

# Informe Mensual



## ELS ALTRES EMERGENTS

*Mercats frontera: els emergents del futur?* Pàg. 17

Capital humà i tecnològic, situació política i estabilitat macroeconòmica, claus per als futurs emergents

*Els que no emergiran* Pàg. 20

Una quarta part de la humanitat viu en països amb gairebé nul·les expectatives de millora econòmica

*El Mediterrani, un pont o una frontera per al desenvolupament econòmic?* Pàg. 36

La implicació dels països de la Unió Europea en el desenvolupament de la riba sud del Mediterrani ha de ser màxima

*La banca mòbil i la seva contribució al desenvolupament econòmic* Pàg. 47

Com bancaritzar la població dels països emergents a un cost raonable?

# Previsions

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

	2010	2011	2012	2010		2011			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Producte interior brut</b>									
Estats Units	3,0	1,7	2,0	3,5	3,1	2,2	1,6	1,6	1,4
Japó	4,0	-0,5	2,7	4,8	2,5	-0,7	-1,1	-1,1	0,7
Regne Unit	1,3	1,1	1,7	2,5	1,5	1,6	0,7	0,5	1,5
Zona de l'euro	1,7	1,6	1,3	2,0	2,0	2,4	1,6	1,3	1,2
<i>Alemanya</i>	3,6	2,9	1,5	4,0	3,8	4,6	2,8	2,3	1,8
<i>França</i>	1,4	1,7	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7	1,4	1,5
<b>Preus de consum</b>									
Estats Units	1,6	3,2	2,3	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,7
Japó	-0,7	0,2	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,5	0,1
Regne Unit	3,3	4,3	2,7	3,1	3,4	4,1	4,4	4,4	4,2
Zona de l'euro	1,6	2,7	1,8	1,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,7
<i>Alemanya</i>	1,1	2,3	1,8	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,3
<i>França</i>	1,5	2,1	1,6	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Agregats macroeconòmics</b>									
Consum de les llars	1,3	0,7	0,7	1,5	1,7	0,7	-0,2	1,1	1,2
Consum de les AP	-0,7	-0,3	-2,4	-0,7	-0,9	2,6	-1,0	-1,3	-1,6
Formació bruta de capital fix	-7,5	-5,0	0,1	-6,7	-6,1	-6,0	-6,7	-4,2	-3,2
<i>Béns d'equipament</i>	1,9	0,6	4,3	2,4	1,2	0,3	-3,7	3,1	2,7
<i>Construcció</i>	-11,1	-8,2	-1,9	-11,2	-10,6	-10,4	-9,3	-7,6	-5,6
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-1,2	-0,8	0,0	-0,7	-0,6	-0,4	-1,9	-0,6	-0,3
Exportació de béns i serveis	10,3	9,7	6,4	9,4	10,5	12,1	8,4	10,1	8,1
Importació de béns i serveis	5,5	3,2	2,3	5,0	5,3	6,3	-1,7	4,2	3,9
<b>Producte interior brut</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Altres variables</b>									
Ocupació	-2,3	-0,9	0,3	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0	-0,7	-0,6
Taxa d'atur (% població activa)	20,1	21,5	21,8	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,4
Índex de preus de consum	1,8	3,2	1,6	1,9	2,5	3,5	3,5	3,1	2,7
Costos laborals unitaris	-1,5	-1,0	0,1	-1,9	-2,3	-1,5	-1,5		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-4,5	-4,0	-3,5	-3,7	-3,2	-6,4	-2,9	-2,7	-3,8
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-3,9	-3,5	-3,1	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4	-2,2	-3,4
Saldo públic (% PIB)	-9,3	-7,5	-5,0	-7,9	-13,4	-5,3	-9,9		
<b>MERCATS FINANCERS</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Tipus d'interès internacionals</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,3	1,5	1,0	1,0	1,0	1,3	1,5	1,5
Bons EUA 10 anys	3,2	2,8	2,1	2,8	2,8	3,4	3,2	2,4	2,0
Bons alemanys 10 anys	2,8	2,6	2,7	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	2,0
<b>Tipus de canvi</b>									
\$/Euro	1,33	1,40	1,40	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,39

## Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
  - 6 Estats Units
  - 10 Japó
  - 12 Xina
  - 14 Brasil
  - 15 Mèxic
  - 17 Mercats frontera: els emergents del futur?**
  - 19 Primeres matèries
  - 20 Els que no emergiran**
- 24 Unió Europea**
  - 24 Zona de l'euro
  - 27 Alemanya
  - 29 França
  - 31 Itàlia
  - 32 Regne Unit
  - 33 Europa emergent
- 36 El Mediterrani, un pont o una frontera per al desenvolupament econòmic?**
- 38 Mercats financers**
  - 38 Mercats monetaris i de capital
  - 47 La banca mòbil i la seva contribució al desenvolupament econòmic**
- 51 Conjuntura espanyola**
  - 51 Activitat econòmica
  - 55 Mercat de treball
  - 59 Preus
  - 63 Sector exterior
  - 66 Sector públic
  - 68 Estalvi i finançament

## Els altres emergents

Mentre les economies avançades –Amèrica del Nord, Europa Occidental, Japó– es debaten en un entorn de baix creixement, perillosos desequilibris en les finances públiques i incertes perspectives econòmiques, la resta del món avança amb fermesa en creixement i en millora del nivell de vida. Mentre els països rics amb prou feines creixeran l'1,5% el 2011, la resta superarà el 6%. Més o menys el mateix que ha succeït en l'última dècada i que es preveu que continuï en els pròxims anys. El pes del món desenvolupat reula davant de l'avanç implacable del món en desenvolupament i les distàncies entre els dos es comencen a reduir.

Aquest floriment de les economies menys avançades va arrencar en els anys noranta de la mà, principalment, dels països asiàtics i s'ha estès a altres regions al llarg de l'última dècada. La gran recessió del 2008-2009, que tan directament va afectar els països rics, amb prou feines va incidir sobre la resta. Els protagonistes estel·lars d'aquest gir de l'economia mundial són els grans emergents: la Xina, l'Índia i el Brasil, als quals es pot afegir Rússia. Grans en població, en extensió i en potencial expansiu. Economies molt diferents les unes de les altres, però amb el denominador comú d'haver alterat el patró establert del comerç internacional, la disponibilitat de mà d'obra, els fluxos de primeres matèries o el sistema de tipus de canvi.

Però els grans emergents només són la part més visible del fenomen. Molts altres països estan aconseguint un lloc en l'entramat del comerç i de l'economia mundial i, per aquesta via, estan accedint a nivells creixents de benestar. Es troben a l'Europa de l'Est, a l'Amèrica Llatina, a Àsia i a Àfrica. En general, es considera que els seus bons resultats són conseqüència dels avanços en diversos àmbits decisius, com l'estabilitat macroeconòmica, és a dir, el manteniment dels desequilibris dins de paràmetres acceptables, evitant, per exemple, situacions com la hiperinflació. També són països amb economies obertes al comerç i a la inversió exterior, amb un nivell acceptable de desenvolupament del capital humà i de la capacitat tecnològica i, sobretot, amb unes condicions polítiques i institucionals que propicien i afavoreixen el desenvolupament dels negocis i de les transaccions mercantils.

Certament, també ens trobem amb un nombrós grup de països que tenen moltes dificultats per establir les bases mínimes per encetar el camí cap a la prosperitat econòmica. El principal escull sol ser l'espiral de conflicte i violència, política o criminal, que afecta nombrosos estats. El caldo de cultiu del conflicte es troba en la pobresa i en els baixos nivells de renda per capita en què sobreviuen milions de persones. En aquests països, l'existència de recursos naturals accentua el risc de violència, mentre que la corrupció té un efecte letal sobre la capacitat de funcionament de les institucions. Altres factors de naturalesa no econòmica també poden encendre la metxa del conflicte, com l'exclusió o la desigualtat que afecta grups regionals, religiosos o ètnics. La veritat és que, en aquests casos, redreçar el país i aconseguir el funcionament de les institucions bàsiques són processos delicats i fràgils que poden durar molts anys.

Quins països seran capaços, en els pròxims anys, de traspasar la línia que els separa de la qualificació d'emergents? La resposta té interès, perquè invertir-hi pot comportar importants rèdits en el futur, però també planteja riscos, ja que la història passada no té per què continuar indefinidament. En qualsevol cas, l'emergència de nous països sempre serà una bona notícia per al conjunt de l'economia mundial.

## RESUM EXECUTIU

**La Cimera de l'euro assoleix, finalment, una posició comuna per afrontar la crisi del deute sobirà.**

**El quitament voluntari del deute grec puja al 50%, augmenta el coeficient de capital de màxima qualitat dels principals bancs europeus al 9%...**

**...s'amplia la capacitat de finançament del fons de rescat i es marquen alguns deures per a les economies més afectades.**

### **Les perspectives econòmiques s'enterboleixen**

La Cimera europea del 26 d'octubre ha assolit un seguit d'acords que s'espera que alleugin, si més no de moment, el crític estat al qual ha arribat la zona de l'euro. Dos anys després que es comencessin a conèixer els problemes del pressupost grec i després de tretze cimeres europees, en aquesta ocasió els caps d'Estat i de Govern han trobat una posició comuna que considerem que té elements positius, però de la qual queda molt per concretar. És per això que creiem que, si els detalls s'especifiquen de forma satisfactòria, la situació podria anar millorant de forma gradual, però no es poden descartar noves tensions si deceben.

El primer punt d'acord és el replantejament del pla de rescat a Grècia. Després de l'informe favorable de la troica negociadora (Banc Central Europeu, Fons Monetari Internacional i Comissió Europea), s'ha permès el desemborsament del vuitè tram d'ajuda. El més important, però, és l'acord per reduir el deute grec mitjançant un quitament del 50%, al qual podrà accedir, voluntàriament, el sector privat. L'important deteriorament de l'economia grega en els últims mesos ha obligat a adoptar aquesta mesura per assegurar la sostenibilitat del deute públic a llarg termini. El bescanvi dels nous bons s'efectuarà al començament del 2012 i no és clar el grau d'acceptació d'aquesta oferta.

El segon punt és la recapitalització del sector bancari europeu. Malgrat que la banca del vell continent va superar amb nota les proves d'estrès realitzades a la primavera, s'ha considerat necessari endurir la ràtio de

capital de màxima qualitat fins al 9% per a les entitats bancàries més importants. Tot i que l'origen de la incertesa sobre la solvència de la banca cal buscar-lo en la sostenibilitat del deute públic, s'argumenta que aquest pas és necessari per esvair els perills de contagi que envolten el sector i, així, reobrir els mercats de finançament majorista. Aquesta recapitalització s'haurà de produir abans del 30 de juny del 2012. El risc és que la recapitalització endureixi les condicions creditícies i afebleixi o allargui el procés de recuperació econòmica de la zona de l'euro. En el cas d'Espanya, la recapitalització afectarà els cinc principals bancs i, segons els càlculs preliminars, representarà 26.161 milions d'euros dels 106.000 milions en què Brussel·les xifra les necessitats totals de la banca europea.

En tercer lloc, durant la maratoniana reunió dels líders europeus, s'ha acordat l'ampliació de la capacitat financera del fons de rescat, la Facilitat Europea d'Estabilització Financera, fins al voltant d'un bilió d'euros, tot i que no s'ha concretat com s'efectuarà aquesta ampliació. En aquests moments, el fons disposa de 440.000 milions d'euros de dotació inicial. També s'apunten els mecanismes sobre els quals s'articularà el suport del fons als deutes sobirans en dificultats, que, en tot cas, s'haurà de concretar més en el futur.

Finalment, la Cimera de l'euro ha subratllat la importància de continuar avançant en la millora de la governança europea i en la disciplina fiscal. A més a més, les conclusions de la Cimera fan referència als avanços d'Irlanda i de Portugal en el desenvolupament dels plans d'ajustament, així com als dos països més afectats per la puja

da de les primes de risc, Itàlia i Espanya. En aquest cas, els caps d'Estat i de Govern de la zona de l'euro han lloat els avanços espanyols en la reducció del dèficit públic, la reestructuració del sector bancari i les reformes dels mercats de treball i de productes, però destaquen la necessitat de flexibilitzar el mercat de treball i de millorar la competitivitat, en especial al sector serveis.

L'adequació d'aquestes mesures a la resolució de la crisi del deute sobirà és fonamental per frenar l'intens afebliment de l'activitat econòmica que s'ha registrat en els últims mesos a la zona de l'euro. En general, tots els indicadors, tant d'oferta com de demanda, han iniciat una marcada tendència a la baixa. Sorpren, en especial, la celebritat amb què la confiança del consumidor europeu s'ha començat a deteriorar des del juliol, després de mantenir-se en nivells similars a la mitjana històrica al llarg d'un any. Aquesta mala evolució contrasta amb el sòlid comportament de la producció industrial del mes d'agost, que va presentar un creixement del 5,3% interanual. No obstant això, diversos indicadors avançats suggereixen que l'activitat econòmica es deteriorarà, amb un índex PMI de gerents de compra que s'ha situat per sota del nivell dels 50 punts, cota que indica contracció, o uns resultats de les enquestes de confiança empresarial negatius. Per aquestes raons, considerem que el risc de recessió a la zona de l'euro s'ha incrementat sensiblement, per bé que, ara com ara, mantenim la previsió de creixement per als pròxims trimestres.

També mantenim la previsió que el Banc Central Europeu (BCE) mantindrà el tipus d'interès de referència en l'1,50%, però s'obre pas la possibilitat d'abaixar-ho si es confirma l'escenari recessiu. En l'últim Consell de Govern, celebrat a l'octubre, Jean-Claude Trichet, en la seva última compareixença com a president del BCE, va complir el guió de les compareixences anteriors en expressar el perfil acomodatiu de la política monetària de l'entitat i va reconèixer

que els riscos actuals vinculats a l'elevat endeutament d'alguns països de la perifèria i la desacceleració del comerç internacional generen un augment de les pressions a la baixa sobre la taxa de creixement de la zona de l'euro. Segons Trichet, el BCE està plenament compromès en l'adopció de les mesures extraordinàries necessàries per restaurar l'estabilitat financera i el funcionament normal dels mercats, i la seva intervenció més rellevant és la compra de bons sobirans dels països de la perifèria. Tot i que, inicialment, aquest programa tenia un caràcter excepcional, l'augment dels riscos d'un possible contagi de les dificultats a altres economies de la regió, com l'espanyola o la italiana, han convertit el BCE en un comprador habitual de bons sobirans.

Fora de la zona de l'euro, el risc d'una desacceleració global brusca s'ha reduït de forma apreciable. Als Estats Units, el producte interior brut (PIB) del tercer trimestre va créixer l'1,6% interanual, una taxa una mica superior a l'esperada, amb avanços destacables del consum de les famílies i de la inversió de les empreses. Es tracta d'un resultat coherent amb alguns indicadors ja coneguts, com la confiança empresarial, les vendes al detall o, fins i tot, l'ocupació. A la creació de 103.000 llocs de treball nets al setembre es va afegir una revisió a l'alça de 99.000 llocs de treball en els mesos de juliol i d'agost, que va dur fins a 1.074.000 efectius la creació neta de llocs de treball acumulada des del començament de l'any.

Pel que fa a les economies emergents, mostren, en general, un alentiment suau, amb un augment del PIB de la Xina del 9,1% en el tercer trimestre. En altres països, on l'activitat s'ha ressentit més, com al Brasil, la política monetària es torna més laxa, la qual cosa redueix els riscos d'un aterratge brusca. A Mèxic, les turbulències financeres i l'alentiment de les grans economies avançades expliquen, en gran part, l'expectativa d'una fase de menor creixement en el que queda de 2011 i al llarg del 2012.

**Els indicadors de la zona de l'euro s'orienten clarament a la baixa...**

**...la qual cosa podria empènyer el BCE a reconsiderar el manteniment dels tipus d'interès de referència en el nivell actual.**

**Fora de la zona de l'euro, el risc de desacceleració global brusca s'ha reduït de forma notable.**

**També a l'economia espanyola les expectatives de creixement s'han refredat de forma considerable.**

Quant a l'economia espanyola, igual que succeeix a la zona de l'euro, les expectatives de creixement s'han refredat de forma notable. A un entorn internacional menys favorable, en especial pel que fa al principal soci comercial, la zona de l'euro, se suma la davallada de la confiança derivada de la persistent crisi del deute sobirà i de les seves conseqüències en termes de disponibilitat i de preu del crèdit. En el tercer trimestre, els indicadors d'activitat recullen una situació en què l'escàs creixement el va aportar un sector exterior afavorit per l'activitat del turisme estranger, beneficiat per la desviació dels fluxos de viatgers derivada de la situació conflictiva del nord d'Àfrica. En canvi, indicadors com les vendes al detall o la confiança dels consumidors s'orienten clarament a la baixa i apunten a una trajectòria més feble del que s'esperava en els pròxims trimestres.

**La pèrdua de llocs de treball continua frenant la despesa del consum privat.**

Una de les causes de la contenció de la despesa de les famílies és la pèrdua de llocs de treball que es continua registrant. Al setembre, el nombre d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social va disminuir en 64.956 persones, de manera que l'acumulat de l'últim any comptabilitza ja la pèrdua de 235.918 cotitzadors, un ritme de descens que, en termes interanuals, es manté una mica per damunt de l'1%. La sagnia de llocs de treball es tradueix en un nombre creixent d'aturats. Espanya aporta el 31% dels 15,7 milions d'aturats estimats de la zona de l'euro, la qual cosa significa que un de cada tres aturats europeus és espanyol, malgrat que Espanya representa només el 14% de la població de l'Europa dels 17. Espanya encapçala el rànquing de l'atur europeu, amb una taxa del 21,2%, seguida de lluny per Grècia i Irlanda.

**El sector exterior moderarà l'aportació al creixement en els pròxims trimestres.**

La despesa del consum privat, tot i mantenir-se feble, s'ha pogut sostenir gràcies al fet que les famílies han continuat corregint

a la baixa la taxa d'estalvi, segons les dades disponibles fins al segon trimestre del 2011. Durant aquest període, les llars van apartar de la seva renda el 12,8% per a estalvi, molt lluny del màxim assolit el 2009, quan l'estalvi per motiu de precaució va superar el 18%. Esperem que la taxa d'estalvi es continuï reduint, fins a situar-se en l'11,4% al final del 2011.

Per la seva banda, el sector exterior presenta una contracció apreciable del dèficit per compte corrent, amb una caiguda interanual del 16,3% al juliol. Aquesta correcció és, en gran part, fruit del bon comportament de la balança comercial, a causa de la reducció de les importacions. No obstant això, les dades de comerç exterior apunten a un menor ajustament en els pròxims mesos. Un component rellevant d'aquest ajustament és l'energia, el dèficit acumulat de la qual, entre setembre del 2010 i agost del 2011, representa més del 80% del dèficit comercial total del període. Pel que fa a la balança de serveis, el seu superàvit acumulat durant els dotze últims mesos va augmentar el 20,9% enfront del registrat en el mateix període de l'any anterior, gràcies, principalment, a l'enlairament del component turístic ja esmentat.

En tot cas, l'aportació del sector exterior al creixement tendirà a moderar-se en els pròxims trimestres, de manera que la trajectòria de la demanda interior, subjecta ara a grans incerteses, serà decisiva. Tenint en compte la fràgil situació del sector privat –empreses i famílies– i l'ajustament que encara s'aplicarà al sector públic, serà clau la combinació dels ajustaments i de les reformes que s'adoptin per retornar l'economia espanyola a una via de creixement que permeti recuperar la creació de llocs de treball.

27 d'octubre de 2011

## CRONOLOGIA

### 2010

- 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 del **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** 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial a l'1,50%.  
21 Els països de la zona de l'euro aproven un segon pla d'**ajudes públiques a Grècia** 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**.
- setembre** 22 El Congrés dels Diputats convalida el reial decret llei 13/2011 que restableix l'**impost sobre el patrimoni** per al 2011 i el 2012.
- octubre** 26 La cimera de l'euro acorda llançar un **nou programa d'ajuda per a Grècia**, amb un quitament del 50% del deute per als inversors privats, l'ampliació substancial de la capacitat financera de la FEEF i l'increment de la **ràtio de capital de màxima qualitat dels bancs** al 9%.

## AGENDA

### Novembre

- 2 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
4 Índex de producció industrial (setembre).  
11 Avanç del PIB (tercer trimestre).  
15 IPC (octubre). Avanç del PIB de la UE (tercer trimestre).  
16 Comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).  
IPC harmonitzat de la UE (octubre).  
20 Eleccions generals.  
22 Comerç exterior (setembre).  
25 Preus industrials (octubre).  
29 Avanç IPC (novembre). Ingressos i despeses de l'Estat (octubre).  
30 Balança de pagaments (setembre).

### Desembre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).  
5 Índex de producció industrial (octubre).  
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
14 IPC (novembre).  
15 IPC harmonitzat de la UE (novembre).  
16 Cost laboral (tercer trimestre).  
20 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).  
22 Comerç exterior (octubre).  
23 Preus industrials (novembre).  
30 Avanç IPC (desembre).  
Balança de pagaments (octubre).

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**Els Estats Units creixen l'1,6% i allunyen l'escenari d'una recaiguda.**

**El sentiment empresarial millora lleugerament, llevat de les perspectives d'ocupació.**

### Estats Units: un repunt que evita el pitjor

El repunt de la demanda agregada allunya l'economia nord-americana del temut escenari de la recaiguda, tot i que no milloren les perspectives per a l'última part del 2011 ni per al conjunt del 2012. El producte interior brut (PIB) del tercer trimestre va créixer el 0,6% intertrimestral (l'1,6% interanual), gràcies a un consum privat que va recuperar una part del vigor dels anys expansius i a un sector exterior que es va beneficiar del repunt exportador del juliol i d'uns preus del petroli més favorables.

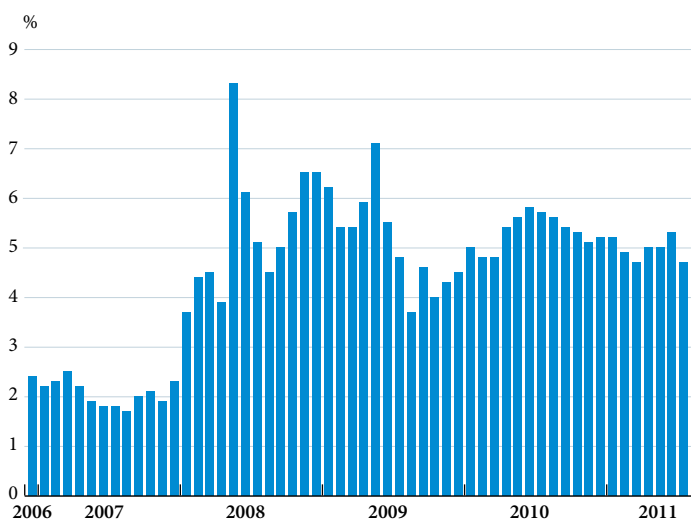
El consum públic, per la seva banda, va continuar feble i va evidenciar la desaparició gradual dels estímuls fiscals que han contribuït a incrementar el deute públic

fins al 100% del PIB. Pel costat inversor, destaca el fort impuls de la despesa en béns d'equipament, que va avançar el 10% interanual, amb el suport del sector industrial. La construcció va tornar a aportar una petita contribució positiva al creixement.

La lleugera millora de la percepció empresarial és coherent amb la fortalesa del tercer trimestre. L'índex de sentiment de l'Institute for Supply Management (ISM), tant en serveis com en manufactures, va mostrar lleugers avanços, que van deixar els dos índexs en uns nivells que són coherents amb creixements del conjunt de l'economia propers al 2%. El punt feble de la dada cal buscar-lo en el component d'ocupació dels serveis, que es va situar per sota de la referència de 50, que és la frontera entre expansions i recessions, i va evi-

### ESTATS UNITS: UNA MICA MENYS D'ESTALVI... ÚLTIMAMENT

Estalvi de les llars en percentatge de la renda disponible



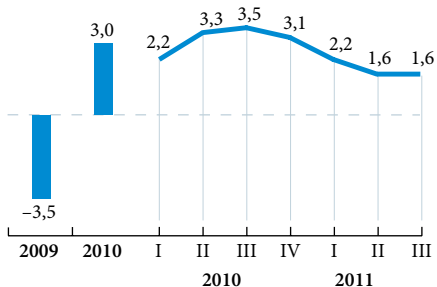
FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.



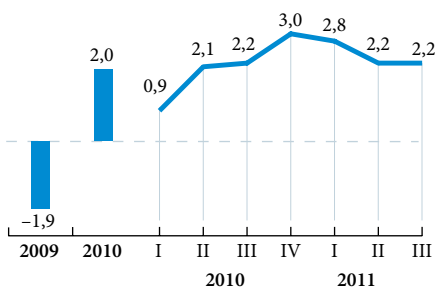
## EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

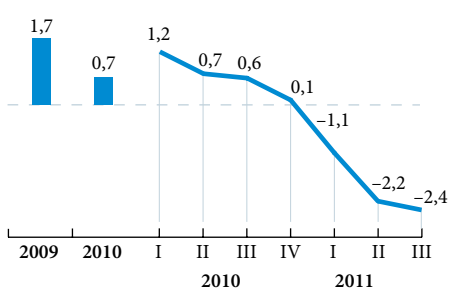
### PIB



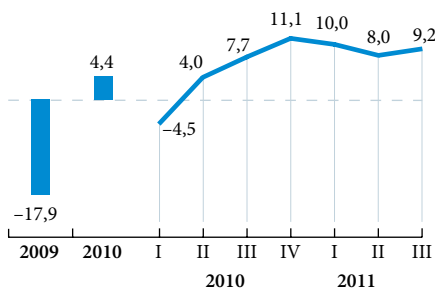
### Consum privat



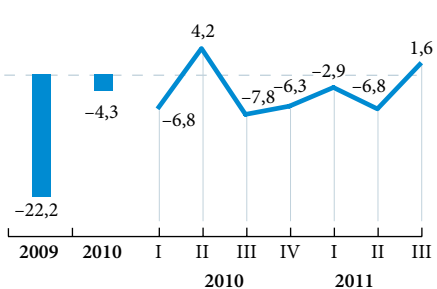
### Consum públic



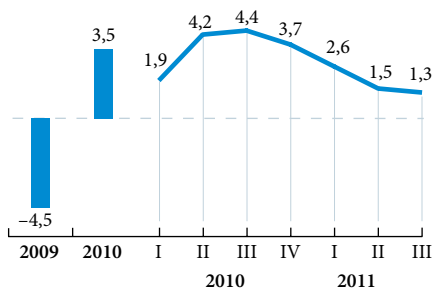
### Inversió no residencial



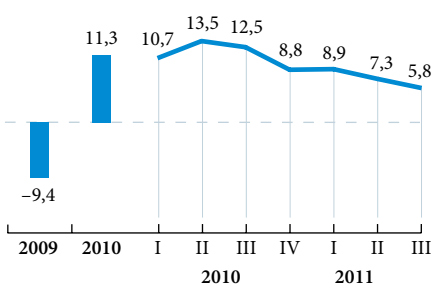
### Inversió residencial



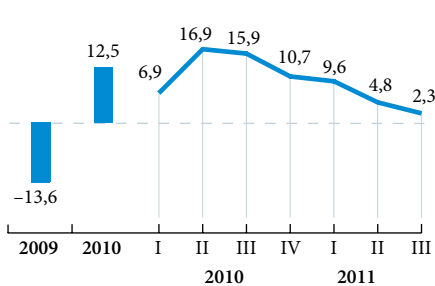
### Demanda interna



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

**El quart trimestre hauria de ser més feble que el tercer.**

denciar que, al mercat laboral, no hi ha motius per a gaires alegries.

