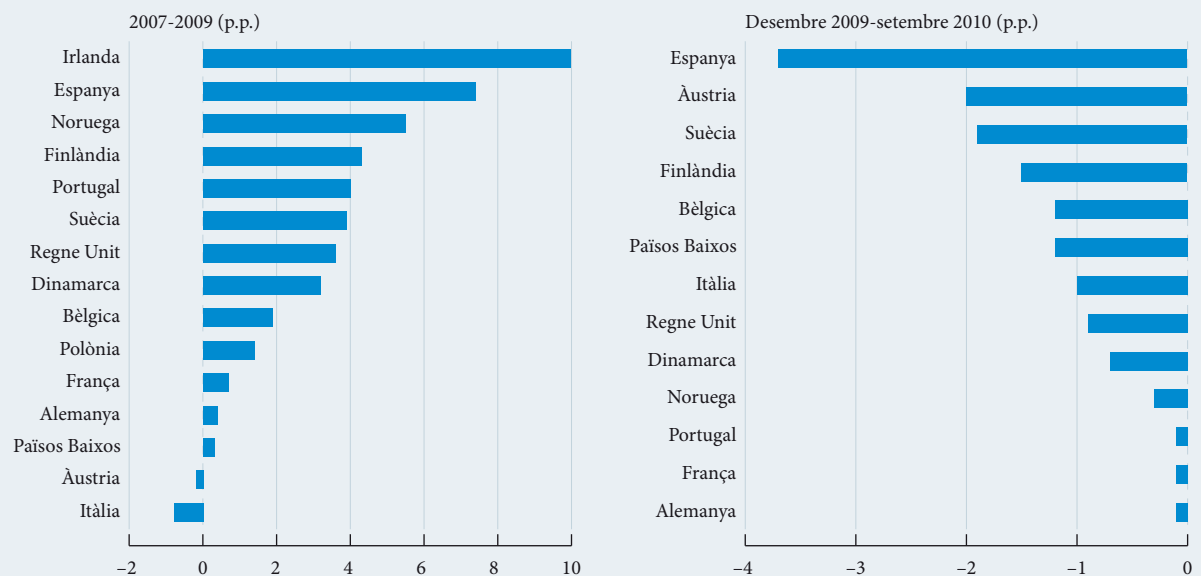
La taxa d'estalvi de les llars espanyoles, des de l'inici de la recessió econòmica, va registrar una intensa volatilitat. Entre el 2007 i el 2009, es va incrementar gairebé en set punts percentuals, va arribar al 18% de la renda disponible de les famílies i, d'aquesta manera, es va situar per damunt de la d'altres països tradicionalment més estalviadors, com Alemanya o Bèlgica. Amb posterioritat, la millora de les perspectives econòmiques ha reduït aquesta taxa fins al 14%. Aquests forts canvis han caracteritzat el perfil de l'evolució econòmica espanyola en els últims anys i seran claus per determinar-ne la capacitat de recuperació. Per tant, és important entendre què hi ha darrere d'aquesta major volatilitat en la taxa d'estalvi de les famílies espanyoles.

No és estrany que, en períodes de contracció econòmica, la incertesa sobre les expectatives futures enteli la confiança dels diferents sectors institucionals. En el cas de les llars, aquest menor optimisme se sol traduir en un increment de la taxa d'estalvi, amb la finalitat de prevenir contingències futures. Com ho mostra el gràfic següent, el comportament de la majoria de les llars europees, després de l'esclat de la recent crisi, va seguir aquest guió. Així, amb algunes excepcions, com Àustria i Itàlia, la taxa d'estalvi de les famílies es va incrementar als principals països de la Unió Europea (UE) entre el 2007 i el 2009. Durant aquest període, només les llars irlandeses van registrar un increment de la taxa d'estalvi superior a la dels seus homòlegs espanyols. De forma similar, també s'observa que, a Espanya, les llars van registrar una major contracció de l'estalvi durant els mesos següents, quan es va començar a recuperar la confiança.

Aquesta diferent sensibilitat de l'estalvi de les llars al llarg del cycle econòmic pot respondre a diversos factors. És d'esperar que l'augment de la taxa d'estalvi de les llars haurà estat especialment intens als països on la recessió ha

### LA TAXA D'ESTALVI DE LES LLARS ESPANYOLES PRESENTA UNA VOLATILITAT MÉS ELEVADA

Variació de la taxa d'estalvi



FONT: Eurostat.

tingut un impacte més sever sobre l'economia de les llars. El gràfic de la pàgina següent així ho mostra. Els increments més importants de la taxa d'estalvi van tenir lloc on el deteriorament de l'ocupació va ser més intens. Anàlogament, cal esperar que, a mesura que la situació de les llars s'estabilitzi, la taxa d'estalvi es torni a normalitzar.

