

Previsions

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

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL									
Previsions									
Producte interior brut									
Estats Units	-3,5	3,0	1,7	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,5
Japó	-6,3	4,0	-0,4	5,5	3,3	4,8	2,5	-0,7	-0,9
Regne Unit	-4,9	1,3	1,6	-0,4	1,5	2,5	1,5	1,6	1,4
Zona de l'euro	-4,1	1,7	1,7	0,8	2,0	2,0	2,0	2,5	1,7
<i>Alemanya</i>	-5,1	3,6	2,9	2,4	4,1	4,0	3,8	4,6	2,8
<i>França</i>	-2,6	1,4	1,7	1,0	1,5	1,6	1,4	2,1	1,6
Preus de consum									
Estats Units	-0,3	1,6	3,0	2,4	1,8	1,2	1,2	2,2	3,3
Japó	-1,4	-0,7	0,3	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,0	0,1
Regne Unit	2,2	3,3	4,3	3,3	3,4	3,1	3,4	4,1	4,4
Zona de l'euro	0,3	1,6	2,5	1,1	1,5	1,7	2,0	2,5	2,7
<i>Alemanya</i>	0,4	1,1	2,2	0,7	1,0	1,2	1,5	2,1	2,3
<i>França</i>	0,1	1,5	2,0	1,3	1,6	1,5	1,6	1,8	2,1
ECONOMIA ESPANYOLA									
Previsions									
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	-4,3	1,3	0,7	-0,3	2,1	1,5	1,6	0,7	-0,2
Consum de les AP	3,2	-0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	2,6	-1,0
Formació bruta de capital fix	-16,0	-7,5	-5,0	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-6,0	-6,7
<i>Béns d'equipament</i>	-24,8	1,9	0,8	-4,6	8,7	2,4	1,2	0,3	-3,7
<i>Construcció</i>	-11,9	-11,1	-8,2	-11,4	-11,3	-11,2	-10,6	-10,4	-9,3
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-6,4	-1,2	-0,8	-3,1	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-1,9
Exportació de béns i serveis	-11,6	10,3	9,7	9,4	11,9	9,4	10,5	12,1	8,4
Importació de béns i serveis	-17,8	5,5	3,2	2,0	9,6	5,0	5,3	6,3	-1,7
Producte interior brut	-3,7	-0,1	0,8	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,9	0,7
Altres variables									
Ocupació	-6,6	-2,3	-0,8	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	20,1	20,8	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
Índex de preus de consum	-0,3	1,8	3,2	1,1	1,6	1,9	2,5	3,5	3,5
Costos laborals unitaris	1,0	-1,5	-1,0	-0,9	-0,9	-1,9	-2,3	-1,5	-1,5
Saldo operacions corrents (% PIB)	-5,5	-4,5	-4,3	-6,0	-5,1	-3,7	-3,2	-6,4	-2,9
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,7	-5,3	-4,4	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4
Saldo públic (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,4						
MERCATS FINANCERS									
Previsions									
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3
Bons EUA 10 anys	3,2	3,2	2,9	3,7	3,5	2,8	2,8	3,4	3,2
Bons alemanys 10 anys	3,3	2,8	2,8	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2	3,1
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,39	1,33	1,41	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44

Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
 - 6 Estats Units
 - 10 Japó
 - 13 Xina
 - 14 Brasil
 - 15 Mèxic
 - 17 Primeres matèries
- 18 Lliçons llatinoamericanes per a una crisi europea**
- 21 Unió Europea**
 - 21 Zona de l'euro
- 24 Els plans de rescat de Grècia, Portugal i Irlanda**
- 27 Alemanya
- 28 França
- 30 Itàlia
- 32 Una tragèdia grega?**
- 34 Regne Unit
- 35 Europa emergent
- 37 Mercats financers**
 - 37 Mercats monetaris i de capital
- 46 El sistema financer irlandès: d'heroi a malvat**
- 50 Conjuntura espanyola**
 - 50 Activitat econòmica
 - 54 Mercat de treball
 - 58 Preus
 - 63 Sector exterior
 - 66 Sector públic
 - 68 Estalvi i finançament

Els rescats de la zona de l'euro

Atesa la impossibilitat d'accedir al finançament privat en condicions raonables, Grècia, Irlanda i Portugal han obtingut suport financer de la resta de la Unió Europea i del Fons Monetari Internacional. La contrapartida és aplicar uns plans d'ajustament que permetin sanejar les finances públiques i recuperar el creixement. Frenant i revertint el deteriorament econòmic i financer d'aquests països, s'hauria de contenir el contagi de la crisi a altres membres de la zona de l'euro i evitar que es converteixi en un risc per a la supervivència de l'euro.

El punt de partida cal situar-lo en la tardor del 2009, quan es va saber que les xifres pressupostàries de l'Estat grec no responien a la realitat. La situació insostenible de les finances públiques va ser ocultada mitjançant irregularitats comptables. Quan va aflorar la realitat, els dubtes sobre la capacitat de l'economia hel·lènica d'afrontar el pagament del deute públic es van disparar. Davant de l'atzucac en què es trobava Grècia, al començament de maig del 2010, es va instrumentar un rescat de 110.000 milions d'euros. A canvi, Grècia es comprometia a ajustar l'economia i les finances públiques: pujada d'impostos, reducció del sou i de les plantilles dels funcionaris públics, reducció de les pensions i lluita contra el frau fiscal. Nombroses vagues generals han acompanyat la implementació d'aquestes mesures.

Malgrat l'esforç per neutralitzar la crisi, el cas grec va desencadenar un corrent de desconfiança als mercats financers cap a les economies de la zona de l'euro en una situació més adversa. La víctima següent va ser Irlanda, que, al novembre del 2010, va haver de ser rescatada. A diferència del cas grec, els problemes irlandesos venien del desajustament del sector immobiliari i de la sobredimensió del sector bancari. Els 85.000 milions de l'ajuda financera es van dirigir, fonamentalment, a recapitalitzar, reestructurar i reduir la dimensió del sector bancari. La contrapartida: pujada d'impostos, reducció de la nòmina del sector públic, retallada de la despesa social, etc. La següent fitxa a caure va ser Portugal, que, al començament d'abril del 2011, va sol·licitar l'activació del mecanisme de suport financer: 78.000 milions d'euros. El deteriorament de les finances públiques, la gradual pèrdua de competitivitat en els últims anys i el creixent desequilibri exterior van convertir l'economia lusitana en una altra víctima precipitada de les turbulències financeres.

Els resultats dels plans de sanejament i de rescat són dispars. En el cas de Portugal, encara és aviat per jutjar-ho, ja que no es va engagar fins al maig del 2011. Irlanda evoluciona de forma favorable, en haver estabilitzat el sistema financer i en realitzar avanços en l'àmbit macroeconòmic. Grècia és el cas més problemàtic, ja que l'economia amb prou feines millora i l'accés al mercat de capitals continua tancat, de manera que s'ha hagut d'instrumentar un nou programa d'ajuda, aquest cop per un import de 109.000 milions d'euros.

Són molts els qui es pregunten si les dures condicions d'ajustament exigides pels plans de rescat serveixen només per deteriorar encara més l'economia i per complicar, així, l'ajustament de les finances públiques. La veritat és que els membres de la zona de l'euro, privats dels instruments monetari i canviari, ineludiblement han de carregar l'ajustament sobre l'economia real. Però, fins i tot disposant d'autonomia monetària i canviària, en les condicions actuals, l'ajustament real és inevitable, com ho demostra el cas britànic i, fins i tot, el nord-americà. Un pla d'ajustament i de reformes raonable, realista, equilibrat i que posi èmfasi en la recuperació de la competitivitat és la millor fórmula per recuperar la confiança dels inversors i restaurar els desequilibris que mai s'haurien d'haver produït.

RESUM EXECUTIU

La crisi del deute sobirà i el refredament de les expectatives de creixement, protagonistes de l'agost.

Agost calent als mercats financers

Les noves envestides de la crisi del deute sobirà europeu i el refredament de les previsions de creixement han protagonitzat l'actualitat econòmica de l'agost. Atesa la incertesa desencadenada per aquesta situació, els inversors han optat per buscar refugis segurs i han provocat fortes caigudes de les borses. Aquestes tensions es poden allargar algun temps, però sembla raonable esperar que es vagin diluint, de manera que les perspectives, a mitjà i a llarg termini, s'haurien de caracteritzar per la tornada a taxes d'expansió positives i per la recuperació de la confiança dels inversors.

Al juliol, s'instrumenta un nou rescat per a Grècia...

Al juliol, la Unió Europea (UE) va decidir instrumentar un segon programa de rescat per a l'economia grega, atès que el primer –activat al maig del 2010– no estava aconseguint els objectius perseguits. El finançament ofert a Grècia, amb la intervenció també del Fons Monetari Internacional, puja, en aquesta ocasió, a 109.000 milions d'euros, que se sumen als 110.000 milions del 2010. A més a més, es milloren les condicions dels préstecs, la UE es compromet a augmentar les inversions dels fons estructurals al país hel·lènic i s'ofereix al sector privat la possibilitat de participar voluntàriament en el rescat. L'efecte d'aquesta decisió va ser beneficiós per a les primes de risc dels països perifèrics, que van cedir posicions.

...però les turbulències no s'aturen.

Però la treva va durar poc. La incertesa sobre la implementació efectiva dels acords va provocar que el temor al contagi s'apoderés una vegada més del sentiment dels mercats, amb les mires apuntant a Itàlia i a Espanya. En el dos casos, l'augment progressiu del cost de finançament als mercats

internacionals va portar les primes de risc als nivells màxims des de la creació de l'euro i les rendibilitats van superar el 6% en el cas dels bons a deu anys. La necessitat de neutralitzar la perillosa trajectòria de les primes de risc del deute dels països de la zona de l'euro va precipitar la intervenció als mercats secundaris del Banc Central Europeu (BCE), que va comprar bons d'Itàlia i d'Espanya. Aquesta compra de bons ja es va produir en els casos dels països intervinguts i suscita controvèrsia al si del BCE, ja que la seva habilitació per a aquestes operacions és discutida. No obstant això, no sembla que hi hagi alternativa, atesa la inexistència d'una altra institució que pugui exercir aquest paper.

Des de l'àmbit polític, cap a la meitat d'agost, els líders de les dues principals economies de la zona de l'euro van apuntar propostes ambicioses per incrementar la coordinació econòmica europea. Merkel i Sarkozy van proposar una regla d'or pressupostària perquè tots els països membres de la zona de l'euro incorporin a les seves constitucions un límit de dèficit públic. A més a més, França i Alemanya es van comprometre a harmonitzar els impostos de societats a partir del 2013. Finalment, es va proposar la creació d'un govern econòmic de la zona de l'euro, format pels caps de govern i dirigit per un president permanent. Aquestes propostes per incrementar la coordinació econòmica a la zona de l'euro van ser acollides amb fredor pels mercats i amb reserves per la resta de països, reticents a l'hora de cedir la sobirania pressupostària a un eventual govern econòmic europeu.

La creixent incertesa davant d'un possible contagi de la crisi a altres economies i la

difícil implementació dels rescats als països ja afectats han continuat afeblint el sentiment dels inversors. En aquest context, el sector financer és el més perjudicat, malgrat que el segon examen de resistència realitzat a la zona de l'euro va ser més satisfactori que l'elaborat un any enrere. Aspectes com l'elevada exposició de la banca al deute perifèric i les notícies sobre la reforma de la regulació (que incidiria sobre més requeriments de solvència i liquiditat) afecten negativament la cotització dels bancs. En canvi, els valors considerats tradicionalment com a segurs o «refugi» en temps de turbulències, com l'or o el franc suís, han acumulat forts guanys. Els deutes públics nord-americà i alemany també s'han vist beneficiats per la demanda de valors segurs, de manera que la seva rendibilitat ha caigut gairebé fins al 2% en el cas dels bons a 10 anys, entre tres quarts i un punt percentual per sota del nivell del començament de l'any.

De tota manera, l'evolució dels mercats financers en les últimes setmanes respon no solament a la incertesa sobre el deute sobirà perifèric europeu, sinó també a la creixent incertesa sobre l'evolució cíclica de les principals economies. Després d'un primer trimestre de l'any relativament satisfactori en termes de creixement, els resultats del segon han estat decebedors, i els indicadors corresponents al tercer trimestre, encara escassos, no auguren una millora clara.

En el cas dels Estats Units, l'evolució de la primera economia mundial ha estat marcada, en aquest mes d'agost, per la constatació que el creixement és més feble del que es creia. Això ha portat la Fed, el banc central nord-americà, a anunciar explícitament que preveu mantenir els tipus d'interès de referència en els nivells actuals, gairebé en el 0%, si més no fins a la meitat del 2013, sense excloure la possibilitat d'una tercera expansió quantitativa. L'anunci es va produir un cop sabut que el creixement del producte interior brut (PIB) del segon trimestre va ser del 0,3% intertrimes-

tral, l'1,6% interanual. Aquest avanç modest, unit a la dràstica revisió a la baixa del creixement del primer trimestre, que va passar del 0,5% prèviament anunciat a un mínim del 0,1% intertrimestral, ens obliga a canviar la previsió per al conjunt del 2011, que se situa ara al voltant de l'1,6%. Cal recordar que, al començament d'enguany, el consens per al 2011 superava el 3%, la qual cosa dóna una idea del canvi d'escenari macroeconòmic operat en els últims mesos.

A la zona de l'euro, el PIB va créixer el 0,2% intertrimestral en el segon trimestre, inferior al 0,8% del primer trimestre, de manera que el creixement interanual baixa del 2,5% a l'1,7%. Encara no es disposa del desglossament del creixement, però, geogràficament, l'estancament de França i el creixement inferior a l'esperat d'Alemanya (0,1%) han estat determinants en aquest resultat. Fins a un cert punt, s'esperava un ritme d'avanç inferior, ja que el presentat en el primer trimestre va ser excepcionalment alt. No obstant això, la desacceleració ha estat més intensa del que esperàvem i ens obliga a rebaixar en dues dècimes el creixement per al conjunt de l'any, fins a l'1,7%. També corregim les previsions sobre l'escenari de tipus d'interès, en anticipar una pausa en la tònica de pujades del tipus d'intervenció del BCE fins a mitjan 2012. En tot cas, esperem una remissió gradual de les tensions financeres a mesura que s'implementin el nou paquet d'assistència a Grècia i la flexibilització de la Facilitat Europea d'Estabilització Financera.

En el cas d'Espanya, el PIB del segon trimestre també ha posat de manifest un cert refredament de l'economia, per bé que això ja estava descomptat. De fet, el comportament del sector exterior ha estat millor del que esperàvem, la qual cosa ens motiva a incrementar el creixement previst per al conjunt del 2011 fins al 0,8%, previsió propera a la publicada al començament de l'any.

L'avanç intertrimestral del PIB en el segon trimestre va ser del 0,2%, una dècima per

Els valors bancaris es veuen afectats negativament, mentre els inversors busquen refugis segurs.

Revisem a la baixa la previsió de creixement per als Estats Units...

...i per a la zona de l'euro.

El creixement de l'economia espanyola en el segon trimestre és feble i concentrat en el sector exterior.

Continua la destrucció de llocs de treball, però millora la inflació.

Perspectives discretes per al segon semestre.

sota del registrat en el primer trimestre, fet que va comportar que la taxa de creixement interanual es desaccelerés una dècima, fins al 0,7%. L'afebliment de l'activitat era previsible després de la lectura dels diferents indicadors d'oferta i demanda del segon trimestre i de l'agreujament de la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro. La desacceleració de l'activitat respon a una reculada significativa de la demanda nacional, més intensa que la registrada en el període anterior, que resta gairebé dos punts percentuals de PIB. En aquest context, la concentració de la despesa en el segon trimestre del 2010, per l'efecte d'anticipació de les compres de les famílies davant de la pujada de l'IVA en el mes de juliol i pel final imminent dels ajuts directes per a l'adquisició d'automòbils, explica que la taxa interanual del consum privat s'hagi situat, en el segon trimestre, en el -0,2%. En canvi, la demanda exterior neta va incrementar l'aportació positiva al creixement del PIB trimestral, d'1,3 a 2,6 punts. Per tant, va ser novament el sector exterior el motor del creixement en aquest segon trimestre, per bé que cal alertar que tant les exportacions com les importacions (amb més intensitat) de béns i de serveis es van desaccelerar.

En el segon trimestre, l'ocupació va créixer en unes 150.000 persones, en bona part per les característiques estacionals del període (inici de la temporada turística), la qual cosa va permetre que la taxa interanual s'apropés al -1%. Això representa que, en l'últim any, s'han destruït al voltant de 170.000 llocs de treball, i únicament el sector de serveis de mercat és el que genera llocs de treball nets. Pel que fa a la taxa d'atur, se situa en el 20,9%. Cal destacar el fet que l'atur de llarga durada continua augmentant i que ja representa el 48% del

total d'aturats. Es tracta d'una dada negativa, ja que, en igualtat de condicions, aquest col·lectiu té una probabilitat substancialment menor de trobar feina en relació amb la resta d'aturats.

Una dada positiva de la conjuntura dels últims mesos és la moderació de la inflació. La taxa de variació interanual de l'IPC va disminuir en una dècima, fins al 3,1%, en el mes de juliol i va millorar força en relació amb el 3,8% de l'abril. L'absorció de l'impacte que va tenir en els preus l'augment de l'IVA al juliol de l'any passat i la relativa moderació dels preus dels hidrocarburs en les últimes setmanes expliquen aquesta evolució. La inflació subjacent, que exclou els aliments no elaborats i l'energia, es va situar en l'1,6%.

La informació disponible sobre el tercer trimestre és molt limitada, però tot suggereix que, en els pròxims mesos, no millorarà el ritme de creixement de l'activitat. És significativa la reculada generalitzada dels indicadors de confiança en el mes de juliol, en especial de la indústria, i dels índexs de gestors de compres. El menor creixement previst ara per a les principals economies avançades fa perillar la contribució molt favorable del sector exterior al creixement del PIB. En definitiva, l'evolució econòmica dels últims mesos perfila una recuperació fràgil durant la segona meitat de l'exercici. Les noves decisions de política econòmica, adoptades al final d'agost, relatives a les finances públiques i al mercat de treball, a més de la proposta d'incloure a la Constitució el principi d'estabilitat pressupostària, haurien d'afavorir la confiança en l'economia i permetre encarar el 2012 amb un pols més ferm.

26 d'agost de 2011

CRONOLOGIA

2010

- setembre** 9 El Congrés dels Diputats aprova la **reforma laboral**.
24 El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2011**, que representen un intens ajustament destinat a reduir el dèficit públic.
29 Jornada de **vaga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
- octubre** 20 Àmplia remodelació del **Govern d'Espanya**.
- novembre** 19 El Govern estableix un **calendari legislatiu** que inclou la **reforma de les pensions i de la negociació col·lectiva**.
24 **Irlanda** presenta un **pla d'ajustament** amb severes mesures de retallada del dèficit públic per rebre els **ajuts financers** de la UE i de l'FMI.
- desembre** 3 El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica** que inclou, entre d'altres, la privatització parcial de les Loteries i Apostes de l'Estat i de la societat estatal AENA, així com l'augment de la fiscalitat sobre el tabac.
16 El Consell Europeu acorda la creació d'un **Mecanisme d'Estabilitat Financera** el 2013, que substituirà l'actual fons de rescat, i l'ampliació del capital del Banc Central Europeu.

2011

- gener** 1 Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Estònia, fins a disset estats membres.
14 Caiguda del règim de Ben Ali a Tunísia, primera baula d'una cadena de **canvis polítics** al nord d'Àfrica i a l'Orient Mitjà, amb repercussions en el preu del petroli.
- febrer** 2 Signatura de l'**Acord Social i Econòmic** per part del Govern, els sindicats i la patronal, que inclou la reforma de les pensions.
18 El Govern aprova un Decret-Llei que reforça la solvència de les **entitats de crèdit**.
- març** 25 S'aprova el **Pacte per l'Euro Plus** i es posen les bases per a l'establiment del **Mecanisme Europeu d'Estabilitat** al Consell Europeu.
- abril** 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial a l'1,25%.
- maig** 17 El Consell de Ministres d'Economia i Finances de la Unió Europea aprova el pla d'**ajuda financera a Portugal** per un import de 78.000 milions d'euros.
22 Celebració d'**eleccions** en tretze comunitats autònomes i en els municipis.
- juny** 10 El Govern aprova un Decret-Llei pel qual es **reforma la negociació col·lectiva**.
- juliol** 21 Els països de la zona de l'euro aproven un segon pla d'**ajudes públiques a Grècia** per valor de 109.000 milions d'euros, entre d'altres mesures per gestionar la crisi del deute sobirà.
- agost** 16 Els dirigents d'Alemanya i de França, Angela Merkel i Nicolas Sarkozy, proposen un **reforçament de les institucions de la zona de l'euro**, amb un conjunt de mecanismes per a una major coordinació de la política econòmica.
19 El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica**, amb l'avanç del pagament de l'impost de societats per a les grans empreses, la racionalització de la despesa farmacèutica i la reducció temporal de l'IVA per als habitatges nous.
30 El Congrés aprova la reforma de la Constitució per introduir el principi d'**estabilitat pressupostària**.

AGENDA

Setembre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
8 Índex de producció industrial (juliol).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
13 IPC (agost).
15 IPC harmonitzat de la UE (agost).
16 Enquesta trimestral de cost laboral (segon trimestre).
20 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
22 Comerç exterior (juliol).
23 Preus industrials (agost).
27 Ingressos i despeses de l'Estat (agost).
29 Avanç IPC (setembre).
30 Balança de pagaments (juliol).

Octubre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
6 Índex de producció industrial (agost).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
11 IPC (setembre).
14 IPC harmonitzat de la UE (setembre).
20 Comerç exterior (agost).
25 Preus industrials (setembre).
Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
27 Avanç del PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
28 Enquesta de la població activa (tercer trimestre).
Avanç IPC (octubre).
31 Balança de pagaments (agost).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units deceben i creixen un modest 1,5% en el segon trimestre.

La revisió a la baixa del primer trimestre redueix la previsió de creixement per al 2011 netament per sota del 2%.

Estats Units: creixement anèmic, malgrat les ajudes

L'evolució de la primera economia mundial ha estat marcada, en aquest mes d'agost, per la constatació que el creixement és més feble del que es creia i per la requalificació a la baixa del deute públic nord-americà per part de l'agència de qualificació S&P. Dels dos, el veritable problema de fons és la feblesa del creixement, que ha portat la Fed a anunciar explícitament que mantindrà els tipus en els nivells actuals, com a mínim fins a mitjan 2013, sense excloure la possibilitat d'una tercera expansió quantitativa.

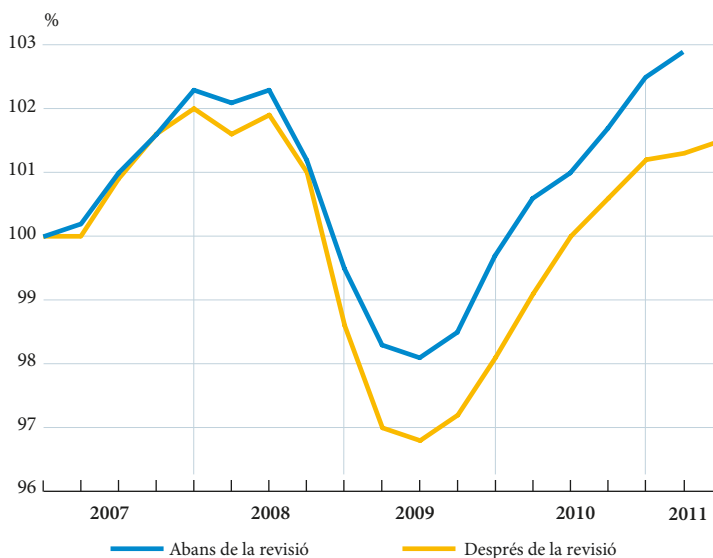
Després de les revisions des del juliol dels comptes nacionals del Bureau of Economic Analysis, el creixement del producte

interior brut (PIB) del segon trimestre va ser del 0,2% intertrimestral, l'1,5% interanual. Aquest avanç modest, unit a la dràstica revisió a la baixa del creixement del primer trimestre, que va passar del 0,5% prèviament anunciat a un mínim del 0,1% intertrimestral, fa que la previsió per al conjunt del 2011 se situï, en el millor dels casos, al voltant de l'1,7%. Cal recordar que, al començament d'enguany, el consens per al 2011 superava el 3,0%, la qual cosa dóna una idea del canvi d'escenari macroeconòmic operat en els últims mesos. Així mateix, les noves dades mostren que la recessió va ser més profunda del que prèviament s'havia estimat.

El corol·lari és que el consum privat, el principal motor del creixement en els anys previs a la crisi, està gairebé estancat, tot i

ESTATS UNITS: MENYS DEL QUE ES CREIA

PIB real dels Estats Units abans i després de la revisió. Base 100 = desembre del 2006

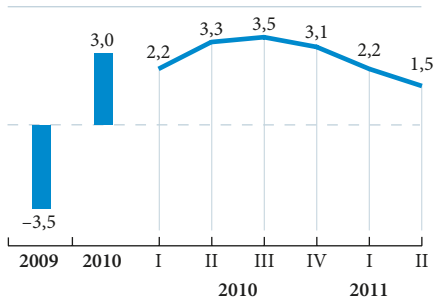


FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

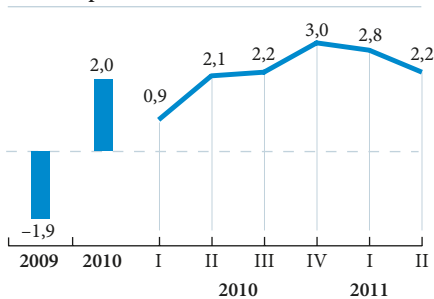
EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

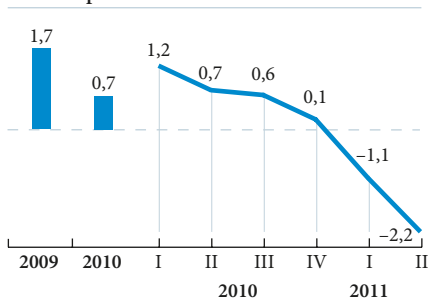
PIB



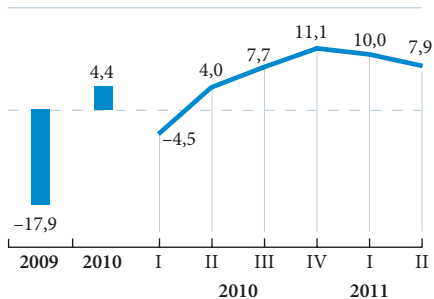
Consum privat



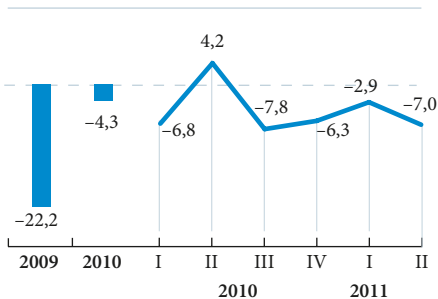
Consum públic



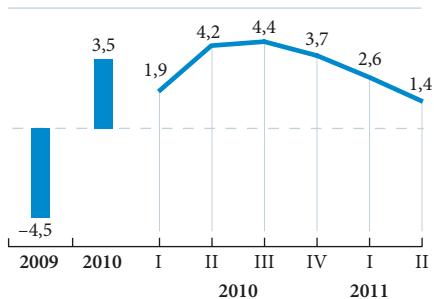
Inversió no residencial



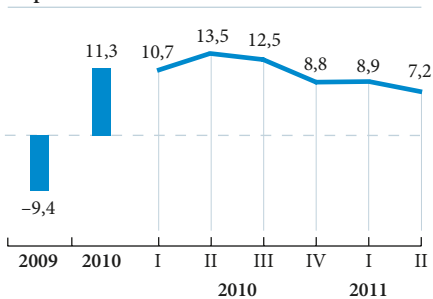
Inversió residencial



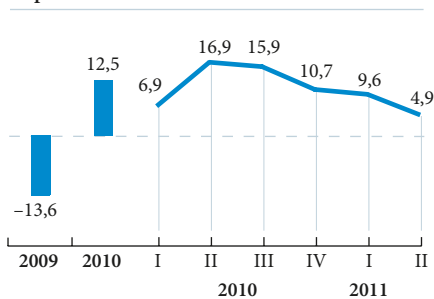
Demanda interna



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

Els estímuls fiscals i monetaris no aconsegueixen recuperar el consum.

que els Estats Units han estat, entre els països avançats, l'economia que ha gaudit de més estímuls fiscals i monetaris. En aquesta tessitura, la probabilitat d'una segona recessió és real. Aquesta visió pessimista es basa, en primer lloc, en la persistència de creixements inferiors al 2,0% i d'una elevada taxa d'atur, que, històricament, han tirat a la baixa del creixement. En segon lloc, la política fiscal passa d'estímul a llast de l'activitat a causa dels estalvis imposats per les restriccions pressupostàries per afrontar l'acumulació de deute públic, que, amb tota seguretat, superarà el 100% del PIB el 2011. En aquest sentit, l'acord entre demòcrates i republicans del 2 d'agost per apujar el sostre legal d'endeutament i evitar la suspensió de pagaments anticipa una reducció important de la despesa pública a mitjà termini. Com a part d'aquest acord, una comissió bipartidista ha de realitzar propostes d'estalvi dins de les diferents partides pressupostàries.