Per bé que el repunt ha de comportar un augment de la confiança dels diferents sectors econòmics que faci més improbable la hipòtesi d'una recaiguda, cal esperar un quart trimestre una mica més feble que el tercer, atesa la temporalitat d'alguns dels factors que li donen suport. En primer lloc, la renda disponible de les llars va alentir l'avanç en el tercer trimestre, de manera que l'embranchada del consum del període es va aconseguir a costa d'una reducció de la taxa d'estalvi, en una economia que precisa el despallanquejament d'unes llars en què el deute brut es manté en un elevat 114,4% de la renda disponible. En segon lloc, el vigor consumista es va centrar en béns duradors, que tenen un comportament més erràtic que els béns no duradors i que els serveis, que continuen gairebé estancats. En tercer lloc, continua existint l'impediment d'un petroli car, el qual, tot i ser més barat que durant la primera meitat de l'any, s'alenteix més a poc a

poc del que s'esperava. En un entorn de preus de les primeres matèries a la baixa, el petroli continua molt per damunt dels 100 dòlars per barril, preu que comporta la reducció de la capacitat adquisitiva de les llars per realitzar altres compres.

Les vendes al detall del setembre van seguir el patró vigorós del consum privat del tercer trimestre, amb un increment del 5,9% interanual, sense cotxes ni benzina, reforçat per unes bones vendes d'automòbils, una fortalesa que no ho és tant, ja que, en gran part, es van aconseguir a força d'importants descomptes en preus.

La moderació de les perspectives d'inflació també apunta a una tibiïesa de la demanda en els pròxims trimestres. L'índex de preus al consum (IPC) del setembre va pujar el 3,9% interanual, lleugerament per damunt del 3,8% de l'agost, gràcies a uns preus energètics que encara reflecteixen els alts preus del petroli d'uns mesos enrere. No obstant això, l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, que segueix

**Els preus es prenen un respir, amb l'IPC en el 3,9% i l'IPC subjacent en el 2,0%.**

#### ESTATS UNITS: EL CONSUM PRIVAT REPUNTA

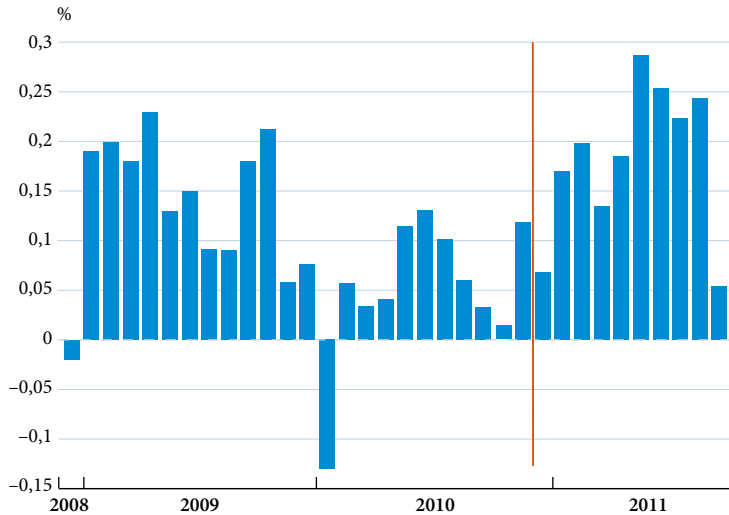
Vendes al detall reals sense automòbils ni benzina



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

## ESTATS UNITS: L'IPC ES PREN UN RESPIR

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



NOTA: (\*) L'índex subjacent exclou els aliments i l'energia (desestacionalitzat).

FONTS: Departament de Treball, Datastream i elaboració pròpia.

amb més fidelitat les tendències dels preus, va posar fi a una sèrie de cinc mesos alcistes amb un increment mínim en relació amb l'agost que el va portar a acumular uns guanys del 2,0% interanual. Així mateix, sense la contribució dels lloguers, l'increment del setembre hauria estat gairebé nul. El vestit i, en especial, els béns duradors van veure recular els preus, a causa dels esmentats descomptes en la venda d'automòbils. El costat positiu d'aquesta moderació de la inflació del setembre hauria de deixar a la Reserva Federal un major marge de maniobra en cas que fossin necessàries noves polítiques expansives.

L'evolució del mercat de treball també va seguir la pauta d'un cert repunt sense una millora de les perspectives a mitjà termini. A la creació de 103.000 llocs de treball nets al setembre, es va afegir una revisió a l'alça de 99.000 llocs de treball en els mesos de juliol i d'agost que va dur fins a 1.074.000 la creació neta de llocs de treball acumulats enguany. No obstant això, la taxa d'atur va romandre ancorada en el 9,1%, i les ta-

xes més àmplies d'atur, que inclouen els desanimats i els qui treballen a temps parcial involuntàriament, van empitjorar lleugerament, un augment que dificultarà noves reduccions significatives de la taxa d'atur al llarg del 2012, ja que desanimats i subempleats absorbiran una part important dels llocs de treball que s'hagin creat.

Al mercat de l'habitatge, millora lleugerament la percepció empresarial, tot i que no s'espera l'arribada d'una recuperació significativa fins ben entrat el 2013. En aquest sentit, els preus continuen ancorats al fons, amb un índex Case-Shiller de preus de l'habitatge de segona mà que, al juliol, va romandre gairebé inalterat. Així mateix, les execucions d'hipoteques, que alimenten la sobreoferta d'immobles, van continuar sense remetre. El sector s'orienta cap al lloguer i els edificis multifamiliars, la demanda dels quals va esperarar l'inici d'habitatges del setembre fins als 658.000, en termes anuals, un increment del 15,0% en un mes, que, no obstant això, no altera el fet que es continuï estant molt lluny dels

**Es reactiva la creació de llocs de treball, però l'atur continua en el 9,1%.**

**El mercat immobiliari mostra una tímida millora gràcies a l'habitatge multifamiliar.**

## 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	
			IV	I	II	III
PIB real	-3,5	3,0	3,1	2,2	1,6	1,6
Vendes al detall	-7,0	6,4	7,7	8,2	7,8	8,0
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	49,9
Producció industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,7	3,3
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0
Habitatges iniciats	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	5,2
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1
Preus de consum	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8
Balança comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-534,8	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,1

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.

### El repunt exportador i el petroli més barat redueixen el dèficit comercial.

1,6 milions d'habitatges iniciats, xifra que podria ser considerada normal.

En l'àmbit del sector exterior, l'abaratiment del petroli es va deixar sentir més que en els preus de consum. La disminució de la factura importadora que va comportar el relaxament del preu del cru i dels seus derivats, que són responsables del 57,1% del total del dèficit comercial, i el repunt de les exportacions del juliol, que, en la seva major part, es va mantenir a l'agost, van fer que el dèficit comercial de béns i serveis combinat del juliol-agost fos de 91.233 milions de dòlars, el 10,3% per sota del corresponent al maig-juny. On encara no hi ha indicis de millora és en la relació bilateral amb la Xina, que explica gairebé la totalitat del desequilibri exterior nord-americà si s'exclou el petroli, un desequilibri que fa que es continuï pressionant la potència asiàtica perquè acceleri el ritme d'apreciació de la seva divisa. Així i tot, la contribució que pugui tenir el sector exterior al creixement hauria de ser

limitada, a causa de l'alentiment del creixement global. En aquest sentit, la fracció del total que representen les exportacions nord-americanes a l'Àsia Oriental, que, ara com ara, és la regió amb un creixement més intens, és del 22,8% i evoluciona a la baixa.

### Japó: una recuperació amb llastos

L'economia japonesa, el PIB de la qual va recular el 0,5% en el segon trimestre, espera un tercer trimestre expansiu, que hauria de confirmar la recuperació del teixit industrial després del terratrèmol i del *tsunami* del març. Un vigor que no evitaria que, per al conjunt del 2011, l'economia nipona presenti una reculada que hauria de rondar el 0,5%, però que, de cara al 2012, podria catapultar el creixement fins al 2,7%. El vigor mostrat en la reparació de la catàstrofe no ha de fer oblidar, però, les febleses d'una economia que té un deute públic que, en termes bruts,

**El Japó pot recular un mínim 0,5% el 2011 i espera un vigorós 2012.**

## 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	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB real	-6,3	4,0	4,8	2,5	-0,7	-1,1	-	...	-
Vendes al detall	-2,3	2,5	3,2	-0,4	-3,0	-1,7	0,6	-2,6	...
Producció industrial	-21,8	16,6	13,3	6,8	-2,5	-7,0	-1,7	-1,0	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	8,0	5,0	6,0	-9,0	-	2,0	-
Habitatges iniciats	-27,7	2,7	13,7	6,8	3,2	4,3	21,1	14,0	...
Taxa d'atur (2)	5,0	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	4,7	4,3	...
Preus de consum	-1,3	-0,7	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	0,2	...
Balança comercial (3)	4,0	7,9	8,1	7,9	6,5	3,4	2,5	1,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,58	0,39	0,37	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	98,6	106,0	109,1	111,0	110,6	109,3	112,6	115,8	118,3

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.

supera el 230% del PIB, una dependència excessiva del sector exterior que, en un entorn d'alentiment global, representa un llast, i que continua sense conjurar el fantasma de la deflació, que, en gran part, obeeix a una feblesa crònica de la demanda interna.

En aquest sentit, els efectes inflacionistes del *tsunami* han estat molt limitats, la qual cosa suggereix que, tot i que no s'està superant la deflació, sí s'han sabut solucionar molts dels colls d'ampolla que el *tsunami* i la crisi nuclear van ocasionar en les cadenes de subministraments. Així, l'IPC de l'agost va pujar un magre 0,2% interanual, ajudat per una pressió alcista del petroli que hauria d'amainar en els pròxims mesos. Sense aquest factor, l'IPC subjacent, el general sense aliments ni energia, fa tres mesos que està estancat i, a l'agost, va acumular una reculada del 0,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Així mateix, el deflactor del PIB continua marcant una tendència deflacio-

nista més intensa que els índexs de preus al consum.

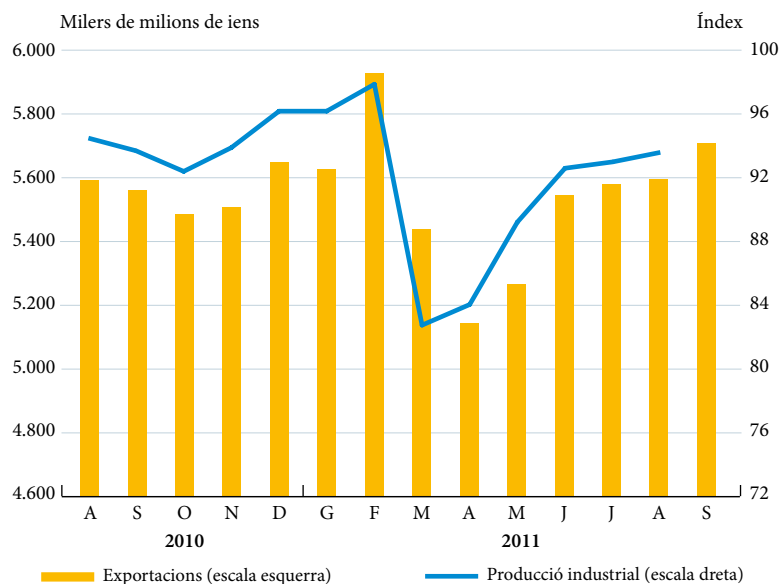
El múscul de l'economia japonesa continua tenint un reflex fidel en la producció industrial, que, a l'agost, va continuar avançant per la via alcista i acumula ja una recuperació del 71,7% del que havia perdut després del *tsunami*, una reparació que és més clara en la producció industrial de béns de consum, que supera ja els nivells previs a la tragèdia del març. També en la mateixa línia, les comandes de maquinària, que són un indicador avançat de la despesa d'inversió, van presentar increments a l'agost. Així mateix, l'índex de sentiment empresarial Tankan del banc central del Japó per a grans empreses manufactureres també va mostrar millores notables en el tercer trimestre.

Per la seva banda, els indicadors de demanda interna també continuen confirmant la recuperació, tot i que amb menys intensitat. Les vendes d'automòbils del

**Continua la recuperació de la indústria, seguida, amb més parsimònia, per la demanda interna.**

## JAPÓ: LA RECUPERACIÓ AGUANTA

Exportacions mensuals del Japó i producció industrial



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó i elaboració pròpia.

**Les exportacions haurien de contribuir de forma significativa al creixement de la segona meitat de l'any.**

setembre van presentar un avanç inter-anual que, tot i que mínim, és el primer des de l'agost del 2010. Per la seva banda, les vendes al detall de l'agost també van mostrar tímids avanços, igual que la confiança del consumidor del tercer trimestre, que, malgrat els guanys, es manté en nivells molt baixos en relació amb la seva mitjana històrica.

Al sector immobiliari, el despertar de la construcció va prosseguir a l'agost, amb un inici d'habitatges que va sumar el segon mes d'avanços fermes. També es va incrementar el nombre d'immobles venuts a l'àrea de Tòquio al setembre. Els preus, però, van continuar a la baixa, sense participar d'aquesta major activitat del sector.

Per la seva banda, el sector exterior va mantenir la línia de millores graduals. El dèficit comercial del setembre es va reduir gairebé del tot, segons les estadístiques de duanes, gràcies a l'avanç de les exportacions. La contribució positiva del sector

exterior al creixement del tercer trimestre hauria de ser significativa, ja que es parteix del nivell excepcionalment baix del segon trimestre, derivat de l'aturada exportadora provocada pel *tsunami*.

### Xina: a la recerca de l'aterratge suau

L'economia xinesa va créixer el 9,1% en el tercer trimestre, un ritme relativament robust, que, tot i ser el més lent dels dos últims anys, apunta a un aterratge suau del gegant asiàtic. Les raons de l'alentiment cal buscar-les en una recuperació lenta del sector exterior, que perd protagonisme en el creixement, a causa d'una menor demanda de l'economia global, i en un alentiment de la inversió.

Els riscos que el creixement caigui molt més són, però, limitats. En primer lloc, la Xina té un alt potencial per incrementar la demanda interna. Si la tinença de telèfons mòbils, de televisors o d'electrodo-

**La Xina creix el 9,1% i manté l'expectativa d'un aterratge suau.**

## 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	
			IV	I	II	III
PIB real	9,2	10,4	9,8	9,7	9,5	9,1
Producció industrial	12,5	14,5	13,3	14,5	13,9	13,8
Producció elèctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8
Preus de consum	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3
Balança comercial (*)	196,4	185,1	185,1	169,4	174,8	172,9
Tipus interbancari 3 mesos (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56
Renminbi per dòlar	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.

mèstics s'aproxima ja a nivells normals a les zones urbanes, en béns com els automòbils queda encara molt camí per recórrer. Pel costat de la inversió, els factors d'alentiment podrien ser limitats. La desacceleració de la inversió del tercer trimestre se centra en construcció i en infraestructures, molt afectades per l'aturada imposada en la construcció de ferrocarrils d'alta velocitat per raons de seguretat, després de l'accident de tren de Wenzhou del passat mes de juliol. En el cas de la construcció, per bé que els preus de l'habitatge creixen amb comptagotes i les restriccions de crèdit per neutralitzar la inflació han deixat moltes constructores amb problemes de balanç, el contingent de més de 300 milions de persones de la Xina rural disposades a passar a les àrees urbanes representa una reserva de demanda per al sector de l'habitatge. Els últims indicadors d'activitat mostren també aquesta resistència del creixement, amb una producció industrial que, al setembre, va avançar el 13,8% interanual, i unes importacions de coure, que indiquen el to de l'activitat industrial i manufacturera, que van remuntar després d'anar uns mesos a la baixa.

Aquesta desacceleració del creixement representa, però, un relaxament de la restricció monetària que buscava contenir la inflació, que, ara com ara, és el risc més seriós de la conjuntura xinesa. Tot i que l'IPC del setembre va pujar el 6,1% interanual, quan al juliol s'havia arribat al 6,5%, la moderació de la inflació queda lluny de ser una realitat. Així, l'IPC dels aliments, que a la Xina pesa el 50% del total i té una importància social considerable, va continuar pujant a un ritme elevat, del 13,4%.

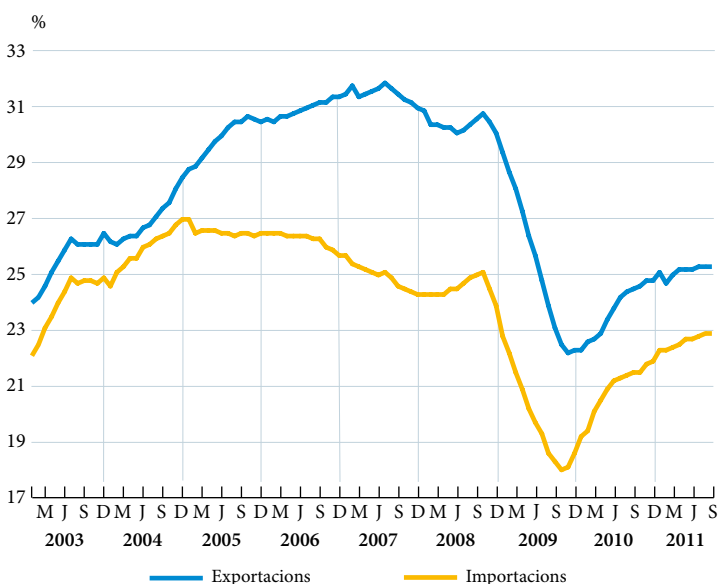
L'augment dels preus també afecta els costos laborals, que, a mitjà termini, erosionaran l'avantatge competitiu de la mà d'obra barata i obligaran la Xina a reorientar l'economia cap a un consum domèstic més gran i cap a altres productes més sofisticats. En aquest sentit, la recuperació del sector exterior de la Xina després de la crisi del comerç del 2009 ha estat força més lenta del que caldria esperar. L'alentiment de les exportacions va reduir el superàvit comercial del setembre fins als 14.514 milions de dòlars, una xifra que no va gaire més allà de la meitat del saldo mensual mitjà del 2008. El fet és que la contribució del sector exterior al creixement és gairebé nul·la. Així mateix, les exportacions, que,

**L'IPC s'alenteix fins al 6,1%, però la inflació dels aliments continua en un alt 13,4%.**

**El superàvit comercial es redueix a causa de la reculada de les exportacions.**

## XINA: LES EXPORTACIONS JA NO SÓN EL QUE EREN

Pes de les exportacions i de les importacions dels 12 últims mesos en relació amb el PIB



FONTS: Oficina Nacional d'Estadística de la Xina, Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

### Es consolida la tendència de desacceleració de l'economia brasilera.

el 2007, havien arribat a representar el 31,9% del conjunt de l'economia, són ara el 25,3%, un declivi molt més intens que en el cas de les importacions, que, en el mateix lapse de temps, han passat del 25,1% al 22,9%.

### Brasil: prioritat al creixement

Si, al setembre, amb la inflació superant el 7,2%, el Banc Central del Brasil va sorprendre amb una rebaixa del tipus d'interès, el cop d'efecte ja no va ser tan xocant quan, a l'octubre, va retallar de nou la taxa oficial de descompte en cinquanta punts bàsics més, fins a deixar-la en l'11,5%. Certament, l'alentiment de la recuperació global accentua la tendència de desacceleració de l'economia brasilera i valida, en certa manera, el sobtat canvi de rumb de la política monetària. No obstant això, no és menys cert que l'alta taxa d'inflació hauria d'haver convidat a una mica més de cautela, en

especial quan no hi ha garanties que el flanc fiscal compensi el to expansiu del monetari.

L'avanç dels preus comença a perdre força, però molt menys del previst. Al setembre, va escalar fins al 7,3%, una xifra que genera dubtes sobre la capacitat real de les autoritats brasileres de retornar la inflació al rang objectiu abans que acabi l'any, en especial en un entorn de reducció de tipus i de moderació del real. Tot i que no hi ha dubtes que faran tot el possible per aplacar vells espectres –i així ho evidencia la recent retallada, del 16%, de l'impost sobre les importacions i sobre vendes a l'engròs de benzina, en una altra maniobra per controlar els preus–, si el *gap* entre la inflació i el seu objectiu s'allarga massa, la prioritització del creixement pot acabar minant la credibilitat del Banc Central, pot empènyer a l'alça les expectatives i pot dificultar encara més la moderació dels preus.

**El Banc Central del Brasil prioritza el creixement i torna a abaixar els tipus, tot i que la inflació es continua allunyant del rang objectiu.**



## 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		
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	-0,7	7,5	6,8	5,0	4,1	3,1	-	...	-
Producció industrial	-7,3	10,5	8,1	3,6	2,6	0,6	1,0	1,0	-1,6
Confiança del consumidor (*)	138,3	159,7	161,4	159,9	161,8	155,4	152,9	152,7	154,1
Taxa d'atur (**)	8,1	6,7	6,6	5,7	6,3	6,3	6,0	6,0	6,0
Preus de consum	4,9	5,0	4,6	5,6	6,1	6,6	6,9	7,2	7,3
Balança comercial (***)	25,3	20,2	16,8	20,2	22,5	25,3	27,1	28,6	30,6
Tipus d'interès SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	10,75	11,75	12,25	12,50	12,50	12,00
Reals per dòlar (*)	2,32	1,78	1,69	1,66	1,63	1,56	1,55	1,59	1,88

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banc Central del Brasil i elaboració pròpia.

Així i tot, en els pròxims mesos, tant els efectes de base com el menor ritme d'activitat haurien de jugar a favor. Tot i que el sentiment econòmic dels brasilers, encoratjat pel bon to del mercat laboral, és positiu, els últims indicadors conjunturals suggereixen que la tendència de desacceleració de la primera meitat de l'any s'hauria accentuat en el tercer trimestre i es podria mantenir en el quart. Al setembre, la producció industrial va recular el 2% en relació amb l'agost i les vendes al detall van sorprendre en negatiu en recular el 0,4% a l'agost, també en relació amb el mes anterior. D'altra banda, les dades del setembre van desvetllar una forta caiguda de la producció i de les vendes d'automòbils.

Malgrat tot, el nostre escenari central continua contemplant un aterratge suau de l'economia brasilera, i, de cara al final del 2011, els nous estímuls podrien, fins i tot, esperonar un cert repunt de l'activitat. Atès aquest escenari, els riscos són simètrics. D'una banda, les pressions inflacionistes es podrien mantenir més altes del que s'esperava, la qual cosa demostraria que el re-

laxament de la política monetària hauria estat prematura. En canvi, la desacceleració es podria agreujar si l'entorn extern i els preus de les primeres matèries es moderen més del que estava previst. En aquest cas, l'economia brasilera podria necessitar nous estímuls, més enllà de la represa via de reducció de tipus.

### Mèxic: pendents de l'exterior

Les turbulències als mercats financers i l'alentiment del creixement a les grans economies avançades i, en especial, als Estats Units han afectat la bona marxa de l'economia mexicana. La moderació de l'activitat al nord del Río Grande explica, en gran part, l'expectativa d'una fase de menor creixement a Mèxic durant el que queda del 2011 i també el 2012. En el seu comunicat d'octubre, el banc central va centrar-se en aquesta expectativa per avançar, per sorpresa, la possibilitat d'una retallada del tipus d'interès al desembre, si la situació econòmica ho requereix i si l'evolució del tipus de canvi ho permet.

**L'alentiment global i les turbulències financeres atenuen el ritme de creixement i el peso mexicans.**

## 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				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	-6,2	5,4	5,1	4,2	4,4	3,6	-	...	-
Producció industrial	-7,3	6,0	6,5	4,7	4,9	3,8	3,9	1,8	...
Confiança del consumidor (*)	80,5	86,3	89,2	89,6	92,1	90,7	95,5	93,4	92,4
Índex avançat d'activitat (*)	110,5	116,6	117,2	118,0	119,9	120,7	121,9	121,4	...
Taxa d'atur (**)	5,5	5,4	5,6	5,3	5,1	5,2	5,6	5,8	5,7
Preus de consum	5,0	3,9	3,7	4,2	3,5	3,3	3,5	3,4	3,1
Balança comercial (***)	-4,7	-3,0	-2,0	-3,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,2	-1,5
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans per dòlar (*)	14,18	12,33	12,60	12,35	11,90	11,72	11,73	12,35	13,78

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

### Banxico sorprèn en avançar la possibilitat d'una retallada de tipus abans que acabi l'any.

Així i tot, la recuperació progressiva de la demanda interna ha donat un nou fons de fortlesa a l'economia mexicana, que compensa, en part, l'afebliment de l'exportació. Així mateix, i a diferència d'alguns dels seus veïns de l'Amèrica Llatina, Mèxic compta amb suports addicionals que li permeten trampejar amb més comoditat la volatilitat externa dels últims mesos. Per començar, el compromís amb l'ortodòxia monetària i fiscal li ha permès mantenir, aquest cop sí, l'estabilitat macroeconòmica durant la recessió i, a més a més, disposa encara d'un cert marge per introduir, si cal, polítiques anticíclics. Així mateix, la seva exposició al principal focus actual de volatilitat extern, la zona de l'euro, és limitada, ja que la destinació principal de les seves exportacions són els Estats Units. D'altra banda, el sector bancari també aporta solidesa, ja que és solvent i té una posició còmoda de liquiditat.

Certament, els indicadors disponibles revelen que la banca mexicana és molt més robusta que la mitjana a l'Amèrica Llatina, gràcies a una posició macroeconòmica relativament sòlida i a un sistema regulador que va dur a terme notables millores després de la recurrència de diverses crisis financeres uns anys enrere. La taxa de morositat s'ha reduït en més del 30% en relació amb els intervinguts del 2009 i el nivell de provisions, enfront d'aquesta morositat, és del 180%. Aquesta solidesa li ha permès augmentar de forma gradual el crèdit (amb un creixement del 14% interanual al juliol), tot i que encara no s'ha assolit el ritme anterior a la crisi. Tot fa pensar que aquesta tendència es mantindrà, ja que el crèdit al sector privat continua essent molt inferior al nivell mitjà de la regió (el 25% del PIB, en relació amb el 44% del PIB a l'Amèrica Llatina).

## Mercats frontera: els emergents del futur?

El terme «mercats frontera» el va introduir l'economista Farida Khambata el 1992 per construir un índex financer de petites economies que no disposaven encara de les característiques que presentaven les economies emergents però sí del potencial per evolucionar cap a aquest estadi econòmic. Aquest índex va ser comprat, el 1999, per Standard & Poor's (S&P), entitat que va llançar diferents índexs basant-se en el concepte d'economia frontera. De llavors ençà, altres productes similars han aparegut al mercat i la categoria s'ha popularitzat entre els gestors financers. Tot i que els criteris per incloure un país en aquests índexs varien, els que fa explícits S&P poden ser considerats com a representatius d'aquest tipus de productes. Així, S&P estableix que, per triar una economia com a integrant de l'índex, es combinarà un primer sedàs quantitatiu amb un element de valoració qualitatiu. O, com el mateix S&P afirma, la classificació de països (en diferents categories d'índexs, és a dir, frontera, emergent o desenvolupat) és, al mateix temps, art i ciència.