A més d'aquestes raons vinculades a la conjuntura econòmica, però, poden existir altres factors de fons que expliquin aquesta major volatilitat de l'estalvi espanyol. En aquest sentit, l'Enquesta Financera de les Famílies (EFF), elaborada cada tres anys pel Banc d'Espanya per recollir informació desagregada sobre l'estructura dels actius i dels deutes de les famílies espanyoles, aporta indicis sobre els possibles motius. Entre les dades recollides, destaca la composició dels actius de les llars espanyoles, clarament orientada cap als actius reals (béns immobles, negocis per treball per compte propi, obres d'art, joies...), que representaven, en el primer trimestre del 2009, el 89,1% del total d'actius. El pes dels actius financers representava el 10,9% restant.<sup>(1)</sup> Aquesta important concentració en actius reals, que s'ha mantingut gairebé constant al llarg dels últims anys, respon, fonamentalment, a la inversió en béns immobles. Concretament, el 80% dels actius totals de les llars són béns immobles, un xifra que baixa fins al 60% si només es tenen en compte els primers habitatges. La menor importància dels actius reals registrada en enquestes similars dels Estats Units, d'Itàlia o del Regne Unit, amb un pes inferior al 70% dels actius totals, posa de manifest la major propensió de les llars espanyoles a l'acumulació de riquesa immobiliària.<sup>(2)</sup>

Aquesta composició de la riquesa de les llars espanyoles podria ser determinant, tant per al nivell de la taxa d'estalvi com per a la seva evolució. D'una banda, la major inversió en béns immobles ha reduït l'estalvi en actius financers i, per tant, ha situat la mitjana de la taxa d'estalvi espanyola en un nivell relativament baix, concretament en l'11,3% entre els anys 2000 i 2007. Aquesta xifra és inferior a la mitjana dels principals països europeus, com França, Alemanya i Itàlia, amb el 15,4%, el 16,0% i el 15,6%, respectivament, en el mateix període. És a dir, en disposar d'un actiu real, les llars veuen menys necessari apartar una part de la seva renda.

D'altra banda, l'important pes de la inversió en béns immobles fa que la riquesa de les llars espanyoles estigui molt concentrada en actius il·líquids, ja que aquests actius no poden ser convertits ràpidament en diners efectius sense una pèrdua significativa del seu valor. Aquesta major il·liquiditat no és un inconvenient en moments de bonança econòmica, quan és poc probable que les necessitats de liquiditat augmentin de sobte. De fet, el dinamisme del mercat immobiliari durant els anys de fort creixement i la possibilitat d'utilitzar els actius reals com a col·lateral en operacions creditícies van permetre obtenir liquiditat sense incórrer en un cost gairebé elevat. Això va ajudar a reduir la taxa d'estalvi durant el període expansiu. En canvi, durant l'últim període de recessió, la distribució de la riquesa de les llars espanyoles va afectar el seu estalvi. La caiguda del preu dels habitatges va representar una reducció de la riquesa de les famílies, que van reduir el consum. A més a més, en aquest context, era més difícil vendre els immobles ràpidament. Per tant, una part del fort augment de l'estalvi financer de les llars es podria explicar per l'elevada concentració de la riquesa en actius immobiliaris.

Una forma senzilla de corroborar aquesta relació és observar si la volatilitat de l'estalvi és proporcional al percentatge de béns immobles que posseeixen les llars. Tot i que la inexistència de dades que mesuren la composició de la cartera d'actius de les llars a nivell europeu no permet confirmar aquesta hipòtesi directament, és possible utilitzar el percentatge de llars que són propietàries del seu habitatge com a aproximació. Com s'observa al gràfic següent,