El baix creixement dificulta la consolidació fiscal.

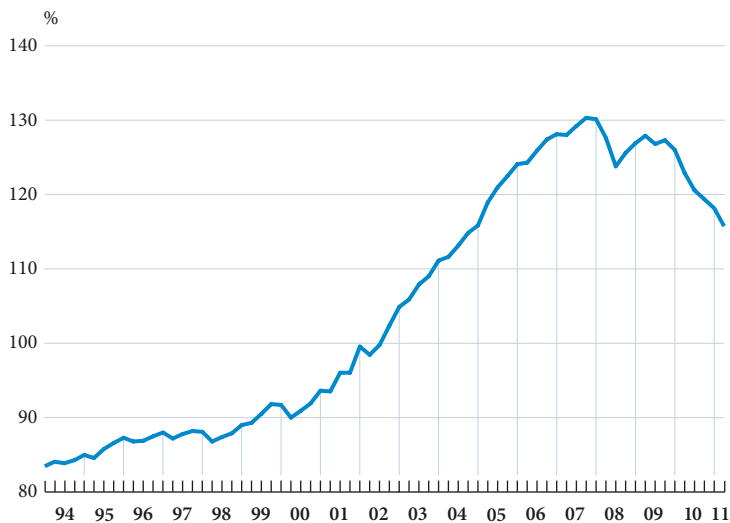
La recessió no és, però, el nostre escenari central, ja que, en aquesta segona meitat de

l'any, el consum privat podria tenir dos suports considerables. En primer lloc, hi ha l'abaratiment del petroli, que, tot i ser inferior al que s'esperava, hauria d'acabar l'any per sota de la mitjana dels 117,15 dòlars per barril del segon trimestre. Si el preu es mantingués en el rang actual dels 105-110 dòlars per barril, seria un baló d'oxigen del 0,4% del PIB, aproximadament, ja que la benzina barata alliberaria una part de la renda de les llars per destinar-la a altres despeses.

El segon factor que cal tenir en compte és la reducció gradual de l'endeutament de les llars, que ha estat i continua essent el principal llast que limita la recuperació del consum privat. El deute brut de les llars ha passat d'un màxim del 130,2% de la renda disponible de les llars al setembre del 2007 al 115,7% en el primer trimestre del 2011. La reducció és deguda, en gran part, a la inflació, que contribueix a augmentar el valor nominal de la renda disponible i ha representat gairebé el 40% de la reducció de l'endeutament en termes de renda dis-

ESTATS UNITS: UN ENDEUTAMENT ALT PERÒ QUE BAIXA

Deute brut de les llars en percentatge de la renda disponible



FONTS: BEA, Reserva Federal i elaboració pròpia.

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		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	-3,5	3,0	3,5	3,1	2,2	1,5	-
Vendes al detall	-7,0	6,4	5,6	7,7	8,2	7,8	8,5
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	50,9	57,0	66,9	61,8	59,5
Producció industrial	-11,2	5,3	6,9	6,2	5,4	3,9	3,7
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	55,2	57,9	61,1	56,4	50,9
Habitatges iniciats	-38,4	5,6	-0,7	-5,1	-5,3	-5,0	9,8
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1
Preus de consum	-0,4	1,6	1,2	1,3	2,1	3,4	3,6
Balança comercial (3)	-381,3	-500,0	-489,1	-500,0	-521,2	-538,2	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,6	76,1	73,2	72,1	69,8	69,3

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.

L'IPC puja el 3,6% i el subjacent, l'1,6%, a causa del preu dels lloguers.

tius, tot i que d'intensitat decreixent, l'índex Case-Shiller de l'habitatge de segona mà del maig va mantenir els preus de l'abril, que van ser revisats a l'alça.

Els preus van continuar sorprenent amb pujades una mica superiors a les esperades, amb un índex general de preus al consum (IPC) que va augmentar al juliol el 3,6% interanual i amb un IPC subjacent, que exclou els preus de l'energia i de l'alimentació, que es va incrementar l'1,6%, pressionat a l'alça pels lloguers d'habitatges i per la major demanda d'habitatges multifamiliars, predominantment de lloguer, arran de la crisi. La feblesa econòmica i l'abaratiment del petroli haurien de fer que l'avanç dels preus es comencés a moderar durant la segona meitat de l'any.

El Japó recula un mínim 0,4% en el segon trimestre, gràcies als ajuts públics i a la recuperació de la indústria.

Japó: la recuperació està més a prop

L'economia japonesa està trampejant els efectes del terratrèmol i del *tsunami* del

març millor del que s'esperava. El PIB del segon trimestre va recular el 0,4% intertrimestral, el 0,9% interanual, percentatge que constitueix una millora neta en relació amb la reculada del 0,9% interanual del primer trimestre. Per bé que els ajuts públics estan jugant un paper important en aquesta recuperació, fent que el consum privat estigui tocant fons, la reposició d'existències i la tendència alcista de les exportacions fan pensar que l'economia creixerà durant la segona meitat de l'any, la qual cosa fa preveure una reculada del 0,4% per al conjunt del 2011, significativament inferior a la que s'esperava fa un parell de mesos.

Per bé que les exportacions del segon trimestre van baixar el 4,9% intertrimestral, ja que van patir de ple els efectes del terratrèmol, la reculada es va concentrar en els mesos d'abril i de maig, mentre que, al juny, va haver-hi una recuperació que mostra que el sector exterior tindrà una contribució positiva al creixement del ter-

cer trimestre. Aquesta evolució de les exportacions és coherent amb la millora de la producció industrial, que, després de patir un descens històric del 15,5% al març, en el segon trimestre, ha recuperat dos terços del que havia perdut, inscrita en una dinàmica d'acceleració. Les comandes privades de maquinària, que són un indicador avançat de la inversió en equipament, també van tenir un bon comportament.

Per bé que el sector de l'habitatge continua ensopit, pel costat de la demanda també hi

ha aires de millora, tot i que més moderats, que es manifesten en les vendes al detall del juny i en les vendes d'automòbils del juliol. Així mateix, la confiança del consumidor va arribar al juliol al nivell dels 37,1 punts, quatre més que en el mínim de l'abril.

Pel costat dels preus, els efectes inflacionistes del terratrèmol i de la crisi nuclear continuen remetent. L'IPC va recular el 0,4% interanual al juny i l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, va cedir

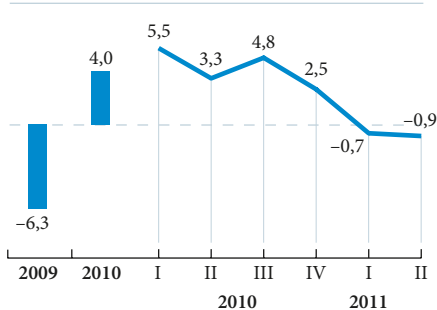
La indústria i les exportacions encaren el camí de la recuperació i auguren un bon tercer trimestre.

Els indicadors de demanda mostren avanços moderats.

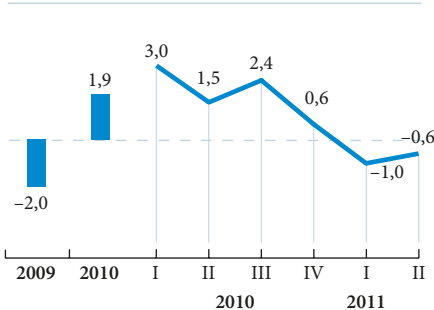
EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

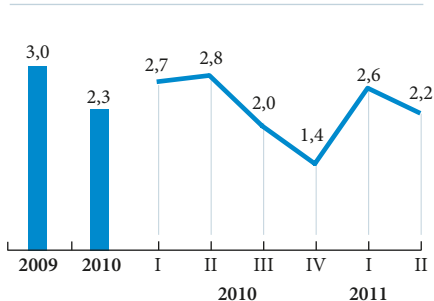
PIB



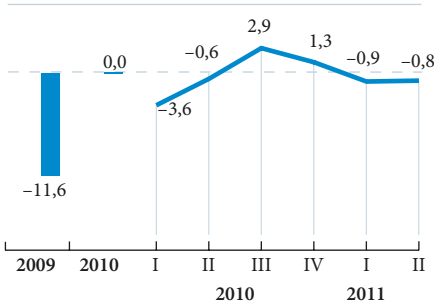
Consum privat



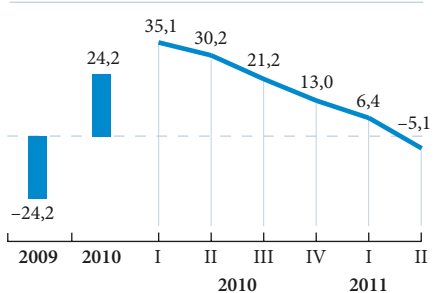
Consum públic



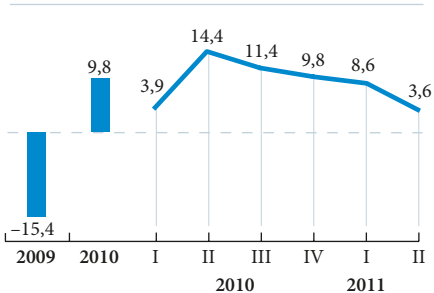
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



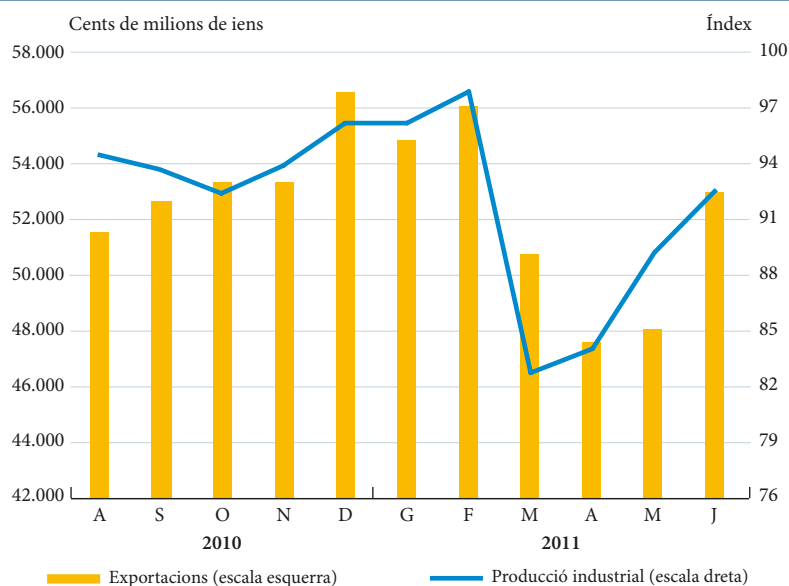
Importacions de béns i serveis



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

JAPÓ: LA LLUM AL FINAL DEL TÚNEL

Exportacions mensuals del Japó i producció industrial



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó i elaboració pròpia.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	-6,3	4,0	4,8	2,5	-0,7	-0,9	-
Vendes al detall	-2,3	2,5	3,2	-0,4	-3,0	-1,7	...
Producció industrial	-21,8	16,6	13,3	6,8	-2,5	-7,0	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	8,0	5,0	6,0	-9,0	-
Habitatges iniciats	-27,7	2,7	13,7	6,8	3,2	4,3	...
Taxa d'atur (2)	5,0	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	...
Preus de consum	-1,3	-0,7	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	...
Balança comercial (3)	4,0	7,9	8,1	7,9	6,5	3,4	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,58	0,39	0,37	0,34	0,34	0,34	0,34
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	98,6	106,0	109,1	111,0	110,6	109,3	112,6

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

(4) Percentatge.

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

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

Els efectes inflacionistes del terratrèmol són limitats.

el 0,8% interanual i gairebé va mantenir els nivells de març. L'augment moderat dels preus és un bon senyal, en el sentit

que els reescalfaments causats pels colls d'ampolla i els trencaments de cadenes de subministraments a causa de l'aturada

energètica provocada per la crisi de la central nuclear de Fukushima són menors del que es preveia.

La Xina resisteix el deteriorament de les perspectives de creixement d'Occident

La Xina va avançar un robust 9,5% interanual en el segon trimestre de l'any, lleugerament per sota del 9,7% del trimestre anterior, tot i que per damunt de les previsions del consens. Malgrat la lleugera moderació, l'economia xinesa resisteix les recents dificultats als Estats Units i a Europa –dos dels seus majors mercats exportadors–, i preveiem que mantindrà un considerable *momentum* durant la segona meitat del 2011 i el 2012.

En aquest context de lleugera moderació, tot i la robustesa, la inflació va tornar a repuntar al juny i al juliol, fins al 6,4% i el 6,5% interanual, respectivament, amb el suport, de nou, del preu dels aliments. No obstant això, el creixement mensual ajustat per factors estacionals de l'índex de preus al consum mostra una clara desacceleració en el mes de juliol.

Així, doncs, mentre que, al començament de juliol, el Banc Central va reaccionar augmentant el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics, fins al 6,56%, per tercera vegada el 2011 i per cinquena vegada des de l'inici de les pujades a l'octubre del 2010, l'expectativa, a les acaballes d'agost, és que el final de l'enduriment monetari està molt a prop. En aquests moments, el deteriorament de les perspectives de creixement d'Occident pesa més que les tensions inflacionistes del país o que les possibles bombolles al sector immobiliari, encara presents.

En línia amb aquesta moderació del creixement, i apaivagant els temors a un aterratge bruscat de l'economia asiàtica, se'ns presenten diversos dels indicadors d'activitat corresponents al mes de juliol. Així, les vendes al detall van avançar, en termes nominals, el 17,2%, per sota del registre del mes anterior. L'índex de gestors de compres (PMI) va tornar a baixar, fins als 50,7 punts, enfront dels més de 53 punts que va marcar al març. Per la seva banda, el crèdit bancari va créixer el 16,6% interanual, clarament per sota del 20% del final del 2010.

La Xina avança un robust 9,5% interanual en el segon trimestre i resisteix els embats que afecten Occident.

Possible pausa en els repunts inflacionistes i en les mesures monetàries restrictives.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	9,2	10,3	9,6	9,8	9,7	9,5	–
Producció industrial	12,5	14,5	13,5	13,3	14,9	13,9	14,0
Producció elèctrica	6,8	14,0	11,8	6,2	12,1	12,0	12,6
Preus de consum	–0,7	3,3	3,5	4,7	5,1	5,7	6,5
Balança comercial (*)	196	184	182	184	169	175	178
Tipus d'interès de referència (**)	5,31	5,81	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56
Renminbi per dòlar	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5

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.

El fort endeutament creditici dels governs locals és un risc que cal tenir en compte.

En canvi, i encara lluny de l'alentiment previst, la inversió en capital fix va continuar creixent i va marcar, en l'acumulat del gener al juliol, un 25,4% interanual. Així mateix, al front exterior, el fort creixement de les exportacions, que van avançar el 20,4%, es va reflectir en el robust superàvit comercial del juliol, que va arribar als 31.484 milions de dòlars. Un gran canvi si tenim en compte que el gegant asiàtic va tancar el primer trimestre de l'any amb un lleuger dèficit comercial. Aquest superàvit, juntament amb la persistència en les mesures monetàries expansives dels Estats Units, reforça les pressions per a una major apreciació del renminbi.

Finalment, és ineludible parlar de les conseqüències del fort endeutament dels governs locals sobre el sector bancari. Fonts oficials han estimat que el deute de les administracions locals se situa entre 10,7 i 14,2 bilions de renminbis –entre el 27% i el 36% del PIB, respectivament, que se sumaria al deute públic reconegut fins ara, equivalent al 18% del PIB–. La incertesa sobre el nivell exacte és deguda al fet que una bona part d'aquest endeutament ha estat canalitzat a través de crèdit bancari concedit a uns vehicles especials d'inversió esponsoritzats per governs locals, tot i que, en alguns casos, sense la seva garantia explícita.

Els dubtes sobre la rendibilitat dels projectes d'inversió en infraestructures promoguts per aquests vehicles especials han revifat les veus d'alarma sobre la viabilitat del retorn d'alguns dels crèdits, la qual cosa podria provocar pressions sobre els bancs. No obstant això, la productivitat de les inversions passades, juntament amb les bones perspectives de creixement del país, consolida la visió més positiva d'un risc modest per al sector financer, malgrat les pressions a mitjà termini que, ben segur, afectaran la capacitat de repagament d'alguns d'aquests vehicles.

L'economia del Brasil es pot estar desaccelerant més del que estava previst.

El govern amplia la regulació dels mercats de derivats en el seu afany per frenar l'avanç del real i reactivar les exportacions manufactureres.

Brasil: «Brasil major» i creixement menor

En els últims mesos, més d'un analista (entre els quals ens incloem) ha revisat a la baixa el pronòstic econòmic per al Brasil el 2011 i el 2012. No obstant això, aquestes revisions es poden quedar curtes si es confirma l'escenari de desacceleració, més intensa del que s'esperava, que sembla que es desprèn dels últims indicadors macroeconòmics.

Al juny, l'índex d'activitat que publica mensualment el Banc Central del Brasil va reular, en relació amb el maig, per primera vegada des del desembre del 2008. Aquest mateix mes, la producció industrial també va sorprendre en negatiu amb una caiguda intermensual i una moderació de l'avanç interanual fins al 0,7%. Per la seva banda, les vendes al detall i, en especial, les de béns duradors continuen donant senyals d'aturada, en línia amb un nivell de confiança dels consumidors molt inferior al d'un any enrere i no vist des del final del 2009.

La moderació del creixement al Brasil no solament és deguda a la perspectiva una mica més pessimista que plana sobre l'economia global. El to restrictiu de les polítiques econòmiques domèstiques també fa efecte, tot i que no necessàriament el desitjat. El creixement s'ha moderat en els últims mesos, però els objectius principals d'aquestes polítiques, frenar l'avanç de la inflació i del real, encara queden lluny. En l'àmbit dels preus, la inflació no dona treva i, al juliol, va arribar al 6,9% –en aquest context, el banc central va tornar a apujar el tipus de referència en 25 punts bàsics en aquest mateix mes i va deixar la taxa SELIC en un elevat 12,5%–. Tampoc no sembla que el real s'acosti al final de la seva via alcista, ja que ha vorejat els 1,5 reals/dòlar, tot i que les autoritats econòmiques brasileres, en el seu afany per frenar l'apreciació

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	-0,7	7,5	6,8	5,0	4,2	...	-
Producció industrial	-7,3	10,5	8,1	3,6	2,5	0,7	...
Confiança del consumidor (*)	138,3	159,7	161,4	159,9	161,8	155,4	...
Taxa d'atur (**)	8,1	6,7	6,6	5,7	6,3	6,3	...
Preus de consum	4,9	5,0	4,6	5,6	6,1	6,6	6,9
Balança comercial (***)	25,3	20,2	16,8	20,2	22,5	25,3	27,1
Tipus d'interès SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	10,75	11,75	12,25	12,50
Reals per dòlar (*)	2,32	1,78	1,69	1,66	1,63	1,56	1,55

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.

de la divisa i per reactivar la competitivitat de les exportacions, van introduir, al final de juliol, un nou paquet de mesures per desincentivar l'especulació, el qual inclou: un impost de transaccions de l'1% sobre noves operacions en derivats de divises amb valor nocional superior a 10 milions de dòlars, canvis legislatius que permetrien augmentar aquesta taxa fins al 25% si fos necessari, i el requisit de registrar les operacions de divises OTC.

Certament, tot i que la demanda externa de primeres matèries brasileres ha permès ampliar el superàvit comercial des de l'inici de l'any, la fortalesa del real no solament ha reduït la competitivitat de les exportacions manufactureres, sinó que ha afavorit la penetració d'importacions més competitives, sobretot d'Àsia. Això ha suscitat una preocupació creixent entre els industrials, a la qual el Govern va respondre, al començament d'agost, amb un nou pla econòmic: «Brasil major». El seu objectiu és, precisament, potenciar la indústria i la seva capacitat exportadora i inclou: avantatges fiscals, una supervisió més estricta de les importacions (amb la inclusió de mesures anti-*dumping*), incentius a la innovació i

facilitats de crèdit destinat a inversió. Mentre no arribin els resultats a mitjà termini, el pla desprèn, d'entrada, un cert proteccionisme i ha suscitat dubtes entre alguns sectors pel que fa a la seva efectivitat.

Atesos els símptomes de desaceleració econòmica, i anticipant que els efectes de base haurien de contribuir a moderar l'avanç dels preus a partir de la tardor, el Banc Central ha donat a entendre que podria abandonar les pujades de tipus en el que queda d'any. Així i tot, al començament del 2012, el reajustament del salari mínim corregit per la inflació acumulada el 2011 implicarà un nou focus inflacionista, de manera que, si aquesta pausa monetària s'acabés confirmant, tindria molt probablement una data de caducitat no gaire llunyana.

Mèxic: a l'aguait

L'economia mexicana va créixer el 3,3% interanual en el segon trimestre del 2011, l'1,1% en relació amb el trimestre anterior, i es va beneficiar de l'avanç de la indústria i dels serveis.

Un nou pla econòmic, «Brasil major», també pretén esperar els esforços per donar un nou impuls a les vendes externes.

Sembla que Mèxic es manté al marge de la desacceleració econòmica global.

La segona potència econòmica de l'Amèrica Llatina continua mostrant punts de fortalesa, de manera que tot fa pensar que la tònica de creixement ferm que va canalitzar l'economia mexicana el 2010 continuarà progressant durant la resta de l'any i també el 2012. No solament queda lliure d'excessives pressions sobre preus, sinó que el peso es manté estable –malgrat la depreciació posterior a la rebaixa de qualificació als Estats Units i al repunt de l'avversió global al risc–, el crèdit evoluciona a l'alça i la confiança dels consumidors mexicans en la seva economia està en nivells no vistos des d'abans que comencés la crisi.

Així i tot, els riscos derivats del deteriorament econòmic global han pujat de to en confirmar-se una recuperació més lenta de les grans economies avançades i, sobretot i més rellevant per a Mèxic, dels Estats Units. Gairebé el 80% de les exportacions mexicanes, en especial manufactureres, tenen per destinació el veí del nord, de manera que la producció industrial mexicana reflecteix molt de prop l'evolució d'aquest *output* a l'altra banda de Río Gran-

de. Així, doncs, tot i que la bona evolució de la despesa interna ha atenuat, ara com ara, l'impacte de l'alentiment econòmic nord-americà, si persisteix en el temps o s'agreuja, acabarà limitant l'arrencada del creixement mexicà.

Atès el menor dinamisme extern, les autoritats mexicanes s'hauran de mantenir en estat de màxima alerta i dosificar amb cautela l'ajustament de les polítiques econòmiques internes. La consolidació fiscal ja està en marxa, però la política monetària disposa d'un ampli marge per administrar canvis en el tipus d'interès en la línia que més convingui: la inflació es manté molt moderada, sense pressions de demanda, i el tipus de referència s'ha mantingut intacte des del juliol del 2009. Així, doncs, preveiem que aquesta pausa monetària s'allargarà encara més del que ja havíem anticipat (no esperem que Banxico mogui fitxa, com a mínim, fins a la segona meitat del 2012), en sintonia amb el recent canvi de posició de la Reserva Federal i amb el canvi d'expectatives sobre l'evolució de la recuperació mundial.

Amb la taxa d'inflació sorprenent de nou a la baixa i el canvi de posició de la Fed, és probable que Banxico allargui la pausa monetària fins ben entrat el 2012.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	-6,2	5,4	5,1	4,4	4,6	3,3	-
Producció industrial	-7,3	6,0	6,5	4,7	4,8	3,8	...
Confiança del consumidor (*)	80,5	86,3	89,2	89,6	92,1	90,7	95,5
Índex avançat d'activitat (*)	110,5	116,6	117,2	118,1	119,9	118,8	...
Taxa d'atur (**)	5,5	5,4	5,6	5,3	5,1	5,2	...
Preus de consum	5,0	3,9	3,7	4,2	3,5	3,3	3,5
Balança comercial (***)	-4,7	-3,0	-2,0	-3,0	-1,5	0,0	...
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans respecte al dòlar (*)	14,18	12,33	12,60	12,35	11,90	11,72	11,73

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

Els descensos del petroli són limitats

Entre el 20 de juliol i el 19 d'agost, el preu del cru va recular el 8,3% i es va situar en els 108,48 dòlars per barril (qualitat *Brent*, per a lliuraments a un mes), el 17,1% per damunt del nivell del començament d'enguany i el 43,9% per damunt del nivell d'un any enrere.

El descens del preu del petroli recull les expectatives d'un menor creixement global. No obstant això, la solidesa del creixement de les economies emergents, amb un

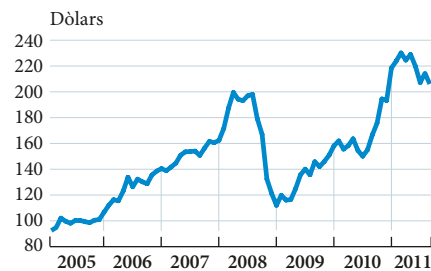
ús més intensiu del petroli, i la persistència de factors idiosincràtics, com l'agitació política al nord d'Àfrica i a l'Orient Mitjà, faran difícil que el preu del cru baixi dels 100 dòlars per barril en els pròxims mesos. El final del conflicte armat a Líbia, però, contribuiria a estabilitzar el preu del petroli prop d'aquesta cota.

La resta de primeres matèries van patir les perspectives d'un menor creixement i van presentar descensos moderats, llevat de l'or. L'índex The Economist va baixar el 3,1% entre el 20 de juliol i el 19 d'agost.