Atesa l'absència d'informació sobre la part artística (o qualitativa) del procés, ens remetem a la part científico-quantitativa. D'acord amb S&P, un país pot ser considerat com a potencial economia frontera si compleix dos dels següents tres criteris: *a)* la capitalització total del mercat de valors nacional supera els 2.500 milions de dòlars; *b)* el volum de transaccions borsàries és superior als 1.000 milions de dòlars, i *c)* la capitalització borsària en percentatge del PIB nominal és superior al 5%. En definitiva, el que busca S&P és una certa profunditat del mercat de capitals. Es tracta d'evitar, mentre sigui possible, quedar atrapat en situacions de poca liquiditat en països que tenen un nivell de risc, econòmic i polític, elevat.

Un cop aplicats l'art i la ciència d'S&P, el seu índex de referència, l'S&P Frontier BMI, el formen (al setembre del 2011) 36 economies, com Argentina, Bangladesh, Nigèria o Ucraïna, per esmentar un exemple de cada continent representat (vegeu el mapa següent). Aquestes països haurien de ser, des del punt de vista conceptual, alguns dels futurs emergents. No obstant això, la història ens pot rebatre aquesta conclusió. Si analitzem l'evolució de l'índex des del 1995, veiem que només un país ha passat de frontera a emergent, Colòmbia (precisament el 2011). Sorprenent que, en 16 anys que han comportat un profund canvi en l'economia global, amb l'eclosió de potències emergents com la Xina, l'Índia o el Brasil, o el final del procés de transició de les economies planificades a economies de mercat a l'Europa de l'Est i Rússia iniciat el 1989, només Colòmbia hagi accedit a la categoria d'emergent.

El problema essencial és que els índexs financers d'economies fronteres, com l'esmentat d'S&P, són excel·lents instruments d'inversió, segurament imprescindibles per a la construcció de carteres globals, però no són tan bons a l'hora de predir el creixement econòmic futur. Això explica que sigui necessari centrar la nostra atenció en una altra direcció, la de la teoria econòmica del creixement.

Tot i ser força àmplia, la literatura que els economistes han dedicat als determinants del creixement a llarg termini es pot sintetitzar en uns pocs eixos fonamentals que els països han de consolidar per avançar en el desenvolupament econòmic. En termes generals, existeix un consens apreciable sobre el fet que les condicions fonamentals per al creixement econòmic afecten cinc àmbits diferents: l'estabilitat macroeconòmica (per evitar els desequilibris excessius, en especial la molt perniciosa hiperinflació), les condicions macroeconòmiques (com el grau d'obertura comercial de l'economia o la taxa d'inversió), el capital humà, la capacitat tecnològica i les condicions polítiques i institucionals (que inclouen aspectes reguladors, el desenvolupament de l'estat de dret, etc.).

## LES ECONOMIES FRONTERA



1. Argentina	7. Croàcia	13. Jamaica	19. Líban	25. Panamà	31. Tunísia
2. Bahrain	8. Equador	14. Jordània	20. Lituània	26. Pakistan	32. Ucraïna
3. Bangladesh	9. Eslovàquia	15. Kazakhstan	21. Maurici	27. Qatar	33. Unió dels Emirats Àrabs
4. Botswana	10. Eslovènia	16. Kenya	22. Namíbia	28. Romaniaa	34. Vietnam
5. Bulgària	11. Estònia	17. Kuwait	23. Nigèria	29. Sri Lanka	35. Xipre
6. Costa de Marfil	12. Ghana	18. Letònia	24. Oman	30. Trinitat i Tobago	36. Zàmbia

NOTA: Economies frontera que formen l'índex S&P Frontier BMI.

FONTS: Standard & Poor's i elaboració pròpia.

En principi, i llevat de tràgics accidents no menyspreables (com ens ho recorda l'anàlisi proporcionat al requadre «Els que no emergiran» d'aquest mateix Informe Mensual), un país hauria de transitar cap a fases de major prosperitat relativa a mesura que millori la situació en els dominis acabats d'esmentar. Una aproximació útil, pel que té de sintètica, és la que realitza Goldman Sachs anualment en el que anomena Growth Environment Scores (GES) o, en català, Valoració de l'Entorn de Creixement.<sup>(1)</sup> Goldman Sachs concreta les dimensions anteriors mitjançant la selecció de 13 variables, macroeconòmiques i polítiques. En principi, caldria esperar que els països que millorin de forma apreciable en aquest mesurament sintètic tindran més possibilitats d'accedir al següent grau de desenvolupament, per exemple d'economia frontera a emergent.

Entre el 1997 i el 2010, quatre països van accedir a l'estatus d'economia emergent en una de les classificacions més prestigioses del mercat, la del setmanari *The Economist*: Egipte, el Marroc, Perú i l'Aràbia Saudita. Doncs bé, i amb l'excepció d'Egipte, les altres tres economies van millorar ostensiblement en el rànquing GES entre el 1997 i el 2010, amb l'Aràbia Saudita ascendint 48 posicions (sobre 182 països); el Marroc, 26, i Perú, 24.

(1) Vegeu, per exemple, el primer estudi sobre aquest tema, Goldman Sachs (2005), How Solid are the BRICs, Global Economics Paper, 134, i el més recent, Goldman Sachs (2010), Our 2010 GES: The Links Between Growth Conditions, Growth and Markets, Global Economics Paper, 206.

Passant de la història a les perspectives, dos països que també s'esmenten habitualment com a fermes candidats a ser emergents en els pròxims anys són Vietnam i Kazakhstan. De nou, són països que han tendit a progressar en matèria de precondicions bàsiques de prosperitat: entre el 1997 i el 2010, Vietnam ha ascendit 52 llocs en la llista i Kazakhstan, 26. Així i tot, cal preguntar-se si existeixen també els «falsos positius» en aquesta regla que associa millores en el GES i la possibilitat d'accedir de forma versemblant a la categoria d'emergents. Sí, certament. No obstant això, i un cop descartats els que ja es consideren, actualment, avançats o emergents, només queden uns pocs països, en la seva major part de petita dimensió econòmica (casos com els de Bulgària, Bahrain, Lituània o Estònia entrarien en aquesta categoria).

En definitiva, S&P té raó: encertar quin país serà la propera Xina o el següent Brasil és un exercici que ha de combinar l'art i la ciència, o la intuïció i la formalització. En tot cas, si es vol apostar amb un cert rigor analític, estaria bé concentrar-se en els països que exhibeixin capacitat de millora en matèria d'estabilitat i de condicions macroeconòmiques, capacitat tecnològica, capital humà i condicions polítiques.

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

## **Canvi de tendència a la baixa, llevat del petroli**

El preu del cru va evolucionar lleugerament a la baixa entre el 20 de setembre i el 20 d'octubre, amb una reculada del 2,3% que el va portar a situar-se en els 108,60 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes), el 17,3% per damunt del nivell del començament de l'any i el 31,0% per damunt d'un any enrere. Per bé que el total del mes presenta un descens, cal precisar que, del 4 al 20 d'octubre, el petroli es va apreciar el 7,2%.

La reculada de les primeres matèries obeeix a les expectatives d'un menor creixement global. A la feblesa del creixement de les economies avançades s'afegeix la suau desacceleració de la Xina, amb la previsió implícita que el gegant asiàtic reduirà les seves compres de primeres matèries.

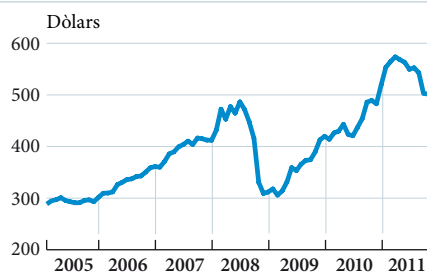
Però les reculades són desiguals. Mentre que el petroli manté el tipus, ajudat, possiblement, per les incerteses del nord d'Àfrica i l'Orient Mitjà, l'índex CRB de primeres matèries va cedir el 4,4% entre el 20 de setembre i el 20 d'octubre. Els més castigats van ser els metalls, més vinculats a la marxa de la Xina. Així, el níquel va perdre el 15,2%; l'alumini, el 9,8%, on la seva intensitat energètica va poder disminuir les baixades, i el coure, especialment afectat per unes existències xineses superiors a les esperades, s'hi va deixar el 18,8%. Les caigudes dels metalls preciosos també van ser intenses, amb el pal·ladi i el platí perdent el 17,0% i el 16,0%, respectivament. L'or, amb una reculada del 10,3%, tampoc no va defugir el to general de descensos. Pel que fa als aliments, els descensos van ser menys unànimes, amb reculades del blat, de l'ordi i del cafè, i apreciació de l'arròs.

**El petroli baixa fins als 108,6 dòlars, però defuig les caigudes d'altres primeres matèries.**

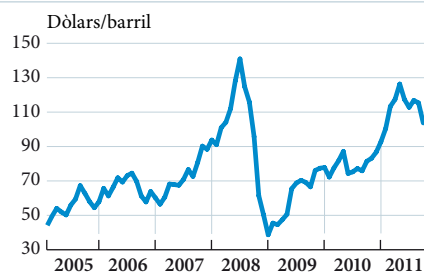
**Els preus dels metalls són especialment castigats a causa de l'alentiment de la Xina.**

## EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (\*)

**Índex CRB**



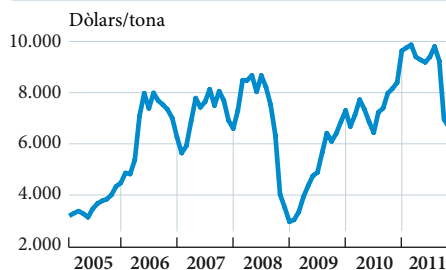
**Petroli Brent**



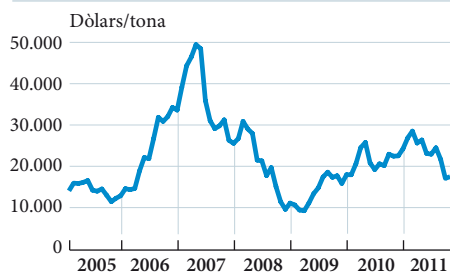
**Or**



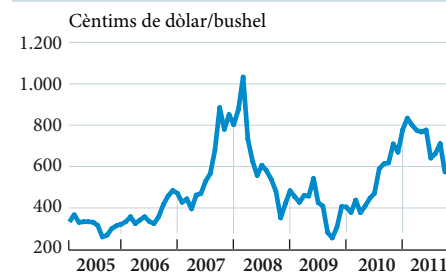
**Coure**



**Níquel**



**Blat**



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

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

## Els que no emergiran

El procés de globalització de les últimes dècades ha permès que molts països hagin accedit a nivells de creixement i de renda que abans haurien estat impensables. La crisi econòmica i financera global, que tan durament ha afectat les economies desenvolupades, amb prou feines ha incidit en l'avanç del conjunt de països emergents i en desenvolupament, i fins i tot alguns han accelerat el ritme de creixement. Però hi ha un altre grup de països que no accediran a la categoria d'emergents en diverses generacions i en els quals perduraran els nivells de pobresa i de subdesenvolupament. Es tracta de països amb un baix nivell de renda, sense els mecanismes socials i polítics d'un Estat articulat i que sovint són víctimes de cicles repetits de violència política i criminal, que agreugen la misèria i la desestructuració social. Un estudi recent del Banc Mundial<sup>(1)</sup> subratlla que un episodi important de violència, a

(1) Banc Mundial (2011), «Informe sobre el desenvolupament mundial 2011: conflicte, seguretat i desenvolupament».

diferència dels desastres naturals o dels cicles econòmics, pot esborrar tota una generació de progrés econòmic. És un problema que afecta actualment uns 1.500 milions de persones i que es manifesta de múltiples formes: guerres civils (que es van repetint cada cert temps als mateixos països), elevats nivells de criminalitat violenta, connivència entre polítics i delinqüents, violència política, moviments ideològics internacionals que fan causa comuna amb el descontentament local, exigències de canvi possiblement frustrades. Cap dels Estats fràgils o fallits de renda baixa afectat per conflictes ha aconseguit cap dels «Objectius de desenvolupament del mil·lenni» establerts per l'Organització de les Nacions Unides (eradicar la pobresa extrema i la fam, reduir la mortalitat infantil, educació primària universal, combatre la sida, la malària i d'altres malalties, etc.).

Una forma d'identificar els Estats fallits és utilitzar el rànquing publicat per Foreign Policy, que, en la seva última edició, analitza 177 països i els classifica en funció de 12 indicadors, com el nombre de refugiats o de desplaçats, el declivi econòmic, la deslegitimació de l'Estat, la situació dels drets humans, l'aparell de seguretat, etc. La major part dels Estats fallits es concentra a l'Àfrica subsahariana. Ocupa la primera posició Somàlia, un dels països més pobres i perillosos del món, on no existeix una autoritat política efectiva. Destaca també la mala situació de països com el Txad, Sudan, el Congo, Zimbabwe o la República Centreafricana.

## ÀFRICA, CONTINENT FALLIT

Països en els 25 primers llocs de l'índex d'Estats fallits



- |                                    |                             |              |                   |                    |
|------------------------------------|-----------------------------|--------------|-------------------|--------------------|
| 1. Somàlia                         | 6. Zimbabwe                 | 11. Guinea   | 16. Kenya         | 21. Uganda         |
| 2. Txad                            | 7. Afganistan               | 12. Pakistan | 17. Burundi       | 22. Corea del Nord |
| 3. Sudan                           | 8. República Centreafricana | 13. Iemen    | 18. Birmània      | 23. Timor Oriental |
| 4. República Democràtica del Congo | 9. Iraq                     | 14. Nigèria  | 19. Guinea-Bissau | 24. Camerun        |
| 5. Haití                           | 10. Costa de Marfil         | 15. Níger    | 20. Etiòpia       | 25. Bangladesh     |

FONTS: Foreign Policy i Fund for Peace.

La regió subsahariana, molt fragmentada políticament, amb prou feines ha augmentat la renda per capita en l'últim mig segle. Tot i que, en els últims anys, alguns països han crescut notablement, gràcies a les primeres matèries, la sostenibilitat d'aquest creixement és dubtosa. En 30 anys, el seu pes sobre el producte interior brut mundial ha passat del 3% a menys de la meitat. Aquesta evolució contrasta radicalment amb l'experimentada al sud d'Àsia en el mateix període (sense comptar la Xina), que ha doblat el pes econòmic mundial i ha multiplicat la quota d'exportacions.

El nou repte del continent africà es troba al nord, en les anomenades revolucions àrabs que s'han succeït, amb resultats desiguals, a Tunísia, Egipte, Bahrain, Líbia, Iemen i Síria. Un altre focus d'Estats fallits es troba a l'Orient Mitjà, en especial a l'Afganistan, el Pakistan i l'Iraq. Haití, assolat per les conseqüències del terratrèmol de l'inici del 2010 i per la incapacitat de dotar-se d'un poder polític creïble, juntament amb Birmània, que ha sofert una interminable guerra civil, són els Estats fallits més destacats fora de les zones referides.

Com poden aquests països trobar la via del desenvolupament? El pas transcendental és, per descomptat, trencar l'espiral de conflicte o de violència criminal. Per aconseguir-ho, cal vèncer els factors d'estrès que desencadenen aquesta evolució, tot i que no és fàcil discriminar entre causes i efectes. Des del punt de vista econòmic, els estudis sobre aquest tema apunten d'entrada, com a causes clares de conflicte, els baixos nivells de renda per capita. L'atur juvenil és sovint esmentat com un motiu per incorporar-se a moviments rebels o a bandes. L'existència de recursos naturals accentua el risc de violència i el seu control aporta recursos a grups armats per adquirir armament. La corrupció, vinculada sovint a tràfics il·lícits, a blanqueig de diners o a extracció de rendes procedents de la venda de recursos nacionals o de contractes i concessions internacionals, té un efecte letal sobre la capacitat de funcionament de les institucions. Altres factors de naturalesa menys econòmica poden agreujar i intensificar aquests riscos, com l'exclusió política i la desigualtat que afecta grups regionals, religiosos o ètnics, associades a més riscos de guerra civil. O també factors externs, com el canvi climàtic o la major competència per les primeres matèries.

En l'eventualitat d'aconseguir posar fi al conflicte o a la situació de violència, cal preguntar-se si llavors ja s'obre l'esperança d'encarrilar la via del desenvolupament. Les experiències bèl·liques europees ens podrien dur a pensar que, un cop finalitzada la guerra (per victòria, derrota o acord), s'entra en un període de reconstrucció que genera un creixement i una recuperació ràpids. Lamentablement, l'experiència de les últimes dècades a la major part de zones conflictives no encaixa en aquest model. En canvi, molts països i zones subnacionals pateixen cicles de violència repetida, problemes de govern i inestabilitat. Sovint succeeix que, un cop finalitzat el conflicte, es convoquen eleccions, a les quals concorren les faccions que han lluitat entre elles (ningú més té els recursos necessaris), en què el grup guanyador copa les institucions i desnatura la seva funció. Tot plegat provoca la reorganització d'una oposició que es veu legitimada per actuar de forma violenta, de manera que el cicle es reprèn.

Això explica que, per trencar aquesta dinàmica, és necessari enfortir les institucions. Però aquesta transformació requereix temps i no és fàcil. El Banc Mundial apunta la necessitat de proporcionar seguretat ciutadana, justícia i treball com a única via de garantir progressos duradors del desenvolupament social i econòmic. A més, no cal dir-ho, de facilitar la creació d'infraestructures, en especial vies de comunicació i cobertura de la xarxa elèctrica. Sense aquestes condicions no es pot esperar l'aparició de la iniciativa privada i de la inversió empresarial, fonament del desenvolupament econòmic futur. L'ajuda exterior és rellevant des del punt de vista humanitari i d'estabilització social, però no sembla que tingui cap relació estadística significativa en termes de resultats econòmics del postconflicte. En definitiva, sortir de l'espiral d'Estat fallit requereix, a més d'acabar amb el cercle viciós del conflicte, aconseguir una gestió pública de qualitat i un enfortiment institucional que, segons ens ensenya l'experiència, no



es pot aconseguir en menys de 15 anys. Alguns ho aconsegueixen: Bòsnia i Hercegovina, Xile, Colòmbia, Ghana, Indonèsia, Irlanda del Nord, Moçambic o Sud-àfrica han pogut evitar l'escalada de la violència, tot i que continuen tenint riscos i reptes.

El món continuarà girant malgrat els costos que, sobre el sistema econòmic desenvolupat i emergent, imposa l'existència d'Estats fallits (pirateria a la Banya d'Àfrica i a l'Índic, violència constant a l'Orient Mitjà, tràfic de drogues al continent americà, inestabilitat al nord d'Àfrica, etc.), però no podem oblidar que la quarta part de la humanitat encara no té l'esperança d'un futur econòmic millor.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Joan Elias  
Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

## UNIÓ EUROPEA

**La zona de l'euro aprova un pla integral per afrontar la crisi del deute sobirà.**

### **La zona de l'euro aprova un pla integral anticrisi**

En els 21 últims mesos, s'han celebrat tretze cimeres europees en què, d'una manera o altra, la gestió de la crisi del deute sobirà ha estat a l'ordre del dia. En l'última, però, celebrada els dies 22 i 23 d'octubre, es va fer un pas significatiu per a la seva resolució. Finalment, els líders europeus van decidir buscar una solució als aspectes que mantienien una incògnita creixent sobre la sostenibilitat del deute públic dels anomenats països perifèrics.

El primer punt de l'ordre del dia va ser l'aprovació d'un nou pla de rescat a Grècia. Després de l'informe favorable de la troïca, l'eurogrup va donar el vistiplau al desemborsament del vuitè tram d'ajuda a Grècia. A més a més, es van definir les condicions del nou pla de rescat i, en especial, el quitament sobre el deute públic, al qual, voluntàriament, podrà accedir el sector privat. En principi, aquest quitament havia de ser del 21%, però s'ha incrementat fins al 50%, després de l'important deteriorament de l'economia hel·lènica en els últims mesos.

El segon punt de l'ordre del dia va ser la recapitalització del sector bancari europeu. Malgrat que la banca del vell continent va superar amb nota les proves d'estrès realitzades a la primavera, es va requerir al sector un enduriment de les ràtios de capital. Tot i que la incertesa sobre la solvència de la banca depèn de la sostenibilitat del deute públic, s'argumenta que això és imprescindible per esvair la incertesa que envolta el sector i reobrir,

així, els mercats majoristes de finançament. La veritat és que, ara com ara, el que genera aquesta situació és un enduriment de les condicions creditícies. Un fet que, si es manté, podria acabar afeblint el procés de recuperació econòmica.

El tercer punt de l'ordre del dia va ser la flexibilització del Fons Europeu d'Estabilitat Financera. La seva capacitat creditícia, actualment en els 440.000 milions d'euros, és insuficient per finançar els programes de rescat de Grècia, Irlanda, Portugal, per ajudar a recapitalitzar la banca europea i per convèncer els inversors que, si és necessari, garantirà la capacitat de finançament d'altres països en el punt de mira, com Bèlgica, Itàlia o Espanya. Per aquest motiu, els ministres d'Economia i Finances de l'eurogrup estudien diferents fórmules que permetin augmentar-ne la capacitat d'actuació, sense que perdi la màxima capacitat creditícia i sense que els dos principals països de la zona de l'euro, França i Alemanya, hagin d'afegir garanties addicionals. Un exercici gens fàcil, però al qual, pel que sembla, es dediquen tots els esforços.

Finalment, i no menys important, va ser el torn del debat sobre la millor manera per avançar en el procés d'integració econòmica i fiscal. Un element que, en repetides ocasions, la cancellera alemanya A. Merkel i el president de França N. Sarkozy han assenyalat que ha d'anar en paral·lel a les diferents mesures d'urgència que es van adoptant.

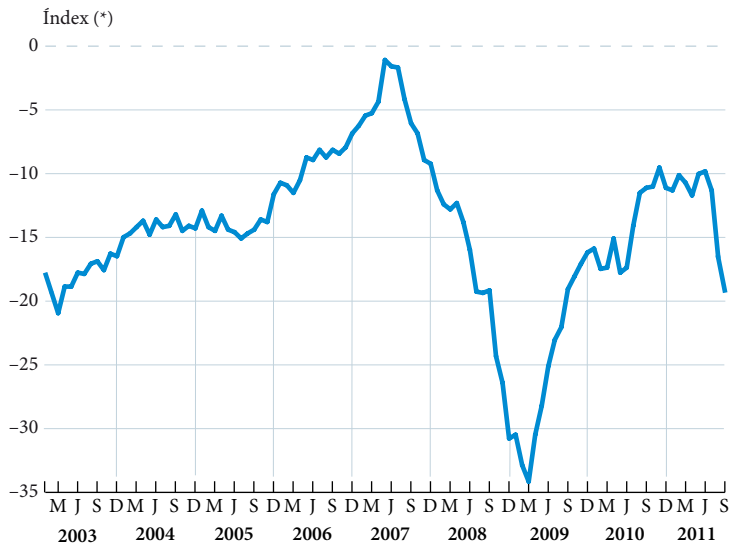
Els líders de la zona de l'euro, per tant, van aprofitar aquesta oportunitat per donar

**S'augmenta el quitament al deute públic hel·lènic.**

**Altres temes fonamentals són la recapitalització bancària i la flexibilització del Fons Europeu d'Estabilització Financera.**

## LA CONFIANÇA DELS CONSUMIDORS ES REDUEIX

Indicador de confiança dels consumidors



NOTA: (\*) Mitjana aritmètica de les respostes dels enquestats.  
FONT: Comissió Europea.

un gir important a la crisi del deute sobirà. Encara falten molts detalls sobre les mesures anunciades, però és ja un bon senyal que hagin decidit abordar aquests temes.

La concreció, en els pròxims mesos, és imprescindible per frenar l'afebliment de l'activitat econòmica. En general, tots els indicadors, tant d'oferta com de demanda, han iniciat, recentment, una marcada tendència a la baixa, situació propiciada, fonamentalment, per la incertesa que ha generat fins avui l'absència de mesures creïbles per neutralitzar la crisi del deute sobirà.

Des de l'àmbit de la demanda, per exemple, sorprèn la celeritat amb què la confiança del consumidor es deteriora. Com es pot observar al gràfic anterior, després de mantenir-se estable durant un any en nivells similars a la mitjana històrica, ha començat a baixar ràpidament al juliol d'enguany i, ara com ara, no sembla que hagi arribat al nivell mínim. Les dades de vendes al detall tampoc no són gens espe-

rançadores i, amb una reculada intermensual del 0,3% en el mes d'agost, confirmen una tendència clarament a la baixa.

Sembla que aquesta mala notícia podria ser compensada amb el sòlid comportament de la producció industrial del mes d'agost, que va presentar un creixement del 5,3% interanual. Tot i que diversos indicadors avançats suggereixen que l'activitat econòmica es deteriorarà: en primer lloc, l'índex PMI de gerents de compra s'ha situat per sota del nivell dels 50 punts, nivell que indica contracció en general; en segon lloc, els resultats de les enquestes de confiança empresarial també són negatius, com es pot observar al següent gràfic.

En part, això és degut a la desacceleració sincronitzada del creixement dels països als quals es dirigeixen les exportacions europees. Addicionalment, la major dificultat per obtenir finançament per part de les empreses també ha perjudicat la confiança dels empresaris.

**El deteriorament de les expectatives econòmiques redueix la confiança dels consumidors.**

**Els indicadors empresarials suggereixen un menor dinamisme en els pròxims mesos...**

**...en part a causa de la desacceleració econòmica mundial i de la dificultat de les empreses per obtenir finançament.**

**La inèrcia de la translació dels preus energètics als béns finals i els canvis metodològics en el càlcul incrementen la inflació a la zona de l'euro.**

I a la feblesa dels fonaments de la casa europea s'afegeixen les goteres de la inflació. L'índex de preus al consum (IPC) harmonitzat del mes de setembre es va situar en el 3,0%, mig punt per damunt del registre del mes d'agost. El desglossament ha permès conèixer que els epígrafs més inflacionistes han estat els carburants i combustibles, l'electricitat i el tabac.

Cal destacar dos factors sobre aquesta dada. En primer lloc, un element que afecta tots els països és la inèrcia de la translació dels preus energètics als béns finals. Així, doncs, els preus de l'energia van pujar el 12,4% anual al setembre, enfront de l'11,8% del mateix període de l'any anterior. El segon factor és Itàlia, on, al setembre, la inflació harmonitzada va pujar del 2,3% al 3,6%. Dos factors, a part de l'esmentat, ajuden a explicar aquest increment: la pujada de l'impost del valor afegit del 20% al 21% i el canvi metodològic in-

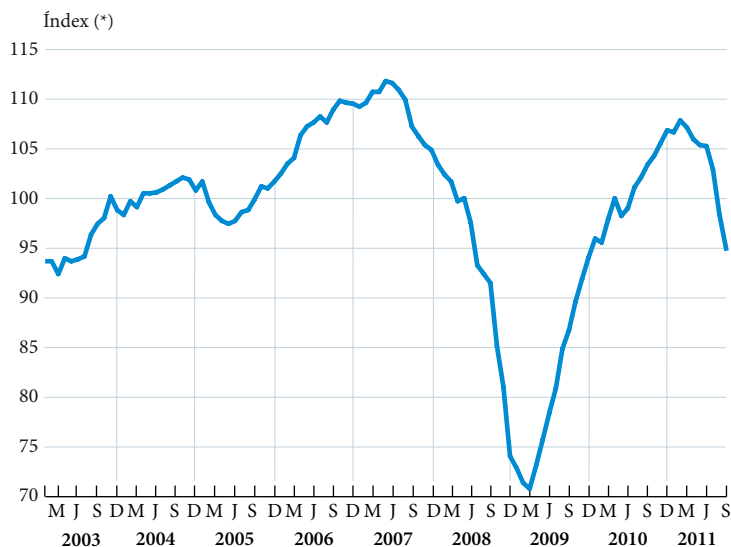
troduït per Eurostat i que diversos països, entre ells Itàlia, han aplicat des del gener del 2011 en l'estimació de la inflació dels béns estacionals. La incorporació de nous països amb la nova metodologia de càlcul està creant més volatilitat en l'IPCH.