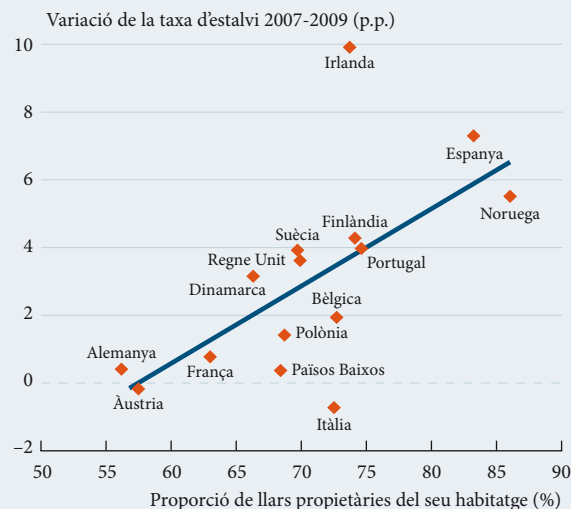
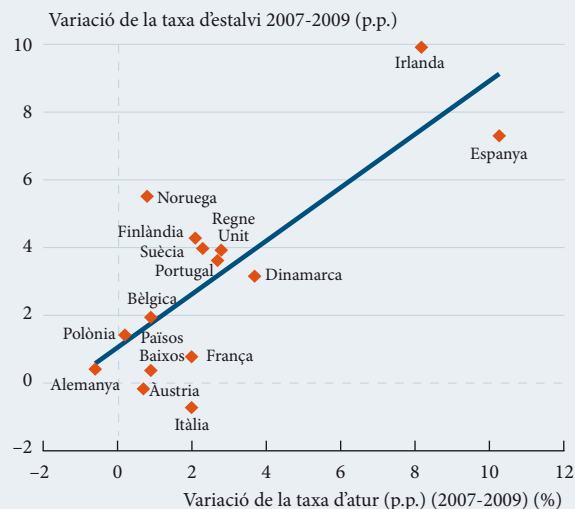
(1) Per disposar d'informació més detallada, vegeu: «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005», Boletín Económico del Banco de España 01/2011.

(2) O. Bover, *et al.*, «The wealth of Spanish households: A microeconomic comparison with the United States, Italy and the United Kingdom», Boletín Económico del Banco de España 07/2005.



## L'ATUR I LA DISTRIBUCIÓ DE LA RIQUESA DE LES FAMÍLIES ESPANYOLES EXPLIQUEN LA MAJOR SENSIBILITAT DEL SEU ESTALVI

Variació de la taxa d'estalvi



FONT: Eurostat.

els països amb més proporció de llars propietàries del seu habitatge van ser, de mitjana, els que van registrar un augment més intens de l'estalvi entre el 2007 i el 2009.

Sens dubte, els factors culturals juguen un paper molt important en la composició de la riquesa de les llars espanyoles. La importància d'adquirir un habitatge a Espanya es reflecteix en l'elevada proporció de llars que són propietàries d'un habitatge, que arriba al 83% i que només és superada per Noruega. Fins i tot el 78% de les llars espanyoles amb rendes més baixes tenen el seu habitatge. Una xifra superior a la que s'obté per a la mitjana del total de llars de la UE, que es va situar en el 73,5% el 2009. Però aquest biaix cultural cap a la tinença de l'habitatge no hauria d'estar renyit amb la racionalitat econòmica. A diferència de les principals economies europees i de la nord-americana, la rendibilitat bruta dels béns immobles espanyols durant els vint últims anys va superar la dels actius de renda fixa i variable, amb creixements anualitzats del 7,5%, del 7,3% i del 6,9%, respectivament. Una xifra que augmentaria fins a l'11,4% si es considerés com a referència el període 1970-2010.

Tot i que la recent caiguda del preu dels habitatges pot fer que la inversió en actius immobiliaris sembli menys atractiva en l'actualitat, a llarg termini, les rendibilitats haurien de tornar a registrar nivells positius, i, per tant, és d'esperar que la composició de la riquesa de les llars no variï gaire. Això farà que es mantingui com un factor determinant en l'evolució de la taxa d'estalvi de les llars espanyoles. Una taxa que, si el ritme de recuperació de l'economia espanyola i de la confiança dels consumidors es manté, es continuarà reduint a curt termini, per tornar a nivells similars a la mitjana dels últims anys.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Joan Daniel Pina  
Departament d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

# Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

## Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet: [www.laCaixa.es/estudis](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"

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

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic a: [www.laCaixa.es/estudis](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 Àlicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain  
Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee  
"la Caixa" Research Department

### ■ ESTUDIS ECONÒMICS

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

## Consell Assessor

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

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

## Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

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

## INFORME MENSUAL

Març 2011

### CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

#### Estudis i Anàlisi Econòmica

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

Correu electrònic:  
Per a consultes relatives  
a l'Informe Mensual:  
[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

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

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2010

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

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

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



# Informe Mensual edició iPad

*L'economia des del teu sofà*

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

Més informació a [www.laCaixa.es/estudis](http://www.laCaixa.es/estudis)

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