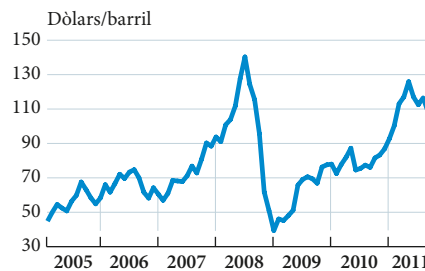
El petroli baixa fins als 108 dòlars pels dubtes sobre el creixement global.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)

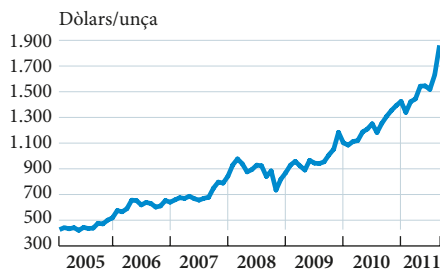
Índex The Economist



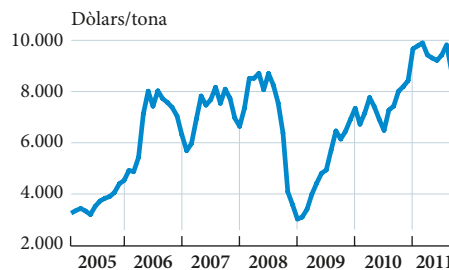
Petroli Brent



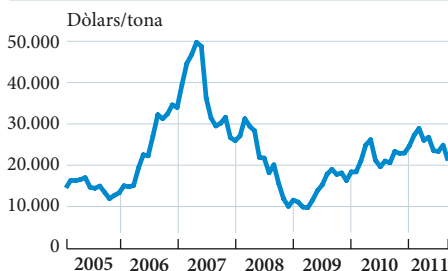
Or



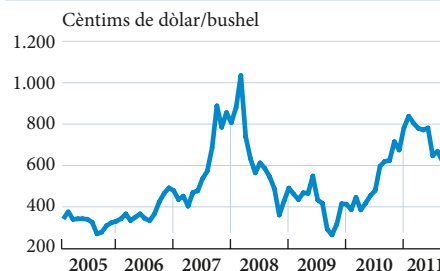
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 19 d'agost).
FONTS: The Economist, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Les primeres matèries evolucionen a la baixa, però l'or marca nous màxims.

Els metalls bàsics van patir reculades generalitzades. En aquest sentit, cal destacar els descensos del níquel i de l'alumini, que, per la intensitat energètica que precisa la seva elaboració, es veuen més afectats per l'evolució del petroli. Els aliments bàsics també van recular, encapçalats pel blat, tot i que el sucre i el cafè van evolucionar a l'alça. L'excepció cal buscar-la encara en

els metalls preciosos. L'or va continuar capitalitzant les incerteses de l'economia global: va superar la referència dels 1.800 dòlars per unça i va marcar nous màxims històrics. De fet, va equiparar el seu preu al del platí, situació que només s'havia donat el 1991 i durant els inflacionistes anys setanta i començament dels vuitanta.

Lliçons llatinoamericanes per a una crisi europea

La intensitat de la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro ha conduït a un lògic examen d'episodis precedents que puguin llançar alguna llum en la recerca d'una sortida a la complicada tessitura actual. Entre les experiències amb més potencial instructiu, s'esmenta habitualment la crisi del deute de l'Amèrica Llatina de la dècada de 1980. Es tracta d'una bona tria, ja que les analogies amb la crisi europea i, en especial, amb la de Grècia són notòries.

Repassem breument la gènesi de la crisi llatinoamericana. El fort procés d'acumulació de deute a l'Amèrica Llatina va ser degut a la confluència de tres factors: l'abundància de capitals derivada dels ingressos que les pujades del petroli dels setanta van generar en els països exportadors, el descens del tipus d'interès real i un canvi d'expectatives sobre les perspectives de creixement a l'Amèrica Llatina, basat en l'acceleració dels processos de modernització.

Com a resultat, durant la dècada de 1970, el deute total (públic i privat) va créixer a taxes superiors al 20% anual acumulatiu. La meitat del deute el van concentrar el Brasil i Mèxic, i el 80% era deute sobirà, típicament instrumentat mitjançant crèdits de bancs nord-americans, denominats en dòlars i amb revisió semestral del tipus d'interès. L'exposició de la gran banca dels Estats Units a la regió era molt important: els vuit primers bancs mantenien, aproximadament, el 23% dels crèdits a la regió.

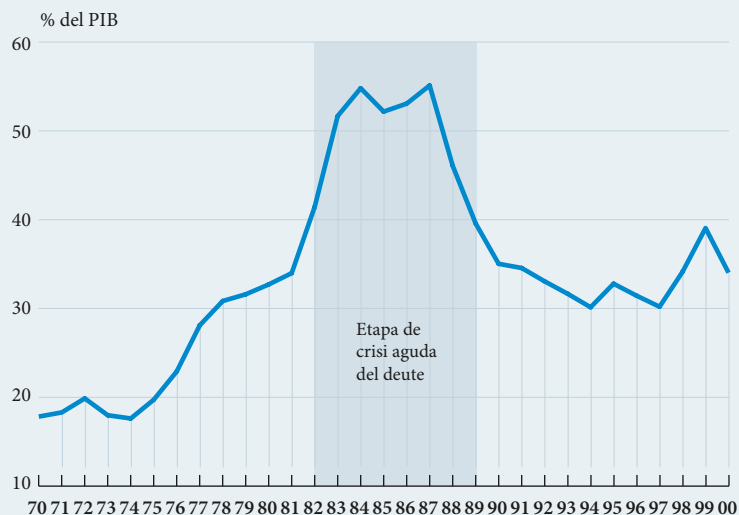
L'etapa de creixement accelerat del deute va finalitzar de sobte, i el seu detonant va ser extern a la regió i de caràcter macroeconòmic: l'inici de la política de tipus d'interès alts de la Reserva Federal va conduir a una forta apreciació del dòlar i a un augment notable del tipus d'interès que els països deutors havien d'afrontar. El 1982, Mèxic va declarar la seva incapacitat d'atendre els interessos del deute extern i va engegar una cascada de decisions similars, que acabarien arrossegant 27 països en vies d'industrialització, la majoria llatinoamericans.

Fins aquí les similituds entre els antecedents de la crisi del deute europeu (i, més estrictament, grec) i la llatinoamericana són apreciables, ja que comparteixen un finançament barat i abundant (substituint els petrodòlars dels setanta pels euros provinents d'Alemanya i d'altres països amb excés d'estalvi d'Europa), unes expectatives de creixement futur fort i sostingut, una notable exposició dels bancs dels països creditors, un deute denominat en una divisa que no es controla (l'euro a Grècia, el dòlar a Llatinoamèrica) i un detonant macroeconòmic de la crisi. Vegem ara si, de les solucions que es van intentar en els vuitanta, també es poden extreure paral·lelismes.

La gestió de la crisi va passar per tres etapes clarament diferenciades. La primera, entre el 1982 i el 1985, es va centrar a arbitrar mesures de finançament extraordinari a curt termini (amb participació pública i privada), reestructu-

L'AMÈRICA LLATINA VA SER CAPAÇ DE MILLORAR NOTABLEMENT LA SOSTENIBILITAT DEL DEUTE EXTERN DURANT LA CRISI DELS ANYS VUITANTA

Deute extern, suma d'Argentina, el Brasil, Mèxic, Perú i Veneçuela



FONTS: Banc Mundial, Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

ració de part del deute (és a dir, modificació del calendari de venciments del principal i de pagament d'interessos) i exigència d'un fort ajustament macroeconòmic als països deutors. És la resposta lògica a una situació que va ser entesa com la conseqüència a problemes de liquiditat. Així mateix, es van adoptar mesures legislatives als Estats Units per evitar que els bancs haguessin de reconèixer plenament les pèrdues esperades per l'impagament del deute.

Al final de 1985, va quedar clar que l'horitzó a curt termini de l'estratègia de resolució de la crisi no era l'adequada i que les conseqüències recessives de l'ajustament també s'hi havien d'integrar. Es va entrar llavors en una segona etapa (1986-1988), en què es van aplicar les propostes que James Baker va llançar al setembre de 1985. Sota el lema d'«ajustament estructural amb creixement», es van reforçar els eixos anteriors (noves reestructuracions del deute i més crèdits públics i privats), però aquestes accions es van orientar a finalitats més estructurals i van exigir també processos de reforma econòmica.

Finalment, el 1989, el nou secretari del Tresor, Nicholas Brady, va proposar canvis notables en l'estratègia de Baker. El Pla Brady partia del reconeixement que la crisi tenia el seu origen en la falta de solvència i no en els problemes de liquiditat. Això comportava la necessitat de reduir el deute (i no solament canviar el calendari de venciments). Aquest enfocament centrava els diferents instruments del Pla Brady. En primer lloc, s'ampliava el finançament dels organismes internacionals multilaterals, però, a diferència de les etapes anteriors, aquest finançament es destinava, fonamentalment, a permetre que els governs creditors poguessin dur a terme operacions de recompra de deute i altres activitats financeres destinades a reduir aquest deute.

El segon gran eix d'actuació van ser els anomenats Bons Brady. L'objectiu de l'operació era la reducció del deute, però amb la certesa per al creditor que l'import restant quedaria garantit. El funcionament típic era el següent. Arran de la negociació *vis-à-vis* entre els bancs creditors i el govern deutor, es decidia un determinat quitament del valor del deute. La resta del deute es reconeixia mitjançant l'emissió d'un bo per part del govern deutor, la principal

característica del qual era que la forquilla del bo tenia garantit el cobrament del principal (i, a vegades, dels interessos). Aquesta garantia s'arbitrava mitjançant l'adquisició per part del govern deutor d'un bo del Tresor nord-americà d'identificació financat amb el préstec multilateral. Aquest col·lateral es dipositava a la Reserva Federal. D'aquesta manera, el banc garantia el cobrament segur de part del crèdit i podia obtenir liquiditat mitjançant la venda del bo al mercat secundari. Entre el 1989 i el 1997, 17 països es van acollir a acords a la Brady, 10 d'ells de l'Amèrica Llatina i del Carib. En aquestes economies, el quitament mitjà va ser de l'ordre del 30% (el 12% en el cas mexicà i el 14% en el brasiler).

Quins van ser els resultats de l'estratègia per lluitar contra la crisi llatinoamericana? Podem entendre que qualsevol solució a una situació de crisi de deute extern hauria de satisfer idealment tres objectius: a) evitar una crisi bancària internacional; b) facilitar el retorn dels països deutors als mercats de capitals internacionals, i c) propiciar que els països deutors recuperin la via del creixement econòmic. L'estratègia es va demostrar útil, ja des del moment inicial, per evitar una crisi bancària generalitzada, èxit d'enorme importància en si mateix, com ens ho recorden les tràgiques lliçons de la Gran Depressió. En canvi, només la solució de Brady va permetre establir les bases que van permetre que l'Amèrica Llatina tornés a disposar de finançament internacional i reprengués el creixement econòmic.

Tornem ara a les lliçons que, d'aquesta solució, es poden extreure per a la crisi europea. Evitant forçar les comparacions, sembla indubtable que dues grans conclusions són aplicables. La primera és que no seria gens estrany que els terminis de resolució de la crisi del deute fossin molt llargs. Aquesta obvietat deriva no solament de la naturalesa del problema (els processos de despallanquejament són de lent desenvolupament), sinó també de les dificultats per a la gestió de la crisi. Trobar una solució requereix temps, ja que el diagnòstic es pot haver d'ajustar i de consensuar (en el cas llatinoamericà, es va trigar sis anys a certificar que es tractava d'un problema de solvència i no de liquiditat). També exigeixen temps les negociacions entre els actors afectats, públics i privats, nacionals i estrangers. Finalment, la solució pot requerir també de terminis d'implementació dilatats. Per exemple, en el cas llatinoamericà, el quitament del deute no va ser possible fins que el sistema bancari internacional va estar prou reforçat per assumir-lo.

A més del temps, un altre ensenyament que cal recordar fa referència a la forma ideal d'eixugar una crisi de deute. Un cop determinat que el problema és de solvència, com sembla que s'ha reconegut en el cas de Grècia, la solució de la crisi llatinoamericana va passar per una combinació de reducció del deute i forta recuperació del creixement. També convé recordar que, en la solució final, el paper públic juga un paper fonamental com a assegurador del risc del sector privat. En definitiva, i com a conclusió, si algun missatge cal extreure de les penúries de l'Amèrica Llatina tres dècades enrere, és que la solució ha de passar per un ajustament que no ofegui el creixement i que cal tenir molta paciència.

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

Zona de l'euro: es confirma la desaceleració

Al mes de setembre, se sol iniciar l'any escolar. La majoria d'estudiants tindrà nous professors o, fins i tot, iniciarà noves assignatures. En canvi, els alumnes que repetixin curs podran utilitzar els mateixos llibres de text i, probablement, tindran els mateixos professors de l'any passat. El mateix succeeix a la Unió Europea (UE), que, malgrat que ha fet els deures, no ha passat amb prou nota l'examen de recuperació de setembre i s'enfrontarà al mateix problema de gestió del deute sobirà que alguns països membres de la UE.

En efecte, a la cimera de caps d'Estat o de govern de la zona de l'euro celebrada al juliol, es van adoptar decisions importants. En primer lloc, es va acordar el segon pla de rescat per a Grècia per un import de 109.000 milions d'euros. Aquest pla s'instrumentarà mitjançant la Facilitat Europea d'Estabilització Financera (FEEF) com a vehicle financer per al pròxim desemborsament. A la mateixa declaració de la cimera, es calcula que la contribució neta total del sector privat, en el cas del rescat a Grècia, serà d'uns 50.000 milions per al període 2011-2014. Una part d'aquesta ajuda prové del sector financer, que, de forma voluntària, podria donar suport a Grècia per reforçar la sostenibilitat general del nou pla.

En segon lloc, es va decidir ampliar el termini del venciment dels futurs préstecs del FEEF a Grècia des dels 7,5 anys actuals fins a un mínim de 15 anys i fins als 30 anys, amb un període de gràcia de 10 anys. D'altra banda, es redueix el tipus d'interès exi-

git pels préstecs propers al cost de finançament del FEEF, sense que baixin per sota d'aquest cost.

Finalment, es va autoritzar que el FEEF i el Mecanisme Europeu d'Estabilitat puguin intervenir en la compra de deute públic sobirà als mercats secundaris. L'únic requisit és una anàlisi preliminar del Banc Central Europeu que reconegui l'existència de circumstàncies excepcionals als mercats financers que requereixin aquesta intervenció, tot i que aquesta última mesura no serà efectiva fins que els 27 països membres de la UE ho aprovin als seus respectius parlaments.

Des de l'inici d'aquesta crisi, es poden observar dues línies de treball per part dels gestors europeus de política econòmica. D'una banda, les solucions urgents que s'han de presentar a mesura que es diagnostiquen els problemes, per exemple un pla financer de rescat o normatives als mercats financers per impedir la venda en curt de valors, etc. De l'altra, es produeixen reflexions i preses de posició al voltant de reformes estructurals més profundes sobre l'arquitectura i la governança de les institucions europees. En aquest últim context, cal destacar la cimera franco-alemanya del 16 d'agost pel que representa d'impuls del projecte europeu.

Efectivament, a la cimera celebrada entre Sarkozy i Merkel, es van apuntar propostes ambicioses per incrementar la coordinació econòmica europea. En primer lloc, una regla d'or pressupostària perquè tots els països membres de la zona de l'euro incorporin en les seves constitucions un límit de dèficit públic. A més a més, França

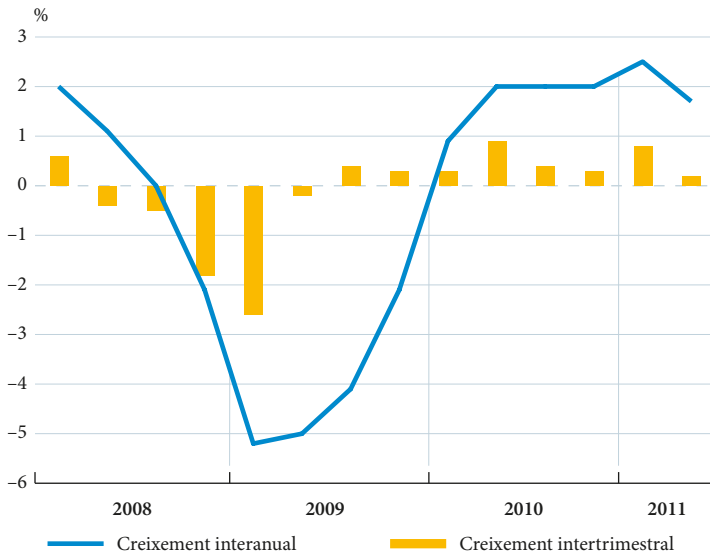
La cimera de caps d'Estat de la Unió Europea adopta decisions importants.

S'aprova el segon pla de rescat a Grècia.

Continuen les propostes per reformar l'arquitectura institucional.

EL SEGON TRIMESTRE CONFIRMA LA DESACCELERACIÓ ECONÒMICA

Variació del PIB



FONT: Eurostat.

La dada del PIB del segon trimestre confirma la desacceleració econòmica.

i Alemanya es van comprometre a aplicar a les seves empreses un impost de societats comú a partir del 2013. Finalment, es va proposar la creació d'un govern econòmic de la zona de l'euro format pels caps de govern i dirigit durant dos anys i mig per un president permanent.

Aquestes noves propostes se succeeixen en un context de desacceleració econòmica, confirmat per la dada del producte interior brut (PIB) del segon trimestre de la zona de l'euro. El PIB va créixer el 0,2% intertrimestral, per sota del registre anterior del 0,8%, de manera que el creixement interanual baixa del 2,5% a l'1,7%. Encara no es disposa del desglossament del creixement, però, geogràficament, el creixement pla de França (0,0%) i el creixement inferior a l'esperat d'Alemanya (0,1%) han afectat negativament la dada d'activitat econòmica del segon trimestre. Cal recordar que la suma del PIB d'Alemanya i França representa el 48% del conjunt de la zona de l'euro.

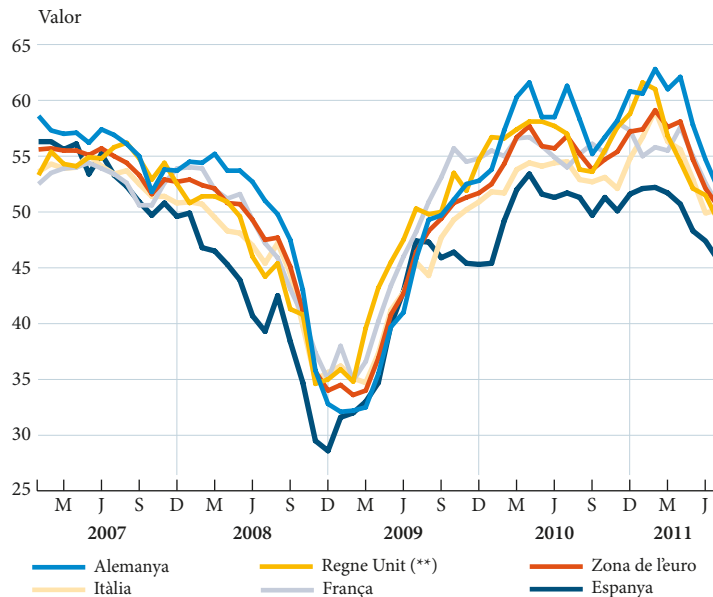
Els indicadors avançats auguren un modest creixement en el tercer trimestre.

Fins a un cert punt, s'esperava un ritme de creixement inferior, ja que el presentat en el primer trimestre va ser excepcionalment alt. No obstant això, la desacceleració ha estat més intensa del que esperava el consens de les previsions dels economistes. I és que la dada genera preocupació, ja que el creixement és el millor antídote per als països amb problemes de consolidació fiscal. I els indicadors econòmics avançats apunten a un creixement molt modest en el tercer trimestre.

Per exemple, l'índex PMI basat en enquestes als directors de compres de les empreses manté la tendència de caiguda iniciada al febrer d'enguany. Aquest índex és assimilable a un índex de confiança empresarial. Valors superiors a 50 impliquen expansió de l'activitat econòmica, mentre que valors inferiors a 50 evidencien una contracció. Aquesta dada mostra que la confiança empresarial es continua deteriorant, de manera que les implicacions per a la creació d'ocupació no són positives.

ELS ÍNDEXS DE CONFIANÇA EMPRESARIAL CORREGEIXEN

Índex PMI (*)



NOTES: (*) Purchasing Managers Index: opinió dels directors de compres.

(**) Juny del 2011.

FONT: Bloomberg.

Les principals dades de conjuntura econòmica, com, per exemple, la confiança dels consumidors, apunten en la mateixa direcció. La dada del mes de juliol va baixar lleugerament, fins a -11,2, un nivell al voltant del qual la confiança dels consumidors roman estancada des de l'agost de l'any 2010. Les enquestes de sentiment econòmic també van continuar descendent des dels nivells màxims assolits al febrer d'enguany. Addicionalment, es manté la reducció del creixement en la producció industrial a la zona de l'euro.

D'altra banda, aquesta situació econòmica europea es desenvolupa en un context de menor creixement mundial, tant als països emergents com a la resta de principals socis comercials de la UE. Aquesta situació és important, perquè, en l'actual cicle econòmic europeu, una bona part del dinamisme prové de les exportacions, els ni-

vells de creixement de les quals haurien de disminuir en els pròxims mesos.

Atesa la dada de creixement consolidat del primer semestre d'enguany, unida als indicadors econòmics que apunten a un modest creixement del PIB en el tercer trimestre, la nostra estimació de creixement per al conjunt de l'any 2011 a la zona de l'euro, del 1,9%, es revisa en dues dècimes a la baixa, fins a l'1,7%. Per bé que la desacceleració durant la part central d'enguany és temporal, les tensions als mercats financers, amb l'augment de les primes de risc en el deute sobirà i l'acceleració dels plans d'ajustament fiscal, per exemple a Itàlia i a França, podrien mantenir una velocitat de creixement molt suau en els pròxims trimestres.

En resum, es confirma la desacceleració econòmica a la zona de l'euro i s'anticipa

Els índexs de confiança empresarial i dels consumidors mantenen la tendència de deteriorament.

L'entorn de desacceleració econòmica mundial perjudica les exportacions europees.

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		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB	-4,1	1,7	2,0	2,0	2,5	1,7	-
Vendes al detall	-2,5	0,8	1,5	0,6	0,0	-0,6	...
Confiança del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-12,1	-10,4	-10,6	-10,4	-11,2
Producció industrial	-14,7	7,5	7,1	8,1	6,5	4,1	...
Sentiment econòmic (1)	80,7	100,9	102,3	105,7	107,4	105,7	103,2
Taxa d'atur (2)	9,6	10,1	10,1	10,1	10,0	9,9	...
Preus de consum	0,3	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,5
Balança comercial (3)	10,7	4,6	8,2	4,6	-9,9	-15,6	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	111,7	104,7	102,3	104,4	103,7	106,4	105,2

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.

Revisem a la baixa el creixement de la zona de l'euro de l'1,9% a l'1,7%.

un creixement moderat durant el tercer trimestre d'enguany. I tot plegat en un entorn d'alentiment econòmic mundial que perjudica les exportacions europees, men-

tre que l'assignatura de la gestió de la crisi del deute sobirà continua pendent per a l'any escolar que s'inicia en aquest mes de setembre.

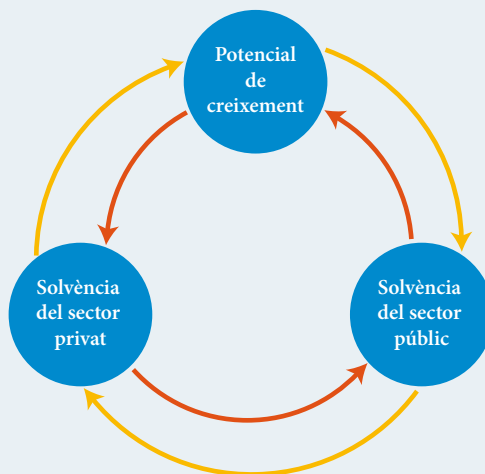
Els plans de rescat de Grècia, Portugal i Irlanda

La farmacologia estudia els efectes dels fàrmacs sobre les persones. La seva aplicació clínica és utilitzada en el diagnòstic i en l'alleujament dels símptomes d'una malaltia. Algunes vegades, per iniciar un tractament ràpid. D'altres, quan es desconeix l'origen de la patologia, s'apliquen medicaments d'ampli espectre per eliminar una extensa varietat de factors que podrien estar provocant la malaltia. És el cas, per exemple, dels antibiòtics, tot i que, de vegades, aquests tractaments són durs i causen efectes no desitjats.

I és que es pot establir una analogia entre la farmacologia i els plans de rescat financers de Grècia, Portugal i Irlanda, ja que s'han dissenyat a mida per aplicar els efectes beneficiosos i aconseguir així una nova via de creixement sostenible el més aviat possible. Com succeeix de vegades en la farmacologia, el remei utilitzat ha hagut de ser força generalista, ja que, quan s'ha intervingut, la crisi ja s'havia estès al conjunt de l'economia.

A Grècia, per exemple, el detonant de la crisi va ser l'important deteriorament dels comptes públics. Després d'importantes revisions a l'alça del nivell de deute públic al gener de l'any passat, al final del 2010, es va situar en el 143% del PIB. Com a referència pot servir que, segons el tractat de Maastricht, el nivell de deute públic no ha de

EL CERCLE VICIÓS DE LA CRISI DEL DEUTE SOBIRÀ



FONT: Elaboració pròpia.

superar el 60% del PIB. Les mesures d'austeritat que la situació exigia i l'augment de la incertesa que aquesta situació va generar van afectar la solvència del sector privat i la capacitat de creixement del conjunt de l'economia, que ja no era gaire elevada. Això, al seu torn, va dificultar encara més l'ajustament fiscal i va fer que el país hel·lènic entrés en una espiral perversa de la qual era gairebé impossible escapar sense ajuda financera externa.

A Irlanda, l'origen de la crisi va ser l'esclat d'una bombolla immobiliària combinat amb un sistema financer molt sobredimensionat. A Irlanda, per exemple, els crèdits representaven el 270% del PIB el 2009, mentre que, a Grècia i a Portugal, aquesta xifra era del 90% i del 174%, respectivament. El sistema financer irlandès va haver d'assumir enormes pèrdues en els seus préstecs hipotecaris. Les pèrdues van haver de ser nacionalitzades, i es va produir una transmissió de risc bancari a risc sobirà. El deute públic, que, el 2007, representava el 25% del PIB, podria arribar al 111% enguany, segons el Fons Monetari Internacional. En aquest cas, el deteriorament econòmic dels sectors privat i públic també va acabar afectant la capacitat de recuperació del conjunt de l'economia, fet que va agreujar la situació dels sectors immobiliari i financer. Irlanda, per tant, també va acabar entrant en una espiral perversa i es va veure obligada a demanar ajuda financera.

Finalment, en el cas de Portugal, la baixa productivitat de l'economia i el fort increment dels salaris en els quinze últims anys van minar la competitivitat del país, que es va traduir en una pèrdua de quota als mercats d'exportació i en un creixent dèficit per compte corrent. Entre els anys 2002 i 2007, la taxa de creixement mitjana del PIB lusità va ser de l'1,0%, i, el 2010, el dèficit per compte corrent va arribar al 10,3%. Malgrat que el deute públic es trobava en nivells relativament més baixos que el grec, ja que, el 2008, representava el 71,6% del PIB, la recessió també va acabar pressionant-lo a l'alça. L'FMI espera que, el 2011, se situï en el 111% del PIB. Atesa la incapacitat de creixement mostrada durant l'última dècada, era difícil pensar que, sense reformes importants, l'economia podria ara alçar el vol, i, per tant, els dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic es van disparar. Com en els dos casos anteriors, això va fer que Portugal també entrés en una espiral perversa de la qual no podia sortir sense acudir a l'ajuda financera externa.