Malgrat aquest repunt, en els pròxims mesos, la feblesa de l'activitat econòmica i la neutralització de l'efecte estacional en el mes de setembre donen suport a la idea que la inflació hauria d'anar cedint.

Resumint, els indicadors avançats de conjuntura econòmica suggereixen que es mantindrà el to de feblesa de l'activitat econòmica durant el quart trimestre. La prudència dels consumidors i dels empresaris, les males dades del mercat laboral i un sector exterior en desacceleració conviden a pensar que el creixement, al final d'enguany, serà positiu, però molt modest.

## LA CONFIANÇA EMPRESARIAL ES DETERIORA

Indicador de sentiment econòmic



NOTA: (\*) Mitjana aritmètica de les respostes dels enquestats.  
FONT: Comissió Europea.

## 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				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	-4,2	1,7	2,1	1,9	2,4	1,6	-	...	-
Vendes al detall	-2,5	0,8	1,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,0	...
Confiança del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-12,1	-10,4	-10,6	-10,4	-11,2	-16,5	-19,1
Producció industrial	-14,7	7,5	7,1	8,1	6,5	4,2	4,4	5,3	...
Sentiment econòmic (1)	80,7	100,9	102,3	105,7	107,4	105,7	103,0	98,4	95,0
Taxa d'atur (2)	9,5	10,1	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	...
Preus de consum	0,3	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,5	2,5	3,0
Balança comercial (3)	10,7	4,6	8,2	4,6	-10,2	-16,5	-20,4	-18,7	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6	1,6	1,5
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	111,7	104,7	102,3	104,4	103,7	106,4	105,2	104,9	103,8

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.

### Les perspectives de creixement de l'economia alemanya es moderen

Després de l'aturada del segon trimestre, l'activitat econòmica va mostrar una certa revifada durant l'estiu. No obstant això, els indicadors avançats han continuat empitjorant en els últims mesos i han reflectit que el segon país exportador del món no pot defugir els efectes de la desacceleració de l'economia global.

En el tercer trimestre, el consum, amb el suport de la creació de llocs de treball i de l'augment del poder adquisitiu dels salaris, va mostrar un to moderat. Al setembre, les vendes al detall reals sense automòbils van créixer el 0,3% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Per la seva banda, les matriculacions de turismes van créixer l'11,6% en el tercer trimestre en termes interanuals. No obstant això, la confiança del consumidor va continuar disminuint a l'octubre, per bé que es va situar per damunt de la mitjana a llarg termini. A aquesta situació va contribuir l'ascens de la taxa d'inflació interanual fins al 2,6% al

setembre, sobretot pels preus energètics. No obstant això, la tendència de la inflació serà a la baixa.

Per la seva banda, la inversió es continua expandint. La producció industrial de béns d'equipament es va incrementar el 15,4% en els dotze últims mesos fins a l'agost. No obstant això, l'enfosquiment del sentiment econòmic empresarial, afectat per les turbulències financeres, apunta a un alentiment en el pròxim període.

El sector exterior també pot contribuir al creixement de l'economia germànica. A l'agost, les exportacions es van animar i van augmentar el 3,5% en relació amb el mes previ en termes desestacionalitzats i corregits de calendari i el 14,6% en relació amb un any abans. D'altra banda, les importacions es van mantenir estancades en relació amb el mes precedent i van pujar el 12,6% interanual. Gràcies al superàvit comercial, es va registrar un saldo positiu per compte corrent de 7.000 milions d'euros, el 23% més que a l'agost del 2010. No obstant això, les perspectives d'alentiment

**Es mantindrà el to de feblesa en l'activitat econòmica en el quart trimestre.**

**La segona economia exportadora del món no pot defugir els efectes de la desacceleració global.**

**La confiança del consumidor germànic fluïxega, però es col·loca sensiblement per damunt del nivell normal.**

## 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		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB	-5,1	3,6	4,0	3,8	4,6	2,8	-	...	-
Vendes al detall	-3,2	1,5	2,6	1,2	0,8	2,4	1,3	-0,8	0,3
Producció industrial	-15,4	10,1	10,2	11,7	12,8	8,0	10,4	7,9	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	111,1	113,4	114,7	114,2	112,8	108,6	107,4
Taxa d'atur (**)	7,8	7,0	6,9	6,6	6,3	6,0	5,9	5,9	...
Preus de consum	0,4	1,1	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,4	2,6
Balança comercial (***)	138,7	154,5	155,9	154,5	157,5	158,3	155,3	157,9	...

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.

### Vigor de la indústria alemanya, però tendència a la pèrdua de dinamisme.

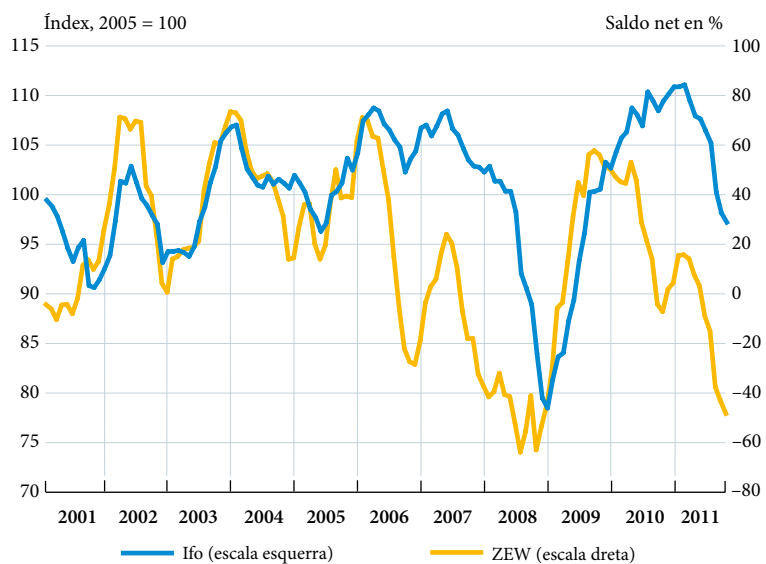
del comerç internacional apunten a una menor aportació de la demanda externa al PIB en els pròxims trimestres.

Des de l'òptica de l'oferta, es constata, en primer lloc, el vigor de la indústria. Durant el període juliol-agost, la producció del sector secundari va augmentar el 3,1% en relació amb el bimestre precedent. No obs-

tant això, les comandes industrials van caure al setembre. Tot i que es van col·locar en un nivell alt i que la tendència alcista es va mantenir, es va evidenciar una pèrdua de dinamisme. La construcció també va progressar. La seva producció va augmentar l'1,4% en els mesos centrals de l'estiu en relació amb el bimestre anterior, per bé que la confiança del sector va baixar lleu-

## EMPITJORAMENT DE LES EXPECTATIVES A ALEMANYA

Components d'expectatives d'índexs d'opinions empresarials



FONTS: Ifo Institut, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung i elaboració pròpia.

gerament al setembre. No va ser tan positiva l'evolució d'algunes branques dels serveis. Així, als hotels i restaurants, la xifra de negocis va registrar un decrement intermensual a l'agost de l'1,5%, després de la davallada del 0,5% del juliol en termes reals i corregits d'estacionalitat i calendari.

En aquest marc, en les seves projeccions de tardor, el Govern alemany va pujar la previsió de creixement per al 2011 fins al 2,9%, 3 dècimes més que en els pronòstics de l'abril. No obstant això, va retallar la predicció per al 2012 en 8 dècimes, fins al 1%, i va assenyalar la intensificació dels riscos de la conjuntura internacional, en especial els originats per la crisi del deute sobirà de la perifèria de la zona de l'euro. Així i tot, cal esperar que Alemanya continuï essent el motor d'Europa, tot i que, probablement, girarà a menys revolucions.

### S'enfosqueix el futur immediat de l'economia gal·la

L'efecte de la restricció pressupostària, l'escalada dels preus de les primeres matèries en els primers mesos de l'exercici, la consegüent desacceleració de la demanda externa i les turbulències financeres van motivar una aturada de l'activitat en el segon trimestre, que va dur el PIB a l'estanca-

ment. En el tercer trimestre, és probable un lleuger rebot. No obstant això, els indicadors avançats s'han de continuar deteriorant, ja que reflectiran l'enfosquiment de les perspectives dels pròxims trimestres. Tot i que mantenim la previsió d'un augment del PIB de l'1,7% el 2011, hi ha el risc d'una lleugera contracció en l'últim trimestre de l'any.

El consum privat va recular sensiblement en el segon trimestre, afectat per factors especials, com la retirada dels ajuts per a la compra d'automòbils. No obstant això, en el tercer trimestre, les matriculacions de turismes nous van pujar el 2,7% en relació amb el trimestre anterior en termes desestacionalitzats. La millora del poder adquisitiu de les famílies i la creació de llocs de treball donen suport al consum. En aquest sentit, la política laboral del Govern ha propiciat l'acostament entre l'oferta i la demanda, en especial en algunes professions o oficis amb demandes no cobertes. No obstant això, la taxa d'atur va pujar lleugerament a l'agost fins al 9,9% i les perspectives del mercat de treball són més aviat desfavorables. Això ha incidit en l'afebliment de la confiança dels consumidors.

Pel que fa a la inversió, malgrat que, al setembre, el grau d'utilització de la capacitat productiva es va incrementar una mica i

**El Govern alemany retalla la projecció de creixement per al 2012 fins a l'1%.**

**Probable acceleració de l'activitat a França en el tercer trimestre, seguida d'una nova aturada en el quart.**

## 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	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB	-2,6	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7	-	...	-
Consum de manufactures per les llars	-0,4	1,7	2,7	0,9	3,5	1,1	-1,3	0,2	-1,4
Producció industrial	-12,4	5,2	4,2	4,5	4,7	2,1	3,7	4,4	...
Taxa d'atur (*)	9,5	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9
Preus de consum	0,1	1,5	1,5	1,7	1,8	2,1	1,9	2,2	2,2
Balança comercial (**)	-44,8	-51,5	-51,2	-51,5	-59,2	-64,2	-67,2	-66,8	...

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.

**La prima de risc del deute sobirà francès a llarg termini marca un nou màxim a l'octubre.**

va tornar al nivell del juliol, el deteriorament del clima econòmic i l'augment de les incerteses apunten a una moderació. Així, a l'agost, la producció industrial de béns d'equipament va augmentar l'1,0% en relació amb el juliol, la qual cosa representa una desacceleració.

Quant al sector exterior, a l'agost, es va reduir el dèficit comercial fins als 4.967 milions d'euros després d'un registre de 6.363 milions al juliol, gràcies, sobretot, a les exportacions aeronàutiques i aeroespacials. Les vendes a l'exterior en els tres últims mesos fins a l'agost van pujar el 2,9% en relació amb el trimestre previ i el 5,7% en relació amb el mateix període de dotze mesos abans. Per la seva banda, les importacions es van incrementar menys al juny-agost en relació amb el trimestre precedent, el 0,1%, però van augmentar el 8,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior. El dèficit per compte corrent va disminuir, a l'agost, fins als 2.900 milions d'euros, bàsicament per la millora de la balança comercial. D'aquesta manera, el sector exterior podria tenir una contribució lleugerament positiva en el tercer trimestre, però que, difícilment, tindria continuïtat.

Pel costat de l'oferta, es constata que la producció industrial es va expandir el 0,5% a l'agost en relació amb el juliol, resultat que representa un alentiment, ja que el creixement intertrimestral del període juny-agost va ser del 3,5%. Les perspectives del sector secundari a curt termini no són gaire positives, ja que la cartera de comandes industrials és més aviat minvant, per bé que, al setembre, el seu nivell es va col·locar per damunt de la mitjana històrica. Pel que fa al sector serveis, al juliol, les pernoctacions hoteleres van augmentar de forma considerable, tant per la demanda interior com per l'estrangera, malgrat una climatologia adversa. No obstant això, la confiança del sector terciari es va orientar a la baixa al setembre. Pel que

fa a la construcció, a l'agost, les noves autoritzacions van augmentar el 15,4% en relació amb el mateix mes del 2010, i, tot i que la confiança en el sector va recular al setembre, es mantenia per damunt de la mitjana a llarg termini.

D'altra banda, i en el marc de la crisi del deute perifèric de la zona de l'euro, la prima de risc del deute de l'Estat francès a llarg termini va marcar un nou màxim des del llançament de l'euro de 125 punts bàsics en relació amb l'homòloga alemanya a deu anys el 24 d'octubre, dies després que l'agència Moody's advertís que podria canviar la perspectiva de la qualificació AAA del deute públic francès d'estable a negativa si els costos del pla per resoldre la crisi del deute sobirà europeu tensionaven excessivament les finances del país. Així mateix, durant l'estiu, la borsa francesa va patir un dur càstig, afectada per la forta caiguda de la cotització dels principals bancs, Société Générale, Crédit Agricole i BNP Paribas, a causa de la seva exposició al deute dels països perifèrics de la zona de l'euro, tot i que, al juliol, van passar confortablement les proves d'estrès. Això planteja el risc de possibles restriccions creditícies que podrien frenar encara més la demanda.

No obstant això, les dades existents fins a l'agost mostren que el crèdit continuava fluïnt suaument cap a les empreses no financeres, amb un increment interanual del 4,5%. L'enquesta bancària del tercer trimestre amb prou feines va detectar un lleuger enduriment de les condicions de finançament al sector privat, amb un augment dels costos globals. Al mateix temps, també va mostrar una davallada de la demanda de crèdit per a l'habitatge.

En aquest marc, en la presentació dels pressupostos de l'Estat per al 2012 al final de setembre, el Govern francès va reiterar la prioritat del control del deute públic mitjançant la reducció del dèficit públic fins al

**El crèdit flueix suaument cap a les empreses franceses.**

**El Govern francès projecta que el deute públic comenci a disminuir a partir del 2013.**



4,5% del PIB i el 3,0% el 2013. D'aquesta manera, el deute públic disminuiria fins al 87,3% del PIB el 2013, després del 87,4% previst per al 2012. Per aconseguir-ho, es projecta, sobretot, una retallada de la despesa pública estructural, amb una disminució apreciable del nombre de funcionaris, i una reducció dels beneficis fiscals, entre d'altres mesures.

## Perd força l'activitat econòmica a Itàlia

Sembla que la reactivació de l'economia transalpina constatada en el segon trimestre s'aturarà en el tercer. La intensificació de la crisi del deute sobirà perifèric de la zona de l'euro, les caigudes borsàries, la desacceleració de l'economia mundial i les noves mesures pressupostàries contractives van determinar que el sentiment econòmic continués empitjorant i que, al setembre, se situés sensiblement per sota de la mitjana històrica. D'aquesta manera, és possible que es produeixi un estancament o, fins i tot, una lleugera contracció del PIB en el segon semestre. Així, el creixement del total del 2011 se situaria en un reduït 0,7%. Probablement, l'expansió serà encara menor el 2012, i no es descarta un període de recessió.

Afectat per la pèrdua de poder adquisitiu dels salaris, el consum fluïxeja. Les vendes al detall van disminuir el 0,1% intermensual al juliol en termes desestacionalitzats i reals, mentre que les matriculacions d'automòbils van caure el 5,7% al setembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior. La confiança del consumidor es va reduir al setembre per quart mes consecutiu i es va col·locar considerablement per sota de la mitjana, influïda pel repunt de la inflació i per les desfavorables perspectives del mercat laboral. La taxa d'inflació interanual del mes de setembre va augmentar en 2 dècimes al setembre, fins al 3,0%. L'alça del tipus general de l'impost sobre el valor afegit (IVA) del 20% al 21% al començament del mes va contribuir a aquest increment, que, probablement, prosseguirà a l'octubre.

La inversió presenta un escàs dinamisme, atesos l'atonía de la demanda i l'increment de les incerteses. El sector exterior continua impulsant l'activitat, però de forma limitada, a causa dels problemes de competitivitat que afecten l'economia subalpina. En els tres últims mesos fins a l'agost, les exportacions de mercaderies van augmentar el 0,1% en relació amb el trimestre anterior, mentre que la taxa corresponent a les importacions va ser de -3,2%.

**La demanda externa salva l'economia transalpina en el segon trimestre.**

## 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		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB	-5,2	1,2	1,4	1,5	1,0	0,8	-	...	-
Vendes al detall	-1,7	0,0	0,6	0,1	-0,3	-0,3	-1,2	...	...
Producció industrial	-18,7	6,5	7,5	5,3	2,3	2,2	-0,7	3,8	...
Taxa d'atur (*)	7,8	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	8,0	7,9	...
Preus de consum	0,8	1,5	1,6	1,7	2,3	2,6	2,7	2,8	3,0
Balança comercial (**)	-5,9	-29,3	-22,5	-29,3	-34,9	-36,0	-36,2	-35,8	...

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.

## Bon comportament del sector hotelier italià a l'agost.

Des de l'òptica de l'oferta, la situació és similar. La producció industrial va baixar un moderat 0,7% al juny-agost en relació amb els tres mesos previs. La producció de la construcció va baixar l'1,2% al juliol en relació amb el mes anterior. Pel que fa a les perspectives, al setembre, la confiança va caure a tots els grans sectors i es va situar per sota del nivell normal.

Malgrat aquest entorn, al setembre, els comptes de l'Estat van continuar evolucionant de forma favorable. En la quarta setmana de setembre, el Govern italià va reafirmar l'objectiu d'assolir l'equilibri pressupostari el 2013 i va refer el quadre macroeconòmic després de la promulgació de les últimes mesures d'ajustament. D'aquesta manera, la previsió oficial de creixement del PIB es va revisar a la baixa fins al 0,7% el 2011 i el 0,6% el 2012. No obstant això, la pressió dels mercats financers, en el marc del contagi de la crisi grega i preocupats per l'alt nivell del deute italià, que acabaria l'any en el 120% del PIB segons les projeccions governamentals, amb prou feines es va moderar.

Així, la prima de risc del deute sobirà a llarg termini va assolir un màxim des de l'inici de la moneda única europea de 402 punts bàsics el dia 22 de setembre, dos dies després que l'agència Standard & Poor's rebaixés la qualificació del deute sobirà italià. El 4 d'octubre, l'agència especialitzada Moody's també va retallar la qualificació del deute sobirà transalpi a llarg termini, fins a A2, amb perspectiva negativa a causa dels riscos d'un deteriorament més intens de la confiança dels inversors a Itàlia i a la zona de l'euro. Al final de la quarta setmana d'octubre, el diferencial amb les obligacions alemanyes a deu anys era de 382 punts bàsics, 50 punts bàsics més que el deute espanyol.

## Regne Unit: els riscos d'estancament econòmic augmenten.

## Regne Unit injecta esteroides en l'economia

L'activitat econòmica al Regne Unit s'ha desaccelerat des del començament de l'any, i els indicadors avançats suggereixen que aquesta tendència es mantindrà en els pròxims trimestres. Dels indicadors de de-

### 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				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	-4,9	1,4	2,6	1,3	1,6	0,6	-	...	-
Vendes al detall	1,0	0,4	0,6	0,0	2,2	1,0	0,2	0,1	...
Producció industrial	-10,1	2,2	3,1	3,3	1,9	-0,8	-0,7	...	...
Taxa d'atur (1)	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7	4,9	4,9	5,0
Preus de consum	2,1	3,3	3,1	3,4	4,2	4,4	4,5	4,5	5,2
Balança comercial (2)	-82,4	-96,4	-91,1	-96,1	-98,1	-98,5	-99,2	-98,7	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	73,9	80,4	81,4	79,3	78,4	78,6	77,1	78,6	78,2

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.

manda, hem de destacar l'atonía de les vendes al detall, la dada d'agost de les quals indica un creixement interanual del 0,1%. Dos motius expliquen la prudència dels consumidors. En primer lloc, la taxa d'atur ha augmentat fins al 5% de la població activa, mig punt percentual per damunt del nivell de l'inici de l'any. En segon lloc, els ingressos mitjans de les famílies britàniques, exclosos els bonus salarials, creixen a un ritme mitjà de l'1,7% interanual des de fa dos anys, mentre que la inflació ha estat, de mitjana, del 3,7% durant el mateix període. És a dir, es manté una tendència de deteriorament de la renda real disponible de les famílies.

Aquest efecte s'ha intensificat en els últims mesos. Concretament, la inflació va arribar al 5,2% interanual en el mes de setembre, tot i que és cert que s'acosta als màxims que presentarà aquest indicador enguany. El principal motiu d'aquest increment en el mes de setembre és la inèrcia en la translació de l'augment del preu del petroli a les factures d'electricitat i de gas que paguen els consumidors. Aquest efecte, però, disminuirà en els pròxims mesos, juntament amb la progressiva desaparició d'altres factors que també han empès a l'alça la inflació, com la pujada de l'impost sobre el valor afegit i d'altres taxes i impostos. A més a més, el manteniment de l'activitat amb un to feble també ajudarà a contenir les pressions inflacionistes.

Des de la perspectiva de l'oferta, les empreses han d'afrontar una demanda feble i un enduriment de les condicions creditícies. Les estadístiques oficials mostren que, des de l'inici d'enguany, el saldo viu de crèdits concedits a les empreses no financeres al Regne Unit s'ha reduït en 3.197 milions de lliures esterlines. Això representa una reducció del crèdit del 3,3% interanual. Per aquest motiu, el ministre d'Economia del Regne Unit, George Osborne, ha anunciat un nou pla de concessió de línies de

finançament per a les empreses. Els detalls del pla es publicaran durant el mes de novembre, tot i que ja es coneixen els següents elements. En primer lloc, consistirà en la compra de bons emesos per grans empreses, per reduir el seu cost de finançament. En una següent fase, el Tresor animarà la concessió de crèdits bancaris per a les pimes amb el compromís de comprar aquests crèdits titulitzats.

En clau de política econòmica, el Tresor té un bon aliat, ja que el banc central no s'ha quedat enrere, i, per la seva banda, el Comitè de Política Monetària del Banc d'Anglaterra va decidir, per unanimitat dels nou membres, augmentar el programa de compra d'actius en 75.000 milions de lliures esterlines. Aquest reforç de la política monetària no convencional té com a objectiu l'adquisició de deute públic. El Banc d'Anglaterra va argumentar la seva decisió posant l'accent en el risc que es pugui intensificar la desacceleració econòmica. I els elements que cita són: la reducció de la renda disponible de les famílies, la feblesa en el creixement mundial i la consolidació fiscal. Factors que reflecteixen, sense cap mena de dubte, els indicadors econòmics i que és imprescindible afrontar amb les importants mesures anunciades.

### **Europa emergent: feblesa transitòria, resistència de fons**

La conjuntura econòmica a l'Europa emergent presenta dos aspectes problemàtics que atreuen l'atenció pública. En primer lloc, la pèrdua de ritme de l'activitat econòmica, que es va iniciar en el segon trimestre i que no mostra signes de temperar-se. És un procés que té l'origen en el refredament que pateixen mercats fonamentals per a les economies de la regió, en particular la zona de l'euro. En aquest sentit, l'empitjorament de perspectives que la zona de la moneda única pateix en l'actua-

**Per aquest motiu, el banc central augmenta el programa de compra d'actius financers.**

**A l'Europa emergent, preocupen l'abast de la desacceleració econòmica i les repercussions financeres de la crisi del deute.**

## Hongria i Romania són els països més afectats per les tensions financeres.

litat, i que pot comportar una revisió a la baixa del creixement econòmic esperat per al 2012 en els pròxims mesos, afegeix incertesa a aquesta dinàmica.

Un segon focus d'atenció fa referència a l'impacte de la crisi financera europea sobre els països de la regió. Tot i que seria infundat parlar d'una situació generalitzada de contagi, la veritat és que, des de l'agost passat, els indicadors de risc-país han empitjorat a les cinc economies (Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania) que ressenyem habitualment en aquestes pàgines. No obstant això, els nivells actuals de risc-país només tenen una intensitat apreciable en els casos d'Hongria i de Romania. Es tracta de dos mercats en què aquesta apreciació del risc està plenament justificada.

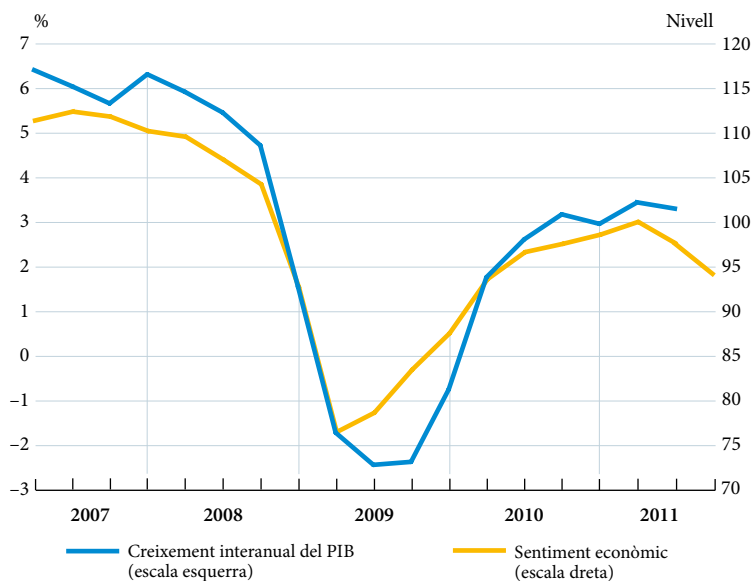
Així, Hongria adopta un enfocament de política econòmica allunyat de l'ortodòxia i no sempre del tot encertat en matèria de comunicació pública. Per exemple, la deci-

sió de permetre l'amortització anticipada dels crèdits hipotecaris denominats en divisa estrangera a un tipus de canvi no de mercat ha estat entesa com una mesura massa penalitzadora per a la banca (segons els nostres càlculs, pot acabar comportant, potencialment, una pèrdua bancària equivalent a l'1,5% del crèdit privat). En un moment en què el creixement s'afebleix, sembla poc propici afectar addicionalment el canal creditici. Aquesta decisió, que, com hem dit, s'afegeix a altres anteriors igualment controvertides, afecta la confiança al país. Romania, per la seva banda, té unes vinculacions comercials i financeres amb Grècia significatives. Això justifica que, mentre no s'esvaeixi la incertesa sobre la crisi hel·lènica i no es puguin valorar amb una certa precisió els efectes sobre Romania, es produeixi un augment del risc-país.

En definitiva, els dubtes en matèria de cycle econòmic i de repercussions financeres de la crisi del deute sobirà han suscitat te-

### PERSPECTIVES DE CLARA MODERACIÓ DE L'ACTIVITAT A L'HORIZZÓ

Indicador de sentiment econòmic i PIB real (\*)



NOTA: (\*) Mitjana ponderada de Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania.  
FONTS: Eurostat, Comissió Europea, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

mors en certs cercles sobre una hipotètica recaiguda en la dramàtica situació que va assolir la regió el 2008 i part del 2009. Segons el nostre parer, es tracta d'una valoració poc justificada. D'entrada, sembla que les dades d'activitat globals descarten que els escenaris més extrems, els que dibuixen una recaiguda en recessió, s'hagin de materialitzar en els pròxims trimestres. Aquest és, aïlladament, un contrast majúscul amb la conjuntura recessiva que va assolir Europa i altres economies avançades el 2008.