Cada programa d'ajuda, per tant, ha hagut de posar l'accent en diferents aspectes, perquè les febleses de cada país són diferents. Al mateix temps, però, moltes de les mesures recomanades són comunes, ja que, al final, es va veure afectat el conjunt de l'economia de cada país. La consolidació fiscal és un objectiu comú i, per tant, tots els països adopten mesures per aconseguir-la, però aquest repte és especialment important per a Grècia, ja que ha d'aconseguir reduir el dèficit fiscal del 15,5% del PIB que tenia el 2009 fins al 2,6% el 2014. Per complir aquest objectiu, està adoptant nombroses i doloroses mesures, orientades a reduir la despesa pública, com reduir dràsticament el nombre de funcionaris i el seu sou, reduir la despesa social i augmentar els ingressos, amb l'eliminació de diverses deduccions o amb l'increment de l'IVA. El paquet també inclou un important pla de privatitzacions empresarials, que el Govern espera que ajudi a reduir de forma considerable les necessitats de finançament.

Els principals objectius del paquet d'Irlanda són reestructurar el sistema financer, reduir-ne la dimensió, recapitalitzar-lo i millorar la regulació bancària. Totes aquestes iniciatives ja estan en marxa i, ara com ara, progressen adequadament. El Banc Central d'Irlanda treballa intensament per crear dos grans bancs, un al voltant del Bank of Ireland i un altre centrat en l'Allied Irish Banks. Les recapitalitzacions fetes han aconseguit dotar el sector d'un bon nivell de solvència, com ho demostren els resultats de les proves de resistència publicats al juliol, ja que els bancs irlandesos les van superar amb nota. A més a més, s'ha fixat un agressiu pla de desinversions perquè el sector recuperi una dimensió sostenible.

Finalment, les mesures acordades al pla de rescat portuguès pretenen, sobretot, millorar la competitivitat del país, reforçar el sistema financer i retornar, a curt termini, les finances públiques a un nivell d'equilibri. Atesa la impossibilitat de millorar la capacitat exportadora del país amb una devaluació de la moneda, Portugal durà a terme una devaluació interna: reduirà les cotitzacions socials, de manera que el cost de la mà d'obra es reduirà i, per tant, el preu dels productes portuguesos podrà ser més competitiu. Al mateix temps, s'augmentaran els impostos indirectes, com l'IVA, de manera que les arques públiques no perdran ingressos. El Govern lusità també ha posat sobre la taula un ambiciós pla de liberalització i privatització en sectors industrials, clau per millorar-ne l'eficiència. Finalment, destaca també la profunda reforma del mercat laboral que el país durà a terme.

En definitiva, els plans econòmics de rescat a mida són beneficiosos per als països que els implementen, de la mateixa forma que, en funció dels pacients i de les malalties que presentin, unes medicines són més indicades que unes altres. És clar que, igual que en la ciència mèdica, un mal diagnòstic fa que les medicines aconsellades no siguin útils per a la recuperació del pacient. És a dir, les mesures de política econòmica proposades en els plans de rescat financer poden estar ben dissenyades, però, si les hipòtesis de partida són incorrectes o massa optimistes, la seva eficàcia seria incerta.

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

Frenada sobtada de la locomotora alemanya

S'esperava una desacceleració de l'economia germànica després d'un primer trimestre extraordinàriament bo. No obstant això, la primera estimació del PIB del segon trimestre va ser pitjor del que s'esperava, ja que va presentar un augment trimestral del 0,1%. Així mateix, la taxa intertrimestral del primer trimestre del 2011 va ser revisada lleugerament a la baixa, fins a l'1,3%.

El pobre creixement del segon trimestre va estar influït per un cert alentiment de l'economia global en l'últim període. Així, el sector exterior, que hi havia contribuït notablement en els últims trimestres, va tenir una aportació negativa en augmentar més les importacions que les exportacions. No obstant això, una part de l'ascens de les importacions va derivar en un increment de les existències. D'altra banda, la desaceleració del segon trimestre s'explica per un efecte d'anticipació de l'activitat de la

construcció en el primer trimestre, a causa d'un hivern anormalment suau. A més a més, el consum va perdre impuls de forma apreciable, en part per una inflació més elevada.

Malgrat la frenada del segon trimestre, la probabilitat d'un descarrilament sembla petita, ja que, malgrat que la major part dels indicadors recents de tendència fluixegen, l'economia alemanya mostra un fons de solidesa que fa pensar més en un sot que en l'entrada en estancament. De fet, en taxa interanual, que aproxima la tendència, l'expansió del PIB alemany es va col·locar en el 2,8%. A més a més, el seu nivell va igualar el màxim històric del primer trimestre del 2008, abans de la Gran Recessió.

Al començament del tercer trimestre, les vendes de turismes van pujar el 9,9% en relació amb el juliol del 2010, després d'una caiguda interanual al juny. No obstant això, la confiança del consumidor es va replegar, influïda per la crisi del deute de la perifèria de la zona de l'euro, però roman

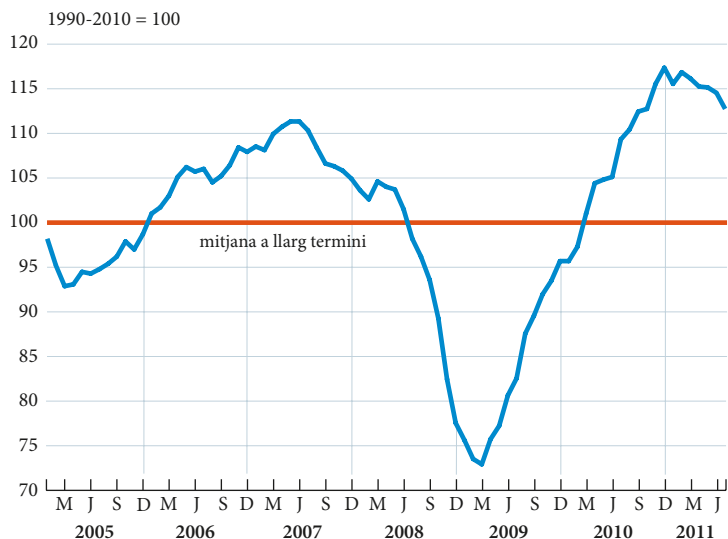
El pobre creixement del 0,1% de l'economia germànica en el segon trimestre decep...

...per bé que s'explica, en part, per l'extraordinària expansió del primer trimestre.

Més que en un descarrilament, cal pensar en un sot.

EL SENTIMENT ECONÒMIC S'ENTERBOLEIX A ALEMANYA

Indicador de clima econòmic



FONT: Comissió Europea.

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		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB	-5,1	3,6	4,0	3,8	4,6	2,8	-
Vendes al detall	-3,2	1,3	2,3	1,0	0,7	2,2	...
Producció industrial	-15,4	10,1	10,2	11,7	12,8	7,7	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	111,1	113,3	114,8	114,3	112,9
Taxa d'atur (**)	7,7	7,0	6,9	6,6	6,4	6,1	...
Preus de consum	0,4	1,1	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4
Balança comercial (***)	138,7	154,5	155,9	154,5	157,5	...	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa, corregit d'estacionalitat.

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

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

Revisem la previsió del creixement de l'economia alemanya a la baixa, fins al 2,9% el 2011.

en un nivell elevat. Pel que fa a la inversió, la utilització de la capacitat productiva es va mantenir relativament alta, la qual cosa, juntament amb uns tipus d'interès reals baixos, suggereix la continuïtat de la seva expansió, per bé que, possiblement, a un ritme menor, atesa la flexió del sentiment econòmic general en els últims mesos.

Des del costat de l'oferta es té una visió similar. Així, la confiança industrial va perdre vigor al juliol, però es trobava sensiblement per damunt de la mitjana a llarg termini i la cartera de comandes era robusta. La confiança en els serveis també va cedir, però també era superior a la mitjana històrica. Pel que fa a la construcció, els permisos d'iniciació d'habitatges van augmentar el 27,9% en el primer semestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, i l'indicador de confiança del sector va mostrar una millora al començament del tercer trimestre.

D'altra banda, l'evolució del mercat laboral continua donant suport al consum. Així, després d'un ascens interanual de l'ocupació de l'1,4% en el segon trimestre, l'atur va baixar al juliol en termes desestacionalitzats en relació amb el mes previ.

No obstant això, l'indicador BA-X de demanda de treball es va reduir lleugerament al juliol, tot i que romania en un nivell elevat. A més a més, per bé que la inflació dels preus de consum va augmentar lleugerament al juliol, fins al 2,4%, el sisè mes consecutiu per damunt del 2%, això era degut, primordialment, a l'energia i es podia esperar una reversió del fenomen.

A conseqüència de les noves dades conjunturals, hem revisat la previsió de creixement de l'economia alemanya per al 2011 a la baixa, fins al 2,9%, 4 dècimes per sota de la previsió anterior. Cal destacar que subsisteixen els riscos vinculats a l'evolució de la crisi del deute sobirà dels països de la perifèria de la zona de l'euro i a una desacceleració més àmplia de l'economia global.

Estabilització del producte interior brut francès en el segon trimestre

Després d'una sorpresa agradable en el primer trimestre, quan l'economia francesa va registrar un fort creixement, del 0,9% intertrimestral en dades revisades, la primera estimació del segon trimestre va proporcionar una decepció, ja que va registrar

El consum es comporta pitjor del que s'esperava en el segon trimestre a França.

un estancament en relació amb el trimestre precedent. L'impuls negatiu va provenir del consum de les famílies, que va recular el 0,7%, després d'un augment trimestral del 0,4% al gener-març.

Aquesta caiguda va ser deguda, en part, a la supressió de la subvenció per al canvi d'automòbil, que va motivar un intens descens de les matriculacions de cotxes. A més a més, tant el consum públic com la inversió total es van desacelerar. D'aquesta manera, la contribució de la demanda interior al creixement del PIB trimestral va ser de -0,2 punts. En canvi, com a nota positiva, la demanda exterior va aportar 0,3 punts al creixement trimestral, després d'haver restat mig punt en el primer trimestre. En relació amb el mateix període de l'any anterior, el PIB es va alentir i va marcar un increment de l'1,6%.

Els indicadors econòmics disponibles del tercer trimestre no deixen massa marge per a l'optimisme i, en general, es van deteriorar. No obstant això, són compatibles amb un modest creixement intertrimestral. Així, les vendes de turismes gairebé es van estancar al juliol en relació amb el mes previ en termes desestacionalitzats. La confiança dels consumidors es va situar per sota de la mitjana històrica al comença-

ment del primer semestre, per la preocupació d'un futur increment de l'atur. Pel que fa a la inversió, la utilització de la capacitat productiva va disminuir lleugerament, i la confiança en la indústria, també, per bé que el nivell de la cartera de comandes era sensiblement superior, en valor, al d'un any abans. Així mateix, la confiança de la construcció va millorar al juliol. En conjunt, l'indicador del sentiment econòmic va fluïxegar al juliol, però es va mantenir per damunt de la mitjana a llarg termini.

El dèficit de l'Estat en el primer semestre va disminuir el 0,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior i es va situar en 61.349 milions d'euros. Les despeses es van reduir el 5,3% interanual, en línia amb les previsions. Per la seva banda, els ingressos van baixar l'1,5%, afectats per canvis en el calendari dels impostos. Malgrat aquesta moderació del dèficit públic, la prima de risc del deute sobirà francès va experimentar un episodi de repunt en les primeres setmanes d'agost, en augmentar els rumors sobre una possible pèrdua de la màxima qualificació en el context de crisi del deute sobirà de la perifèria de la zona de l'euro. Així, el diferencial de tipus d'interès de les obligacions de l'Estat a deu anys franceses amb les alemanyes va passar de 40 punts bàsics al final del primer

Canvi a la baixa de la previsió de creixement del PIB gal el 2011, fins a l'1,8%.

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		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB	-2,6	1,4	1,6	1,4	2,1	1,6	-
Consum de manufactures per les llars	-0,4	1,7	2,6	1,0	3,5	1,2	...
Producció industrial	-12,4	5,2	4,3	4,8	4,8	2,1	...
Taxa d'atur (*)	9,5	9,8	9,8	9,7	9,7	9,6	...
Preus de consum	0,1	1,5	1,5	1,7	1,8	2,1	1,9
Balança comercial (**)	-45,1	-52,2	-51,9	-52,2	-59,7	-65,0	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa, corregit d'estacionalitat.

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

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

L'economia transalpina creix lleugerament per damunt de la zona de l'euro en el segon trimestre, però les perspectives no són esperançadores.

semestre del 2011 a un màxim de 79 el dia 9 d'agost, per bé que es va moderar posteriorment.

En aquest marc, el dia 10 d'agost, en una reunió extraordinària, el govern francès va anunciar que preparava noves mesures d'ajustament per refermar la credibilitat del procés de consolidació fiscal, que ha de reduir el dèficit públic fins al 3,0% del PIB el 2013. El dia 24 d'agost, el govern francès va concretar el pla per disminuir el dèficit públic en 12.000 milions d'euros entre el 2011 i el 2012. Les propostes inclouen la creació d'una contribució especial per a les rendes més altes, la supressió d'una deducció en l'impost sobre les plusvàlues immobiliàries i un increment de la imposició sobre les rendes del capital i sobre les begudes alcohòliques i ensucrades. A més a més, el govern gal continua impulsant el mandat constitucional d'equilibri de les finances públiques, per al qual ha d'aconseguir el suport de les tres cinquenes parts de les dues càmeres parlamentàries.

A conseqüència de l'impacte de l'alentiment de l'economia global i, en particular, de la crisi del deute sobirà a la perifèria de la zona de l'euro, i també després de conèixer les dades de comptabilitat nacional del segon trimestre, del pessimisme del con-

sumidor gal i de l'enduriment pressupostari, hem revisat a la baixa la previsió del creixement econòmic francès el 2011. Així, el situem en un moderat 1,7%, en línia amb el conjunt de la zona de l'euro.

Es revifa lleugerament el creixement econòmic a Itàlia

Després d'apropar-se a l'estancament en el primer trimestre, l'economia italiana es va revifar lleugerament en el segon. Així, el PIB va pujar el 0,3% en relació amb el trimestre anterior, lleugerament per damunt de la zona de l'euro. Aquesta recuperació va ser impulsada per la indústria i pels serveis, ja que el valor afegit de l'agricultura va baixar. De tota manera, la taxa interanual va disminuir en dues dècimes, fins a un modest 0,8%.

No sembla que, en el tercer trimestre, hagi de millorar la conjuntura. Les vendes d'automòbils van caure al juliol el 10,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. La confiança dels consumidors va tornar a fluixejar, ateses les incerteses econòmiques i les fosques perspectives del mercat laboral. La reducció de la utilització de la capacitat productiva no apunta a una inversió vigorosa. D'altra banda, tam-

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		
			III	IV	I	II	Juliol
PIB	-5,2	1,2	1,4	1,5	1,0	0,8	-
Vendes al detall	-1,7	0,0	0,5	0,1	-0,2	...	...
Producció industrial	-18,7	6,5	7,6	5,2	2,2	2,0	...
Taxa d'atur (*)	7,8	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	-
Preus de consum	0,8	1,5	1,6	1,7	2,3	2,6	2,7
Balança comercial (**)	-5,9	-29,3	-22,5	-29,3	-34,9	-36,1	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa, corregit d'estacionalitat.

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

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

bé va baixar al juliol la confiança industrial i dels serveis, per bé que va augmentar en el comerç al detall. En conjunt, l'indicador de sentiment econòmic va cedir al juliol i es va situar sensiblement per sota de la seva mitjana a llarg termini.

En el transcurs del 2011, els comptes de l'Estat italià presenten una millora. No obstant això, el baix ritme d'expansió de l'activitat i l'alt nivell del deute públic van continuar suscitant la preocupació dels mercats en el context de la crisi del deute sobirà perifèric de la zona de l'euro. Atesa la tensió de la prima de risc del deute públic sobirà, el govern transalpí va presentar, al final de juny, un nou pla d'ajustament i va accelerar-ne la tramitació parlamentària, de manera que es va aprovar a mitjan juliol.

Aquest paquet va fixar finalment en uns 80.000 milions d'euros la reducció de l'endeutament net, però va relegar el gros de l'ajustament al 2013 i el 2014 i va establir l'equilibri pressupostari per a aquest últim any. Entre d'altres mesures, figuraven la racionalització de la despesa sanitària (amb el copagament en alguns casos), diversos ajustaments en les pensions, algunes alces d'impostos (com els dels carburants), la reducció dels beneficis fiscals i l'impuls d'un programa de venda d'accions en poder de l'Estat. No obstant això, en ajornar la major part de la consolidació fins després de les eleccions parlamentàries del 2013, aquest pla no va aconseguir la credibilitat per part dels mercats financers.

Així, malgrat que els cinc bancs italians que van participar directament en les proves d'esforç de l'Autoritat Bancària Europea publicades cap a la meitat de juliol van resultar adequadament capitalitzats, la prima de risc va continuar pujant, i, el dia 4 d'agost, el diferencial de tipus d'interès de les obligacions a deu anys amb les homòlogues alemanyes va marcar un rècord de 386 punts bàsics. En aquest context, el dia 12 d'agost, el govern subalpí va aprovar un nou paquet de mesures, que va passar al debat parlamentari.

La finalitat del nou pla és avançar l'equilibri pressupostari al 2013. Les mesures contemplen la simplificació de l'estructura administrativa central i local amb una reducció dels costos operatius, una rebaixa entre el 10% i el 20% de la remuneració dels membres del Parlament i la introducció d'una contribució solidària per als tres pròxims anys entre el 5% i el 10% per a les rendes més altes. Així mateix, també es proposa la liberalització de les activitats professionals i la privatització dels serveis públics locals.

La intervenció del Banc Central Europeu mitjançant la compra de deute públic italià i la presentació del nou pla d'ajustament van contenir l'escalada de la prima de risc, que va disminuir fins a uns 270 punts bàsics cap a la meitat d'agost. No obstant això, aquest nivell és relativament elevat i superava lleugerament el del deute espanyol. En aquest entorn, sembla difícil que el creixement del PIB superi l'1% el 2011.

La prima de risc del deute italià marca un rècord al començament d'agost...

...i la seva escalada només es conté amb la intervenció del Banc Central Europeu i amb la presentació d'un nou pla d'ajustament per part del govern subalpí.

Una tragèdia grega?

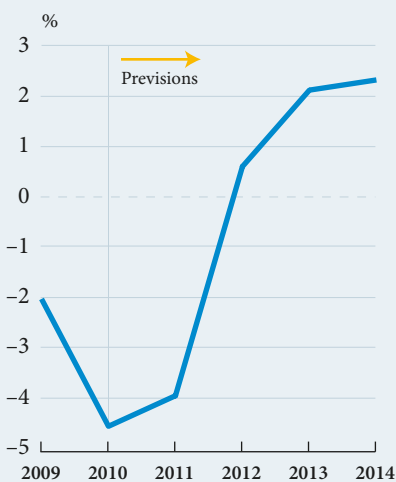
Si un bo ofereix una rendibilitat anual del 30%, és perquè és molt probable que el deutor no pagui a temps o que no pagui tot el que deu. Doncs bé, aquesta era, aproximadament, la rendibilitat que oferien els bons a dos anys del govern grec al final de juny. En aquell moment, i per a molts fins i tot des de molt abans, era del tot evident que el programa de rescat del maig del 2010 no era suficient per resoldre la crisi grega. Al juliol d'enguany, el Consell de la UE va proposar un nou paquet d'assistència financera que dóna més temps a l'economia grega per intentar redreçar la situació. La desconfiança, però, persisteix.

Dur, optimista i ingenu són qualificatius que es poden utilitzar per definir el rescat de 110.000 milions d'euros aprovat per l'FMI i per la UE al maig del 2010. Dur, perquè exigeix una reducció del dèficit fiscal de 13 punts del PIB entre el 2009 i el 2014 (des del 15,5% del PIB fins al 2,6% del PIB), amb bona part de l'ajustament concentrat en els primers anys. També perquè, originalment, els fons d'ajuda s'oferien a un tipus d'interès alt (en el cas dels préstecs de la zona de l'euro, s'aplicava un marge de 3,5 punts percentuals per damunt de l'euríbor a 3 mesos). Optimista, perquè infraestimava les dificultats que tindria l'economia grega per tornar a créixer en un context de fort ajustament fiscal. Per exemple, mentre es preveia que el PIB cauria el 2,6% el 2011, el mateix govern grec creu ara que la reculada podria arribar al 4,0%. Ingenu, perquè suposava que Grècia es podria tornar a finançar als mercats de capital privats el 2012, tot i que estimava que, llavors, el pes del deute públic seria equivalent al 150% del PIB. Les rendibilitats exhibides recentment pel deute grec deixen clar que Grècia queda lluny de poder accedir a finançament privat a un cost raonable. Així, doncs, es requeria una alternativa per cobrir els més de 125.000 milions d'euros que Grècia confiava poder aconseguir dels inversors privats entre el 2012 i el 2014.

El nou rescat pretén cobrir aquestes necessitats de finançament i millorar les condicions financeres dels préstecs oficials. Es tracta d'un paquet de 109.000 milions d'euros (dels quals, 80.000 milions corresponen a la zona de l'euro i la resta a l'FMI) que s'oferirà a uns tipus d'interès més baixos (en el cas dels fons europeus, al cost d'emissió

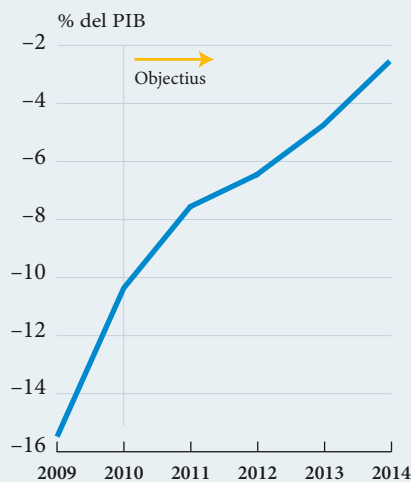
LA PROLONGADA RECESSIÓ DE L'ECONOMIA GREGA...

Creixement del PIB



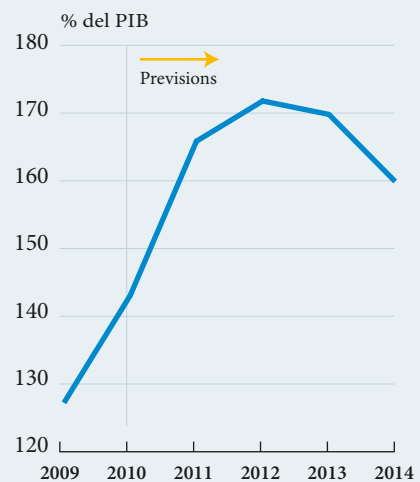
...DIFICULTA LA REDUCCIÓ DEL DÈFICIT...

Saldo fiscal



...I LA REDUCCIÓ DEL DEUTE PÚBLIC

Deute públic brut



FONT: Fons Monetari Internacional (juliol 2011).

de la Facilitat Europea d'Estabilització Financera, FEEF) i a uns terminis més llargs. Aquesta millora de les condicions també s'aplicarà al paquet anterior, la qual cosa implicarà que els tipus d'interès es vegin reduïts fins al 3,5%, aproximadament, i que els terminis màxims s'allarguin des dels 7,5 anys fins als 30 anys. Així mateix, per facilitar la recuperació econòmica de Grècia, la UE també s'ha compromès a augmentar les inversions finançades amb fons estructurals.

A més a més, arran de la insistència d'Alemanya, els governs de la zona de l'euro han aconseguit arrencar al sector privat una oferta per participar voluntàriament en el finançament de Grècia amb uns 50.000 milions d'euros. L'ofertament inclou un menú d'opcions per intercanviar bons que vencen en els propers anys per nou deute a uns terminis de 15 o 30 anys i a uns tipus d'interès mitjans del 5,5%. D'aquesta manera, el sector privat podria contribuir amb uns 37.000 milions a les necessitats de finançament gregues entre el 2011 i el 2014. D'altra banda, també està previst establir un fons per recomprar deute grec al mercat secundari (un programa al qual el sector privat aportarà uns 13.000 milions d'euros). Entre l'intercanvi de bons, que, en alguna de les seves opcions, implicarà un descompte del valor nominal del deute, i la recompra de bons per sota de la par, s'estima que Grècia podria veure reduït el deute en uns 27.000 milions, equivalents al 12% del PIB.

En conjunt, es tracta d'un paquet força generós, fins i tot més del que s'esperava. No obstant això, cinc setmanes després de l'anunci del Consell Europeu, la rendibilitat del bo grec a 2 anys supera el 40% anual. Per què aquest nou pla no esvaeix les incerteses? Les raons són diverses: el nou paquet encara no és operatiu, i alguns països, com Finlàndia, es resisteixen a participar si no reben garanties per si de cas es dona un impagament de Grècia al FEEF (una exigència que no destil·la gaire confiança en l'èxit del pla de rescat). Malgrat la reestructuració d'una part del deute, el seu pes continuarà essent molt elevat (es preveu que el deute brut se situï al voltant del 160% del PIB el 2014), motiu pel qual són molts els qui consideren que un futur quitament serà difícil d'evitar. Els objectius de dèficit fiscal tampoc no s'han modificat i continuen essent difícils d'assolir, tant per raons polítiques com econòmiques. I, finalment, persisteix l'escepticisme sobre el sistema de governança econòmica de la zona de l'euro, el qual, sense cap mena de dubte, està incomplet.

En aquest sentit, el Consell Europeu va aprovar, juntament amb el rescat de Grècia, un seguit de mesures per frenar el contagi de la crisi grega, però no van prou lluny per esvaire els dubtes que afecten els països amb alts nivells de deute o de dèficit. En concret, s'ha flexibilitzat el FEEF perquè pugui comprar deute públic de qualsevol país de la zona de l'euro al mercat secundari sota determinades condicions (una tasca que, ara com ara, el BCE realitza a contràcor) i finançar la recapitalització d'institucions financeres, fins i tot en països no subjectes a un programa de rescat. Desafortunadament, el Consell no va creure oportú augmentar la dotació del FEEF, la qual cosa resta credibilitat a aquestes reformes. Tampoc contempla, ara com ara, la possibilitat d'emetre bons conjunts per finançar als diferents estats membres (els anomenats eurobons). No és difícil comprendre la resistència política dels països més rics de la zona de l'euro a una major integració fiscal, per molt raonable que sigui des d'un punt de vista conceptual.

En definitiva, la crisi grega està lluny de resoldre's. Els reptes als quals s'enfronta el país continuen essent majúsculs i el suport de la UE exigeix una pèrdua de sobirania fiscal difícil de gestionar políticament. És altament probable que sigui necessària una nova reestructuració del deute amb quitaments substancials. Més remota, pels costos, tant per a Grècia com per al conjunt de la zona de l'euro, és la possibilitat que es produeixi un *default* desordenat i que Grècia abandoni l'euro. Seria un final de tragèdia grega.

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

La dada de creixement britànic del segon trimestre va ser feble.

L'entorn d'ajustament fiscal i el deteriorament de la renda disponible de les famílies apunten a un creixement moderat en el que queda d'any.

Regne Unit: convulsió social en un entorn econòmic complicat

La convulsió social viscuda al Regne Unit ha sorprès tothom i ha posat en dubte la capacitat de lideratge del *premier* britànic en un moment en què és vital per poder reconduir el curs de l'economia. I és que les dades econòmiques continuen obstinades a apuntar cap a la tendència de desacceleració econòmica al Regne Unit, situació que ja estava descomptada des de fa mesos pel consens de les previsions econòmiques.