Però les diferències no es limiten a l'entorn exterior. Els fonamentals de la regió són clarament més sòlids que els existents el 2008. Cal recordar que, a la Gran Recessió, s'hi va arribar en una fase del cicle molt madura, amb la major part de les economies de l'Europa emergent acumulant desequilibris en matèria d'endeutament privat, pressions inflacionistes i balança de pagaments. En aquests tres fronts, l'ajustament dels últims exercicis ha estat notable, en especial en països com Romania i Hongria, els quals, en el seu moment, van haver de recórrer a crèdits del Fons Monetari Internacional i d'altres institucions multilaterals per solucionar els problemes de finançament exterior.

L'estratègia seguida pels països de la regió ha estat dotar-se de més marge d'autonomia en matèria de política econòmica per afrontar així *shocks* econòmics negatius com l'actual. En particular, dues qüestions han centrat l'esforç d'ajustament: reduir els desequilibris públics i disminuir les necessitats de finançament exterior.

En matèria d'ajustament fiscal, tot i que es tracta de països amb nivells de deute públic força continguts (l'excepció seria Hongria, amb un deute públic equivalent, aproximadament, al 80% del PIB el 2010), es constata que, amb estratègies diferents, les cinc economies situaran el dèficit públic el 2011, probablement, en la zona del 3%-4% del PIB (amb l'excepció de Romania, que quedarà per damunt d'aquest llindar). De mitjana, es tracta d'una millora de l'ordre d'uns dos punts percentuals en relació amb la posició del 2008.

Pel que fa a la situació de la balança de pagaments, el gir també ha estat notable, ja que, en conjunt, s'ha passat d'un dèficit corrent equivalent al 7% del PIB el 2007 a un altre inferior al 3% el 2010. En aquest àmbit, cal destacar el cas exemplar de Romania, que, havent registrat un dèficit corrent del 14% del PIB el 2007, acabarà el 2011 amb el dèficit de pagaments a la zona del 4% del PIB. Addicionalment, a aquesta menor apel·lació al finançament exterior, s'afegeix l'existència d'un coixí de reserves internacionals molt superior al disponible el 2008 als cinc països.

Tot plegat ens permet esperar que el deteriorament econòmic, que probablement és ineludible, no tindrà un abast excepcional, com sí va succeir tres anys enrere. El més versemblant és que la regió, en conjunt, evolucioni cap a una fase transitòria de baix creixement durant aquest tram final del 2011 i durant la primera meitat del 2012, per després recuperar tracció en el tram final de l'any vinent.

**Augmenten els dubtes sobre si l'Europa emergent evitarà un enfonsament similar al del 2008...**

**...però ni creiem que sigui probable que Europa recaigui de forma generalitzada en la recessió...**

**...ni la situació a l'Europa emergent és la mateixa, ja que s'han ajustat de forma notable els desequilibris presents el 2007-2008.**

## El Mediterrani, un pont o una frontera per al desenvolupament econòmic?

Històricament, la paraula comerç anava associada a la paraula Mediterrani, el pont a través del qual, durant segles, les principals potències econòmiques mundials van intercanviar tot tipus de béns. Avui dia, la paraula comerç s'associa a la Xina, el Japó, Alemanya, el Brasil, Àsia o l'Europa de l'Est. Rarament va associada al mar Mediterrani. De fet, entre els països de la Unió Europea i els de la riba sud del *mare nostrum*, només té lloc el 2% del comerç mundial. El Mediterrani, a vegades, sembla una frontera que separa els països rics de la Unió Europea dels països en vies de desenvolupament situats a la riba sud. És cert això?

La situació socioeconòmica dels països de la Unió Europea és ben coneguda, però la dels veïns del sud potser no és tan familiar.<sup>(1)</sup> Un repàs ràpid de les principals dades macroeconòmiques ens ajudarà a situar aquests països en relació amb les principals àrees econòmiques en vies de desenvolupament. Com es pot apreciar a la taula següent, els països mediterranis en vies de desenvolupament tenen una població de 201 milions de persones. Una dimensió gens menyspreable, similar a la del conjunt de països de l'Europa de l'Est. El seu PIB per capita, de 7.532 dòlars per habitant, és lleugerament superior al dels països emergents asiàtics, tot i que notablement inferior al de l'Amèrica Llatina o al de l'Europa de l'Est. Un dels aspectes sorprenents és que el seu creixement no ha estat gaire inferior al de les altres grans àrees emergents. De fet, és lleugerament superior al de l'Amèrica Llatina i al de l'Europa de l'Est. No obstant això, l'FMI creu que el seu potencial de creixement a mitjà/llarg termini és una mica inferior.

### ELS PAÏSOS MEDITERRANIS EN VIES DE DESENVOLUPAMENT, UN MERCAT EN EXPANSIÓ

	Població 2010 (milions)	PIB per capita 2010 (\$)	Creixement (1995-2010)	Creixement (2011-2016)
	Milions	Dòlars	Variació anual	Variació anual
Europa de l'Est i Central <sup>(1)</sup>	175,5	14.572	3,9	3,7
Amèrica Llatina <sup>(2)</sup>	329,4	11.666	3,6	4,7
Asiàtics emergents <sup>(3)</sup>	3.044,0	6.084	7,6	8,3
Mediterrani <sup>(4)</sup>	201,4	7.532	4,1	2,8

NOTES: (1) Albània, Bòsnia i Hercegovina, Bulgària, Croàcia, Hongria, Kosovo, Letònia, Lituània, Antiga República Iugoslava de Macedònia, Montenegro, Polònia, Romania, Sèrbia i Turquia.

(2) Argentina, Brasil, Xile, Colòmbia, Perú i Uruguai.

(3) Xina, Filipines, Índia, Indonèsia, Malàisia, Tailàndia i Vietnam.

(4) Algèria, Egipte, Israel, Jordània, Líban, Líbia, el Marroc, Síria i Tunísia.

FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

Amb aquestes dades, es pot pensar que la capacitat de creixement del comerç entre els diferents països que envolten el Mediterrani hauria de ser substancial. En aquest sentit, les relacions entre els països desenvolupats de la riba nord del Mediterrani amb els seus veïns de la riba sud han estat guiades per nombrosos projectes i programes. La Conferència de Barcelona de 1995, on es van reunir els ministres d'Afers exteriors dels països de la Unió Europea i de la resta de països del litoral mediterrani, va representar un punt d'inflexió. Tothom va expressar la voluntat de crear una àrea de prosperitat comuna al Mediterrani i va reconèixer que això requeria un major nivell d'integració i de cooperació. Una de les polítiques clau que es va acordar a la Declaració de Barcelona va ser la creació progressiva d'una àrea de lliure comerç entre tots els països signats.

(1) Es considera que els països en vies de desenvolupament que envolten el Mediterrani són: el Marroc, Algèria, Tunísia, Líbia, Egipte, Israel, Palestina, Líban, Jordània i Síria.

El procés ha estat lent, però, a dia d'avui, tots els països en vies de desenvolupament situats a la riba del Mediterrani ja han signat acords bilaterals de comerç amb la Unió Europea. Però, atesa la constatació que les reformes econòmiques o en la governança no havien estat suficients per atreure la inversió privada necessària per millorar els estàndards de vida de la regió, el 2008 es va crear el Secretariat de la Unió pel Mediterrani. Aquesta iniciativa té com a objectiu, a més d'aprofundir en els acords de lliure comerç, identificar, coordinar i impulsar projectes regionals i transnacionals en àrees com l'energia, el medi ambient o l'educació.

Malgrat l'esforç institucional, la capacitat de creixement del comerç mediterrani continua sense despertar. De fet, un informe del Center for Social and Economic Research que analitza diferents estudis sobre la capacitat de creixement del comerç en aquesta zona conclou que, actualment, aquesta capacitat és força limitada.<sup>(2)</sup> L'article de Juan M. Ruiz i Josep M. Vilarrubia va més enllà i ofereix un resultat sorprenent.<sup>(3)</sup> Segons els autors, mentre el nivell exportador dels països mediterranis en vies de desenvolupament cap als països de la Unió Europea s'apropa al seu potencial o, en alguns casos, està lleugerament sobreexplotat, el marge perquè augmentin les exportacions cap als Estats Units és ampli.

Per poder entendre millor quins són els factors que continuen erosionant el potencial de comerç entre els països del Mediterrani es va passar una àmplia enquesta a les empreses que comercien entre aquests països, la qual va constatar que, malgrat els esforços fets per avançar en els acords de lliure comerç, la majoria de les empreses de la Unió Europea no els coneixien i, a més a més, consideraven que no se'n beneficiaven. En canvi, els empresaris dels països en vies de desenvolupament sí coneixen aquests acords. En qualsevol cas, una majoria considera que la Unió Europea pot ajudar més a promoure la integració econòmica de la regió mediterrània. Per aquest motiu, apunten, és necessari que es completi el procés de liberalització comercial, que s'eliminin altres barreres no tarifàries al comerç i que millori la seguretat jurídica i la facilitat per fer negocis a la zona.

Les conclusions de la Setmana Mediterrània de Líders Econòmics de l'any passat, un dels principals esdeveniments per a la reflexió i la integració dels diferents països mediterranis, mostren també els principals eixos en els quals ha d'avançar la política econòmica de la zona. Destaquen el foment de la cooperació públic-privada en els projectes impulsats pel Secretariat de la Unió pel Mediterrani i la creació d'un banc de desenvolupament del Mediterrani i d'una agència del transport mediterrani. En aquest sentit, durant la cimera d'enguany, que se celebrarà al novembre a Barcelona, segur que es valorarà de forma positiva l'aposta de Brussel·les pel corredor ferroviari del Mediterrani.

La llista d'aspectes en els quals és imprescindible millorar és llarga i difícilment es podrà dur a terme en un termini curt de temps. No obstant això, ara més que mai, la implicació dels països de la Unió Europea ha de ser màxima. Els canvis de règim que s'han produït en els últims mesos a molts dels països de la riba del Mediterrani obren la porta a canvis econòmics i socials que fins fa poc eren impensables. La Unió Europea no pot deixar escapar aquest tren.

(2) Economic Integration in the Euro-Mediterranean Region, Center for Social and Economic Research.

(3) Juan M. Ruiz i Josep M. Vilarrubia, «The wise use of gravity models: export potentials in the euromed region», Document de treball 720 del Banc d'Espanya.

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

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

### Combatent els riscos

L'escena financera internacional encara la recta final de l'any pendent de l'evolució dels mateixos factors de risc que, des de fa mesos, condicionen el comportament dels mercats. El primer és l'amenaça d'una recaiguda en recessió de l'economia global. El segon, la incertesa sobre els efectes combinats de les mesures de política fiscal, monetària i de regulació financera adoptades a les diferents regions. I el tercer, la complexa i vulnerable situació en què s'ha situat la zona de l'euro arran de la crisi del deute sobirà.

Afortunadament, els dos primers factors han presentat una millora prometedora en les últimes setmanes. Tant als Estats Units com als països emergents, les dades més recents no han estat tan negatives com es temia, i, a més a més, els bancs centrals s'han mostrat disposats a actuar. Més difícil és valorar la marxa del tercer factor. Els optimistes poden apreciar que, des del començament d'octubre, s'ha intensificat el procés d'adopció de decisions per part de les instàncies polítiques de la zona de l'euro. El deteriorament creixent de la confiança en països crucials com Itàlia, Espanya i la mateixa França, amb la consegüent por al contagi sistèmic de la crisi a la resta del món, ha estimulat un moviment de presa de decisions més contundents per part de les autoritats europees. Aquest propòsit declarat d'estabilitzar la situació, reflectit en l'atapeït calendari de reunions dels líders, ha retornat tímides esperances a una part dels inversors. Els pessimistes, però, dubten que s'arribi a

implementar el tipus de mesures capaces de capgirar la situació.

### La Fed no dubta a aplicar més mesures d'estímul, el BCE atura les pujades de tipus

Com s'ha constatat mitjançant els diferents indicadors macroeconòmics publicats, el ritme de creixement de l'activitat econòmica internacional està immers en un procés d'alentiment des de la primavera. Segons les àrees geogràfiques, hi ha diferències notables pel que fa a les causes, la naturalesa, els condicionants i les implicacions. En qualsevol cas, també és comú que l'aturada econòmica va acompanyada de l'impacte sobre la inflació de l'encariment de les primeres matèries durant el primer semestre de l'any. Atesa aquesta conjuntura, l'actuació de les autoritats monetàries ha adquirit una rellevància singular. Lògicament, les decisions adoptades varien en funció dels factors específics esmentats i de les diferents preferències dels banquers centrals, però, en conjunt, s'ha observat una reacció generalitzada cap a polítiques més laxes per neutralitzar el risc de recaiguda en recessió.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha continuat transmetent al llarg del mes d'octubre la preocupació per la delicada situació en què es troba l'economia nord-americana. En les actes de l'última reunió del comitè de política monetària, en la publicació mensual coneguda com el Llibre Beix de la Fed i en la compareixença del president de l'entitat, Ben Bernanke,

**La desacceleració del creixement econòmic mundial centra l'atenció dels mercats financers.**

**Les autoritats polítiques europees negocien l'adopció de mesures contundents contra la crisi del deute.**

**Els bancs centrals actuen per evitar una recessió econòmica.**



davant del Congrés, s'ha recalcat la moderació gradual de l'activitat econòmica. Segons la Fed, de l'anàlisi dels principals indicadors, es desprèn que els increments del consum de les famílies i de les inversions empresarials són insuficients per impulsar el creixement de l'economia. L'entitat també ha reconegut la persistència de la fragilitat de les condicions del mercat laboral i l'escassa millora de les perspectives de creació de llocs de treball de cara als pròxims mesos.

Atesa aquesta lectura de la conjuntura econòmica actual, i com ja és habitual des de la fallida de Lehman Brothers el 2008, la Reserva Federal s'ha esforçat a transmetre als mercats financers un missatge de compromís i d'adequació de l'estratègia de política monetària a la necessitat d'estimular l'economia. Això explica que el banc central continuï optant per mantenir els tipus d'interès en el rang mínim del 0%-0,25% i que, a més a més, intensifiqui l'ús de diferents eines no convencionals amb el propòsit d'estimular el creixement.

En aquest sentit, durant l'última reunió del comitè, es va decidir introduir un nou instrument, anomenat «operació twist». Mitjançant la compravenda de bons del Tresor amb diferents venciments, la Fed pretén reduir els tipus d'interès a llarg termini i flexibilitzar les condicions de finançament de les empreses i de les famílies. A més a més, el banc central va confirmar la continuïtat dels programes de reinversió del principal i els interessos del deute públic i dels bons hipotecaris que, actualment, manté en la seva cartera. Un altre aspecte rellevant per a la Reserva Federal és dotar de més transparència i dinamisme la política de comunicació. La institució considera primordial l'ús de la comunicació com a via perquè els agents financers adaptin les expectatives sobre els tipus d'interès i els objectius macroeconòmics. Entre els can-

vis que es podrien estar debatent, hi hauria la fixació d'un objectiu d'inflació –com l'existent a la zona de l'euro– i un altre de taxa d'atur.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va mantenir el tipus d'interès oficial en l'1,5% després de l'emblemàtica reunió de l'octubre. En la seva última compareixença com a president del Banc Central, Jean-Claude Trichet va complir amb el guió d'ocasions anteriors en destacar el to acomodatiu de la política monetària de l'entitat per justificar aquesta decisió. No obstant això, van ser una novetat les obertes referències a la moderació del creixement de l'economia de la regió, tendència que, segons el seu parer, es mantindrà al llarg de la segona meitat d'enguany. Va declarar que els riscos actuals, vinculats a l'elevat endeutament d'alguns països de la perifèria i a la desacceleració del comerç internacional, generen un augment de les pressions a la baixa sobre la taxa de creixement de la zona de l'euro. A aquests riscos caldria també afegir l'efecte negatiu que té l'augment de les tensions als mercats financers. Pel que fa a l'evolució dels preus al consum, va repetir que, des de l'autoritat monetària, se segueixen de prop tots els factors que poden generar algun repunt de la inflació. La conclusió és que, per bé que sembla que aquests factors s'han moderat de cara al mitjà termini, per als pròxims mesos les estimacions del Banc Central apunten encara a nivells d'inflació superiors a l'objectiu del 2%. Aquest va ser, precisament, l'argument que diversos membres del consell executiu van utilitzar per donar suport al manteniment del tipus d'interès rector en el nivell actual, enfront del grup que defensava un relaxament gradual per dinamitzar el creixement econòmic. No obstant això, tenint en compte el relleu del president del banc i la probable evolució de la crisi del deute sobirà de la perifèria de la zona de l'euro, són molts els

**La Fed reconeix els riscos sobre el creixement econòmic.**

**La Fed aposta per la política de comunicació com a eina per incidir en les expectatives dels agents.**

**El BCE manté el tipus d'interès rector en l'1,5%.**

**El BCE preveu que la inflació de la zona de l'euro es mantindrà per damunt de l'objectiu en els pròxims mesos.**

**El BCE ofereix noves facilitats de finançament a la banca de la regió.**

**Els bancs centrals dels països emergents revisen el sentit de les polítiques monetàries.**

analistes que aposten per possibles retallades de tipus, fins a mig punt, cap al final de l'any.

En aquest sentit, el BCE ha posat de manifest, una vegada més, la capacitat de reacció davant dels problemes financers de la regió amb la posada en marxa d'importants mesures monetàries no convencionals. En paraules de Trichet, el Banc Central està plenament compromès en l'adopció de les mesures extraordinàries necessàries per restaurar l'estabilitat financera i el funcionament normal dels mercats. L'autoritat europea va decidir mantenir les facilitats de liquiditat il·limitades a 1, 3 i 6 mesos a tipus d'interès fix. I, addicionalment, va afegir dues operacions més de refinançament a llarg termini (LTRO), a 12 i 13 mesos, amb les mateixes característiques d'assignació plena de capital a tipus fix, amb la finalitat de donar accés al finançament als bancs de la regió que troben dificultats a conseqüència de la crisi del crèdit. Igualment, el banc va anunciar que, al novembre, reprendria la compra de *covered bonds* –cèdules hipotecàries– per valor de 40.000 milions d'euros.

El BCE continua exercint un paper molt actiu en les negociacions per trobar una solució efectiva a la crisi del deute sobirà de la perifèria de la zona de l'euro, bé com a partícip dels exàmens de la troica (juntament amb la Comissió Europea i el Fons Monetari Internacional) en el cas de l'economia grega, bé com a part implicada en la negociació de l'ampliació dels futurs poders del Fons Europeu d'Estabilitat Financera (FEEF). El BCE actua guiat per la intenció de protegir la integritat de la unió monetària. La seva intervenció més rellevant, però, és la compra de bons sobirans dels països de la perifèria. Tot i que, inicialment, aquest programa tenia un caràcter excepcional, l'augment dels riscos d'un possible contagi de les dificultats a

altres economies de la zona, com l'espanyola o la italiana, han convertit el BCE en un comprador habitual de bons sobirans.

Per la seva banda, l'escenari monetari als països emergents està en una fase de transició, des d'una posició d'enduriment cap a una altra de relaxament. Fins a l'estiu, els bancs centrals d'aquests països van respondre a l'intens ritme de creixement de les economies amb pujades de tipus d'interès i altres mesures restrictives (augment de coeficients de reserva, etc.), que pretenien controlar la inflació i prevenir la creació de bombolles de preus en alguns actius. Des de fa uns mesos, però, els indicadors d'activitat d'aquestes economies han començat a mostrar signes de moderació, que apunten, clarament, a perspectives d'aterratge, amb el risc que la maniobra sigui més brusca del que seria desitjable. Aquest fet marca el final del cicle d'enduriment de les polítiques monetàries als països emergents i obre una etapa en què el repte de les autoritats monetàries serà evitar una aturada sobtada del creixement econòmic. Com a cas destacat, això és el que ja està succeint al Brasil, on el banc central manté una estratègia de retallades graduals dels tipus d'interès (els ha retallat en 50 punts bàsics més, fins a l'11,50%, a l'octubre). A la Xina, les autoritats han aturat les mesures restrictives i, a l'Índia, malgrat que el banc central va decidir un nou augment del tipus oficial a l'octubre, tot fa pensar també en el final d'aquest procés.

Atès aquest escenari macroeconòmic i de política monetària, els tipus d'interès dels mercats interbancaris continuen jugant un paper molt important, ja que reflecteixen les expectatives dels inversors sobre els passos futurs dels bancs centrals. Però també recullen les tensions derivades de la crisi del deute sobirà europeu, en concret les repercussions sobre la liquiditat i la per-

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

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
<b>2010</b>									
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Novembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Desembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
<b>2011</b>									
Gener	1,00	1,07	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	1,50	1,54	2,09	0,25	0,33	0,19	0,50	0,89	0,10
Setembre	1,50	1,55	2,08	0,25	0,37	0,19	0,50	0,95	0,15
Octubre (1)	1,50	1,59	2,12	0,25	0,42	0,20	0,50	0,98	0,56

NOTES: (1) Dia 25.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (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.

cepció de la solvència de les entitats financeres, i no solament de les europees. Així, per als Estats Units, els tipus d'interès líbor en dòlars han mantingut, a l'octubre, la tendència alcista iniciada a l'estiu. Aquest moviment, tot i que d'intensitat moderada, s'ha produït en la generalitat dels terminis oferts i ha situat els tipus en les cotes més altes dels dotze últims mesos. Difícilment cal atribuir aquest moviment a l'anticipació d'augment futurs en els tipus oficials, ja que la Reserva Federal ha deixat clar que això no entra en els seus plans. Sembla, més aviat, la influència, en

forma de primes de risc i liquiditat més altes, de la desconfiança que genera la crisi del deute europeu sobre el sector financer internacional. A la zona de l'euro, l'augment d'aquestes primes ha estat molt més notable en els tres últims mesos, però, atès que el mercat ha passat a anticipar que el BCE retallarà aviat els tipus oficials, el resultat ha estat que els tipus d'interès interbancaris euríbor han travessat una fase de relativa estabilitat. És a dir, s'ha compensat el descens del tipus d'interès lliure de risc amb l'augment de les primes de risc interbancari.

**Els mercats interbancaris pateixen els efectes de la crisi del deute sobirà europeu.**

**Les rendibilitats del deute públic dels països més solvents experimenten un lleuger ascens.**

**Els inversors consideren que els bons sobirans dels Estats Units són un valor refugi.**

## El deute públic dels Estats Units i d'Alemanya continua exercint de refugi

Les taxes internes de rendibilitat (TIR o *yields*) del deute públic de les principals economies –Estats Units i Alemanya– han experimentat un lleuger augment al llarg del mes d'octubre. No obstant això, en els dos casos, aquest moviment s'ha produït sense allunyar-se gaire dels nivells mínims històrics assolits enguany. Concretament, als Estats Units, la *yield* del bo a dos anys va pujar fins al 0,27%, mentre que la del bo a deu anys va recuperar la barrera del 2% i es va situar en el 2,17%. En principi, no es tracta d'un episodi especialment significatiu, sinó, més aviat, de manifestacions de la inevitable volatilitat vinculada a la publicació d'indicadors de conjuntura (que han estat una mica millors del que es temia) i a les anades i

vingudes dels fluxos de «fugida cap a la qualitat» derivades de la crisi sobirana europea. De cara als pròxims trimestres, s'albira que la corba de tipus nord-americana es mantindrà, segurament, en nivells excepcionalment baixos per la conjunció de tres factors. En primer lloc, la perspectiva que l'evolució econòmica serà, en el millor dels casos, tènue. En segon lloc, l'actuació de la Fed mitjançant els tipus d'interès oficials i els programes vinculats a la cartera de bons. I, en tercer lloc, la previsible continuïtat de la consideració del deute nord-americà com a actiu refugi, per la seva excel·lència als ulls dels inversors internacionals.

En el cas de la zona de l'euro, la TIR del deute alemany va registrar, durant l'octubre, un comportament similar al del deute nord-americà, però, en aquest cas, és més difícil valorar-ho. Les rendibilitats a 2 i 10

### TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
<b>2010</b>								
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Novembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Desembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
<b>2011</b>								
Gener	3,16	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	2,15	2,83	5,04	5,13	2,18	1,02	2,50	1,08
Setembre	1,89	2,60	5,14	5,54	1,92	1,03	2,43	0,94
Octubre (*)	2,15	3,31	5,55	5,97	2,25	1,02	2,60	1,06

NOTA: (\*) Dia 25.

FONT: Bloomberg.

anys van pujar (per damunt del 0,6% i del 2,10%, respectivament) durant la primera part d'octubre i, posteriorment, van entrar en una fase més estable. Igual que en els mesos precedents, els episodis successius de la crisi del deute sobirà de la perifèria de la regió són l'element clau que expliquen les fluctuacions en la cotització del deute alemany. El fet que, durant les últimes setmanes, el moviment de les *yields* hagi estat a l'alça planteja la pregunta de si pot ser l'inici d'un moviment amb un abast més important, vinculat a la percepció dels inversors que la crisi es reconduirà amb un augment de les càrregues sobre Alemanya. Tot i que aquesta conclusió pot semblar molt prematura, no hauria de sorprendre que, en el marc actual, dominat pel propòsit polític d'estabilitzar la crisi de la unió monetària, els acords als quals arribin els països socis es tradueixin en un repunt de les *yields* alemanyes en els pròxims mesos.

En l'àmbit dels països de la perifèria, les primes de risc han mantingut el comportament fluix i desigual dels mesos anteriors. La compra per part del BCE de deute dels països situats en el punt de mira dels mercats, en especial Itàlia i Espanya, és un baluard transcendental, però, aïlladament, no té prou efecte calmant sobre la confiança dels inversors. La rebaixa de la qualitat creditícia dels dos països i l'escassa credibilitat dels seus processos de reestructuració fiscal i de les reformes estructurals han estat motius suficients perquè els *spreads* del deute italià i espanyol en relació amb l'alemany s'hagin mantingut en rangs elevats. En certa manera, això és el reflex de la situació d'*impasse* del mes d'octubre, amb els inversors pendents del resultat de negociacions polítiques al màxim nivell,

que han de dilucidar la sortida a l'angoixant situació de Grècia i els fonaments d'una unió monetària sòlida i beneficiosa per als seus membres. Si aquest és el possible escenari després dels acords polítics, el destensament de les primes de risc perifèriques té un ampli marge de recorregut, de moment en espera.

### **El tipus de canvi de l'euro, pendent de la crisi del deute sobirà**

En l'escenari econòmic i financer descrit, la volatilitat als mercats de divises ha augmentat notablement. Les actuacions dels diferents bancs centrals per combatre l'alentiment econòmic i la major aversió al risc dels inversors són els principals aspectes que alimenten aquests repunts de la volatilitat. El canvi dòlar-euro és una mostra clara d'aquesta afirmació. Durant el mes d'octubre, el tipus de canvi de l'euro es va apreciar en torn al 5% enfront del dòlar i va recuperar la cota dels 1,38 dòlars. Entre els diversos factors que influeixen sobre el tipus de canvi de l'euro, la variabilitat de les notícies sobre la crisi del crèdit europea té un pes relatiu elevat. Per aquest motiu, a mesura que s'ha donat a conèixer la voluntat de les autoritats polítiques de la regió d'actuar amb contundència sobre la crisi i de neutralitzar el risc de contagi al sector bancari, la cotització de l'euro s'ha reforçat. En aquest sentit, de cara als pròxims mesos, els avanços que cal esperar que es produeixin en relació amb la crisi, i a mesura que les expectatives de creixement econòmic global es restitueixin, segurament propiciaran que el tipus de canvi entre l'euro i el dòlar s'estabilitzi al voltant dels 1,40 dòlars.