Fins i tot el Banc d'Anglaterra, a l'*Inflation Report* de l'agost, ha revisat a la baixa les perspectives de creixement del país, mentre el governador del banc emissor, Mervyn King, advertia del risc que, en els pròxims mesos, la inflació pogués superar de forma transitòria el 5%. Ara com ara, l'última dada de l'IPC del mes de juliol es manté en un tossut 4,4%. En les actes de la reunió dels dies 3 i 4 d'agost, els membres del Comitè de Política Monetària del banc central van manifestar unanimitat a l'hora de mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,5%, atès el deteriorament de les perspec-

tives econòmiques. Cal recordar que, en reunions anteriors, alguns membres fins i tot havien votat a favor d'una pujada del tipus d'interès director nominal, plantejament que, a dia d'avui, sembla molt lluny.

Certament, el creixement del PIB del segon trimestre es va desaccelerar fins al 0,2% intertrimestral des del 0,5% del primer trimestre, mentre que el creixement interanual va passar de l'1,6% al 0,7%. Aquesta dada reforça la tesi que la recuperació es continuarà produint de forma molt pausada. Aquesta lentitud pesa sobre l'ànim de les famílies, i això llasta la capacitat de recuperació del consum privat. Si, al juny, les rebaixes van animar els britànics, al juliol, la dada de vendes al detall va tornar a mostrar una gran feblesa. A més a més, el mercat laboral continua sense mostrar símptomes clars de millora, i, de fet, en el mes de juliol, la taxa d'atur va augmentar lleugerament fins al 4,9%.

Resumint, la conjuntura econòmica es mou dins uns paràmetres de forta debilitat: entre un dur ajustament fiscal i una evolució pobra de la renda neta disponible

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB	-4,9	1,3	2,5	1,5	1,6	0,7	-
Vendes al detall	1,0	0,4	0,6	-0,1	2,2	0,9	0,1
Producció industrial	-10,1	2,1	3,1	3,3	1,9	-0,8	...
Taxa d'atur (1)	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7	4,9
Preus de consum	2,1	3,3	3,1	3,4	4,2	4,4	4,4
Balança comercial (2)	-82,4	-96,4	-91,1	-96,4	-98,4	-98,6	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	73,9	80,4	81,5	79,3	79,2	78,6	77,2

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.

de les famílies, a causa de l'augment de l'atur i de l'alt nivell de la inflació, superior a l'increment dels salaris. Un entorn complicat que fa que, probablement, calgui revisar de nou a la baixa la nostra previsió de creixement del PIB del Regne Unit per al 2011, actualment en l'1,6%. No obstant això, mantenim la nostra previsió del 4,3% per a la inflació el 2011, ja que, malgrat els increments de preus de serveis bàsics energètics, que s'aniran traslladant als consumidors en les factures de llum i de gas en els pròxims mesos, pensem que, posteriorment, la inflació baixarà a causa de la cancel·lació de diversos efectes transitoris que han fet incrementar el nivell de preus britànics durant els últims registres.

Europa emergent: cap a un canvi d'escenari?

Al començament de l'estiu, preocupaven tres aspectes de la conjuntura macroeconòmica de l'Europa emergent. El que potser era més apressant era la deriva dels preus,

que amenaçava amb instal·lar la inflació en cotes elevades. En segon lloc, se seguia amb inquietud els desenvolupaments financers que acompanyaven la crisi del deute sobirà a les economies perifèriques de la zona de l'euro. Finalment, una tercera qüestió era calibrar l'abast del que, llavors, es percebia com una certa moderació de l'activitat. Els esdeveniments dels mesos de juliol i d'agost han tendit a donar més pes a l'última d'aquestes tendències, sense que això comporti que les altres dues estiguin definitivament resoltes.

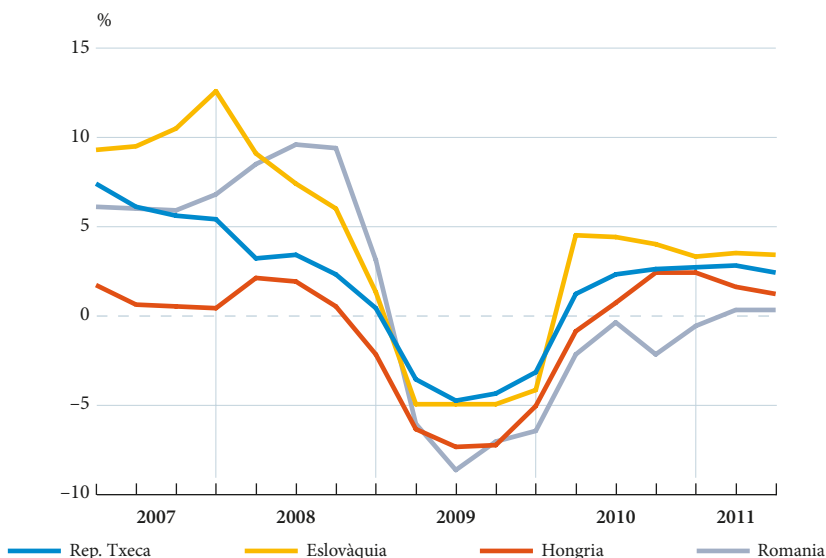
Així, i sense disposar encara de les dades de Polònia, les xifres de creixement econòmic del segon trimestre han estat més baixes del que s'esperava. Quan les previsions apuntaven a una acceleració del ritme, la realitat ha estat que, a Hongria, a la República Txeca i a Eslovàquia, el PIB s'ha desaccelerat en taxa interanual. Per la seva banda, en el cas romanès, s'ha mantingut el feble registre del primer trimestre. L'element comú que explica aquest alentiment és l'empitjorament de l'activitat a Alema-

A l'Europa emergent, la preocupació per la pèrdua de ritme del creixement és la més apressant.

En el segon trimestre, la tendència predominant és cap a la desacceleració de l'activitat.

LA RECUPERACIÓ PERD RITME A L'EUROPA EMERGENT

Percentatge de variació interanual del PIB real



FONTS: Eurostat i Thomson Reuters Datastream.

El creixement és més feble a Romania i a Hongria, dos països en procés d'ajustament macroeconòmic.

nya i a altres economies de la Unió Europea que concentren el gros de les exportacions de l'Europa central i oriental.

Com es pot apreciar al gràfic anterior, el creixement ha estat moderat a Romania i a Hongria, dos estats que estan en procés d'ajustament macroeconòmic i que tenen les exportacions com a principal font d'activitat. En canvi, el ritme d'avanç del PIB ha estat clarament millor a la República Txeca i a Eslovàquia, dos països que, en part, han pogut pal·liar l'empitjorament exportador amb un major ritme de la demanda interna.

A partir d'aquesta moderació del creixement en el segon trimestre, què es pot esperar de cara als pròxims mesos? Els escassos indicadors d'activitat del tercer trimestre i, en especial, les dades de sentiment econòmic del juliol suggereixen que la desacceleració es manté en aquest període. Es tracta d'una evolució coherent amb la dels indicadors d'activitat de la zona de l'euro, que també segueixen una tendència descendent, i que justifica que s'esperï una segona meitat d'any d'activitat moderada a les economies que comparteixen la moneda única. En aquesta tessitura, seria sorprenent que el creixement a l'Europa emergent s'accelerés de forma apreciable en el que falta per acabar l'any.

La mala notícia que representa aquesta pèrdua de pols econòmic s'ha vist compensada per dos desenvolupaments que poden ser valorats de forma positiva. La inflació, que es va instal·lar al maig passat en cotes properes al 5% interanual i, per tant, en una zona que amenaçava el compliment dels objectius d'inflació dels bancs centrals de la regió, ha disminuït fins a la

zona del 3,5% en dos mesos. Es tracta d'una evolució que es beneficia de la desacceleració dels preus de l'energia i dels aliments, dues tendències que, segons les previsions, es mantindran en els pròxims mesos.

Un segon front, menys preocupant ara que uns mesos enrere, és el de les repercussions a la regió de la crisi del deute sobirà europeu. L'evolució de les primes de risc de les cinc economies que habitualment ressenyem en aquestes pàgines (Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania) mostra que els inversors només han percebut un augment del risc de solvència públic en el cas magiar.

Es tracta d'una posició que té el seu fonament en el fet que Hongria manté un endeutament públic sensiblement superior als habituals a la regió, equivalent al 80% del PIB, enfront de valors en la zona del 30%-40% en els casos de Romania, de la República Txeca i d'Eslovàquia o del 55% de Polònia. Aquesta clara discriminació del risc per part dels mercats financers permet descartar, ara com ara, la hipòtesi més negativa: la del contagi regional generalitzat.

En resum, l'Europa emergent, una regió estretament vinculada comercialment i financerament amb els països centrals de la Unió Europea, acompanya aquestes economies en una etapa de menor creixement econòmic. Ara com ara, l'escenari més probable és el d'una fase de desacceleració transitòria i d'una intensitat moderada, que afectarà fonamentalment la segona part del 2011. Tot plegat, però, sempre que els mercats financers continuïn filant prim en la discriminació geogràfica dels riscos i que Alemanya superi aviat el seu inesperat afebliment cíclic.

La inflació es comença a moderar.

Absència de contagi financer generalitzat de la crisi del deute, tot i que preocupa l'endeutament públic d'Hongria.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

La tempesta es converteix en vendaval

Des del començament del segon trimestre, la dinàmica financera internacional ha estat determinada per la confluència de diversos factors, la repercussió dels quals sobre els mercats es caracteritza per un bruscat moviment de «fugida cap a la qualitat» en el comportament dels inversors, amb fortes caigudes a les borses. En aquest sentit, cal destacar, en primer lloc, el procés d'alentiment del creixement econòmic, principalment als Estats Units. En segon lloc, el caire restrictiu de la política econòmica als països emergents, atès el risc de sobreescalfament. En tercer lloc, la prolongació de la crisi del deute sobirà de la perifèria europea, tant en el temps com en el nombre de països afectats. I, finalment, l'inacabat procés de regulació del sector financer.

A l'agost s'han intensificat les turbulències, que han recordat, en alguns moments, el drama de la tardor del 2008. Segurament, els efectes d'aquests factors i dels diferents processos de reconducció adoptats continuaran marcant el ritme dels mercats financers durant algun temps, però sembla raonable esperar que es vagin diluint, de manera que, a mitjà i a llarg termini, les perspectives s'haurien de caracteritzar per un retorn de les taxes d'expansió positives i per la recuperació de la confiança dels inversors.

La Reserva Federal i el BCE, dues maneres diferents d'encarar les crisis

En els últims dos mesos, s'han apreciat diversos símptomes que confirmen la mo-

deració del ritme de creixement de l'economia a nivell global. Els *shocks* adversos del març (com el sisme del Japó i les revoltes socio-polítiques a l'Orient Mitjà) van contribuir a desencadenar una fase de moderació de l'activitat, el perfil de la qual, en un principi, hauria de ser passatger. Atès que aquest procés difereix en funció de l'àrea geogràfica, igual que succeeix amb els riscos inflacionistes vinculats a l'encariment tendencial de les primeres matèries, les decisions de les autoritats monetàries han estat disperses en funció del país. Així, per exemple, mentre la Reserva Federal ha garantit el perfil lax de la política monetària en els pròxims dos anys, el Banc Central Europeu ha optat per apujar de nou el tipus oficial, igual que els bancs centrals de la Xina i d'altres països emergents.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed), després de la reunió del comitè de política monetària celebrada el 9 d'agost, va exposar amb notable claredat les principals conclusions de la seva anàlisi de l'escenari econòmic actual i les directrius de l'estratègia de política monetària acordades. A l'ombra de les fluïdes dades de creixement publicades al juliol, el president de l'entitat, Ben Bernanke, va reconèixer que el grau d'alentiment de l'economia al llarg d'enguany és superior al previst inicialment. Indicadors de rellevància, com el consum de les famílies o la inversió no residencial, han donat mostres de feblesa i l'activitat d'alguns sectors, com el residencial, es manté moribunda. En aquest context, des de la Fed, es considera que les perspectives per al mercat laboral es presenten encara molt fràgils, i aquesta raó és la que, bàsicament, fa que l'entitat hagi decidit mantenir

L'alentiment del creixement condiciona l'evolució dels mercats.

Les estratègies de política monetària difereixen en funció de l'àrea geogràfica.

Bernanke reconeix que el ritme de creixement s'ha frenat més del que esperava.

La Fed anuncia que mantindrà els tipus d'interès en els nivells actuals durant els pròxims dos anys.

Bernanke no descarta un nou programa d'estímul quantitatiu (QE3).

El BCE apuja els tipus d'interès i emfatitza la vigilància sobre la inflació.

el tipus d'interès oficial en els nivells mínims possibles (0%-0,25%).

Pel que fa a l'estratègia futura de política monetària, la Fed va fer un anunci extraordinari: segons les seves estimacions econòmiques per als pròxims trimestres, i tenint en compte l'impacte que pugui tenir sobre el creixement l'aplicació del pla de reducció del dèficit fiscal aprovat al Congrés (el propòsit del qual és reduir el dèficit en 2,8 bilions de dòlars), l'autoritat monetària es va comprometre a mantenir els tipus d'interès oficials en el rang mínim del 0%-0,25% fins a la meitat del 2013. En paraules de Bernanke, el propòsit d'aquesta inusual decisió és fer tot el necessari per a la recuperació econòmica, atès que considera controlats els riscos d'inflació. Addicionalment, la Fed continuarà reinvertint els interessos i el principal del deute públic i dels bons hipotecaris que té en cartera. Sobre la qüestió d'eventuals mesures addicionals de política monetària quantitativa (l'anomenat Quantitative Easing 3, QE3), tot i no esmentar-les explícitament, sí que va manifestar la predisposició de l'entitat per actuar sense objeccions quan es consideri que les condicions econòmiques i financeres ho requereixin. En definitiva, tot fa pensar que, a curt termini, l'enfocament de la Fed és proporcionar unes condicions extremadament laxes i que el debat sobre l'«estratègia de sortida» torna a quedar ajornat per a més endavant.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE), en el context de la seva estratègia de normalització iniciada a l'abril, va augmentar el tipus d'interès rector en 25 punts bàsics, fins a l'1,5%, en la reunió del juliol i posteriorment el va mantenir en la cita de l'agost. El moviment, que ja havia estat anticipat pel president de l'entitat, Jean-Claude Trichet, va ser justificat com a resposta a la persistència de riscos inflacionistes significatius a mitjà termini. En

efecte, el biaix del missatge en les dues reunions va estar clarament dominat, igual que en els mesos anteriors, per l'objectiu d'assegurar l'estabilitat de preus a la regió, sota la consideració que els fonaments econòmics aconsellen, en opinió del BCE, una normalització progressiva de les condicions monetàries. No obstant això, en les últimes setmanes, i tenint en compte la moderació del creixement i l'abaratiment de les primeres matèries, les expectatives del mercat sobre l'actuació futura del BCE han experimentat un canvi dràstic, fins al punt que ara ja no s'esperen més pujades de tipus durant el que queda d'any.

Pel que fa a les mesures monetàries no convencionals, el BCE va decidir mantenir les ja existents (facilitats il·limitades de liquiditat a 1 i a 3 mesos). En la reunió del 4 d'agost, les va ampliar amb una subhasta de liquiditat amb les mateixes característiques que les anteriors, però amb venciment a 6 mesos, en resposta a les dificultats de finançament que alguns bancs de la regió continuen trobant a causa de la crisi del crèdit sobirà. Sobre la seva tasca en la resolució d'aquesta crisi, el BCE ha adoptat un paper molt actiu, sempre amb la finalitat de reduir la tensió als mercats de crèdit i sostenir el nivell de confiança dels inversors. D'una banda, el BCE va suspendre l'aplicació del llindar mínim de qualificació als actius emesos pel govern de Portugal a l'hora de rebre'ls com a col·lateral dels seus préstecs. De l'altra, va participar en la negociació del segon rescat financer a Grècia i en l'acord de flexibilització de les competències del Fons Europeu d'Estabilitat Financera. En les primeres setmanes d'agost, atesa la creixent incertesa pel contagi de la crisi del deute sobirà, el BCE va reprendre amb determinació les compres de bons dels països en dificultats, en concret bons emesos pels Tresors d'Espanya i d'Itàlia.

Per la seva banda, el to de la política monetària dels països emergents continua essent restrictiu, en resposta a l'avançada fase del cicle econòmic en què es troben. L'elevat ritme d'activitat assolit en els dos últims anys ha generat símptomes propis de situacions de sobreescalfament econòmic. Elements com l'augment de les pressions inflacionistes en els productes de consum bàsic, l'excés de crèdit i la formació de bombolles en alguns actius són més que suficients perquè les autoritats monetàries d'aquests països continuïn adoptant mesures restrictives de política monetària. L'exemple més representatiu ha estat el banc central de la Xina, que va acordar la cinquena pujada de tipus en vuit mesos i

va augmentar en 25 punts bàsics el tipus rector, fins al 6,56%, com a mesura per frenar una taxa d'inflació que s'ha enfilat fins a nivells massa elevats. No obstant això, en els últims mesos, ja s'ha començat a observar una moderació en l'expansió del crèdit i de l'activitat, que seria compatible amb l'inici d'un «aterratge suau» i, possiblement, amb la finalització de l'etapa d'enduriment monetari.

En aquest context d'estratègies de política monetària dispars entre els Estats Units i la zona de l'euro, els tipus d'interès dels mercats interbancaris han evolucionat en funció de les expectatives dels inversors sobre les actuacions de les respectives

El BCE compra deute sobirà dels països de la perifèria de la zona de l'euro.

Els països emergents continuen restringint la política monetària.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euribor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2010									
Juliol	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agost	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Setembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Novembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Desembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Gener	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrer	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Març	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Maig	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Juny	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Juliol	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agost (1)	1,50	1,53	2,07	0,25	0,30	0,19	0,50	0,87	-0,15

NOTES: (1) Dia 22.

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

(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.

El mercat interbancari europeu pateix un modest rebrot de les tensions.

autoritats monetàries, així com al compàs dels esdeveniments vinculats a la crisi del deute sobirà i les seves repercussions sobre el finançament dels bancs.

En el cas del mercat nord-americà, els tipus interbancaris van experimentar, entre el juliol i l'agost, un lleuger increment, arran de la incertesa al voltant de les negociacions sobre el sostre d'endeutament i la preocupació per la salut del sector bancari internacional. Però aquest augment, atribuïble a les primes de risc, ha estat molt modest si es compara amb el de la tardor del 2008, després del col·lapse de Lehman Brothers. En aquest sentit, l'anunci de la Fed d'ajornar dos anys les pujades de tipus d'interès és un element clau per preservar l'estabilitat en aquest mercat de cara als pròxims mesos.

L'evolució ha estat una mica més agitada en el cas del mercat interbancari europeu. El tipus d'interès euríbor a un any va moderar l'ascens al juliol i es va situar en nivells pròxims al 2,20%, ateses les mostres, cada vegada més clares, de moderació del creixement mundial. En el transcurs del mes d'agost, l'evolució va ser a la baixa per primera vegada des de l'inici de l'any, moviment que, a més a més, amaga una notable divergència entre els elements integrants d'aquest tipus d'interès. D'una banda, el component lliure de risc protagonitzava un notable descens, en resposta a l'expectativa dels inversors que la desacceleració global acabarà afectant Europa i durà el BCE a aturar l'estratègia de pujades progressives del tipus oficial. De l'altra, les primes de risc (de crèdit i de liquiditat) s'incrementaven notablement, a mesura que es constata un augment del deteriorament de les crisis del deute sobirà i una certa desconfiança entre les entitats financeres a l'hora de prestar-se fons. Aquesta circumstància va provocar, simultàniament, un augment de la demanda de finançament de les entitats bancàries al banc central.

Standard & Poor's rebaixa el rating del deute dels Estats Units.

La rendibilitat del deute dels Estats Units i d'Alemanya registra noves caigudes.

Els inversors busquen refugi en el deute dels Estats Units i d'Alemanya

Les taxes internes de rendibilitat (*yields*) del deute públic de les principals economies occidentals, en particular dels Estats Units i d'Alemanya, van continuar immerses en la trajectòria a la baixa iniciada a la primavera. S'han assolit cotes molt baixes en termes històrics. En el cas dels Estats Units, les rendibilitats dels bons a dos i a deu anys van baixar fins a nivells del 0,20% i del 2,10%, respectivament. Entre els factors que expliquen aquest nou episodi de caigudes de les *yields* destaca, per damunt de tot, el deteriorament gradual dels principals indicadors macroeconòmics i la rebaixa de les expectatives de consens per al creixement. Addicionalment, el nou pla d'ajustament pressupostari assolit al Congrés dels Estats Units ha allunyat la possibilitat d'un «*default tècnic*». El pla contempla la reducció del dèficit públic en 2,8 bilions de dòlars al llarg de la pròxima dècada. Un esdeveniment que va tenir un enorme ressò mediàtic, però escàs impacte al mercat, va ser la rebaixa del *rating* del deute dels Estats Units realitzada per Standard & Poor's. L'agència va retirar la qualificació AAA i la va situar en AA+, ja que considera insuficient l'acord de reducció del dèficit pactat al Congrés i tem l'elevat nivell de deute al qual s'enfronta el país a mitjà termini. No obstant això, sembla que els inversors continuen confiant plenament en el deute nord-americà, i la seva prima de risc roman en nivells reduïts. Un altre factor que no ha impedit el descens de les *yields* ha estat el final del segon programa de compra de bons de la Fed (QE2). La presència activa del banc central aportava un cert suport al mercat de deute, però la veritat és que, des de la seva retirada l'últim dia de juny, la *yield* del bo a deu anys ha ampliat el descens i l'augment de la volatilitat no ha estat gaire intens.

En el cas de la zona de l'euro, la rendibilitat del deute sobirà alemany ha mostrat un comportament similar al del nord-americà. Les *yields* dels bons a dos i a deu anys germànics van baixar fins al 0,60% i el 2,12%, respectivament. Una vegada més, el deteriorament de la crisi del deute sobirà de la perifèria i la por al contagi a altres economies de la regió han alimentat un canvi en les preferències dels inversors, que han optat per actius de menor risc o de major qualitat, com és el cas del deute alemany. Tot i que aquest comportament s'està allargant des de la primavera, el seu caràcter hauria de ser transitori si es té compte la informació favorable que es desprèn de l'anàlisi econòmica fonamental de la zona.

Per la seva banda, les primes de risc dels països perifèrics han tingut una evolució extremadament erràtica i desigual. Un cop signat l'acord del segon rescat a Grècia entre la UE, el BCE i l'FMI (pel qual se li

oferirà un finançament de 109.000 milions d'euros, que inclou la participació del sector privat per valor de 37.000 milions), i després d'haver pactat la millora de l'eficàcia dels instruments d'estabilització (Fons Europeu d'Estabilitat Financera), les primes de risc sobirà dels països en dificultats van cedir posicions. La treva va durar poc, ja que la incertesa sobre la implementació efectiva dels acords va provocar que el temor al contagi s'apoderés una vegada més del sentiment del mercat, amb les mires apuntant cap a Itàlia i Espanya. En els dos casos, l'augment progressiu del cost de finançament als mercats internacionals, que va superar el 6% per als bons a deu anys, va precipitar la intervenció del BCE als mercats secundaris comprant bons dels dos països. Gràcies a aquesta actuació, i també a les mesures estructurals addicionals adoptades pels governs, es va aconseguir, en la segona meitat d'agost, rebaixar l'elevat grau de tensió als mercats de deute, per bé que

El deute sobirà alemany es beneficia de la seva consideració d'actiu refugi.

La por al contagi de la crisi del deute sobirà genera un augment de les primes de risc d'Itàlia i d'Espanya.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2010								
Juliol	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agost	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Setembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Novembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Desembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Gener	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrer	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Març	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Maig	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Juny	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Juliol	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agost (*)	2,12	2,79	4,96	4,93	2,10	0,99	2,38	0,92

NOTA: (*) Dia 22.

FONT: Bloomberg.

El tipus de canvi del dòlar continua registrant una elevada volatilitat.

la situació queda molt lluny de la normalitat.

La indefinició continua protagonitzant l'evolució del canvi dòlar-euro

Atès l'escenari descrit en els apartats anteriors, el tipus de canvi entre el dòlar i l'euro s'ha continuat caracteritzant per l'elevada volatilitat i per l'absència d'una direcció clara. El rang d'oscil·lació al llarg de l'estiu ha estat del 5%, amb el nivell màxim en 1,47 dòlars i el mínim en 1,40. Els factors determinants d'aquest comportament tan volàtil han estat diversos. Al llarg del mes de juliol, l'euro es va beneficiar de l'aprovació del segon rescat financer a Grècia, de la pujada de tipus d'interès del BCE i de l'aferriat debat sobre el límit d'endeutament

als Estats Units. Amb posterioritat, el ressorgiment de la por al contagi de la crisi del deute a altres economies europees i l'assoliment d'un acord per a l'ampliació del sostre del deute nord-americà van impulsar la recuperació del dòlar. Després d'aquest vaivé, la variació final ha estat petita. A curt termini, aquest comportament erràtic del tipus de canvi del dòlar segurament es mantindrà, propiciat per factors vinculats a la percepció dels riscos que planen sobre les dues àrees. A mitjà termini, però, el factor clau serà l'evolució macroeconòmica als Estats Units: atès que és previsible que eludeixi la recessió, és d'esperar que el dòlar mostri més fermesa que en el passat recent.

En altres àmbits dels mercats de divises, destaca l'apreciació del iuan xinès. Durant l'estiu, s'ha intensificat el ritme d'aprecia-

L'apreciació del iuan xinès s'accelera.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

22-08-2011

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2010	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	76,7	-2,4	-5,8	-11,0
Lliura esterlina	0,607	1,1	5,3	5,9
Franc suís	0,786	-4,2	-19,0	-32,4
Dòlar canadenc	0,987	3,9	-1,2	-6,7
Pes mexicà	12,271	5,2	-0,6	-5,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,440	-0,3	-7,6	-13,8
Ien japonès	110,4	-2,1	1,8	2,4
Franc suís	1,132	-3,9	-10,5	-16,4
Lliura esterlina	0,874	-0,8	1,9	6,6
Corona sueca	9,167	0,8	2,0	-2,2
Corona danesa	7,449	-0,1	-0,1	0,0
Zloty polonès	4,169	4,4	4,9	3,6
Corona txeca	24,48	0,5	-2,2	-1,3
Forint hongarès	272,9	1,7	-2,1	-3,7

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

FONT: Bloomberg.

ció, en el que sembla ser ja una clara reorientació de la política econòmica i del model de creixement del país asiàtic.