**Els avanços cap a una solució de la crisi europea pressionen a l'alça les *yields* del deute alemany.**

**La rebaixa de les qualificacions creditícies d'Itàlia i d'Espanya perjudica la confiança dels inversors.**

**Ateses les possibles solucions a la crisi sobirana, el tipus de canvi de l'euro s'aprecia.**

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

25-10-2011

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2010	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	76,1	-0,3	-6,6	-6,1
Lliura esterlina	0,626	2,6	2,3	1,6
Franc suís	0,879	-2,6	-6,4	-10,5
Dòlar canadenc	1,002	-2,4	0,3	-1,8
Pes mexicà	13,376	-1,2	7,7	7,6
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,393	-2,9	-4,1	0,3
Ien japonès	106,0	2,5	-2,3	-6,4
Franc suís	1,224	0,3	-2,2	-10,8
Lliura esterlina	0,872	0,3	1,7	-1,9
Corona sueca	9,117	-1,0	1,4	-0,9
Corona danesa	7,445	0,1	-0,1	-0,2
Zloty polonès	4,376	-0,9	9,4	10,2
Corona txeca	24,89	1,1	-0,5	1,5
Forint hongarès	297,3	2,5	6,3	8,1

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

FONT: Bloomberg.

**El to constructiu de les autoritats europees és ben rebut pels mercats de crèdit corporatiu.**

**Les emissions de bons *investment grade* retornen en alguns països de la perifèria europea.**

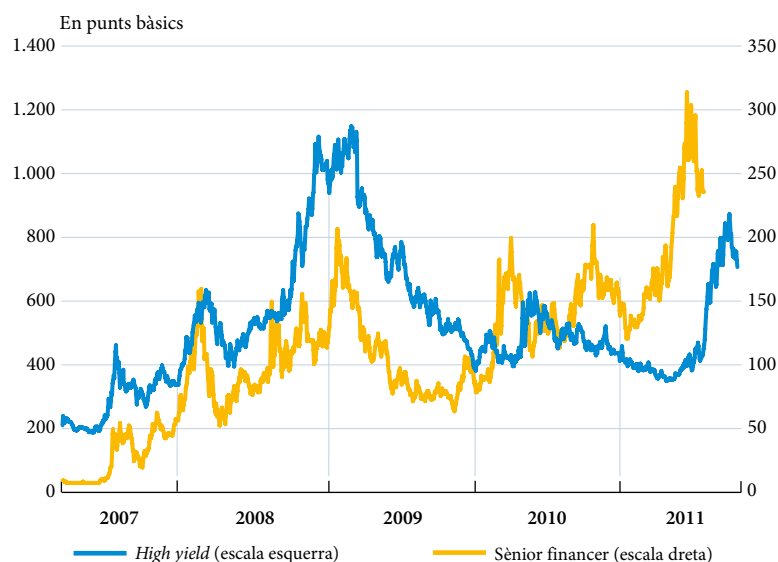
### La renda fixa corporativa d'elevada qualitat aguanta

Des del començament de les turbulències financeres actuals, ja força llunyà, la renda fixa corporativa ha estat un dels mercats que ha mostrat un comportament més estable. Per bé que els índexs de deute corporatiu han exhibit una resistència excel·lent (només alterada a l'estiu) davant del deteriorament de les expectatives de creixement global i dels vaivens de la crisi sobirana de la zona de l'euro, les notícies esperançadores sobre la resolució de la crisi juguen un paper clau en la millora del sentiment dels inversors. El to constructiu adoptat pels dirigents europeus ha propiciat la contenció de les primes de risc sobiranes de la zona, un aspecte favorable per als mercats de crèdit. En concret, l'estabilització dels *spreads* beneficia, principalment, els bons corporatius d'alta qualitat

(*investment grade*), tant nord-americans com europeus i emergents. En el cas de la zona de l'euro, tot i que la recuperació de l'activitat emissora continua essent lenta, els mercats de bons *investment grade* han estat testimonis del retorn de les emissions de deute de companyies no financeres d'alta qualitat, principalment franceses, i d'empreses amb qualificacions intermèdies, en la seva majoria d'Itàlia i Espanya. Igualment, s'ha produït un augment de les emissions de *covered bonds* per part de les entitats financeres amb bona qualificació, després que el BCE anunciés la represa del programa de compra d'aquesta classe d'actius. En suma, aquestes circumstàncies han ajudat a reforçar el perfil d'actiu refugi que, durant els últims trimestres, ha caracteritzat el crèdit corporatiu de qualitat, juntament amb l'or i el deute públic d'economies solvents, com els Estats Units i Alemanya.

## LA CONTENCIÓ DE LES PRIMES DE RISC SOBIRANES BENEFICIA LA RENDA FIXA CORPORATIVA

Índexs Markit iTraxx a 5 anys



FONT: Bloomberg.

Pel que fa al sector dels bons *high yield* (bons amb més risc i una rendibilitat més elevada), s'ha observat una important i prometedora millora a l'octubre, però encara insuficient per restituir el deteriorament encaixat a l'agost i al setembre. En definitiva, malgrat les dades recents de conjuntura, més tranquil·litzadores, la incertesa encara regnant en les perspectives del creixement econòmic global pesa sobre aquest segment del mercat de renda fixa, tradicionalment ultrasensible als riscos macroeconòmics. Per la seva banda, els mercats de deute corporatiu dels països emergents també han experimentat un comportament favorable. El progressiu alentiment de les perspectives de creixement en aquestes economies i el gradual canvi d'orientació de les polítiques monetàries han donat pas a un escenari més estable en l'evolució dels preus dels bons i de les seves rendibilitats.

### L'aversió al risc limita els guanys borsaris

Les principals borses internacionals han continuat mostrant un comportament erràtic al llarg del mes d'octubre, per bé que amb un saldo final positiu i esperançador. El període va començar amb un to fràgil. Els dubtes no completament esvaïts sobre les perspectives de creixement econòmic global, el temor a l'aterratge bruscat d'algunes de les economies en vies de desenvolupament i els recels sobre el grau de compromís de les polítiques fiscals a banda i banda de l'Atlàntic van ser els principals aspectes que van guiar inicialment les vendes dels inversors. Durant la segona meitat del mes, però, el comportament va virar favorablement, gràcies a la millora relativa de les dades econòmiques i a l'actuació més contundent de les autoritats monetàries i governamentals per neutralit-

**La incertesa en les perspectives de creixement pesa sobre els bons *high yield*.**

**La incertesa marca el ritme erràtic de les borses mundials.**

**La resolució de la incertesa actual és clau per a la millora de les perspectives de la renda variable.**

**La bona trajectòria dels resultats empresarials augura un escenari financer futur sostenible per als beneficis.**

zar els problemes econòmics i financers. En qualsevol cas, atesa aquesta conjuntura volàtil, el sentiment dels inversors ha continuat dominat per un elevat grau d'aversió al risc.

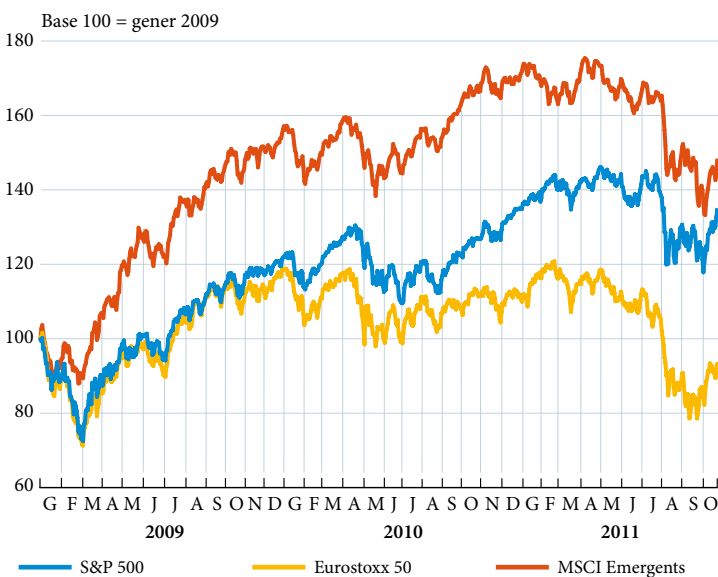
No obstant això, i atesos els últims avanços en la resolució de la crisi sobirana de la zona de l'euro, cal esperar que els riscos que amenacen l'escenari econòmic i financer actual amainin a mesura que s'aconsegueixi superar de forma satisfactòria els reptes plantejats. Això justifica que el panorama de les borses mundials, a mitjà termini, es presenti favorable. Més enllà de la possible repercussió dels riscos actuals sobre la valoració dels índexs, el potencial de revaloració borsària dels pròxims trimestres s'hauria de basar en fonaments com la recuperació del creixement sostingut a nivell mundial, la reducció dels riscos del crèdit sobirà i la fermesa del cicle expansiu dels marges empresarials. Ara com ara, però, l'evolució de la

crisi sobirana europea i el temor a un possible contagi sistèmic són el principal obstacle per a qualsevol potencial de revaloració de la renda variable.

Als Estats Units, el temor a una recaiguda de l'economia en recessió, la tebior dels indicadors econòmics i la laboriosa negociació sobre els ajustaments pressupostaris són els llastos més importants per a les borses. Malgrat això, la campanya de resultats del tercer trimestre de les companyies de l'S&P 500 posa de manifest el bon estat dels beneficis empresarials. Fins ara, el benefici per acció de les empreses que ja han fet públics els resultats (el 27% del total) és l'11% superior a la xifra obtinguda en el mateix trimestre de l'any anterior. A Europa, la por al contagi de la crisi sobirana i la incertesa dels efectes de la recapitalització del sector bancari limiten les possibles revaloracions de les borses, que, per fonamentals de valoració, mereixerien unes cotes millors.

## LES BORSES INTERNACIONALS COTITZEN INCERTESA

Índexs de borses



FONT: Bloomberg.



## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

25-10-2011

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	11.913,6	10,6	2,9	6,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.254,2	10,4	-0,3	5,8
<i>Nasdaq</i>	2.699,4	8,7	1,8	8,4
Tòquio	8.762,3	2,4	-14,3	-6,8
Londres	5.557,9	9,7	-5,8	-3,4
Zona de l'euro	2.362,1	16,6	-15,4	-17,7
<i>Frankfurt</i>	6.044,9	16,3	-12,6	-9,0
<i>París</i>	3.210,1	14,2	-15,6	-17,1
<i>Amsterdam</i>	308,6	16,6	-13,0	-9,9
<i>Milà</i>	16.217,1	18,7	-19,6	-24,3
<i>Madrid</i>	8.945,8	11,9	-9,3	-17,7
Zuric	5.769,0	8,9	-10,4	-11,4
Hong Kong	18.968,2	7,4	-17,7	-19,7
Buenos Aires	2.861,8	15,3	-18,8	-1,9
São Paulo	56.892,0	6,9	-17,9	-18,2

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

FONT: Bloomberg.

## La banca mòbil i la seva contribució al desenvolupament econòmic

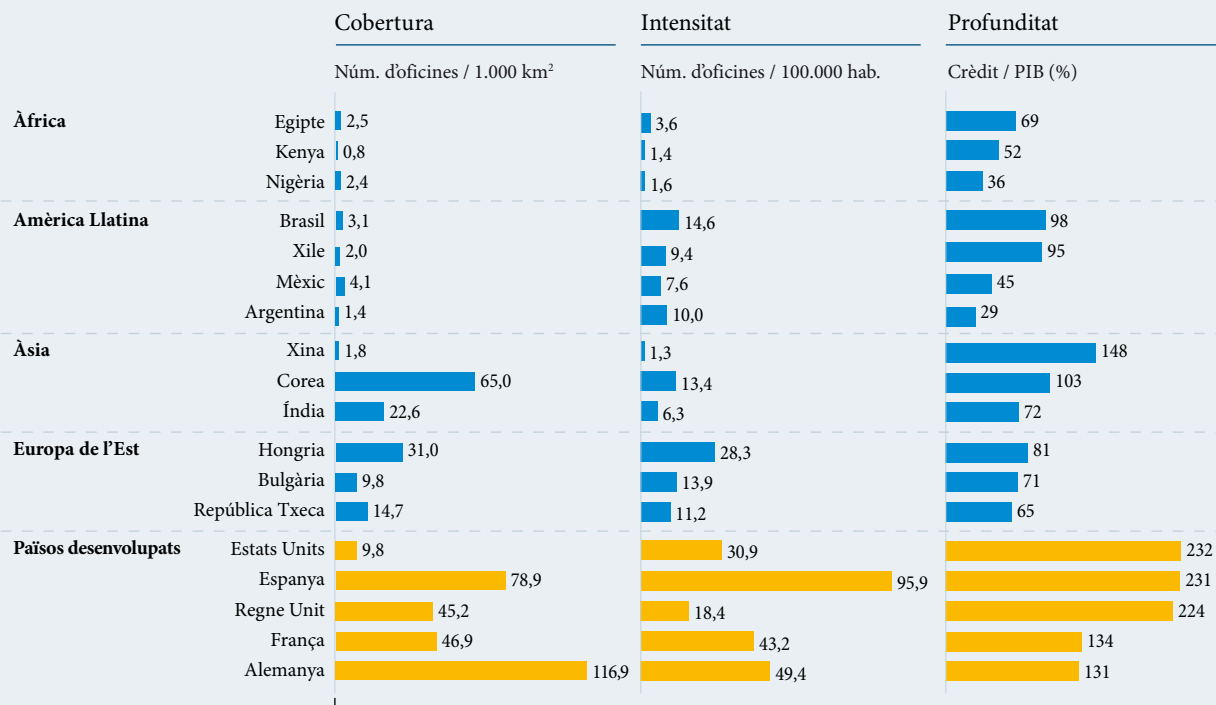
Més enllà de l'estabilitat bèl·lica i política, l'existència d'un sistema financer profund i amb un ampli accés per a la població és un vector fonamental per al progrés socioeconòmic d'un país. Un sistema financer formal que fomenti l'estalvi de les famílies, que doti de seguretat els pagaments i que faciliti el crèdit és essencial per a la planificació del futur, el desenvolupament del comerç i la inversió empresarial. Per exemple, un estudi de Honohan<sup>(1)</sup> mostra que un increment de 10 punts percentuals en l'accés als serveis financers (mesurat com la ràtio de crèdit sobre PIB) repercuteix en una reducció de 0,6 punts percentuals del coeficient de desigualtat Gini,<sup>(2)</sup> entre d'altres impactes socioeconòmics.

Però molts països emergents o mercats frontera d'Àfrica, Àsia i l'Amèrica Llatina s'han trobat històricament en una mena de cercle viciós, en què el reduït desenvolupament del sistema financer actua com una barrera per a un major avanç econòmic, i viceversa. La realitat mostra que, a la majoria d'aquests països, el grau d'accés a un sistema financer tradicional és molt reduït. En general, hi ha poques oficines bancàries, mesurat tant per cobertura del

(1) Honohan, P. (2007). «Cross-Country variation in household access to financial services». The World Bank, Trinity College i CEPR.

(2) El coeficient de Gini s'utilitza per mesurar la desigualtat en els ingressos. És un nombre entre el 0% i el 100%, on el 0% correspon a la igualtat perfecta (tothom té els mateixos ingressos) i el 100% correspon a la desigualtat perfecta (una persona té tots els ingressos i les altres, cap).

## COMPARATIVA DE MAGNITUDS SOBRE EL NIVELL DE BANCARITZACIÓ TRADICIONAL ENTRE PAÏSOS



NOTA: Crèdit domèstic facilitat per les entitats bancàries. El crèdit al sector públic és net; a la resta de sectors, brut.

FONTS: Per a la cobertura i la intensitat, Beck, T., A. Demirguc-Kunt i M.ª S. Martínez-Peira (2005), «Reaching out: Access to and use of banking services across countries». Per a la profunditat, World Development Indicators, World Bank (2010).

territori com en relació amb el nombre d'habitants. En conseqüència, una gran part de la població queda desatessa per uns sistemes que tenen poca profunditat. Segons la ràtio de crèdit privat sobre PIB, s'observa que, als països desenvolupats, aquesta ràtio és uns 100 punts percentuals superior a la de la resta de països, com es mostra al gràfic anterior. Això limita la inversió privada i, per tant, el creixement econòmic.

Però, per què, històricament, no s'ha desenvolupat un sistema financer profund en aquests països? Principalment, perquè la construcció d'un sistema financer tradicional com el que coneixem als països desenvolupats, basat en una àmplia xarxa d'oficines, és molt costosa. Per exemple, es requereixen infraestructures i sistemes de comunicació no sempre disponibles als països emergents, on, a més a més, en ocasions, la població està molt dispersa geogràficament.

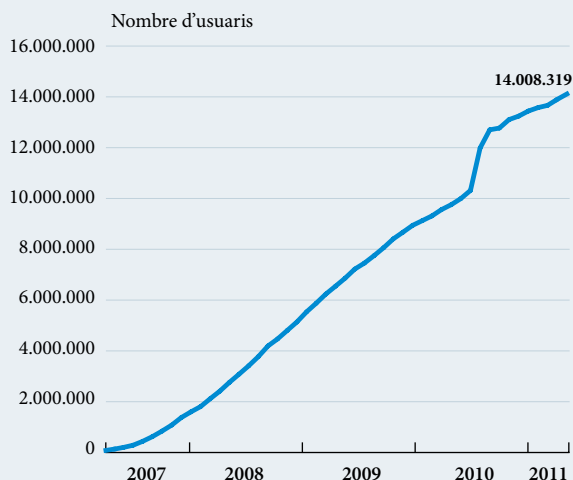
No obstant això, avui dia, gràcies a les noves tecnologies, hi ha alternatives per fomentar la inclusió financer amb un cost més baix, sense la necessitat d'una àmplia xarxa d'oficines. Això és possible perquè la telefonia mòbil sí està penetrant amb força en molts països emergents o, fins i tot, en mercats frontera i els permet estalviar-se certes etapes tecnològiques. Per exemple, a l'Amèrica Llatina, el 2008, ja se superaven els 370 milions d'usuaris i, el 2012, s'espera arribar als 530 milions, la qual cosa situarà la penetració mitjana del mòbil de la regió per damunt de les

80 línies per cada 100 habitants,<sup>(3)</sup> molt superior a la penetració de la telefonia fixa i, evidentment, a la de la banca. Així, la provisió de serveis financers a través del mòbil pot estendre l'accés a aquests serveis a una part molt significativa de la població amb uns costos (econòmics i en temps) molt més reduïts que mitjançant la banca tradicional. De fet, existeixen ja alguns models d'èxit amb aquest enfocament. Alguns exemples són, al Brasil, Paggio; al Pakistan, Easypaisa, i, a Filipines, Smart i Globe. Però el sistema d'M-PESA<sup>(4)</sup> a Kenya és el màxim exponent per la seva ràpida penetració i èxit.

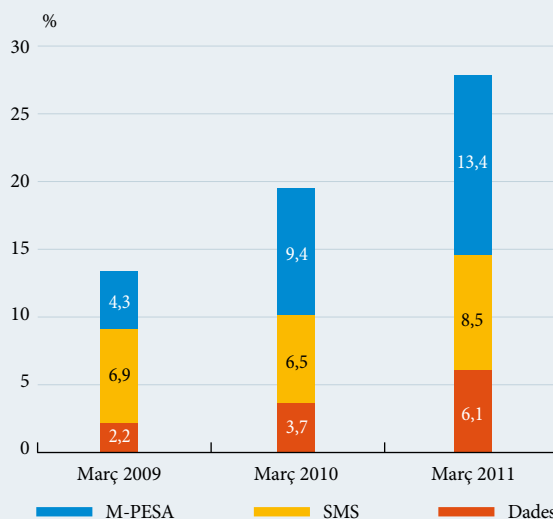
Mentre que, als països desenvolupats, la banca mòbil ha adoptat models de servei additius, és a dir, és un nou canal d'atenció al client dins del model multicanal, als països emergents, adopta un model transformacional. M-PESA, creat el 2007 per Safaricom (la principal operadora mòbil de Kenya), permet que una part de la població kenyana que vivia al marge dels sistemes financers intercanviï ara diners mitjançant el terminal mòbil. Safaricom i M-PESA estan creant un nou model de fer banca en aquests països que, simplement amb l'enviament d'SMS, permet dipositar i retirar diners, fer transferències, pagar factures i comprar saldo de mòbil.

Gràcies a l'àmplia xarxa d'agents, la gestió de l'efectiu i l'alt valor afegit que aporta a la població, l'expansió d'M-PESA al país ha estat molt ràpida. A l'abril del 2011, ja comptava amb més de 14 milions de clients (aproximadament, el 40% de la població), amb creixements superiors als 10.000 clients al dia. I el volum de transaccions va arribar a uns 450 milions d'euros en aquest mateix mes. Així, M-PESA ja és un dels serveis que més ingressos aporta a Safaricom, però, a més a més, i això encara és més rellevant, està contribuint al desenvolupament econò-

#### EVOLUCIÓ DEL NOMBRE D'USUARIS D'M-PESA



#### CONTRIBUCIÓ D'M-PESA ALS INGRESSOS DE SAFARICOM

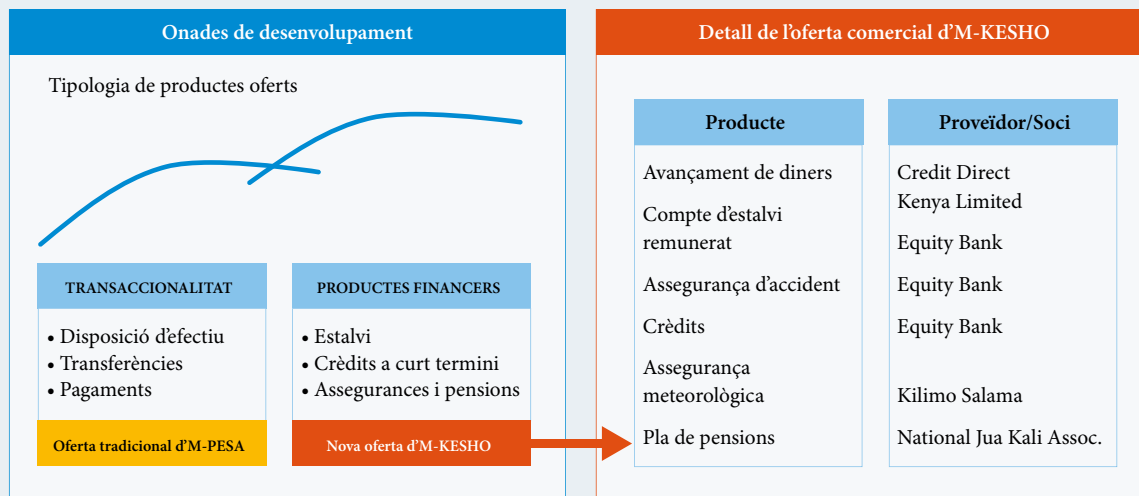


FONT: Safaricom.

(3) Analistes Financers Internacionals (2009), «Telefonia mòbil i desenvolupament financer a l'Amèrica Llatina».

(4) M és de Mòbil i Pesa és diners en suahili.

## DETALL DE L'EVOLUCIÓ DE L'OFERTA DE BANCA MÒBIL DE SAFARICOM A KENYA: D'M-PESA A M-KESHO



FONTS: CGAP (2010), «Branchless Banking 2010: Who's Served? At What price? What's next?». Bill & Melinda Gates Foundation (2010), «Mobile payments go viral: M-PESA in Kenya». Safaricom. Elaboració pròpia.

mic de Kenya, ja que ha afavorit el desenvolupament del comerç gràcies al fet que la població pot realitzar pagaments evitant la inseguretat de traslladar efectiu.

De tota manera, per fomentar realment la inclusió financera, cal fer un pas més enllà i no solament oferir transaccions, sinó també productes financers, com productes d'estalvi, assegurances, finançament, etc., perquè és el que permetrà construir els fonaments per al desenvolupament econòmic. Conscient d'això, Safaricom és pioner també en aquest àmbit. Per a temes reguladors i d'assumpció de riscos, ha establert acords amb diverses entitats financeres per evolucionar l'oferta comercial i ha creat M-KESHO. El servei es construeix sobre la plataforma d'M-PESA per oferir també comptes d'estalvi remunerats, assegurances (principalment de no-vida) i crèdits, vinculats, sobretot, a l'avançament de la nòmina o d'altres ingressos.

En resum, l'avanç de la tecnologia mòbil és una gran oportunitat perquè un nou model de banca penetri als països emergents i als mercats frontera. La cobertura de la transaccionalitat mitjançant l'enviament d'SMS és un primer pas fonamental, que permet desenvolupar el comerç i familiaritzar la població amb el sistema bancari a un cost molt reduït. Disposar d'aquesta base ha de permetre que, a poc a poc, es desenvolupi una major oferta financera, també amb productes crediticis, en què, a més a més, participin les entitats de crèdit tradicionals per contribuir a la gestió del risc i a l'assessorament financer, a distància o amb oficines físiques. Per tant, la banca mòbil presenta l'ocasió de trencar el cercle viciós que ha impedit el desenvolupament financer en aquests països i que, a poc a poc, es vagi tancant la bretxa existent en els indicadors de bancarització entre els països desenvolupats i la resta.

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

## Activitat econòmica

### La incertesa afecta la confiança

D'ençà que l'economia espanyola va iniciar la recuperació, l'avanç del PIB en termes inter trimestrals s'ha mantingut de forma força regular al voltant del 0,2%. Una taxa clarament inferior a la mitjana del 0,9% anotada entre el 1995 i el 2007, però raonable si tenim en compte els importants desequilibris que encara cal corregir.

En part, la recuperació econòmica es veu frenada pel consum privat, la millora del qual avança a pas segur però lent. La seva taxa mitjana de creixement, en l'últim any i mig, ha estat del 0,9% anual, tot i que

continua llastada per l'elevada taxa d'atur i pel procés de despallanquejament que, necessàriament, ha de dur a terme l'economia espanyola. A més a més, per bé que és cert que l'estabilització del preu dels carburants i la desaparició de l'efecte de l'augment de l'IVA haurien d'ajudar el consum, la taxa d'estalvi s'apropa ja als nivells previs a la crisi, motiu pel qual l'embranchada que li pot donar amb noves davallades és ara més limitat.

També és difícil que la inversió ofereixi grans alegries. Tot i que la formació bruta de capital fix en béns d'equipament continua avançant, ja ha crescut el 0,7% de mitjana durant l'últim any i mig, la inversió

**Tant el consum com la inversió avancen de forma lenta però segura.**

### INDICADORS DE DEMANDA

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

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

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.

**Els indicadors de demanda i d'oferta reverteixen la seva tendència positiva.**

en construcció està submergida en un procés d'ajustament més intens i durador, que, probablement, no acabarà fins a l'any vinent.

El procés gradual de recuperació d'aquests components, a més a més, ha de compensar l'ajustament fiscal que, en els pròxims trimestres, ha de dur a terme el sector públic. Atesa aquesta tessitura, caldria esperar que el creixement del PIB de l'economia espanyola es mantingui en taxes relativament febles en els pròxims trimestres, però amb una tendència ascendent. No obstant això, la gran majoria d'indicadors de demanda i d'oferta han

canviat la tendència positiva durant els últims mesos.

Pel costat de la demanda, destaca el sever correctiu que experimenta la confiança del consumidor. Després del descens que va patir en el mes d'agost, al setembre s'ha mantingut estable en nivells relativament baixos. Les dades negatives sobre l'evolució del mercat laboral tampoc no han propiciat la recuperació de la confiança. Concretament, després d'un inici d'any una mica prometedora, en què s'apreciava una certa estabilització en la destrucció de llocs de treball i en l'augment de l'atur, al setembre, el nombre d'aturats va augmen-

**INDICADORS D'OFERTA**

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

	2009	2010	2010		2011					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	
<b>Indústria</b>										
Consum d'electricitat (1)	-4,9	2,9	2,7	2,2	0,5	0,5	-2,4	0,3	-1,3	
Índex de producció industrial (2)	-15,8	0,8	-0,2	0,4	1,8	-1,1	-2,3	0,3	...	
Indicador de confiança en la indústria (3)	-30,8	-13,8	-13,5	-9,2	-8,6	-10,9	-13,3	-13,9	-16,0	
Utilització capacitat productiva (4)	71,2	72,0	73,9	72,9	72,6	74,7	73,3	-	-	
Importació béns interm. no energ. (5)	-20,9	24,6	20,0	18,2	12,2	3,8	-9,3	13,7	...	
<b>Construcció</b>										
Consum de ciment	-32,3	-14,8	-15,5	-16,1	-2,0	-16,6	-26,1	-16,5	-19,8	
Indicador de confiança en la construcció (3)	-32,3	-29,7	-27,8	-41,5	-54,1	-55,4	-58,0	-53,7	-64,2	
Habitatges (visats obra nova)	-58,1	-17,3	-13,2	-20,3	-6,8	-19,3	-11,1	...	...	
Licitació oficial	-8,2	-37,9	-36,6	-34,9	-36,9	-11,4	-37,3	...	...	
<b>Serveis</b>										
Vendes comerç minorista (6)	-5,4	-1,0	-2,5	-1,9	-5,9	-5,1	-3,5	-4,0	...	
Turistes estrangers	-8,8	0,9	4,2	1,4	2,9	10,4	7,2	9,4	9,2	
Ingressos turisme	-9,0	3,9	7,0	5,4	6,7	12,2	9,4	...	...	
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	5,9	-4,2	8,2	1,8	-1,8	9,5	...	
Tràfic aeri passatgers	-7,9	2,9	4,2	4,3	5,0	10,6	6,7	4,7	7,6	
Consum de gasoil automoció	-5,1	-1,2	-2,1	-1,6	-1,6	-4,7	-5,8	...	...	

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.

tar en 95.817 persones, l'increment més important en aquest període des que el Ministeri de Treball recopila la sèrie històrica. Tampoc no ajuda l'evolució de la inflació, que, tot i que és cert que manté una tendència a la baixa, fa ja un any que es manté per damunt del 2%.

Pel costat de l'oferta, les dades tampoc no són gens esperançadores. El consum d'energia elèctrica, per exemple, va baixar fins al -1,3% en termes interanuals en el mes de setembre i manté així una tendència clarament a la baixa. L'índex de confiança de la indústria, que s'havia mantingut relativament estable durant el primer semestre de l'any, ha baixat fins als nivells del febrer del 2010 en un trimestre. L'índex de sentiment econòmic ha exhibit una tendència a la baixa en els últims mesos, i l'índex dels gestors de compres PMI també continua descendint i se situa clarament per sota dels 50 punts, llindar a partir del qual és probable una contracció econòmica.

En aquest context, no és estrany que l'índex sintètic d'activitat que elabora el Ministeri d'Economia hagi experimentat una reculada significativa en l'últim trimestre i alerti d'un augment dels riscos de recessió a curt termini.

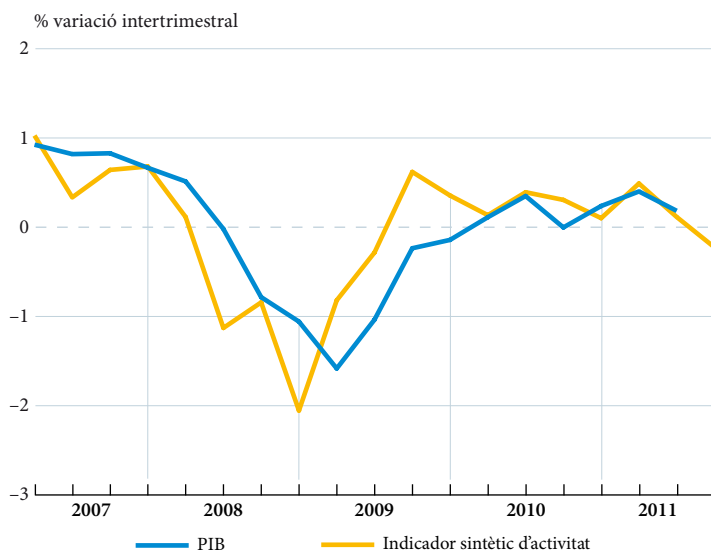
Què justifica aquest gir dels indicadors avançats? Com s'ha comentat, no hi ha nous elements de fons que facin pensar que el consum o que la inversió haurien de frenar la recuperació. Més aviat el contrari. La seva tendència, tot i que de forma pausada, hauria de ser positiva.

Una de les possibles raons la podríem trobar en el deteriorament de les exportacions, un dels factors que, fins avui, ha estat clau per recuperar el creixement econòmic. Ara com ara, és difícil determinar la influència d'aquest factor, ja que només es tenen dades fins a agost, i, de moment, no s'aprecia cap canvi de tendència. De fet, en aquest mes, el creixement de les exportacions va pujar fins al 17,4%, amb una con-

**La crisi del deute amenaça amb socavar l'economia real.**

## ELS INDICADORS ALERTEN DEL PERILL DE RECESSIÓ

Indicador sintètic d'activitat i PIB



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

**Les noves mesures  
determinaran la confiança  
dels agents i el rumb de  
l'economia.**

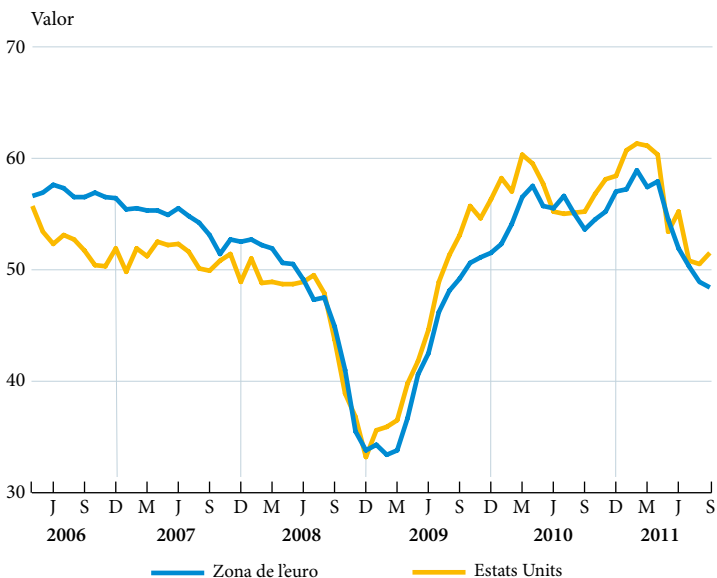
tribució important de les exportacions als països de la Unió Europea.

Una altra possible explicació, aquesta més plausible, és la demora en la resolució de la crisi del deute sobirà a la zona de l'euro. De fet, el deteriorament dels índexs PMI dels últims mesos és un fet purament europeu. És cert que aquests índexs també van experimentar un important descens als Estats Units o a la Xina durant la primera meitat de l'any, però, en aquests països, ja han començat a remuntar, mentre que, als països de la Unió Europea, han accelerat el descens. El repunt de la incertesa, que, durant l'estiu, es va traduir en un augment de la volatilitat als mercats borsaris, podria ser a punt d'afectar l'economia real. El risc que els consumidors i els empresaris redueixin el consum i la inversió, respectivament, per motius de precaució augmenta, i això podria frenar el procés de recuperació econòmica.

Per tant, és molt important que es defineixin mesures creïbles i efectives per afrontar la crisi del deute sobirà. Sembla que els principals líders europeus en són conscients, i, en la cimera de l'última setmana d'octubre, abordaran, finalment, els punts clau per reconduir-la. La definició del nou pla de rescat a Grècia i la concreció del quitament del deute públic hel·lènic als inversors privats, l'augment de la capacitat creditícia del Fons Europeu d'Estabilitat Financera i la recapitalització del sector bancari són a l'ordre del dia. Si, finalment, s'assoleix un ampli consens sobre aquests temes, l'impuls sobre la confiança dels agents pot ser molt important en els pròxims mesos. És difícil que les mesures que cal adoptar es defineixin fins a l'últim detall, perquè són summament complexes, però és molt important per a l'economia espanyola i per al conjunt de la zona de l'euro que es comenci a avançar pel camí correcte.

**ALS ESTATS UNITS, LA CONFIANÇA EMPRESARIAL ES MANTÉ PER DAMUNT DE L'EUROPEA**

Índex PMI



FONT: Bloomberg.



## Mercat de treball

### La falta de creixement comença a tenir conseqüències

La sequera de llocs de treball continua al començament de la tardor. Les últimes dades facilitades pel Servei Públic d'Ocupació (antic INEM) mostren fins a quin punt la desacceleració econòmica afecta ja un mercat laboral que no s'ha acabat de recuperar del tot. En el segon trimestre, l'economia amb prou feines va créixer el 0,2% en relació amb els tres primers mesos de l'any, mentre que les previsions de la variació interanual del producte interior brut per al 2011 i el 2012 se situen en el 0,8% i en l'1,1%, respectivament. Aquests últims creixements semblen optimistes si tenim en compte la quantitat de persones aturades i el nombre d'afiliats publicats en el mes de setembre.

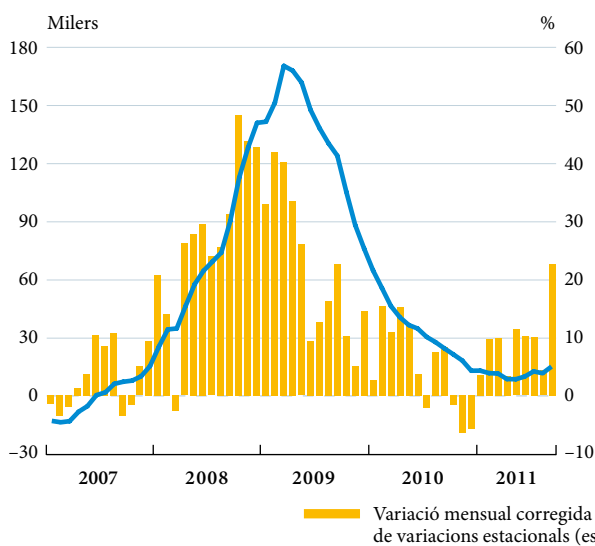
L'atur va augmentar en 95.817 persones en relació amb l'agost, l'increment més important en aquest període des que el Ministeri de Treball recopila aquesta sèrie. A més a més, les dades no milloren gaire en considerar el component estacional, ja que, des d'aquesta òptica, l'increment se situa en 77.010 persones. En total, 4.226.744 persones no tenen feina a Espanya.

Per què s'ha produït aquest increment sobtat? El sector serveis, amb 74.590 persones ocupades menys, va experimentar una destrucció d'ocupació molt severa. Després d'una temporada d'estiu excepcionalment bona al sector turístic, el final de la temporada ha provocat que, de tots els llocs de treball destruïts, el 78% s'hagin produït en aquest sector. Aquesta dada

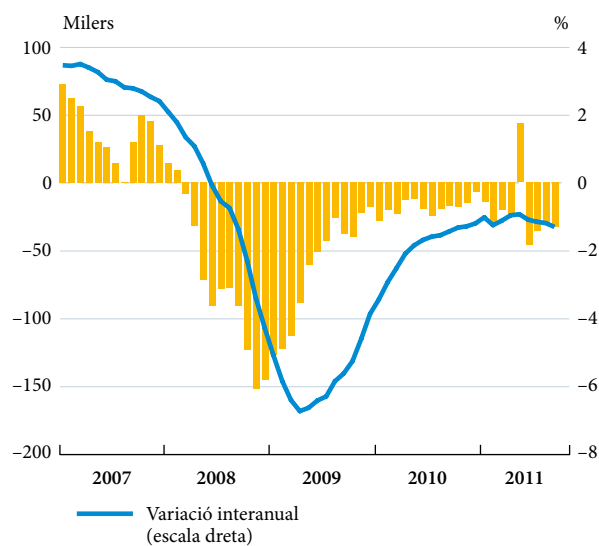
**Un augment de gairebé 96 mil persones al setembre porta l'atur registrat fins als 4,2 milions.**

### EL MERCAT LABORAL PATEIX ELS EFECTES DE LA INCERTESA ACTUAL

Aturats registrats a la Seguretat Social



Afiliats en alta laboral a la Seguretat Social



FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Servei d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

## INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2009	2010	2010		2011			Agost	Setembre
			III	IV	I	II	Juliol		
<b>Afiliats a la Seguretat Social (1)</b>									
Sectors d'activitat									
<i>Indústria</i>	-10,6	-4,8	-3,8	-3,2	-2,8	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
<i>Construcció</i>	-23,1	-13,4	-12,5	-11,3	-9,6	-11,4	-12,7	-12,9	-13,4
<i>Serveis</i>	-2,6	0,0	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2
Situació professional									
<i>Assalariats</i>	-6,0	-1,8	-1,4	-1,2	-1,1	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
<i>No assalariats</i>	-4,8	-2,8	-2,4	-1,9	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0
<b>Total</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>
<b>Població ocupada (2)</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	-	-	-
<b>Llocs de treball (3)</b>	<b>-6,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	-	-	-
<b>Contractes registrats (4)</b>									
Indefinitos	-31,0	-6,4	-7,6	0,0	-1,8	-5,0	-6,2	-1,1	-14,2
Temporals	-13,5	3,8	3,5	2,8	0,7	3,9	-3,2	5,5	1,6
<b>Total</b>	<b>-15,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>0,2</b>

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

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

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

(4) Al Servei Públic d'Ocupació Estatal.

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

### Només el 7,5% dels nous contractes és de caràcter indefinit.

revela la marcada estacionalitat del nostre mercat de treball.

L'altre gran responsable de l'increment de l'atur és l'augment del nombre de persones sense feina anterior. Aquest col·lectiu es va incrementar el 5,23% en relació amb el mes anterior i, al costat del sector serveis, representa el 98% de l'alça de l'atur.

D'altra banda, la pèrdua de llocs de treball es va traduir també en un descens de 64.956 persones en el nombre d'afiliats a la Seguretat Social al setembre. Aquesta xifra es redueix gairebé a la meitat si es computa de forma desestacionalitzada. D'aquesta manera, l'acumulat de l'últim any comptabilitza ja la pèrdua de 235.918 cotitzadors. Anàlogament a les dades de l'atur, el sector serveis, amb l'hoteleria i el comerç al capdavant, lidera la caiguda de les afiliacions. De fet, els autònoms són els més cas-

tigats per l'ajustament del setembre, ja que s'adjudiquen gairebé la meitat del total de la caiguda.

L'esperança prové del nombre de contractes registrats en el mes de setembre, que es van incrementar en 3.445 en relació amb el mateix mes del 2010. No obstant això, només el 7,51% dels nous contractes van ser de caràcter indefinit, la qual cosa posa de manifest, una vegada més, la dualitat i l'important pes de la temporalitat al nostre mercat de treball.

Si mirem cap a Europa, Espanya no sap si empal·lidir o si amagar el rostre envermellit per la vergonya. Espanya aporta el 31% dels 15,7 milions d'aturats de la zona de l'euro, és a dir, un de cada tres aturats europeus és espanyol, i això que Espanya representa només el 14% de la població de l'Europa dels 17. Amb una taxa d'atur del

## ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2011

	Aturats	Variació sobre desembre 2010		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>						
Agricultura	137.392	10.563	8,3	19.994	17,0	3,3
Indústria	484.475	-7.163	-1,5	-272	-0,1	11,5
Construcció	732.437	-20.630	-2,7	4.880	0,7	17,3
Serveis	2.490.772	118.833	5,0	153.237	6,6	58,9
Primera ocupació	381.668	25.068	7,0	31.142	8,9	9,0
<b>Per sexes</b>						
Homes	2.071.510	18.322	0,9	86.577	4,4	49,0
Dones	2.155.234	108.349	5,3	122.404	6,0	51,0
<b>Per edats</b>						
Menors de 25 anys	456.546	22.772	5,2	9.922	2,2	10,8
Resta d'edats	3.770.198	103.899	2,8	199.059	5,6	89,2
<b>TOTAL</b>	<b>4.226.744</b>	<b>126.671</b>	<b>3,1</b>	<b>208.981</b>	<b>5,2</b>	<b>100,0</b>

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

21,2%, som, amb diferència, el vagó de cua d'Europa, per darrere de Grècia (16,7%) i d'Irlanda (14,6%). La zona de l'euro, per la seva banda, puntua el 10% d'atur i manté, així, una tendència gairebé plana des del tercer trimestre del 2009. Si ens avaluem en relació amb les 20 economies més potents del món, la comparació és, fins i tot, més perniciososa, ja que, juntament amb Sud-àfrica, som l'única economia del G-20 amb una taxa d'atur que supera els dos dígitos.

Espanya ha demostrat, durant aquesta crisi, una capacitat espectacular per destruir ocupació, gràcies al mercat dual i al final de l'expansió immobiliària, ja que va ser capaç de passar del 8% d'atur al 18% en només dos anys. A dia d'avui, els joves registren una taxa d'atur del 45%, més del doble que els nostres veïns europeus. Els joves són els més afectats per la crisi, ja que, tant a Espanya com a la zona de l'euro, les seves taxes d'atur dupliquen les del conjunt de l'economia.

Ateses les perspectives actuals de la nostra economia i l'alentiment econòmic de la zona de l'euro, aquestes xifres no milloraran a curt termini. L'enquesta de població activa (EPA), que es publica al final d'octubre, presentarà dades molt aclaridores sobre el nostre mercat laboral que permetran confirmar aquesta perspectiva negativa, per bé que, ara com ara, no s'espera que superem els 5 milions d'aturats.

Les dades positives poden provenir de la publicació dels costos laborals del tercer trimestre. El ritme de creixement del cost laboral total ha estat moderat fins avui i, el que és més important, s'ha mantingut per sota del de la zona de l'euro. Si continua així, i gràcies a la contenció dels salaris, l'economia espanyola podria recuperar la seva competitivitat.

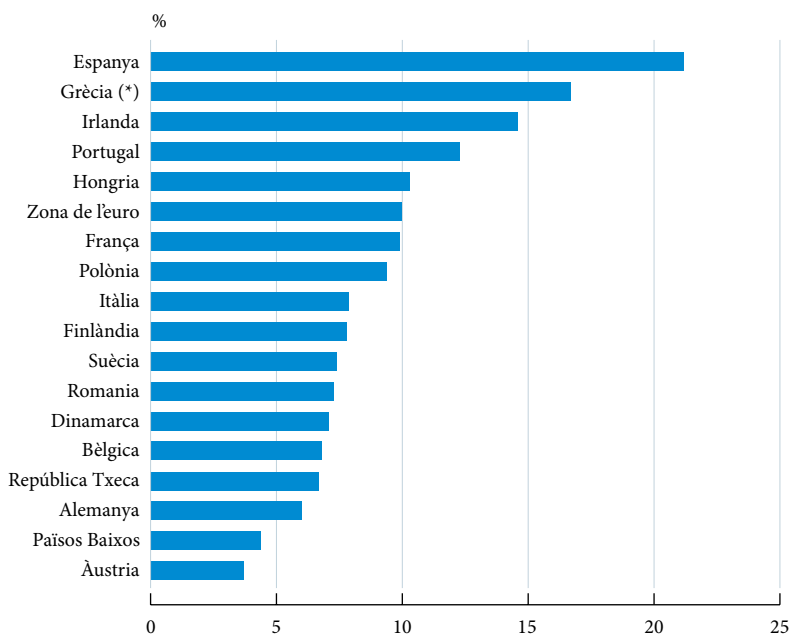
L'ocupació necessita creixement econòmic, com les plantes l'aigua, per poder florir. Sembla que la realitat confirma la teoria que preveu que és molt difícil crear ocupació de forma sostinguda amb les

**Espanya registra xifres rècord d'atur a nivell internacional.**

**L'EPA aclarirà fins a quin punt s'ha deteriorat el mercat laboral.**

## LA TAXA D'ATUR ESPANYOLA NO TÉ PARANGÓ A EUROPA

Atur sobre població activa de països de la UE seleccionats a l'agost de 2011



NOTA: (\*) Dades de Grècia a juny del 2011.

FONT: Eurostat.

taxes de creixement actuals. Com més s'allunyi l'economia de la pluja del creixement, més fàcil serà que assistim a la publicació de xifres d'ocupació desoladores. Si no plou, l'arbre no dona fruits i la socie-

tat pateix per l'escassetat de vitualles. Sembla que el mannà europeu recula, així que, mentrestant, l'economia espanyola tracta de generar el seu propi plugim a través del guany de competitivitat.

## Preus

### La inflació repunta de forma temporal

La taxa de variació interanual de l'índex de preus al consum (IPC) general va augmentar en una dècima en el mes de setembre i es va situar en el 3,1%. Després de quatre mesos consecutius de caiguda, iniciada en el mes d'abril, des d'una cota del 3,8%, aquesta dada representa una ruptura temporal de la tendència a la baixa de la inflació.

L'origen d'aquest repunt es troba en el comportament una mica anòmal de certs components. El grup de begudes alcohòliques i tabac va augmentar el 9,2%, gairebé quatre dècimes més que en el mes anterior. Aquest increment s'explica per la variació dels preus del tabac, que va experimentar

una alça del 12%. Sembla que aquest increment certifica el final de la guerra del tabac iniciada al final de la primavera. La naturalesa oligopolística de la indústria tabaquera ajuda a explicar l'alta volatilitat dels seus components i els repunts inesperats dels preus.

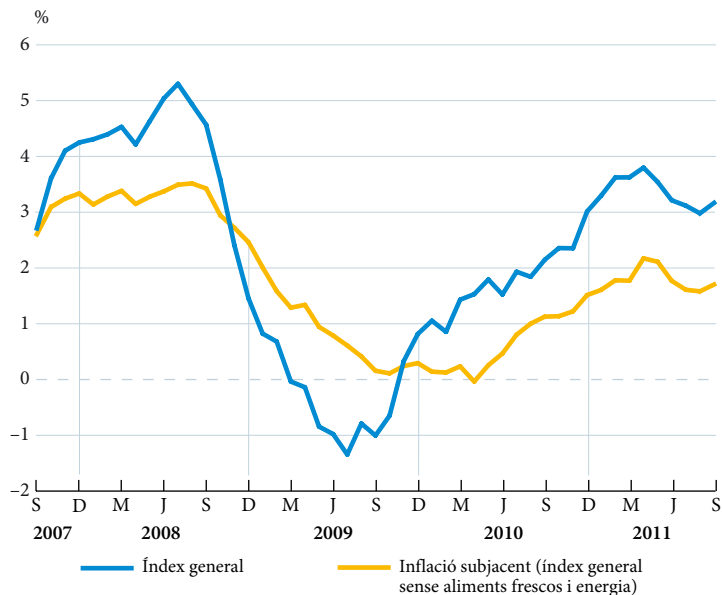
L'altre component responsable de l'increment de la inflació és el grup dels carburants i lubricants, que va registrar una pujada del 16,4% interanual. A diferència de la resta de components, en l'actual context d'alentiment de l'economia, l'energia es nega a prendre un camí descendent i ha mantingut, en els cinc últims mesos, una taxa gairebé plana d'inflació, que oscil·la lleugerament al voltant del 15,6% de variació interanual.

**L'IPC puja una dècima i se situa en el 3,1% al setembre.**

**El tabac i els carburants són els responsables del repunt de la inflació.**

### LA INFLACIÓ TRENCA LA TENDÈNCIA A LA BAIXA

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

	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	0,1	0,8	3,0
Setembre	0,1	0,9	2,1	0,3	1,0	3,1
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.

### Els indicadors econòmics continuen evidenciant una desacceleració.

Tot i que els aliments no elaborats i els productes energètics no computin en el càlcul de la inflació subjacent, el paper exercit pel tabac sí explica per què la seva taxa anual va pujar fins a l'1,7%. No obstant això, i igual que en el cas de la inflació general, es considera que aquest repunt és conjuntural, ja que la resta d'indicadors continuen evidenciant la feblesa del creixement econòmic.

El rostre més amarg d'aquesta desacceleració és el del mercat laboral, que no s'acaba de recuperar. L'atur registrat al setembre va augmentar en 95.817 persones en relació amb el mes anterior, i la resta d'indicadors no conviden, precisament, a l'optimisme. Tant la confiança del consumidor com l'indicador de sentiment econòmic van empitjorar en relació amb el mes anterior, mentre que les vendes al detall i la producció industrial van disminuir el 4,8% i l'1,5%, respectivament, en relació amb l'agost de l'any precedent.

Aquest és el motiu pel qual considerem el repunt de la inflació com un fet de caràcter temporal. La feblesa del creixement econòmic

és el principal factor determinant de la inflació, que, segons les nostres previsions, se situaria en taxes properes al 2,4% al final d'enguany i per sota del 2% el 2012.

Cal tenir en compte que el comportament dels productes energètics ens podria oferir alguna sorpresa en forma de petites desviacions a l'alça. Malgrat la congelació de l'electricitat per part d'Indústria, en algun moment dels pròxims mesos, assistirem a un ajustament del preu més coherent amb els costos de producció. D'altra banda, els preus d'algunes primeres matèries, com, per exemple, el gas, poden experimentar algun petit repunt.

Precisament, l'energia, amb un increment interanual del 12,4%, ha estat, en part, culpable que la inflació de la zona de l'euro es disparés fins al 3,0% en el mes de setembre. L'altre gran factor responsable és el canvi metodològic, introduït per Eurostat, per a l'estimació dels preus estacionals.

Tot i que la inflació, a la zona de l'euro, hagi patit, al setembre, una alça de 5 dèci-

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual		
		2010	2011	2010	2011	2010	2011	
<b>Per classes de despesa</b>								
Aliments i begudes no alcohòliques	110,5	0,1	0,2	0,0	1,5	0,1	2,3	
Begudes alcohòliques i tabac	149,5	0,0	3,5	8,6	3,0	8,6	9,3	
Vestit i calçat	95,4	3,7	3,9	-11,5	-12,1	0,0	-0,1	
Habitatge	125,0	0,1	0,1	3,6	5,1	4,2	7,2	
Parament	108,7	0,4	0,3	0,1	0,1	0,8	1,0	
Medicina	95,8	0,0	0,1	-0,6	-0,5	-0,5	-1,1	
Transport	118,3	0,1	0,6	6,1	4,8	6,8	7,9	
Comunicacions	97,6	0,0	0,1	-0,5	-1,0	-0,5	-1,2	
Oci i cultura	98,0	-2,3	-2,4	-0,6	0,5	-0,7	0,0	
Ensenyament	117,9	0,6	0,6	0,7	0,7	2,5	2,3	
Hotels, cafès i restaurants	115,6	-1,0	-1,1	1,9	1,7	1,5	1,4	
Altres	115,5	0,1	0,1	2,2	2,2	2,6	2,8	
<b>Agrupacions</b>								
Aliments amb elaboració	117,5	0,1	0,8	0,9	2,4	1,1	4,1	
Aliments sense elaboració	109,9	0,1	0,3	1,6	0,3	1,3	1,3	
Conjunt no alimentari	111,1	0,1	0,1	0,8	0,8	2,4	3,1	
Béns industrials	108,1	0,8	1,0	0,1	0,1	3,2	4,6	
<i>Productes energètics</i>	136,3	0,2	0,8	9,7	9,9	11,1	15,9	
<i>Carburants i combustibles</i>	133,3	0,3	1,1	12,0	10,1	13,9	16,4	
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	98,7	1,1	1,1	-3,2	-3,6	0,4	0,5	
Serveis	114,3	-0,7	-0,7	1,5	1,6	1,5	1,6	
Inflació subjacent (**)	109,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	1,7	
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>112,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	

NOTES: (\*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

mes en relació amb el mes anterior, les previsions d'inflació es mantenen per sota del 2% per al 2012. Atès que l'objectiu a mitjà termini del Banc Central Europeu (BCE) és, precisament, mantenir la inflació per sota d'aquest 2% en el mitjà termini, les pressions per a una davallada de tipus d'interès continuen.