La renda fixa corporativa de qualitat aguanta el tipus; la d'alt risc, no

Com ja va succeir en trimestres precedents, durant l'estiu, el mercat de renda fixa privada d'elevada qualitat ha resistit de forma lloable les notícies adverses provinents de la conjuntura econòmica i del risc sobirà a les dues bandes de l'Atlàntic. Després de la lleugera ensopegada pels principals índexs de bons corporatius al juny, la seva evolució al juliol i a l'agost va recuperar la via dels guanys, gràcies al fet que l'increment de les primes de risc es va veure compensat pel descens dels tipus d'interès de referència. Arran de la globalització econòmica, i atesa la intensificació de la «fugida cap a la qualitat» dels fluxos de capitals, àmplies àrees dels mercats de

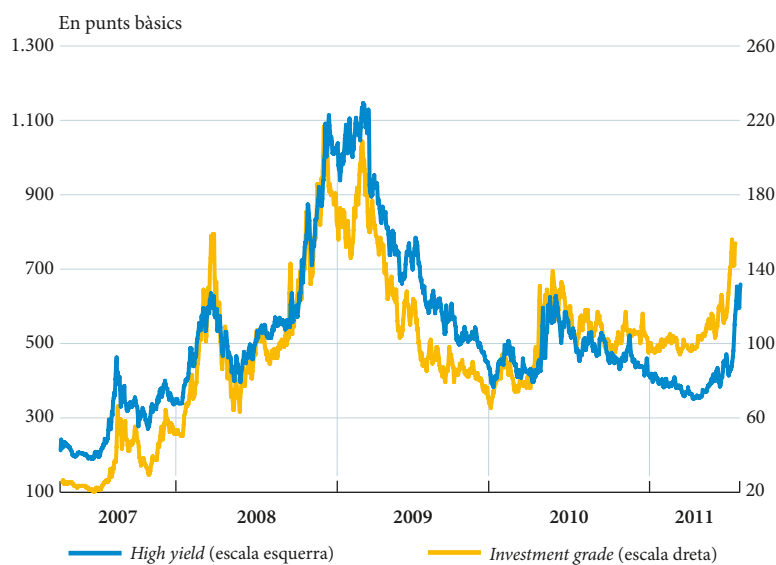
crèdit corporatiu han guanyat atractiu com a actiu refugi, per darrere de l'or i del deute públic d'elevada qualitat. En concret, els bons corporatius d'alta qualificació (*investment grade*) nord-americans i el deute empresarial d'algunes economies emergents han experimentat un augment de la demanda, la qual cosa ha pressionat a la baixa les rendibilitats. En el cas de la zona de l'euro, aquest fenomen s'ha produït amb menys intensitat, atesa l'elevada presència del sector financer, que continua patint el recel dels inversors. En efecte, l'increment de les primes de risc davant de l'empitjorament de la crisi del deute sobirà ha continuat llastant els diferencials del sector financer del vell continent, molt exposat al deute sobirà de les economies afectades. Per la seva banda, l'evolució dels bons d'alt risc (*high yield*) ha estat menys lluïda, sota la influència negativa de la rebaixa de les previsions de creixement econòmic, principalment als Estats Units.

Els bons corporatius d'alta qualificació s'han convertit en una opció de refugi.

Els bons dels bancs europeus pateixen un dur càstig.

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

Índexs Markit iTraxx a 5 anys



FONT: Bloomberg.

El descens de les expectatives de creixement econòmic frena les emissions de bons *high yield*.

En aquest marc financer, les emissions s'han mantingut estables als mercats emergents, gràcies a les perspectives de creixement econòmic relativament favorables a mitjà i a llarg termini. En canvi, als mercats desenvolupats, els dubtes sobre la crisi europea i el ritme d'activitat econòmica als Estats Units han representat un fre per a les emissions.

Garrotada als parquets borsaris internacionals

El to de feblesa que les borses internacionals venien exhibint des de la primavera ha desembocat en caigudes molt importants en el mes d'agost. L'afebliment de les expectatives de creixement econòmic global i la percepció d'un escenari financer vulnerable s'han manifestat en un augment pronunciat dels indicadors de volatilitat i en el descens de l'anomenat «afany pel risc». Les tensions que dominen els mercats financers mundials han provocat

un augment dels dubtes dels inversors, que prefereixen decantar-se per actius amb un perfil menys arriscat, com l'or, els bons corporatius amb bona qualificació i el deute públic nord-americà i alemany.

Sota aquest escenari, en què els riscos que actualment presenta el context financer registraran una resolució progressiva i satisfactòria, les perspectives de les borses a mitjà i a llarg termini són clarament favorables. La recuperació del creixement econòmic global, la continuïtat del cicle expansiu empresarial i la reducció dels riscos de crèdit sobirà són els principals arguments que s'espera que donin suport a la revaloració de les borses mundials. Desafortunadament, a curt termini, l'escena borsària es troba subjecta encara a la interacció dels factors negatius esmentats més amunt, que obstaculitzen el potencial de revaloració.

Als Estats Units, l'empitjorament dels indicadors econòmics, la rebaixa de la qua-

La incertesa genera forts descensos a les principals borses mundials.

EVOLUCIÓ DE LES PRINCIPALS BORSES INTERNACIONALS

Índexs de borses



FONT: Bloomberg.

lificació creditícia i les traves polítiques a la negociació del sostre d'endeutament han enfosquit, durant els últims mesos, la satisfactòria campanya de resultats empresarials del segon trimestre. En concret, el 91% de les companyies de l'S&P 500 ja han publicat els comptes i el 71% han superat les expectatives del consens d'analistes. Igualment, el benefici per acció, en aquest trimestre, ha superat en un 17% l'assolit en el mateix període de l'any passat.

A la zona de l'euro, la creixent incertesa davant d'un possible contagi de la crisi a altres economies i la difícil implementació dels rescats als països ja afectats han continuat afeblint el sentiment dels inversors. En aquest context, el sector financer és el més perjudicat, malgrat que el segon exa-

men de resistència realitzat al sector a la zona de l'euro va resultar més satisfactori que l'elaborat un any enrere. Aspectes com l'elevada exposició de la banca al deute perifèric i les notícies sobre la reforma de la regulació (que incidiria sobre més requeriments de solvència i de liquiditat) afecten negativament la cotització dels bancs.

Finalment, els índexs borsaris de les economies emergents també han reulat bruscament en les últimes setmanes. Les borses d'aquestes economies ja estaven immerses en un moviment de consolidació, conseqüència de l'enduriment de les polítiques econòmiques, i ara, a l'agost, la conjuntura econòmica i financera mundial ha contribuït a llastar encara més l'expectativa de revaloració a curt termini.

El cicle expansiu empresarial és un suport fonamental per a la revaloració borsària a mitjà termini.

La crisi del deute sobirà pesa sobre la cotització del sector bancari europeu.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

22-08-2011

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	10.817,7	-14,7	-6,6	5,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.123,5	-16,5	-10,7	4,8
<i>Nasdaq</i>	2.341,8	-18,1	-11,7	7,4
Tòquio	8.628,1	-14,8	-15,6	-6,0
Londres	5.095,3	-14,1	-13,6	-1,9
Zona de l'euro	2.182,9	-21,3	-21,8	-17,4
<i>Frankfurt</i>	5.482,4	-25,2	-20,7	-8,7
<i>París</i>	3.050,6	-20,6	-19,8	-13,5
<i>Amsterdam</i>	276,8	-18,3	-21,9	-13,0
<i>Milà</i>	14.924,9	-23,3	-26,0	-24,9
<i>Madrid</i>	8.248,3	-18,0	-16,3	-18,3
Zuric	5.141,3	-14,8	-20,1	-16,9
Hong Kong	19.486,9	-13,2	-15,4	-7,1
Buenos Aires	2.825,4	-15,8	-19,8	15,8
São Paulo	52.447,6	-13,0	-24,3	-21,3

NOTA: (*) Nova York: Dow Jones Industrial, 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.

El sistema financer irlandès: d'heroi a malvat

Entre el 1990 i el 2007, Irlanda, paradigma del ràpid desenvolupament econòmic, es va guanyar el qualificatiu de «tigre cèltic». Les importants ajudes dels fons de la Unió Europea (UE), el règim fiscal avantatjós per a les multinacionals i per a les empreses en general i la ràpida terciarització de l'economia van promoure un creixement vertiginós i admirat: entre el 1990 i el 2007, el PIB va créixer una mitjana anual del 6,3%.

Ni un lustre després, el «tigre» s'ha amansit. El PIB ha perdut el 4,1% anual entre el 2008 i el 2010 i la taxa d'atur s'ha incrementat en 10 punts percentuals en relació amb el mínim del 2001 (fins al 13,6%). A desembre del 2010, el govern irlandès porta perduts 35.722 milions d'euros en rescats al sistema financer (el 23,2% del PIB del 2010), més que cap altre país de la Unió Europea. A més a més, acumula passius contingents⁽¹⁾ per un import de 192.781 milions d'euros (el 125% del PIB del 2010). I tot això ha acabat provocant que, al novembre del 2010, la UE i el Fons Monetari Internacional (FMI) hagin hagut d'acordar el rescat del país.

IMPACTE EN ELS COMPTES PÚBLICS DELS RESCATS ALS SISTEMES FINANCERS DE LA UNIÓ EUROPEA

Acumulat 2007-2010

	Cost/Benefici (acumulat 2007-2010)		Passius contingents (2010)	
	Milions d'euros	% PIB 2010	Milions d'euros	% PIB 2010
Irlanda	-35.722	-23,2%	192.781	125,1%
Alemanya	-16.559	-0,7%	71.232	2,8%
Regne Unit	-15.026	-0,9%	417.261	24,6%
Països Baixos	-3.440	-0,6%	39.948	6,8%
Portugal	-2.214	-1,3%	5.425	3,1%
Àustria	-1.435	-0,5%	22.170	7,8%
Letònia	-430	-2,4%	356	2,0%
Luxemburg	-36	-0,1%	1.333	3,2%
Lituània	-32	-0,1%	0	0,0%
Hongria	12	0,0%	0	0,0%
Eslovènia	28	0,1%	2.200	6,1%
Xipre	30	0,2%	3.000	17,2%
Itàlia	128	0,0%	0	0,0%
Bèlgica	199	0,1%	55.829	15,9%
Suècia	349	0,1%	19.670	5,7%
Grècia	405	0,2%	57.834	25,1%
Dinamarca	724	0,3%	26.028	11,1%
Espanya	1.455	0,1%	59.506	5,6%
França	2.399	0,1%	90.579	4,6%
Zona euro (UE-17)	-69.165	-0,6%	1.065.152	8,7%

FONTS: Comissió Europea - Eurostat (Eurostat supplementary table for the financial crisis, abril 2011), International Monetary Fund (WEO database) i elaboració pròpia.

(1) L'existència dels passius contingents depèn de l'ocurrència o no d'un succés determinat. En el cas d'Irlanda, depenen de la fallida o no d'entitats garantides.

Què li ha passat al «tigre»? El fort creixement del PIB durant dues dècades consecutives i una supervisió financera laxa van emmascarar els desequilibris sobre els quals es construïa el desenvolupament econòmic. La revaloració dels actius i les baixes taxes d'interès van esperonar l'endeutament privat i l'elevada demanda de finançament va representar una via inaudita de creixement per al negoci bancari. Del 2004 al 2007, el crèdit al sector privat resident va créixer el 24% anual, impulsat pel sector immobiliari. Els dipòsits del sector privat resident no van mantenir el ritme i la ràtio de crèdits sobre dipòsits va passar del 140% el 2003 al 202% el 2007. Durant el *boom* irlandès, es va construir un sistema financer de grans dimensions (els actius del sistema van arribar a representar 8 cops el PIB), concentrat, a més a més, en 6 entitats⁽²⁾ i amb unes fonts de finançament molt dependents de l'estalvi estranger i del Banc Central Europeu (BCE).⁽³⁾

La fallida de Lehman Brothers als Estats Units al setembre del 2008 va escanyar el mercat interbancari internacional i el flux de finançament va deixar d'arribar a Irlanda. El govern irlandès va reaccionar ràpidament i va crear el Credit Institution Financial Support Scheme (CIFSS), amb garantia pública per a tots els passius del sistema (uns 400.000 milions d'euros), llevat dels crèdits intragrup i dels passius amb el BCE. El CIFSS va contribuir a mitigar les fugides dels inversors, però la pressió sobre la liquiditat dels bancs irlandesos es va mantenir molt elevada i va generar una càrrega fiscal inassumible per a l'estat. El finançament dels bancs en el BCE va passar de 28.087 milions d'euros al desembre del 2007 als 132.010 milions al desembre del 2010. Ateses aquestes tensions, al desembre del 2009, es va crear l'Elegible Liabilities Guarantee Scheme (ELG) per garantir les noves emissions de deute i combatre el tancament dels mercats.

Però la crisi financera internacional va anar acompanyada del ràpid deteriorament de l'economia. A més a més, en el cas irlandès, la important correcció del mercat immobiliari des de mitjan 2006 va revertir en una major morositat del sistema financer (el 10,4% el 2010). El problema ja no era només de liquiditat, sinó, ara també, de solvència. El deteriorament dels actius va ser especialment intens a l'Anglo Irish Bank (Anglo) i a l'Irish Nationwide (INBS), a causa de la seva alta exposició a la construcció i a la promoció immobiliària. Atès el risc de contagi sistèmic, el govern irlandès es va veure obligat a recapitalitzar-los amb 4.000 milions i amb 2.700 milions d'euros, respectivament, al llarg del 2009 (el 4,0% del PIB).

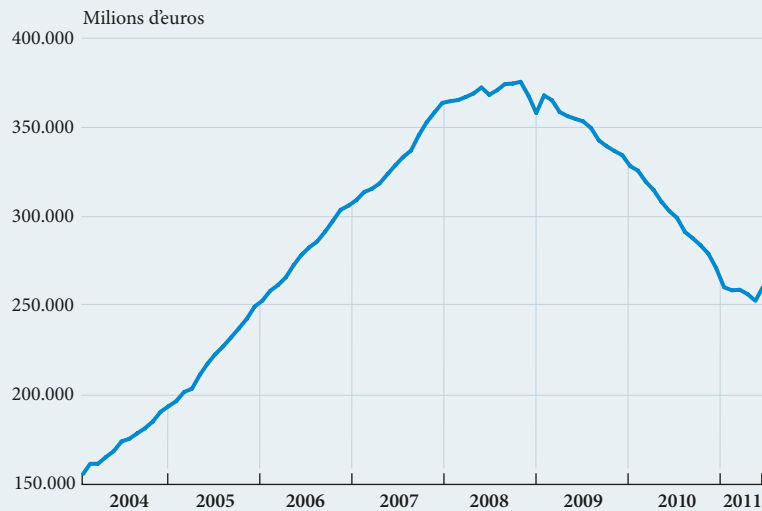
El rescat de dues entitats individuals es va demostrar insuficient, i, atesa la persistència de la caiguda dels preus immobiliaris, el govern irlandès va crear, al començament del 2010, la National Asset Management Agency (NAMA). El seu objectiu era adquirir els préstecs de major risc de les 6 principals entitats (bàsicament, crèdit promotor) per eliminar la incertesa del balanç de les entitats, reduir-ne el palanquejament i aconseguir que el crèdit tornés a fluir a l'economia. Tot i que, al final de març del 2011, la NAMA va adquirir actius per 72.300 milions d'euros (el 17% del saldo viu de crèdit al sector privat resident; el 43,9% del PIB del 2010), veient les xifres de crèdit, no ha aconseguit el seu objectiu. De mitjana, en el primer semestre del 2011, s'han concedit 3.000 milions d'euros mensuals de crèdit a famílies i a empreses. Al desembre del 2008, es van concedir 12.000 milions. Per què? Principalment, per l'elevat descompte aplicat per la NAMA. Els actius es van adquirir amb un descompte del 58%, el doble del previst inicialment, la qual cosa va provocar un forat al capital de les entitats. Atesa aquesta situació, només hi havia una única solució: una nova injecció de capital públic, fins als 46.000 milions d'euros des del principi de la crisi (el 27,9% del PIB el 2010).

(2) Les 6 entitats més grans d'Irlanda són: Bank of Ireland (BOI), Allied Irish Banks (AIB), Anglo Irish Bank (Anglo), Irish Life and Permanent (ILP), Irish Nationwide Building Society (INBS) i The Educational Building Society (EBS).

(3) Al desembre del 2007, Irlanda acaparava el 8,6% del recurs del BCE, mentre que el seu PIB no arribava al 2% de la zona de l'euro.

DESPANQUEJAMENT: DES DEL MÀXIM DEL 2008, EL SALDO DE CRÈDIT S'HA REDUÏT EL 30%

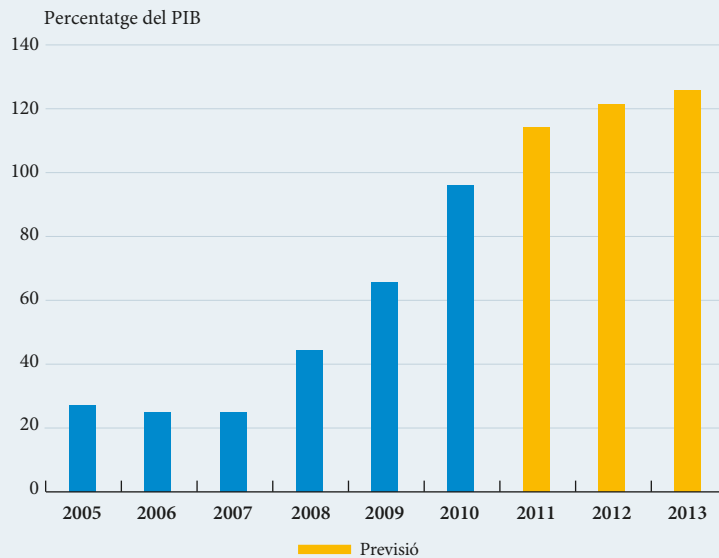
Saldo viu de crèdit al sector privat resident



FONTS: Banc Central d'Irlanda i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL DEUTE BRUT D'IRLANDA

Deute brut



FONT: Fons Monetari Internacional (FMI).

Atesa l'espiral negativa en què es trobava l'economia irlandesa, els repetits rescats financers no van fer més que afeblir els comptes públics sense aconseguir restaurar la confiança: el deute públic irlandès representa ja el 96% del PIB. Al novembre del 2010, la UE i l'FMI es van veure obligats a intervenir i a establir un pla de rescat per a l'economia, que inclou 35.000 milions d'euros per al sistema financer i dues exigències: realització de proves de resistència i reducció de la dimensió del sistema, amb la venda d'actius *non-core*.

Al març del 2011, es van realitzar unes exigents proves de resistència que van determinar la necessitat d'injectar 24.000 milions d'euros de capital addicionals per a les 4 entitats analitzades.⁽⁴⁾ Aquesta quantitat sorgeix de l'estimació de les pèrdues esperades de la cartera i d'un agressiu pla de desinversió de les entitats.⁽⁵⁾ En concret, s'exigeix que la ràtio de crèdits sobre dipòsits se situï en el 122,5% el 2013, la qual cosa representa reduir el crèdit en 72.600 milions d'euros (-27,5%). Arran d'aquesta desinversió, el Banc Central d'Irlanda ha realitzat un pla de reestructuració del sistema que preveu crear dues grans franquícies: una al voltant de BOI i una altra sorgida de la fusió d'AIB i EBS.

Després d'invertir molts diners i de transformar completament el sistema, sembla que, per fi, s'han consolidat les bases per a la recuperació. Les recents proves europees de resistència (realitzades per l'European Banking Authority) així ho mostren, ja que, considerant l'última recapitalització, els bancs irlandesos disposen d'una solvència molt elevada, fins i tot en els escenaris més adversos. No obstant això, la situació no està lliure de riscos, i actuacions com la rebaixa del *rating* del país realitzada per Moody's el 12 de juliol poden fer perillar el camí recorregut.

(4) En les proves de resistència realitzades a Irlanda, s'inclouen AIB, BOI, EBS i ILP. Anglo i INBS no s'inclouen en l'anàlisi perquè estan en procés de liquidació.

(5) Amb una exigència de *core* capital mínima del 6,0% en l'escenari advers i del 10,5% en la base i, en els dos casos, un *buffer* addicional del 3,8%.

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

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El PIB creix el 0,2% en el segon trimestre en relació amb el període anterior.

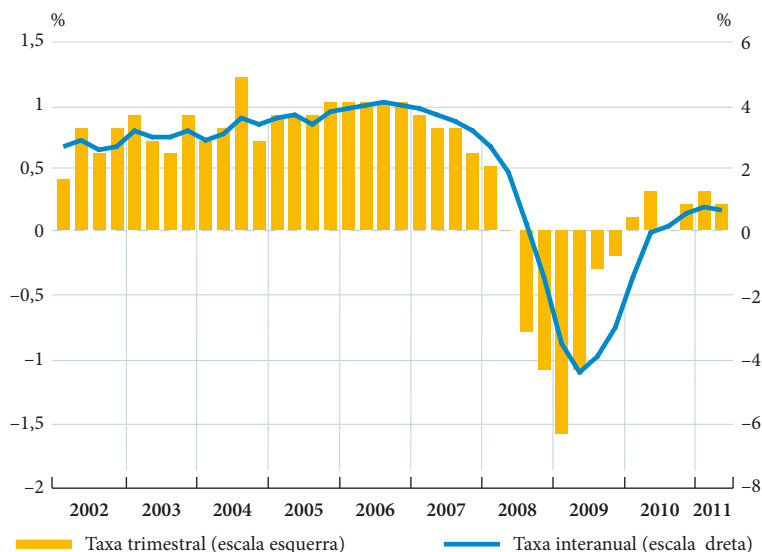
Es confirma l'afebliment de l'activitat econòmica

L'economia espanyola va mantenir, en el segon trimestre del 2011, la tònica de recuperació moderada, amb una taxa de creixement intertrimestral del producte interior brut (PIB) del 0,2%, segons l'avanç de l'Institut Nacional d'Estadística (INE). Aquest progrés es va situar dues dècimes per sota del registrat en el període anterior, fet que va comportar que la taxa de creixement interanual es desaccelerés en dues dècimes fins al 0,7%. L'afebliment de l'activitat era previsible amb la lectura dels diferents indicadors d'oferta i demanda del segon trimestre i amb l'agreujament de la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro.

Tot i que encara no es coneix el desglossament de l'evolució del PIB, les estimacions per part del Banc d'Espanya apunten al fet que la desacceleració de l'activitat respon a una reculada significativa de la demanda nacional, més intensa que la registrada en el període anterior. En aquest context, és important tenir en compte que la concentració de la despesa en el segon trimestre del 2010 per anticipar-se a la pujada de l'impost sobre el valor afegit en el mes de juliol i el final dels ajuts directes per a la compra d'automòbils poden afectar les taxes interanuals del consum privat en el segon trimestre i, conseqüentment, oferir xifres relativament baixes. D'altra banda, l'avanç de l'INE mostra que la demanda exterior neta va incrementar la seva apor-

LLEUGERA DESACCELERACIÓ DE L'ACTIVITAT ECONÒMICA

Variació del producte interior brut



NOTES: Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari. La dada per al segon trimestre del 2011 correspon a l'avanç del PIB trimestral.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

tació positiva al creixement del PIB, possiblement ajudada pel bon comportament del turisme. Per tant, va ser de nou el sector exterior el motor del creixement en aquest segon trimestre.

La informació disponible sobre el tercer trimestre és molt limitada, però tot suggereix que, en els pròxims mesos, no millorarà la intensitat de creixement de l'activitat. Destaca l'empitjorament de la crisi del deute sobirà. Després dels episodis de Grècia, Irlanda i Portugal, sembla que ha entrat en una nova fase. Al començament del mes d'agost, van ser Espanya, Itàlia i França els països que van protagonitzar importants moviments en les primes de risc, fet que va motivar pèrdues generalitzades als principals índexs borsaris europeus. Tot i que les primes de risc van recular de manera significativa durant la segona meitat del mes d'agost, la volatilitat es manté en nivells relativament elevats, i això pot acabar reduint la confiança dels

diferents agents. En aquest sentit, és significativa la reculada generalitzada dels indicadors de confiança en el mes de juliol. És especialment important el descens de la confiança de la indústria, que va tornar als nivells de l'estiu passat.

A més a més, s'ha produït un canvi en les condicions econòmiques internacionals que tampoc és favorable per als interessos de l'economia espanyola. Tot fa pensar que el creixement de les principals economies avançades serà menor del previst durant el segon semestre d'enguany. Això queda reflectit en el menor creixement del PIB esperat per als Estats Units i per a la zona de l'euro. Per als Estats Units, per exemple, al gener del 2011, el consens dels analistes pronosticava que el creixement del PIB seria del 3,1% el 2011. Al juliol, aquesta xifra havia baixat fins al 2,5%, mentre que, a l'agost, es va situar en l'1,8%. Això, sense cap mena de dubte, es tradueix en una menor empena del comerç mundial i, per tant,

L'agreujament de la crisi del deute sobirà pot incidir negativament sobre la despesa en el tercer trimestre.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
Consum							
Producció de béns de consum (*)	-8,2	0,8	0,4	0,1	-1,5	-1,0	...
Importació de béns de consum (**)	-6,1	-10,2	-16,2	-15,1	-1,8	...	...
Matriculacions d'automòbils	-17,9	3,1	-25,0	-29,3	-27,3	-26,4	-4,0
Crèdit al consum de béns duradors	-11,5	-12,3	-19,2	-14,6	-13,9	...	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-28,3	-20,9	-21,5	-21,0	-19,6	-16,1	...
Inversió							
Producció de béns d'equipament (*)	-22,1	-3,3	-6,3	-3,2	2,9	2,3	...
Importació de béns d'equipament (**)	-27,0	6,0	5,8	6,5	3,4	...	...
Matriculació de vehicles industrials	-40,0	6,4	-9,3	1,4	-2,2	-11,2	-0,5
Comerç exterior (**)							
Importacions no energètiques	-17,5	9,2	5,1	4,2	7,0	...	...
Exportacions	-9,8	14,5	11,7	14,1	15,8	...	...

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

(**) En volum.

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

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

Excel·lent campanya turística el 2011.

podria afeblir la contribució del sector exterior espanyol.

Ara com ara, el sector que continua oferint millors notícies és el turisme. En efecte, l'entrada de turistes estrangers va mantenir, al juny, el bon ritme dels mesos anteriors, amb un augment del 8,5% interanual, i s'espera que aquesta tònica es mantingui en el que queda d'any, malgrat els signes de desacceleració econòmica de la zona de l'euro. Amb aquesta dada, ja són 24,8 milions els turistes que han visitat Espanya durant la primera meitat del 2011, el 7,5% més que en el mateix període del 2010.

De moment, la recuperació del sector exterior encara no es reflecteix en un augment de la producció industrial. Tot i que aquest índex va deixar de caure fa dos anys, s'ha mantingut gairebé estancat de llavors ençà, a causa, en part, de la baixa utilització de la capacitat productiva, que, tot i que va augmentant lentament, es troba encara en nivells relativament baixos. En el mes de juliol, però, i a causa de l'augment

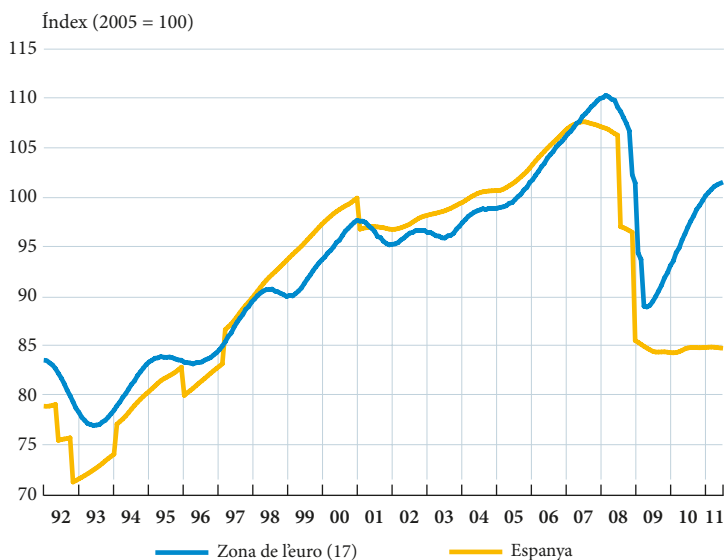
de la incertesa a nivell internacional, l'índex de producció industrial va patir un important descens. El mateix va succeir al conjunt de la zona de l'euro, on, després d'uns mesos de forta recuperació, sembla que el recorregut a l'alça s'està esgotant. Per als pròxims trimestres, els ajustaments i els guanys de productivitat del sector exterior haurien d'impulsar de forma gradual la tendència de recuperació de la producció industrial, tot i que els esdeveniments recents podrien fer que s'ajornés una mica més.

En definitiva, l'evolució econòmica dels últims mesos perfila una situació de recuperació feble. L'avanç del PIB confirma que l'activitat econòmica va perdre una mica d'embranchada en el segon trimestre, tal com ho apuntaven els diferents indicadors, tot i que l'aportació del sector exterior es manté de forma robusta. Per a la segona meitat de l'any, caldrà seguir amb atenció l'evolució de la crisi del deute sobirà. Per bé que es va aprovar un nou pla d'ajuda per a Grècia i que sembla que l'eix

La reactivació de la producció industrial no s'acaba de materialitzar.

ESTANCAMENT DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL A ESPANYA

Evolució de la producció industrial



NOTA: Les dades mostren la tendència del cicle.
FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2009	2010	2010		2011		Juliol
			III	IV	I	II	
Indústria							
Consum d'electricitat (1)	-4,8	2,5	1,8	2,5	0,5	-0,3	-1,4
Índex de producció industrial (2)	-15,8	0,8	-0,2	0,4	1,9	-1,2	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-30,8	-13,8	-13,5	-9,2	-8,6	-10,9	...
Utilització capacitat productiva (4)	71,2	72,0	73,9	72,9	72,6	74,7	...
Importació béns interm. no energ. (5)	-21,6	22,2	18,8	15,8	11,6	...	...
Construcció							
Consum de ciment	-32,3	-15,5	-13,6	-16,1	-2,6	-16,6	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	-32,3	-29,7	-27,8	-41,5	-54,1	-55,4	...
Habitatges (visats obra nova)	-58,1	-17,3	-13,2	-20,3	-7,4	...	...
Licitació oficial	-8,2	-37,9	-36,6	-34,8	-44,5	...	...
Serveis							
Vendes comerç minorista (6)	-5,4	-1,0	-2,5	-1,9	-5,9	-5,0	...
Turistes estrangers	-8,8	0,9	4,2	1,4	2,9	10,4	...
Ingressos turisme	-9,0	3,9	7,0	5,4	6,7	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	5,9	-4,2	8,2	...	...
Tràfic aeri passatgers	-7,9	2,9	4,2	4,3	5,0	10,6	...
Consum de gasoil automoció	-5,1	-1,2	-2,1	-1,6	0,7	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

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

(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.

(5) En volum.

(6) Índex (sense estacions de servei) deflactat i corregit de l'efecte calendari.

FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

franco-alemany està adoptant finalment el lideratge que se li reclamava i proposa reformes importants, la situació encara no està, ni de bon tros, tancada. En aquest sentit, les noves mesures proposades pel

Govern, com la reforma de la despesa farmacèutica o la reforma de la constitució per limitar el dèficit públic, haurien de reforçar la confiança dels inversors internacionals en l'economia espanyola.

Mercat de treball

L'estacionalitat favorable dona un cert respir

Estancament en el ritme de recuperació del mercat laboral.

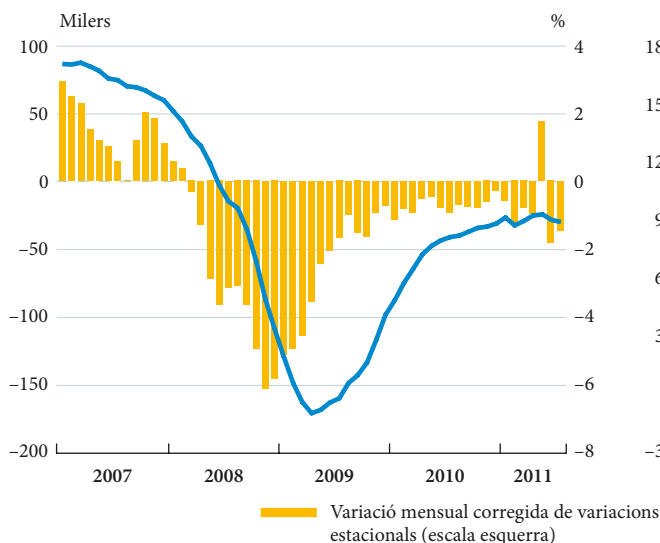
La perspectiva del mercat laboral per al tercer trimestre és poc esperançadora, tal com ho posen de manifest les dades més recents del mes de juliol. Efectivament, malgrat que el total d'afiliats en alta a la Seguretat Social va augmentar en aquest mes en 50.773 persones, l'increment va ser força inferior a l'esperat i va empitjorar en una dècima, per segon mes consecutiu, el ritme de caiguda dels afiliats fins a l'1,2% interanual. L'estancament, i fins i tot la reversió del procés de reactivació de l'ocupació, és encara més evident quan s'observen les dades corregides per l'efecte estacional, ja que l'increment del nombre d'ocupats es transforma en reculada, propera als 35.000.

Durant els pròxims mesos, s'espera que l'ocupació torni a caure, coincidint amb el final de l'època estival i amb la desacceleració de l'avanç de l'economia mundial. Si es manté aquesta tendència, és molt probable que l'any tanqui amb una reculada de l'ocupació, com a mínim, del 0,8% interanual.

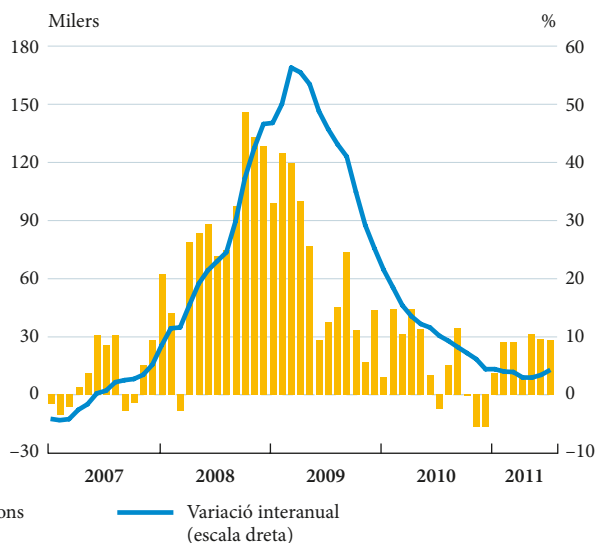
Igualment, l'atur registrat mostra una evolució desfavorable en el mes de juliol, ja que, tot i que va baixar en 42.049 persones, la taxa de creixement interanual va créixer de forma substancial per segon mes consecutiu, fins al 4,4%. Això representa un fre en el procés de millora de la xifra d'aturats, que torna a experimentar increments en la taxa de variació interanual.

LA TENDÈNCIA RECESSIVA DE L'OCUPACIÓ NO MILLORA

Afiliats en alta laboral a la Seguretat Social



Aturats registrats



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

Un altre senyal que apunta a un deteriorament del mercat laboral en la segona meitat de l'any s'observa en les dades de l'evolució del nombre de contractes registrats. Així, en el mes de juliol, no solament van caure els contractes indefinits, com ha succeït en la majoria dels mesos des de l'inici de la recessió, sinó que també ho van fer els temporals, els quals havien crescut de forma significativa en el període maig-juny, impulsats per la temporada turística, i la seva caiguda mostra ara el final d'aquest efecte estacional sobre el mercat de treball.

Per tant, les dades del juliol representen una aturada important en el procés de recuperació que, tot i que feble, havia tingut lloc durant el període abril-juny. Les dades d'ocupació de l'enquesta de població activa (EPA) corresponents al segon trimestre de l'any també mostren la lleugera millora que va tenir lloc durant el segon trimestre, però el ritme continua essent molt lent.

L'economia espanyola va créixer en el segon trimestre el 0,2% en relació amb el període anterior. Després del 0,3% registrat en el primer trimestre, aquesta taxa repre-

Cau la contractació al juliol, també la temporal.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Segon trimestre 2011

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	741,2	-42,0	-5,4	-63,3	-7,9	-37,0	-4,8	4,0
No agraris	17.561,8	193,3	1,1	-41,8	-0,2	-136,9	-0,8	96,0
<i>Indústria</i>	2.577,7	36,9	1,5	-45,1	-1,7	-41,2	-1,6	14,1
<i>Construcció</i>	1.430,2	-63,8	-4,3	-142,3	-9,0	-269,5	-15,9	7,8
<i>Serveis</i>	13.553,9	220,2	1,7	145,6	1,1	173,8	1,3	74,1
Per empleadors								
Sector privat	15.085,5	119,7	0,8	-154,2	-1,0	-305,8	-2,0	82,4
Sector públic	3.217,5	31,6	1,0	49,0	1,5	131,9	4,3	17,6
Per situació professional								
Assalariats	15.292,4	171,6	1,1	-21,8	-0,1	-71,0	-0,5	83,6
<i>Contracte indefinit</i>	11.389,6	14,8	0,1	-124,3	-1,1	-151,7	-1,3	62,2
<i>Contracte temporal</i>	3.902,9	156,9	4,2	102,6	2,7	80,8	2,1	21,3
No assalariats	3.002,2	-22,6	-0,7	-81,9	-2,7	-101,7	-3,3	16,4
<i>Empresaris empleadors</i>	952,7	-21,7	-2,2	-60,5	-6,0	-84,0	-8,1	5,2
<i>Empresaris no empleadors</i>	1.905,7	9,0	0,5	-27,6	-1,4	-9,3	-0,5	10,4
<i>Ajudes familiars</i>	143,8	-9,9	-6,4	6,2	4,5	-8,4	-5,5	0,8
Altres	8,4	2,3	37,7	-1,5	-15,2	-1,2	-12,5	0,0
Per temps d'ocupació								
A temps complet	15.715,0	129,7	0,8	-218,7	-1,4	-263,2	-1,6	85,9
A temps parcial	2.588,0	21,6	0,8	113,5	4,6	89,4	3,6	14,1
Per sexes								
Homes	10.066,8	7,8	0,1	-142,9	-1,4	-267,1	-2,6	55,0
Dones	8.236,2	143,5	1,8	37,7	0,5	93,3	1,1	45,0
TOTAL	18.303,0	151,3	0,8	-105,2	-0,6	-173,9	-0,9	100,0

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

L'EPA confirma la creació d'ocupació en el segon trimestre, però amb un fort component estacional.

En el segon trimestre del 2011, l'ocupació al sector privat cau el 2,0% interanual i al públic augmenta el 4,3%.

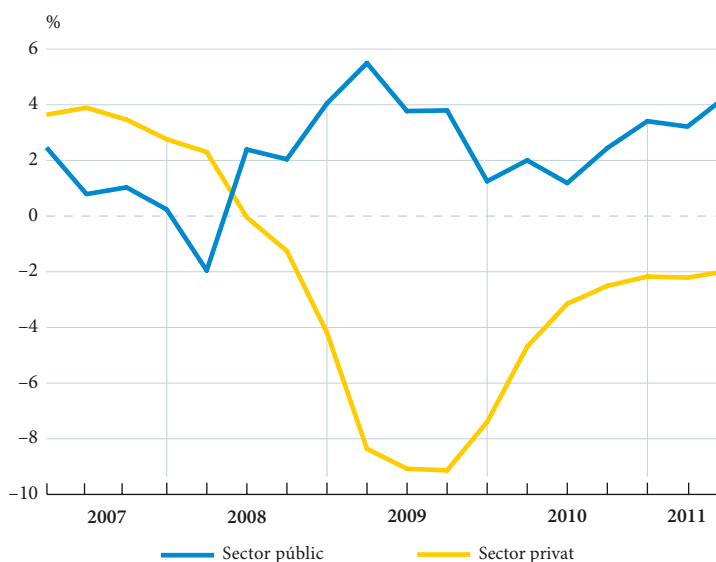
senta un lleuger afebliment de l'activitat econòmica, en un entorn marcat, a més a més, per l'agreujament de la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro. En aquestes circumstàncies, l'ocupació es va estabilitzar en termes inter trimestrals amb un increment de 151.400 persones i va reduir en quatre dècimes la taxa de caiguda interanual, fins al 0,9%, gràcies al bon comportament de l'ocupació al sector serveis, impulsada pel turisme, que va augmentar de forma substancial en aquest període. També va contribuir a l'increment de l'ocupació el sector secundari, però amb menys intensitat.

Tant les dades de l'EPA com els registres d'afiliats, en especial en la descomposició sectorial, mostren que la millora de l'ocupació en el segon trimestre va tenir un marcat caràcter estacional i que, quan aquest entorn favorable desaparegui, és molt probable que tornem a veure caigudes en el total d'ocupats.

Una altra mostra que el mercat de treball continua tenint poc vigor i que, probablement, empitjorarà en el tercer trimestre és l'evolució de la xifra de treballadors per ocupadors. El sector privat té el volum més important de massa laboral i reflecteix millor el grau de dinamisme de l'economia, motiu pel qual la seva trajectòria és molt important per calibrar la marxa del mercat de treball. Tot i que l'ocupació en aquest sector va augmentar en el trimestre, en termes interanuals va continuar caient de forma important. En canvi, les administracions i les empreses públiques van continuar creant ocupació, fet una mica desconcertant si es té en compte el compromís del govern de reduir la despesa. En aquest sentit, no s'espera que l'ocupació del sector públic mantingui en els pròxims mesos aquest mateix ritme de creixement. Aquest últim factor, juntament amb el final ja esmentat de la temporada turística, augura una reculada de l'ocupació en el que queda d'any. L'única via d'escapatorià és

EL SECTOR PÚBLIC GENERA OCUPACIÓ I EL SECTOR PRIVAT EL CONTINUA DESTRUINT

Variació interanual de l'ocupació estimada



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

que hi hagi un impuls molt fort per part dels sectors orientats a l'exterior, situació que, atesa la desacceleració de l'activitat econòmica internacional, sembla poc probable.

Pel que fa a la trajectòria de l'atur, la pujada del total d'ocupats del segon trimestre es va traduir en un petit descens de la taxa d'atur fins al 20,9%, ja que, de forma paral·lela i en certa manera inesperada, tenint en compte la situació actual de taxes de creixement molt moderades, també va créixer la població activa. L'evolució de l'atur ha estat força dispar entre els diferents grups de població. Cal destacar el fet

que l'atur de llarga durada va continuar augmentant, de manera que ja representa el 47,8% del total d'aturats. Aquesta dada és força negativa, ja que els estudis mostren que, en igualtat de condicions, aquest col·lectiu, en relació amb altres aturats, té una probabilitat substancialment menor de trobar feina.

En resum, arran del resultat de les xifres més recents del mercat de treball i de les perspectives d'una certa desacceleració de l'activitat econòmica mundial, s'espera un progrés molt gradual de la trajectòria de l'ocupació. És molt difícil que la reactivació de l'ocupació arribi abans de l'any 2012.

La taxa d'atur se situa en el 20,9%.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Segon trimestre 2011

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.968	-7	-0,2	2.789	-81	-2,8	1.179	75	6,8	29,7
Aragó	652	6	1,0	538	-16	-2,8	114	22	24,0	17,4
Astúries	484	4	0,9	401	0	0,0	83	5	5,7	17,2
Balears	593	-12	-2,0	478	-7	-1,5	116	-5	-4,3	19,5
Canàries	1.115	38	3,6	783	24	3,1	332	15	4,6	29,8
Cantàbria	277	-3	-1,1	236	-5	-2,2	41	2	5,1	14,8
Castella i Lleó	1.184	-5	-0,4	991	-4	-0,4	193	-1	-0,4	16,3
Castella-la Manxa	1.003	21	2,2	772	0	0,0	231	21	10,1	23,0
Catalunya	3.826	9	0,2	3.135	-6	-0,2	691	15	2,2	18,1
Comunitat Valenciana	2.501	-24	-1,0	1.909	-14	-0,7	591	-10	-1,7	23,6
Extremadura	496	-5	-0,9	381	-7	-1,8	115	3	2,2	23,1
Galícia	1.311	16	1,2	1.091	-2	-0,2	220	18	8,8	16,8
Madrid	3.412	-21	-0,6	2.867	-2	-0,1	545	-19	-3,3	16,0
Múrcia	734	0	-0,1	555	-24	-4,1	180	24	15,0	24,5
Navarra	310	-1	-0,4	270	-7	-2,5	40	6	16,7	12,8
País Basc	1.052	-3	-0,3	930	-16	-1,7	122	13	11,5	11,6
La Rioja	155	-2	-1,0	130	-8	-5,9	26	7	34,0	16,5
Ceuta i Melilla	64	3	4,3	47	2	3,5	17	1	6,4	26,2
Total	23.137	14	0,1	18.303	-174	-0,9	4.834	188	4,1	20,9

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Preus

La taxa d'inflació anual cedeix una dècima fins al 3,1% al juliol...

...gràcies a la desaparició de l'efecte base de l'IVA i del període intens de rebaixes.

Es confirma l'inici de la trajectòria descendent de la inflació

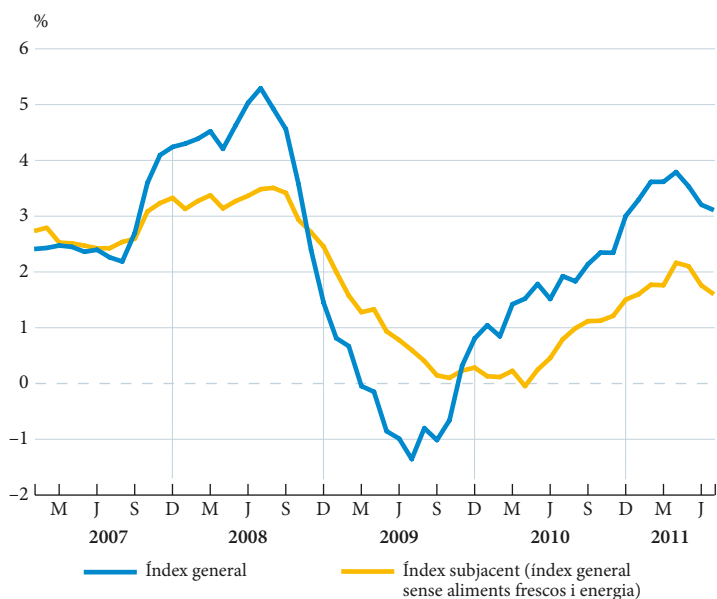
La taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va disminuir en una dècima fins al 3,1% en el mes de juliol. D'aquesta manera, amb tres mesos consecutius de davallades, es corrobora el canvi de tendència inflacionista. Així mateix, es reafirma el caràcter transitori d'algunes de les pujades de preus de la segona meitat del 2010 i del començament del 2011, resultat del fort increment dels preus de les primeres matèries i de les pujades dels impostos indirectes. En efecte, la interrupció de la tònica de pujades de preus al juliol reflecteix, en part, l'absorció de l'impacte que va tenir en els preus l'augment de l'impost sobre el valor afegit (IVA) al juliol

de l'any passat. Aquest fet es manifesta en la davallada en una dècima de la inflació subjacent, que exclou els aliments no elaborats i els productes energètics, que es va situar en l'1,6%.

No obstant això, al juliol, a diferència dels dos mesos anteriors, la moderació dels increments de preus no va ser conseqüència directa del comportament dels lubricants i carburants, ja que els seus preus van experimentar un increment durant aquest mes. En canvi, a part de l'efecte base de l'IVA ja esmentat, el període de rebaixes va tenir un paper destacable en la davallada de la taxa d'inflació, perquè, possiblement, va ser més intens que el de la temporada anterior.

ES TRENCA LA TÒNICA INFLACIONISTA

Variación interanual del IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

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	0,1	-0,6	3,6
Març	0,7	-0,5	1,4	0,7	0,1	3,6
Abril	1,1	0,6	1,5	1,2	1,4	3,8
Maig	0,2	0,8	1,8	0,0	1,3	3,5
Juny	0,2	1,0	1,5	-0,1	1,2	3,2
Juliol	-0,4	0,6	1,9	-0,5	0,7	3,1
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.

La tònica descendent de la inflació s'allargarà, molt probablement, en els pròxims mesos, a mesura que desapareguin els efectes temporals dels impostos indirectes. Aquest descens progressiu podria situar la inflació gairebé un punt per sota del nivell actual al desembre. No obstant això, perquè això es materialitzi és necessari que el preu del petroli vagi disminuint gradualment i se situï, a les acaballes de l'any, al voltant dels 105 dòlars/barril. Així i tot, els riscos a mitjà termini continuen essent a l'alça i es relacionen amb possibles increments més intensos del que s'espera en els preus de l'energia, tot i que també és cert que la desacceleració econòmica global disminuirà la pressió sobre el preu del cru.

Ara com ara, la contribució dels carburants i lubricants al total de la taxa d'inflació general continua essent molt elevada, tal com ho mostra el gràfic de la pàgina següent. Un cop descomptades aquestes partides, la inflació es va mantenir en nivells relativament baixos, amb taxes no superiors al 2,0%. Això últim reflecteix la feblesa de la demanda interna, motivada,

en part, per l'elevada taxa d'atur, que impedeix que hi hagi efectes de segona ronda.

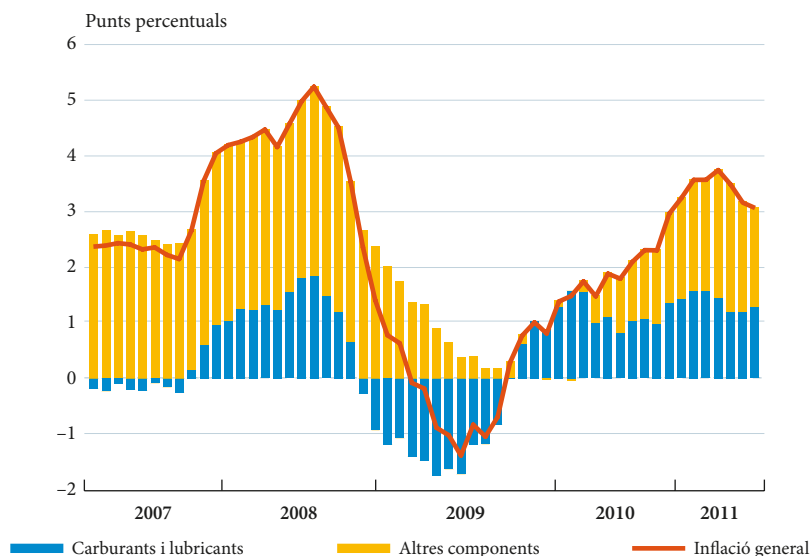
La moderació dels preus arran d'una temporada de rebaixes enèrgica també ha contribuït a frenar la inflació a la resta de la zona de l'euro, que, en el mes de juliol, es va situar en el 2,5%, dues dècimes per sota de la taxa registrada en el mes anterior. És molt probable que la desacceleració de l'activitat econòmica europea hagi reduït la voluntat de consumir, fet que pot haver jugat també un paper destacat en aquesta reversió de la inflació. Aquest canvi de tendència inflacionista relaxa les perspectives que la inflació es mantingui massa elevada segons l'objectiu marcat pel Banc Central Europeu (BCE) i esvaeix la possibilitat de canvis immediats del tipus d'interès de referència. En efecte, després de dues pujades de tipus de 25 punts bàsics en els mesos d'abril i de juliol, el BCE va mantenir el tipus de referència en l'1,50% a l'agost. Tampoc sembla probable que l'augment de nou abans que acabi l'any, en especial si es confirma la desacceleració de l'activitat econòmica al conjunt de la zona de l'euro.

Elevada contribució dels carburants a la taxa d'inflació general.

La inflació de la zona de l'euro també baixa fins al 2,5%.

LA CONTRIBUCIÓ DIRECTA DELS CARBURANTS I LUBRICANTS A LA INFLACIÓ GENERAL CONTINUA ESSENT IMPORTANT

Contribució a la variació interanual de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El diferencial d'inflació en relació amb la zona de l'euro se situa en cinc dècimes.

Tornant al cas espanyol, l'evolució dels preus és clau per valorar les perspectives de recuperació de l'economia. D'una banda, quan persisteixen les pressions inflacionistes per causes alienes a la demanda interna, com, per exemple, per l'encariment del preu del cru, disminueix el poder adquisitiu de les famílies, la qual cosa en redueix la capacitat de consum. De l'altra, si la inflació aquí supera àmpliament la registrada a la resta de la zona de l'euro, el seu principal soci comercial, l'economia espanyola perd competitivitat. Per tant, una variable important per avaluar el comportament de l'economia espanyola l'atorga el diferencial de la seva inflació amb la de la zona de l'euro. Segons les dades d'Eurostat, la variació interanual de l'índex de preus harmonitzat de la zona de l'euro es va situar en el 2,5%, mentre que la registrada a Espanya va ser del 3,0%. Això reflecteix que el diferencial d'inflació continua essent força important. No obstant això, una part d'aquesta bretxa s'ha reduït gràcies a l'absorció dels canvis impositius

introduïts a Espanya durant el segon trimestre de l'any 2010. El diferencial també s'hauria de reduir si les tarifes del petroli es moderen en els pròxims mesos, ja que l'evolució de l'índex de preus a Espanya és més sensible respecte aquests que en la mitjana de la zona de l'euro.

A més del diferencial d'inflació amb la resta de països de la zona de l'euro, una altra variable clau per calibrar la competitivitat de l'economia espanyola és l'índex de preus industrials, ja que poden afectar-ne la capacitat exportadora. Després de dues davallades consecutives substancials de la taxa de creixement interanual d'aquest índex en els mesos d'abril i de maig, a conseqüència de la desacceleració dels preus de l'energia i dels béns intermedis, al juny es va mantenir estable en el 6,7%. Aquesta taxa es manté força elevada, per damunt de la mitjana històrica, del 5,9%, calculada a partir de l'inici de la sèrie el 1975.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Juliol

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,0	0,2	0,2	-0,5	1,1	-0,3	2,4
Begudes alcohòliques i tabac	144,6	0,5	2,0	8,6	-0,4	8,7	5,6
Vestit i calçat	92,8	-11,7	-12,0	-14,0	-14,6	-0,2	0,0
Habitatge	125,1	1,3	1,1	3,5	5,2	4,3	7,4
Parament	108,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2	0,7	1,1
Medicina	96,2	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-0,7
Transport	117,9	0,7	0,6	5,9	4,4	6,2	7,7
Comunicacions	97,6	0,5	-1,0	-0,5	-1,0	-0,6	-1,2
Oci i cultura	99,0	1,6	2,3	0,5	1,5	-0,7	-0,1
Ensenyament	117,2	0,0	0,0	0,1	0,1	2,6	2,3
Hotels, cafès i restaurants	116,0	0,9	0,7	2,0	2,0	1,2	1,6
Altres	115,2	0,0	-0,2	1,9	2,0	2,4	3,0
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	116,3	0,1	0,6	0,6	1,4	0,7	3,4
Aliments sense elaboració	109,4	0,6	0,1	0,8	-0,1	1,1	1,6
Conjunt no alimentari	110,8	-0,6	-0,8	0,5	0,6	2,2	3,2
Béns industrials	107,4	-2,1	-2,2	-0,5	-0,6	3,0	4,6
<i>Productes energètics</i>	136,2	1,1	1,6	9,6	9,9	11,8	16,0
<i>Carburants i combustibles</i>	133,3	0,9	1,8	11,8	10,0	14,9	16,5
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	97,8	-3,3	-3,8	-4,0	-4,4	-0,1	0,4
Serveis	114,5	0,8	0,6	1,6	1,7	1,4	1,7
Inflació subjacent (**)	108,8	-0,7	-0,9	-0,5	-0,5	0,8	1,6
ÍNDEX GENERAL	111,7	-0,4	-0,5	0,6	0,7	1,9	3,1

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

En resum, s'espera que la inflació baixi lentament cap a cotes més pròximes al 2% al desembre del 2011, gràcies a la desaparició dels efectes de base de les pujades dels impostos indirectes dutes a terme el 2010 i a la moderació del preu del cru. Això últim hauria de contenir també els costos de

producció. Els dos factors facilitarien que es recuperés una mica la competitivitat de l'economia espanyola i que millorés el poder de compra dels consumidors, la qual cosa facilitaria el procés de recuperació de l'activitat econòmica.