No obstant això, aquest escenari pot trigar a arribar, ja que el nou president del BCE, Mario Draghi, voldrà assegurar-se que el repunt de la inflació és efectivament tem-

poral i certificar la desacceleració de la zona de l'euro. Altres mesures de liquiditat sí podrien tenir lloc a més curt termini.

La comparativa entre l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro i Espanya ens permet calibrar la competitivitat de l'economia espanyola, ja que la zona de l'euro és el nostre principal soci comercial. La variació interanual tant d'Espanya com de la zona de l'euro es va situar en el 3,0%. Des de l'agost del 2010, les dues taxes no coincidien, i sembla que

**La inflació de la zona de l'euro va augmentar en 5 dècimes en relació amb el mes anterior.**

## INDICADORS D'INFLACIÓ

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

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

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

(\*\*) Excepte energia.

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

### Al setembre, Espanya redueix el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro.

aquesta última dada confirma la tònica de recuperació de la competitivitat en què s'ha embarcat Espanya. Així i tot, hem de ser molt prudents, ja que cal comprovar el pes del canvi metodològic d'Eurostat en el tancament del diferencial d'inflació amb la zona de l'euro.

En resum, el repunt experimentat per la inflació al setembre no és més que un alto en el camí descendent que han enfilat els preus a Espanya i a la zona de l'euro. Que els productes energètics es mostrin reticents a encarar aquest descens pot representar un alentiment d'una marxa que sembla inevitable, atès el context de forta desacceleració de l'economia europea, inclosa Espanya.



## Sector exterior

### El dèficit comercial, depèn del petroli i de l'economia europea

El dèficit comercial de l'agost va augmentar el 10,4% interanual i va posar fi a quatre mesos consecutius de correcció. Aquest major desequilibri va derivar del repunt de les importacions, el 17,5% interanual, després de la moderada caiguda del juliol. Malgrat aquest deteriorament eventual, tot fa pensar que el sector exterior es mantindrà com el principal motor de l'economia durant el segon semestre de l'any. La feblesa de la demanda interna, que reduirà

el ritme de creixement de les importacions, jugarà al seu favor. No obstant això, hi ha dos factors que determinaran l'evolució futura del saldo comercial: el ritme de creixement de l'economia europea i l'evolució dels preus del petroli.

En efecte, gairebé dos terços dels béns espanyols exportats durant el 2011 van tenir com a destinació algun país de la Unió Europea. El bon comportament de les exportacions cap a aquests països, amb un creixement del 19,3% interanual a l'agost, va permetre que el saldo comercial amb el

**El dèficit comercial augmenta el 10,4% interanual a l'agost.**

## COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 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	
<b>Per grups de productes</b>								
Energètics	36.577	26,6	21,4	8.672	58,5	6,2	-27.905	23,7
Béns de consum	39.224	2,0	22,9	45.360	12,8	32,3	6.136	115,6
<i>Alimentaris</i>	10.470	6,2	6,1	16.825	8,9	12,0	6.355	160,7
<i>No alimentaris</i>	28.754	0,6	16,8	28.536	15,2	20,3	-218	99,2
Béns de capital	11.107	-2,5	6,5	12.278	21,9	8,7	1.171	110,5
Béns intermedis no energètics	84.164	11,8	49,2	74.132	17,2	52,8	-10.033	88,1
<b>Per àrees geogràfiques</b>								
Unió Europea	89.288	5,5	52,2	92.625	15,3	66,0	3.337	103,7
<i>Zona de l'euro</i>	72.463	6,5	42,4	73.887	11,9	52,6	1.424	102,0
Altres països	81.784	17,9	47,8	47.817	23,6	34,0	-33.967	58,5
<i>Rússia</i>	6.171	56,1	3,6	1.623	35,3	1,2	-4.548	26,3
<i>EUA</i>	6.980	17,2	4,1	5.494	29,0	3,9	-1.485	78,7
<i>Japó</i>	2.143	-7,8	1,3	1.150	23,4	0,8	-992	53,7
<i>Amèrica Llatina</i>	10.970	20,3	6,4	8.118	26,6	5,8	-2.851	74,0
<i>OPEP</i>	18.132	20,9	10,6	5.464	24,5	3,9	-12.669	30,1
<i>Resta</i>	37.389	13,1	21,9	25.967	20,8	18,5	-11.422	69,5
<b>TOTAL</b>	<b>171.072</b>	<b>11,1</b>	<b>100,0</b>	<b>140.442</b>	<b>18,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-30.630</b>	<b>82,1</b>

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

## LES EXPORTACIONS CAP A LA XINA CONTINUEN GUANYANT IMPORTÀNCIA

Pes de les exportacions espanyoles cap a la Xina en relació amb el total



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

**La desacceleració de l'economia europea és un risc per a les exportacions.**

conjunt de la Unió Europea fos favorable per a Espanya. Aquesta situació no es produïa des de l'any 1986. Destaquen els casos de França i de Portugal, on els superàvits acumulats durant els dotze últims mesos van arribar als 9.336 i als 7.837 milions d'euros, respectivament.

**Les importacions energètiques creixen el 27,7% interanual a l'agost, impulsades per l'elevat preu del cru.**

Ateses aquestes dades, no hi ha dubte que el menor pols econòmic esperat a Europa per als pròxims trimestres comportarà una aturada de la demanda externa de béns espanyols. No obstant això, l'impuls de les exportacions cap a països amb una menor tradició comercial amb Espanya podria absorbir una part d'aquesta reducció. Un clar exemple és el de la Xina. Com s'observa al gràfic anterior, el volum d'exportacions destinades cap al gegant asiàtic ha guanyat importància en els últims anys.

**El dèficit corrent accelera el ritme de contracció al juliol.**

D'altra banda, l'evolució del preu del petroli també jugarà un paper important en el desequilibri comercial futur. De fet, el dèficit comercial energètic acumulat entre el setembre del 2010 i l'agost del 2011 va arribar als 39.921 milions d'euros, més del

80% del dèficit comercial total en aquest període. La intensa escalada del preu del cru des del setembre del 2010, superant amb escreix els 100 dòlars per barril, explica aquest desequilibri. El desglossament de les importacions energètiques en aquest període ho corrobora. Així, malgrat que les importacions van créixer el 27,7% interanual a l'agost, el seu increment en termes reals va ser, només, del 2,7% en el mateix període.

L'estancament futur del preu del cru, sense descartar lleugeres caigudes, podria reduir la pressió sobre el dèficit comercial en els pròxims trimestres.

**El dèficit corrent cau malgrat el cost més elevat dels interessos**

En aquest context, el dèficit corrent acumulat durant els dotze últims mesos va accelerar el ritme de contracció al juliol, amb una caiguda del 16,3% interanual. Aquesta correcció va ser deguda, en gran part, al bon comportament de la balança

de béns, esperonat per la reducció de les importacions. No obstant això, les dades de comerç exterior pronostiquen un ajustament menor a l'agost. A més d'aquest component de la balança corrent, destaquen, per la seva evolució antagònica, les partides de serveis i de rendes.

En el cas de la primera, el superàvit de la balança de serveis acumulat durant els dotze últims mesos va arribar als 31.456 milions d'euros, el 20,9% més que el registrat en el mateix període de l'any anterior. La reactivació del turisme va ser el principal motiu. Això s'observa amb l'evolució dels ingressos turístics, que, al juliol, es van apropar al màxim històric del 2008. El bon to de l'economia europea i els conflic-

tes armats al nord d'Àfrica van incrementar l'entrada de visitants estrangers.

No obstant això, hi ha riscos d'una desacceleració en el ritme de creixement del turisme a partir del 2012. Al mateix temps, esperem que el dèficit de la balança de rendes, que, entre l'agost del 2010 i el juliol del 2011, va arribar als 26.787 milions d'euros, amb un augment del 14,8% interanual, continuï augmentant. L'increment dels pagaments, a causa de l'augment dels costos de finançament del deute públic i privat espanyol, és un dels principals motius. S'espera que les tensions als mercats de finançament mantinguin aquesta tendència en els pròxims trimestres i moderin la correcció del dèficit corrent a mitjà termini.

**Augmenta el dèficit de rendes, a causa de l'increment dels costos de finançament del deute espanyol.**

## BALANÇA DE PAGAMENTS

Juliol 2011

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
<b>Balança corrent</b>					
Balança comercial	-23.344	-16,6	-42.510	6.080	-12,5
Serveis					
<i>Turisme</i>	17.157	14,7	29.158	2.890	11,0
<i>Altres serveis</i>	1.572	-	2.298	2.539	-
<b>Total</b>	18.729	24,3	31.456	5.429	20,9
Rendes	-18.174	36,4	-26.787	-3.444	14,8
Transferències	-6.129	4,8	-7.400	771	-9,4
<b>Total</b>	<b>-28.919</b>	<b>-9,9</b>	<b>-45.241</b>	<b>8.836</b>	<b>-16,3</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>3.025</b>	<b>-27,6</b>	<b>5.142</b>	<b>-764</b>	<b>-12,9</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	-6.231	-	-9.353	-15.020	-
Inversions de cartera	5.386	-	44.128	15.380	53,5
Altres inversions	31.593	-	63.188	114.815	-
<b>Total</b>	<b>30.748</b>	<b>-</b>	<b>97.962</b>	<b>115.176</b>	<b>-</b>
Errors i omissions	-10.691	306,4	-10.514	-5.586	113,3
Variació d'actius del Banc d'Espanya	5.836	-91,5	-47.349	-117.263	-

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

### L'objectiu de dèficit sembla difícil d'assolir

**L'augment del quitament en el deute públic grec, fins al 50%, repercuteix sobre els mercats europeus de deute sobirà.**

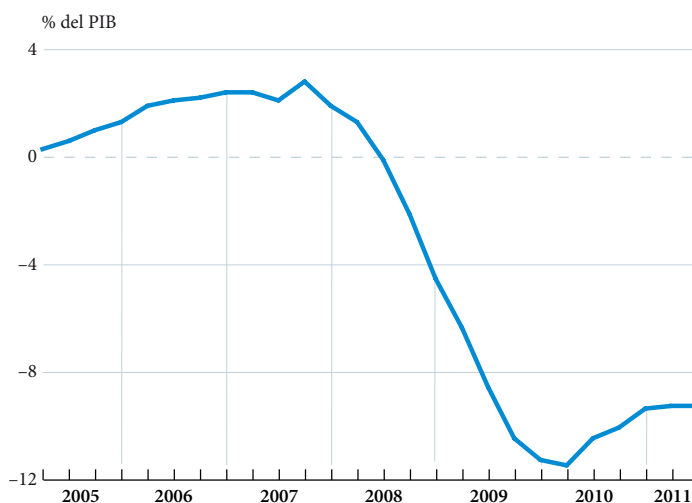
Els mercats europeus de deute públic continuen centrant l'atenció internacional, i les principals incògnites són encara la situació de l'economia grega i la capacitat per establir el seu deute públic. En aquest sentit, les discussions sobre la necessitat d'incrementar el quitament en el deute grec per damunt del 21% previst inicialment mantenen en suspens el sector financer europeu. No obstant això, sembla que els principals líders europeus han decidit, finalment, adoptar mesures importants. S'espera que, en la cimera del final d'octubre, defineixin les condicions del procés de recapitalització de la banca europea i el mecanisme que permeti al

FEEF augmentar la seva capacitat creditícia per evitar el contagi.

Aquestes mesures pretenen restituir la confiança dels inversors en els mercats de deute públic. Un fet que, per exemple, ja ha succeït a Irlanda. La intensa correcció dels desequilibris fiscals i el bon pols de l'economia irlandesa han permès disminuir les pressions sobre el deute públic en els tres últims mesos. En clau espanyola, en canvi, les agències de *rating* van tornar a rebaixar la qualificació creditícia del deute públic a l'octubre, a causa de l'increment dels dubtes sobre la solidesa de la recuperació econòmica. Això va intensificar la pressió sobre la prima de risc del deute espanyol, que es va situar per damunt dels 350 punts bàsics durant la segona meitat d'octubre.

### LA NECESSITAT DE FINANÇAMENT DE LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES NO ES CORREGeix

Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament del sector públic acumulat en els quatre últims trimestres



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

A més a més, hi ha riscos que el dèficit públic es desviï dels objectius marcats pel Govern per al 2011. Les dades dels comptes trimestrals no financers de l'Administració pública mostren l'estancament de la necessitat de finançament en el segon trimestre del 2011. Com s'observa al gràfic anterior, la necessitat de finançament públic, acumulada durant l'últim any, va representar el 9,2% del producte interior brut (PIB) al juny. Això significa, amb prou feines, una correcció d'una dècima en relació amb el nivell de les acabades del 2010. De fet, si comparem les dades del primer semestre d'enguany amb les de l'any passat, observem que la necessitat de finançament va augmentar lleugerament, fins als 41.348 milions d'euros.

Aquest estancament respon, en part, a la inèrcia que presenten algunes partides de despesa pública. Un clar exemple són les prestacions socials, que inclouen prestacions per atur i pensions de jubilació, i les transferències socials en espècie, principalment educació i sanitat. En les dues partides, s'observa que la despesa, malgrat trencar la tònica de creixement de períodes anteriors, amb prou feines es va reduir durant el primer semestre de l'any. Això contrasta amb la reducció de les despeses en matèria de formació bruta de capital (inversió) i de remuneració d'assalariats, arran de les mesures d'ajustament fiscal. Aquesta millora, de 5.313 milions d'euros en relació amb el primer semestre del 2010, va ser, però, neutralitzada per l'increment del pagament dels interessos del deute pú-

blic i per la menor recaptació d'impostos sobre la producció.

Sembla complicat que el dèficit públic assoleixi l'objectiu del 6,0% del PIB marcat al programa d'estabilitat per al 2011. Les dades disponibles fins ara constaten que els desequilibris fiscals de les comunitats autònomes són un dels principals motius d'aquesta desviació. A més a més, l'evolució dels comptes de l'Estat durant el tercer trimestre tampoc convida a l'optimisme. Així, el dèficit de caixa acumulat entre el gener i l'agost es va reduir el 9,1% inter-annual, fins als 33.682 milions d'euros. Si es manté aquest ritme de contracció fins al final d'enguany, el desequilibri superaria l'objectiu fixat pel Govern en tres dècimes del PIB. El feble creixement dels impostos i l'augment de les despeses financeres serien els principals motius.

Conseqüentment, les nostres previsions de dèficit públic han estat revisades a l'alça, fins al 7,5% del PIB per al 2011, 1,5 punts percentuals per damunt de l'objectiu de consolidació fiscal. Fruit d'això, i de l'ajornament dels processos de privatització de les loteries de l'Estat i dels aeroports de Barcelona i de Madrid, esperem que el deute públic espanyol arribi al 69,7% del PIB en el mateix període. Per tant, malgrat la possible desviació del dèficit públic espanyol per a enguany, el nivell de deute es mantindrà en nivells relativament reduïts en comparació amb el dels principals països europeus.

**La necessitat de finançament del sector públic es manté en el 9,2% del PIB al juny.**

**La menor inversió pública i la retallada salarial redueixen les despeses públiques en 5.313 milions d'euros durant el primer semestre.**

**Revisem a l'alça la nostra previsió de dèficit per al 2011 fins al 7,5% del PIB.**

## Estalvi i finançament

**Puja fins al 9% la nova ràtio de capital exigida als principals bancs europeus.**

### El sector privat continua reduint l'endeutament

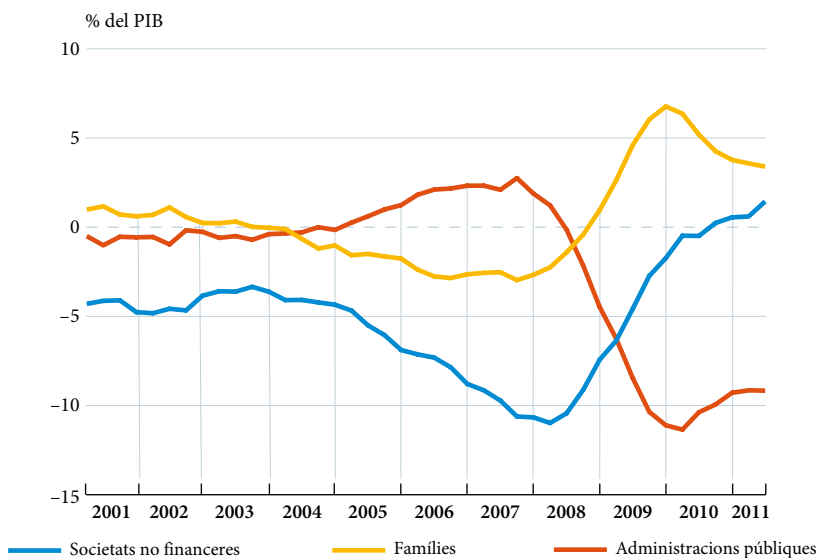
La banca europea s'haurà de recapitalitzar. Finalment, les tensions als mercats de deute sobirà, en especial dels països perifèrics, han obligat a adoptar mesures per reforçar la solvència dels principals tenidors de deute públic, els bancs. Amb això es pretén restablir la confiança, als mercats majoristes de finançament, en la salut de les entitats financeres i, per tant, facilitar la canalització del crèdit cap als diferents sectors de l'economia. No obstant això, la necessitat de més capital immobilitzat per part de les entitats podria, a curt termini, dificultar la concessió de crèdit. En el cas espanyol, aquesta situació tindria lloc en un context d'alentiment del creixement

econòmic i de despallanquejament del sector privat. Tots aquests factors apunten a noves caigudes del crèdit en el que queda d'any i al llarg del 2012.

Sens dubte, no deixa de sorprendre que la decisió de recapitalitzar les principals entitats bancàries europees sorgeixi només tres mesos després de superar les proves de resistència. El motiu és que, en els escenaris simulats per l'Autoritat Bancària Europea, no es contemplava la possibilitat d'un quitament en els bons de deute públic en possessió dels bancs. Amb els esdeveniments dels últims mesos, aquest escenari sembla més probable. Això explica que els nous requeriments de capital pugin en quatre punts percentuals, fins al 9,0% dels actius ponderats per risc. A més a més, s'a-

### EL SECTOR PRIVAT ÉS PRESTADOR NET DURANT LA PRIMERA MEITAT DEL 2011

Necessitat (-) o capacitat (+) de finançament dels sectors institucionals



FONT: Banc d'Espanya.

pliquen descomptes en el valor dels títols de deute sobirà dels països perifèrics. Les reduccions oscil·len entre el 50% aplicat als bons grecs i el 2% als espanyols. Aquestes mesures afectaran només les entitats amb una dimensió prou gran perquè la seva fallida pugui fer perillar el conjunt del sistema financer europeu, també anomenades entitats sistèmiques.

Pel que fa al cas espanyol, són cinc les entitats que s'hauran de cenyir a aquestes noves ràtios de capital. No obstant això, el sector financer presenta una escassa exposició al deute públic grec. Això i el lleuger descompte realitzat als bons espanyols situen les necessitats de capital addicional del sector en 26.161 milions d'euros.

Tot això tindrà lloc en un context en què el sector privat continuarà mantenint el ritme de desendeutament. Com es mostra al gràfic anterior, el sector privat no financer espanyol va ser prestador net entre el juliol del 2010 i el juny del 2011, amb una capacitat de finançament equivalent al 4,9% del

producte interior brut (PIB) espanyol. Aquesta xifra se situa quatre dècimes per damunt de la registrada al final del 2010, a causa de la millora dels comptes de les societats no financeres. Conseqüentment, el deute privat es va reduir lleugerament en el segon trimestre i va mantenir la tendència iniciada un any enrere. Això, però, no va ser suficient per sufragar el total del capital requerit per les administracions públiques, les quals, durant la primera meitat de l'any, gairebé no van reduir la necessitat de finançament, que es va mantenir en el 9,2% del PIB, motiu pel qual l'endeutament va continuar creixent.

Les dades disponibles del tercer trimestre mostren el manteniment d'aquesta tendència, amb una clara disminució del finançament al sector privat, en especial pel que fa als préstecs bancaris. Així, el deute en mans del sector privat es va reduir en 54.528 milions d'euros durant els vuit primers mesos de l'any, la qual cosa significa una caiguda del 2,5% interanual. Aquesta contracció va afectar de forma igual les

**Les principals entitats espanyoles requeriran capital addicional per import de més de 26.000 milions d'euros.**

**La capacitat de finançament del sector privat no financer se situa en el 4,9% del PIB al juny del 2011.**

## FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Agost 2011

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.155.875	-54.528	-1,5	75,6
Empreses no financeres	1.277.603	-34.236	-1,1	44,8
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	857.223	-40.252	-3,4	30,1
<i>Valors diferents d'accions</i>	65.739	2.914	7,4	2,3
<i>Préstecs de l'exterior</i>	354.641	3.101	3,5	12,4
Llars (4)	878.272	-20.292	-2,0	30,8
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	670.240	-9.719	-1,1	23,5
<i>Altres (3)</i>	204.601	-10.684	-5,0	7,2
<i>Préstecs de l'exterior</i>	3.430	111	6,2	0,1
Administracions públiques (5)	696.388	54.586	13,7	24,4
<b>TOTAL</b>	<b>2.852.526</b>	<b>321</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

**El crèdit a altres sectors residents es redueix el 3% entre desembre i agost.**

llars i les empreses no financeres. Si ens centrem només en el crèdit bancari als altres sectors residents, observem que, en aquest mateix període, la caiguda del saldo viu creditici va ser del 3,0% en el mateix període.

Tot apunta a noves reduccions del crèdit durant els pròxims trimestres. D'una banda, el tancament dels mercats majoristes no permetrà reduir els tipus d'interès de les noves operacions creditícies. De fet, durant els vuit primers mesos d'enguany, el cost del finançament va augmentar en un punt percentual per a les llars. Les empreses també van registrar un important augment, de set dècimes en el mateix període. D'altra banda, l'alentiment de la recuperació econòmica prevista per als pròxims trimestres continuarà afeblint la demanda de crèdit.

Els dos factors, la caiguda del saldo creditici i el menor pols de l'economia espanyola, pressionaran a l'alça la taxa de morositat, la qual va repuntar fins al 7,15% a l'agost, 22 punts bàsics per damunt del nivell registrat en el mes anterior. Sembla que el deteriorament de la cartera immobiliària és un dels principals motius. El reduït dinamisme de l'activitat immobiliària i l'ajustament del preu de l'habitatge centren, en aquest sector, una gran part dels

riscos que haurà d'afrontar el sistema financer espanyol en el futur.

En cas de pèrdues, podrien ser assumides, en part, pel Fons de Garantia de Dipòsits de les entitats financeres, després de l'aprovació del decret llei del 14 d'octubre. Amb aquesta normativa, que ha unificat els fons de garantia dels bancs, de les caixes i de les cooperatives, es pretén que el sector bancari cobreixi els costos nets que puguin derivar-se del procés de reestructuració.

**L'estalvi de les famílies es continua reduint**

La taxa d'estalvi de les llars va mantenir, en el primer trimestre del 2011, el perfil descendent iniciat un any enrere, fins a situar-se en el 12,8% de la renda disponible en termes acumulats de quatre trimestres. Aquesta xifra s'allunya del màxim assolit el 2009, quan l'estalvi de precaució de les famílies el va situar per damunt del 18%. Esperem que la taxa d'estalvi es continuï reduint fins a situar-se en l'11,4% al final del 2011.

Les dades referents als passius de les entitats són coherents amb aquesta previsió. Així, els passius bancaris en mans de les famílies i de les empreses van registrar una

**El Fons de Garantia de Dipòsits assumirà les pèrdues resultants de la reestructuració.**

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

Agost 2011

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	262.999	1.233	0,5	5.053	2,0	18,8
D'estalvi	202.760	-8.528	-4,0	-8.741	-4,1	14,5
A termini	727.919	-15.730	-2,1	737	0,1	52,2
En moneda estrangera	18.356	-1.026	-5,3	-1.205	-6,2	1,3
<b>Total dipòsits</b>	<b>1.212.033</b>	<b>-24.051</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4.156</b>	<b>-0,3</b>	<b>86,9</b>
<b>Resta del passiu (*)</b>	<b>183.384</b>	<b>-19.628</b>	<b>-9,7</b>	<b>634</b>	<b>0,3</b>	<b>13,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.395.418</b>	<b>-43.679</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3.522</b>	<b>-0,3</b>	<b>100,0</b>

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.



contracció interanual del 0,3%. Com s'observa a la taula anterior, aquesta caiguda respon a l'evolució dels dipòsits a curt termini, en particular dels comptes d'estalvi. Els dipòsits a termini, per la seva banda, es van mantenir gairebé estancats durant el mateix període. Una part de la contracció dels dipòsits és deguda a la caiguda dels tipus d'interès de les noves operacions de dipòsits, que, en el cas de les llars, es van reduir en 8 punts bàsics. Aquesta menor remuneració manté la tendència iniciada un mes enrere, després de l'entrada en vigor del decret que limita els tipus d'interès oferts pels dipòsits bancaris.

El tancament dels mercats majoristes de finançament des del final d'agost hauria

reactivat la competència entre les entitats financeres per captar dipòsits de detallistes. Conseqüentment, és possible que les dades de setembre mostrin un cert repunt tant en els tipus d'interès com en el volum de dipòsits. No obstant això, hi ha dos factors que poden frenar ràpidament aquest augment. En primer lloc, la injecció de liquiditat per part del Banc Central Europeu al sector bancari a l'octubre, amb la represa de les subhastes a dotze mesos. Això reduirà les necessitats de finançament a curt termini de les entitats financeres. En segon lloc, la utilització de nous instruments diferents als dipòsits per captar fons al detall, els quals, com en el cas dels pagarés, eviten haver de complir les condicions del decret esmentat més amunt.

**Nova reducció de la taxa d'estalvi de les llars, fins al 12,8%.**

# Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

## Publicacions

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible només en format electrònic a [www.laCaixa.es/estudis](http://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

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](http://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
  - 08/2011. La responsabilitat limitada en els crèdits hipotecaris: mites i realitats Maria Pilar Buil i Anna Mialet
  - 09/2011. Tensions de liquiditat i gap comercial: efectes sobre el sistema bancari espanyol Sandra Jódar-Rosell

### ■ 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

Novembre 2011

### CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

#### Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2010

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

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

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



## Informe Mensual edició iPad

*L'economia des del teu sofà*

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

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

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.