Els costos de producció baixen en el segon trimestre del 2011, però encara són històricament elevats.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)	
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis (**)		
2010												
Juny	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-	
Juliol	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-	
Agost	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,3	
Setembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,9	1,8	10,7	-	
Octubre	10,3	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	-	
Novembre	10,3	4,4	0,9	0,6	5,1	10,7	9,2	7,7	2,1	11,0	1,4	
Desembre	8,5	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,4	8,1	2,5	11,8	-	
2011												
Gener	3,7	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,7	7,3	2,0	12,2	-	
Febrer	1,3	7,6	1,9	0,9	7,9	18,5	11,1	6,2	1,4	13,1	1,8	
Març	-5,2	7,8	2,1	1,2	8,0	18,6	10,8	5,4	1,5	11,6	-	
Abril	-4,7	7,3	2,5	1,3	7,1	17,1	10,0	3,9	1,6	10,3	-	
Maig	...	6,7	2,6	1,3	6,5	15,4	8,6	3,0	0,8	8,2	...	
Juny	...	6,7	2,6	1,2	6,4	15,4	7,7	2,3	0,6	6,8	-	

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

(**) Excepte energia.

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

Sector exterior

La demanda exterior sosté el creixement espanyol

L'economia espanyola va créixer el 0,2% intertrimestral entre l'abril i el juny del 2011. Com ja va succeir en els trimestres anteriors, aquesta feble recuperació es va basar, principalment, en el dinamisme de la demanda exterior. L'aportació externa al creixement va ser de cinc dècimes durant aquest període. La forta embranzida de les exportacions de turisme i l'atonia de la demanda interna, amb el consegüent alentiment de les importacions, expliquen aquest

bon comportament. Tot plegat, però, en un context de desacceleració de les exportacions, en sintonia amb la menor embranzida del comerç mundial. La continuïtat d'aquesta contribució positiva de la demanda externa al creixement depèn de l'evolució de l'activitat global. En aquest aspecte, el menor vigor de l'economia europea es postula com el principal risc a curt termini.

La Unió Europea, amb el 66,5% del total durant la primera meitat de l'any, es manté com la principal destinació de les exporta-

La recuperació espanyola continua sustentada pel sector exterior.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juny 2011

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	27.551	29,0	21,1	6.326	72,9	5,9	-21.225	23,0
Béns de consum	29.354	1,3	22,5	35.196	13,4	33,1	5.842	119,9
<i>Alimentaris</i>	7.665	6,7	5,9	13.108	10,0	12,3	5.443	171,0
<i>No alimentaris</i>	21.689	-0,5	16,6	22.088	15,5	20,8	399	101,8
Béns de capital	8.495	-1,2	6,5	9.289	20,6	8,7	794	109,3
Béns intermedis no energètics	65.030	13,9	49,9	55.553	17,3	52,2	-9.477	85,4
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	69.107	6,3	53,0	70.695	14,9	66,5	1.587	102,3
<i>Zona de l'euro</i>	56.109	7,6	43,0	56.836	12,0	53,4	726	101,3
Altres països	61.322	20,2	47,0	35.668	26,2	33,5	-25.654	58,2
<i>Rússia</i>	4.760	68,1	3,6	1.161	42,7	1,1	-3.599	24,4
<i>EUA</i>	5.295	18,9	4,1	4.244	40,8	4,0	-1.051	80,2
<i>Japó</i>	1.659	-10,3	1,3	878	25,0	0,8	-781	52,9
<i>Amèrica Llatina</i>	8.212	23,8	6,3	5.979	31,0	5,6	-2.234	72,8
<i>OPEP</i>	13.349	21,9	10,2	3.958	23,5	3,7	-9.391	29,7
<i>Resta</i>	28.047	15,5	21,5	19.447	21,8	18,3	-8.600	69,3
TOTAL	130.430	12,4	100,0	106.363	18,5	100,0	-24.067	81,5

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

El dèficit comercial acumulat durant l'últim any es redueix el 4,1% interanual al juny...

cions espanyoles. L'anàlisi de les dades acumulades dels dotze últims mesos mostra que, en aquest mercat, el saldo comercial va registrar el primer superàvit des que es disposa de dades. Això va contribuir a la reducció del dèficit comercial total acumulat en aquest període, fins als 50.105 milions d'euros, el 4,1% per sota del mateix mes de l'any anterior. Aquest ajustament respon a un major dinamisme de les exportacions que de les importacions realitzades des del juliol del 2010, amb increments interanuals del 18,5% i del 13,2%, respectivament.

El diferencial entre els dos fluxos comercials encara és major si es tenen en compte les dades reals. L'intens increment del preu del petroli ha empès el dèficit energètic dels dotze últims mesos fins als 38.968 milions d'euros. No obstant això, a partir del mes d'abril, el volum d'importacions de béns energètics es va començar a contraure de forma gradual. S'espera que el desajustament del saldo energètic es moderi a partir del quart trimestre, quan el diferencial de preus en relació amb els de l'any anterior es comenci a reduir.

Pel que fa a la resta de productes, el dèficit no energètic acumulat durant l'últim any va accelerar el ritme de contracció al juny, amb una caiguda del 44,7% interanual. Destaca el bon comportament dels béns de consum durador i del sector de l'automòbil. En contraposició, l'alerta alimentària generada al si de la Unió Europea va representar un dur revés per a l'exportació de béns alimentaris. Al mes de juny, aquesta partida va registrar una caiguda del superàvit comercial del 91,1%.

En clau de futur, la desacceleració del creixement a les principals economies europees alentirà la correcció del desequilibri comercial durant el tercer trimestre. S'espera que, a partir de l'octubre, la menor pressió del component energètic impulsi de nou el ritme d'ajustament.

...a causa del bon comportament del dèficit no energètic, que accelera el ritme de contracció.

El dèficit corrent es redueix el 29,2% al maig, impulsat per la balança de serveis.

Reducció del dèficit corrent al març

Pel que fa a la balança per compte corrent, les dades del maig mostren una reducció del dèficit del 29,2% interanual. Conseqüentment, el desequilibri acumulat dels dotze últims mesos va accelerar la contracció, fins als 46.469 milions d'euros. Aquesta millora va ser gairebé generalitzada, sense cap mena de dubte, el bon comportament de la balança de serveis es va convertir en la principal via de reducció del dèficit corrent.

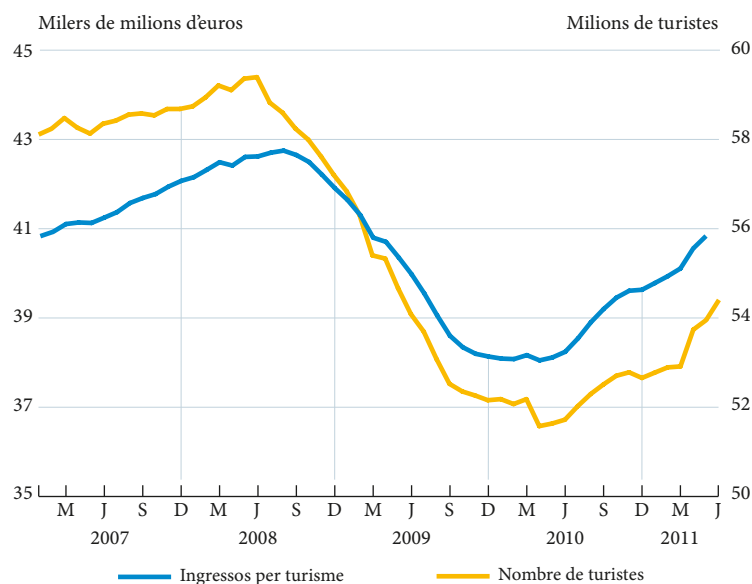
En efecte, el superàvit de la balança de serveis acumulat des del juny del 2010 va augmentar en 4.482 milions d'euros en relació amb el registrat dotze mesos enrere. Aquesta millora respon tant a l'increment dels ingressos turístics com de la resta de serveis. Pel que fa als ingressos turístics, el gràfic mostra que l'entrada de turistes estrangers a Espanya va intensificar la dinàmica de recuperació durant el segon trimestre del 2011. Aquest repunt va ser el resultat de la favorable situació econòmica dels països europeus i de la inestabilitat geopolítica al nord d'Àfrica. El manteniment d'aquesta tendència representaria més de 56 milions d'entrades de turistes.

Només la balança de rendes va registrar un augment del dèficit durant aquest període, per l'augment del cost de finançament del deute espanyol. En aquest sentit, les tensions recents als mercats de deute públic mantindran aquesta tendència a curt termini.

De fet, la incertesa als mercats de finançament s'ha reflectit en la reducció de la inversió directa estrangera a Espanya al maig i en la sortida neta d'inversió en cartera. Durant aquest mes, les principals vies de finançament van ser la inversió a curt termini i el recurs al Banc Central Europeu.

L'AUGMENT DE LES ENTRADES DE TURISTES IMPULSA EL SALDO CORRENT

Nombre de turistes i ingressos per turisme acumulats durant els dotze últims mesos



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Maig 2011

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-18.148	-7,6	-45.645	542	-1,2
Serveis					
Turisme	9.783	14,7	28.209	2.289	8,8
Altres serveis	404	-	1.628	2.193	-
Total	10.188	25,0	29.837	4.482	17,7
Rendes	-11.149	20,6	-23.842	-106	0,4
Transferències	-4.961	-5,6	-6.819	1.592	-18,9
Total	-24.071	-7,4	-46.469	6.510	-12,3
Compte de capital	2.404	-31,0	5.215	-427	-7,6
Balança financera					
Inversions directes	-8.171	-	-13.205	-28.407	-
Inversions de cartera	16.758	-	57.272	27.859	94,7
Altres inversions	12.403	-	16.021	55.432	-
Total	20.989	-	60.088	54.884	-
Error i omissions	-1.173	-64,4	-330	7.495	-95,8
Variació d'actius del Banc d'Espanya	1.850	-94,9	-18.505	-68.206	-

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Sector públic

La intervenció del BCE neutralitza temporalment l'intens repunt de la prima de risc espanyola.

El tipus d'interès mitjà del deute puja dues dècimes, fins al 3,9%, en mig any.

La incertesa s'instal·la als mercats de deute públic

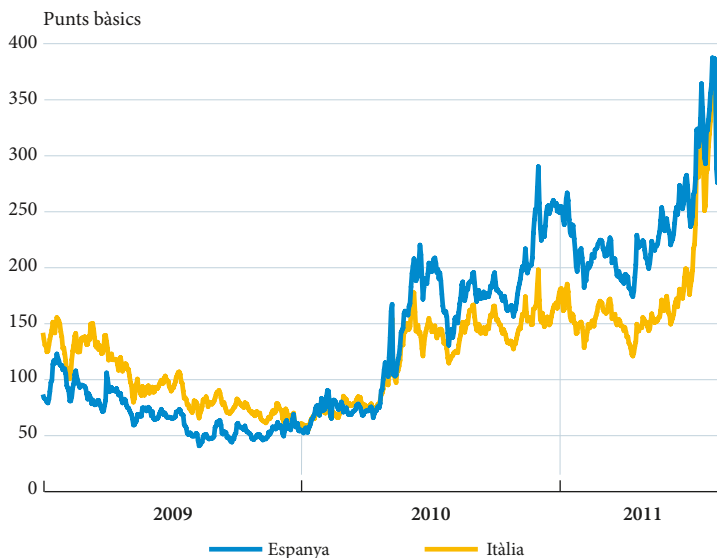
El deute públic ha copat les principals portades econòmiques durant el període estival. Els dubtes generats per una possible reestructuració del deute grec i per la demora en l'aprovació del segon pla de rescat al país hel·lènic es van estendre cap als mercats de deute sobirà. A més a més, les mesures anunciades al juliol per l'Eurogrup van ser insuficients per calmar la tensió provocada per la desacceleració del creixement econòmic europeu. Els bons espanyols i italians es van veure afectats, amb un intens repunt de les primes de risc. La intervenció, cap a la meitat d'agost, del Banc Central Europeu (BCE), amb la com-

pra de títols de deute, va permetre establir el rendiment dels deutes sobirans. No obstant això, aquest suport sembla temporal. Continua essent fonamental que s'adoptin mesures a nivell europeu i nacional que esvaeixin la incertesa als mercats de deute.

Efectivament, la prima de risc espanyola va augmentar fins als 400 punts bàsics, un nou màxim des de l'adopció de l'euro. La ràpida actuació del BCE va neutralitzar aquest repunt i va reduir el diferencial fins als 270 punts bàsics. Malgrat això, el major cost d'emissió exigint durant els últims mesos continua pressionant a l'alça el tipus d'interès mitjà del deute en circulació, que es va situar en el 3,9% al juny del 2011, dues

LA INTERVENCIÓ DEL BCE NEUTRALITZA EL REPUNT DE LES PRIMES DE RISC ITALIANA I ESPANYOLA

Diferencial entre la rendibilitat del bo a deu anys amb el *bund* alemany



FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

dècimes per damunt de sis mesos enrere. Aquesta tendència es mantindrà i s'aproparà al 4,6% registrat en la primera dècada del segle.

Aquest increment del risc sobirà no va afectar exclusivament Espanya. Itàlia, i també altres països com França i Bèlgica, va registrar un important deteriorament de la prima de risc. Atesa aquesta situació, alguns països han adoptat noves mesures d'ajustament fiscal per calmar la inquietud dels mercats sobre la situació de les finances públiques.

En aquest sentit, el Govern espanyol va aprovar l'avançament del cobrament de l'Impost de Societats per a les grans empreses i la racionalització de la despesa farmacèutica. El Ministeri d'Economia preveu que les dues mesures representin, entre recaptació addicional i estalvi de despeses, gairebé 5.000 milions enguany. En el cas de l'Impost de Societats, però, això serà a canvi d'uns ingressos més baixos el 2012.

Simultàniament, s'han accelerat els tràmits per privatitzar, al novembre, els aeroports de Madrid i de Barcelona i el 30% de la Loteria Nacional. Segons el Ministeri, totes aquestes privatitzacions comportaran al voltant de 12.000 milions d'euros addicionals per a les arques del sector públic. En contraposició, es va aprovar la pròrroga, de sis mesos, dels 400 euros que reben els aturats que ja han esgotat la prestació, que augmentarà lleugerament les despeses públiques al voltant de 240 milions d'euros. Així mateix, es va reduir el tipus impositiu que grava la compra d'habitatges nous fins a la meitat, del 8% al 4%, fins al final del 2011.

Aquestes mesures intenten facilitar el compliment de l'objectiu del dèficit recollit en el pla d'estabilitat, del 6,0% del PIB per al 2011. La informació mensual més recent sobre l'execució pressupostària de l'Estat

no es desvia significativament. El dèficit de caixa acumulat en el primer semestre de l'any va ser de 23.495 milions d'euros, el 23,7% per sota del mateix període del 2010. Analitzant els fluxos de caixa agregats de l'Estat i de les comunitats, s'observa un increment de la recaptació impositiva del 4,2% interanual en aquest període. Destaca el bon comportament de l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) i de l'impost sobre el valor afegit (IVA), amb creixements del 6,5% i del 9,4% interanual, respectivament.

Pel que fa als pagaments, les mesures d'austeritat del Govern van permetre la contracció de les inversions reals, el 26,8% en relació amb la primera meitat del 2010. Els sous del personal públic també es van reduir, el 5,2% interanual. Si es manté aquesta evolució en el que queda d'any, l'Estat aconseguiria l'objectiu de dèficit de caixa per al 2011 de 44.036 milions d'euros.

No obstant això, el compliment dels objectius fixats en el pla d'estabilitat no està lliure de riscos. Hi ha dubtes sobre la velocitat de recuperació de l'economia espanyola i la desviació de les comunitats autònomes de l'objectiu de dèficit. La publicació dels comptes públics de les comunitats del segon trimestre al final d'agost aportarà informació rellevant en aquest sentit.

En conclusió, el manteniment de les tensions al mercat de deute públic europeu posa de manifest que les mesures adoptades fins avui no han aconseguit l'efecte desitjat. Continuen essent necessàries mesures que restableixin la confiança en la solvència dels comptes públics, tant a curt com a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, destaca, a nivell nacional, la introducció d'una nova regla, en la Constitució, que limita el dèficit estructural al 0,4% del PIB. Aquesta directriu s'alinea amb les propostes dels líders francès i alemanya.

Les noves mesures aprovades a l'agost comportaran un estalvi de 5.000 milions d'euros.

El dèficit de caixa es redueix el 23,7% interanual en la primera meitat de l'any.

S'introdueix una nova regla que vincula l'increment de la despesa pública al creixement de l'economia a mitjà termini.

Estalvi i finançament

El sector bancari surt reforçat després de les proves de resistència

El sector financer encara el nou curs amb confiança renovada. D'una banda, va superar amb bona nota les proves de resistència coordinades per l'Autoritat Bancària Europea (EBA). A més a més, en aquest mes de setembre, finalitza el termini perquè les entitats bancàries espanyoles assoleixin els nous requeriments de capital mínim exigits pel regulador bancari. Enrere queda mig any de profunda transformació, centrada, fonamentalment, en el sector de les caixes d'estalvis. Finalment, només quatre de les tretze entitats que, al març, precisaven de capital addicional han sol·licitat ajudes públiques per recapitalitzar-se. De tot plegat es desprèn una millora de la transparència i de la solvència del sector bancari espanyol. No obstant això, les tensions als mercats de finançament i la feblesa de l'activitat són reptes exigents a curt i a mitjà termini. Tot això en un context de despallanquejament del sector privat que mantindrà la tònica de reducció del crèdit.

En efecte, la solvència del sistema bancari espanyol va sortir reforçada després de la publicació dels resultats de les proves de resistència a la banca europea. Els motius són, essencialment, tres. Primer, transparència. L'anàlisi del sector bancari espanyol va incloure totes les caixes d'estalvis i bancs cotitzats, amb els quals se superava el 50% dels actius totals del sistema exigint per l'EBA. Segon, més severitat. Els escenaris macroeconòmics contemplats en l'exercici eren més severs per a Espanya i presentaven una probabilitat d'ocurrència menor que en altres països. Finalment, capital

addicional. Les provisions genèriques de les entitats de crèdit espanyoles, que permeten absorbir les pèrdues, no van ser considerades dins de la definició de capital utilitzada per les proves. La publicació dels resultats va mostrar cinc entitats espanyoles que no assolien el nivell de capital mínim exigint. Una xifra que es redueix a zero si s'afegeixen al capital les provisions genèriques i els bons obligatòriament convertibles.

Aquest bon resultat hauria d'ajudar a reduir la incertesa sobre la solvència del sistema bancari espanyol. No obstant això, després de la incapacitat de detectar el cas irlandès l'any passat, els mercats han llegit amb molt escepticisme els resultats d'enguany. A més a més, les turbulències als mercats de deute sobirà van mantenir elevat el cost de finançament de les entitats bancàries. Ateses aquestes dificultats, la dependència del sector al recurs del Banc Central Europeu va tornar a augmentar al juliol, fins als 52.053 milions d'euros. Tot i que aquesta xifra es manté lluny del màxim assolit un any enrere, de 130.209 milions d'euros, el tancament dels mercats majoristes apunta a la continuïtat d'aquesta tendència durant els pròxims mesos. Segons el calendari de venciments del deute bancari, la necessitat de refinançament del sector augmentarà de forma considerable el 2012. Per tant, és prioritari que les tensions en aquests mercats es relaxin.

Sense cap mena de dubte, un repunt del ritme de creixement de l'economia espanyola apropiaria aquest objectiu. Fins ara, el feble dinamisme de l'economia no és suficient per generar ocupació. En aquest context, la taxa de morositat va ser del

Al setembre, finalitza el procés de recapitalització del sistema bancari espanyol.

Augmenta el recurs de les entitats financeres al Banc Central Europeu al juliol.

La morositat es redueix en set punts bàsics, fins al 6,42%.

6,42% al juliol. Malgrat la lleugera reducció, de 7 punts bàsics en relació amb el mes anterior, aquesta xifra continua essent elevada i deteriora la qualitat de la cartera creditícia de les entitats financeres.

Però l'enduriment de les condicions de finançament de les entitats bancàries no es va traslladar al negoci al detall al juny. Després de diversos mesos de pujades, el tipus d'interès de les noves operacions creditícies es va reduir en relació amb el mes anterior. En el cas de les famílies, la disminució de 5 punts bàsics s'explica per la intensa reducció del cost dels préstecs al consum i altres finalitats, la qual contraresta la pujada dels tipus per a l'adquisició de l'habitatge. Pel que fa a les empreses, la reducció va ser més important, de 16 punts bàsics.

Aquest comportament dels tipus d'interès coincideix amb el resultat de l'enquesta de préstecs bancaris del mes de juliol. Així, tal com ja es va anticipar a l'abril, els criteris

de concessió creditícia a les empreses i a les llars per al consum i altres finalitats es van mantenir estables durant el segon trimestre del 2011. Només els crèdits destinats a l'adquisició d'habitatge van experimentar un lleuger enduriment en aquest període. Les expectatives de les entitats participants apunten al manteniment de les condicions creditícies durant els pròxims mesos.

Malgrat això, la concessió de crèdit nou es va reduir el 5,7% al juny en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Destaca la intensa caiguda del crèdit a les llars, del 30,1% en aquest mateix període. Conseqüentment, el ritme de contracció del finançament al sector privat es va intensificar, amb una reducció de l'1,1% interanual. El despallanquejament del sector privat durant la primera meitat de l'any va ser el motiu principal. Així, les empreses no financeres i les llars van reduir l'estoc de deute en 34.443 milions d'euros. Aquest fenomen va ser contrarestat per l'augment

Es mantenen els criteris de concessió creditícia a les empreses i per al consum de les llars en el segon trimestre.

El deute del sector privat es continua reduint en el segon trimestre.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Juny 2011

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.177.571	-34.443	-1,1	75,6
Empreses no financeres	1.290.608	-22.842	-0,6	44,8
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	870.711	-26.764	-2,7	30,2
<i>Valors diferents d'accions</i>	67.139	2.703	5,2	2,3
<i>Préstecs de l'exterior</i>	352.759	1.219	3,9	12,3
Llars (4)	886.963	-11.601	-1,9	30,8
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	671.042	-8.916	-1,1	23,3
<i>Altres (3)</i>	212.531	-2.754	-4,3	7,4
<i>Préstecs de l'exterior</i>	3.389	69	6,6	0,1
Administracions públiques (5)	701.502	62.903	13,7	24,4
TOTAL	2.879.072	28.460	2,7	100,0

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

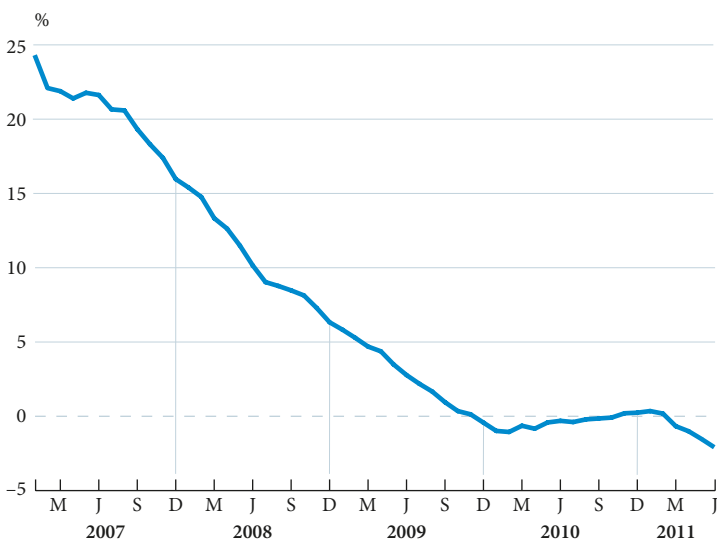
(4) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

EL FINANÇAMENT AL SECTOR PRIVAT INTENSIFICA EL RITME DE CONTRACCIÓ

Taxa de variació interanual



FONT: Banc d'Espanya.

de l'endeutament del sector públic, de 62.903 milions d'euros entre els mesos de gener i juny del 2011.

El despallanquejament del sector privat corregirà gradualment l'excés de crèdit acumulat durant l'últim període expansiu. No obstant això, com indica el Fons Monetari Internacional al seu informe anual sobre l'economia espanyola, aquest procés serà lent. S'espera que el deute privat espanyol, mesurat en percentatge del producte interior brut, convergeixi de forma gradual cap a nivells similars als europeus.

El nou decret frenarà el creixement dels tipus d'interès

La taxa d'estalvi de les llars va mantenir, en el primer trimestre del 2011, el perfil descendent que va iniciar un any enrere, fins a situar-se en el 12,2% de la renda disponible en termes acumulats de quatre trimestres. Aquesta xifra s'allunya del màxim assolit el 2009, quan l'augment de l'estalvi de les famílies, a causa de la conjuntura econòmi-

ca negativa, el va situar per damunt del 18%. S'espera que, al llarg d'enguany, la taxa d'estalvi s'aproximi als nivells registrats abans de la recessió, lleugerament per damunt de l'11%.

El creixement interanual dels passius bancaris en mans de les famílies i de les empreses es va tornar a desaccelerar al juny i es va situar en l'1,3%. Aquest alentiment, generalitzat entre els diferents instruments de passiu, va tenir lloc en un període d'estancament dels tipus d'interès. Només la remuneració dels dipòsits a termini va registrar un increment significatiu al juny, de 8 punts bàsics en relació amb el mes anterior.

En aquest sentit, les turbulències als mercats de deute sobirà durant els mesos d'estiu van augmentar la necessitat de captació de dipòsits de la clientela. Això hauria de pressionar a l'alça els tipus d'interès. No obstant això, l'aprovació, el passat 4 de juliol, del decret que limita els tipus d'interès oferts pels dipòsits frenarà aquesta escalada. Aquesta mesura podria representar la fugida de dipòsits bancaris cap a altres ins-

Es manté la desacceleració en el creixement dels passius bancaris en mans de llars i d'empreses.

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

Juny 2011

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	271.004	9.238	3,5	5.642	2,1	19,0
D'estalvi	208.284	-3.003	-1,4	-5.494	-2,6	14,6
A termini	732.412	-11.237	-1,5	18.018	2,5	51,4
En moneda estrangera	20.491	1.108	5,7	-1.934	-8,6	1,4
Total dipòsits	1.232.191	-3.894	-0,3	16.233	1,3	86,4
Resta del passiu (*)	193.305	-9.706	-4,8	-6.932	-3,5	13,6
TOTAL	1.425.496	-13.600	-0,9	9.301	0,7	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

truments financers més rendibles, com, per exemple, el deute públic sobirà. Aquest escenari beneficia també els fons d'inversió, quan la volatilitat torni a nivells més

moderats. Ara com ara, però, les dades del juliol van registrar reemborsaments nets per un total de 570 milions d'euros.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

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

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

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
20. Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió Joan Elias
21. La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué Marta Noguer
22. Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible? Pere Miret

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ DOCUMENTS DE TREBALL

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

- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department
- 01/2011. Creixement *versus* progrés Jordi Gual
- 02/2011. Sobreescalfament emergent: causes, conseqüències i riscos Claudia Canals i Marta Noguer
- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech
- 04/2011. Noves regulacions de capital en banca: una reflexió crítica Jordi Gual
- 05/2011. Offshoring and Intellectual Property Rights Reform Claudia Canals i Fuat Sener
- 06/2011. Turquia: ajustament macroeconòmic en any electoral? Àlex Ruiz
- 07/2011. Quant capital necessita el sistema financer espanyol? Maria Pilar Buil i Matthias Bulach

■ 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
Director Executiu 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

Setembre 2011

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2010

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

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

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



Informe Mensual edició iPad

L'economia des del teu sofà

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

Més informació a www.laCaixa.es/estudis

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

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2011

Es permet la reproducció parcial de l'Informe Mensual sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

