

Informe Mensual



NOVES REGLES FISCALS PER A L'EURO

El cas del deute als Estats Units: exemple de pel·lícula amb final feliç? Pàg. 10
L'aposta pel creixement configura una estratègia ben diferent de l'austeritat imperant al Vell Continent

Qui va dir que seria un camí de roses? Pàg. 24
La zona de l'euro avança cap a una major integració fiscal i econòmica per blindar el seu futur

L'impacte dels rescats bancaris en els comptes públics Pàg. 44
Els Estats europeus han destinat 0,5 bilions d'euros a recapitalitzacions i a injeccions de liquiditat

Regles fiscals: lligats al pal major? Pàg. 64
Les noves regles fiscals asseguren la sostenibilitat dels comptes públics espanyols?

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	
ECONOMIA INTERNACIONAL										
					Previsions					Previsions
Producte interior brut										
Estats Units	3,0	1,7	2,0	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	1,6	
Japó	4,5	-0,8	1,6	5,2	3,3	0,0	-1,7	-0,8	-0,7	
Regne Unit	2,1	0,9	0,7	3,0	1,7	1,7	0,6	0,5	0,8	
Zona de l'euro	1,8	1,5	-0,4	2,0	2,0	2,4	1,7	1,4	0,8	
<i>Alemanya</i>	3,6	3,0	0,5	4,0	3,8	4,6	2,9	2,6	1,8	
<i>França</i>	1,4	1,6	0,1	1,6	1,4	2,2	1,7	1,5	0,8	
Preus de consum										
Estats Units	1,6	3,1	1,9	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,3	
Japó	-0,7	-0,3	0,2	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	
Regne Unit	3,3	4,5	2,7	3,1	3,4	4,1	4,4	4,7	4,7	
Zona de l'euro	1,6	2,7	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	
<i>Alemanya</i>	1,1	2,3	1,7	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,4	
<i>França</i>	1,5	2,1	1,8	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,4	
ECONOMIA ESPANYOLA										
					Previsions					Previsions
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	0,7	0,0	-0,9	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,4	-0,7	
Consum de les AP	0,2	-1,5	-5,5	0,2	-0,9	0,4	-1,7	-2,3	-2,3	
Formació bruta de capital fix	-6,2	-4,8	-7,2	-5,5	-5,4	-4,9	-5,5	-4,2	-4,5	
<i>Maquinària i béns d'equipament</i>	5,5	2,1	-4,7	7,5	5,8	5,8	1,6	2,5	-1,6	
<i>Construcció</i>	-10,1	-7,8	-8,3	-9,5	-9,3	-9,3	-8,4	-7,4	-6,0	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,0	-1,4	-3,2	-0,7	-0,9	-0,7	-1,7	-1,2	-1,9	
Exportació de béns i serveis	13,5	9,0	1,5	11,8	14,9	13,9	8,7	8,1	5,4	
Importació de béns i serveis	8,9	1,3	-5,9	7,0	8,0	7,1	-0,7	0,8	-2,0	
Producte interior brut	-0,1	0,7	-1,0	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,3	
Altres variables										
Ocupació	-2,6	-1,9	-3,6	-2,0	-1,4	-1,4	-1,1	-1,9	-3,3	
Taxa d'atur (% població activa)	20,1	21,6	24,1	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,9	
Índex de preus de consum	1,8	3,2	1,4	1,9	2,5	3,5	3,5	3,1	2,8	
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	-2,5	-3,6	-3,3	-6,6	-3,3	-3,1	-3,1	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-3,9	-3,3	-2,0	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4	-2,2	-2,6	
Saldo públic (% PIB)	-9,3	-8,2	-5,5	-7,9	-13,4	-5,3	-9,9	-6,1		
MERCATS FINANCERS										
					Previsions					
Tipus d'interès internacionals										
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Repo BCE	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,3	
Bons EUA 10 anys	3,2	2,8	2,0	2,8	2,8	3,4	3,2	2,4	2,0	
Bons alemanys 10 anys	2,8	2,6	2,2	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	2,0	
Tipus de canvi										
\$/Euro	1,33	1,39	1,26	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,35	

Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
 - 6 Estats Units
- 10 El cas del deute als Estats**
 - Units: exemple de pel·lícula amb final feliç?*
- 13 Japó
- 15 Xina
- 17 Brasil
- 18 Mèxic
- 19 Primeres matèries
- 21 Unió Europea**
 - 21 Zona de l'euro
 - 24 ¿Qui va dir que seria un camí de roses?**
 - 27 Alemanya
 - 28 França
 - 30 Itàlia
 - 31 Regne Unit
 - 32 Europa emergent
- 35 Mercats financers**
 - 35 Mercats monetaris i de capital
- 44 L'impacte dels rescats bancaris en els comptes públics**
- 47 Conjuntura espanyola**
 - 47 Activitat econòmica
 - 51 Mercat de treball
 - 55 Preus
 - 59 Sector exterior
 - 62 Sector públic
 - 64 Regles fiscals: lligats al pal major?**
 - 68 Estalvi i finançament

Noves regles fiscals per a l'euro

Cap al final dels anys cinquanta, el nucli del que ara és la Unió Europea va emprendre el camí cap a la realització d'un mercat comú. D'aquí es va passar al mercat únic i, en els anys noranta, va prendre forma la construcció d'una Unió Econòmica i Monetària: una estreta integració econòmica, amb èmfasi en la coordinació de les polítiques econòmiques i, molt especialment, de la política fiscal. L'objectiu final havia de ser la creació d'una moneda comuna. La posada en marxa de l'euro i la fundació del Banc Central Europeu van representar la culminació d'aquest singular procés d'integració supranacional.

L'euro va funcionar amb normalitat durant la primera dècada i, fins i tot, en bona part, va protegir els seus membres de les turbulències de la crisi del 2008-2009. Però, al contrari del que alguns esperaven, no va contribuir, per exemple, a una major convergència de les economies en termes de productivitat o de competitivitat exterior. Fins i tot va propiciar l'ampliació d'alguns desequilibris, com el dèficit exterior o les bombolles d'actius.

Però també va fallar l'element bàsic de la unió monetària, tal com es va dissenyar a Maastricht: la disciplina fiscal. La supervivència de la moneda única havia de comptar amb el suport d'unes finances públiques sanejades a tots els països participants a l'euro. Per aquest motiu es va acordar el Pacte d'Estabilitat i Creixement, una regla fiscal que havia de garantir que els dèficits públics excessius passessin a la història. Els Estats membres de l'euro conservaven les competències sobre la política fiscal, però els límits i les responsabilitats quedaven perfectament delimitats.

O no. A la pràctica, la suposada disciplina del Pacte es va diluir ja el 2003, i la utilitat de la regla, vista en retrospectiva, va ser deficient. A molts països, els dèficits públics estructurals van persistir, de manera que, quan la crisi global va copejar les economies, els dèficits es van disparar fins a cotes insospitades. L'escàs marge de maniobra guanyat en els temps de bonança es va esgotar ràpidament davant l'acció dels estabilitzadors automàtics, de l'ajuda d'emergència destinada al sector bancari i dels estímuls fiscals aportats per compensar la caiguda de la demanda agregada. La gravetat de la situació de les finances públiques en alguns Estats de la zona de l'euro es va convertir en crítica quan es va tancar el finançament dels mercats i no es disposava d'una última instància proveïdora de liquiditat. La intervenció de Grècia, d'Irlanda i de Portugal va tractar d'evitar la suspensió de pagaments i el col·lapse de la zona de l'euro.

Però resoldre el problema immediat dels països amb problemes de liquiditat o de solvència, tot i ser transcendental, no és l'únic dilema. La qüestió és què cal fer per evitar que això torni a succeir? La resposta inicial de la Unió Europea ha estat recompondre els mecanismes de coordinació econòmica i pressupostària: un Pacte d'Estabilitat i Creixement reforçat juntament amb mesures correctives i preventives més estrictes i contundents. A més a més, a la cimera del desembre, el Consell va decidir convertir en tractat les regles fiscals i va marcar a foc el principi d'estabilitat pressupostària. Es tracta d'un pas important, però no suficient. Falta definir la institució o el procés per proporcionar liquiditat en última instància dins la unió monetària. El fons de rescat actual i el que entrarà en vigor enguany no són suficients, tal com estan ara plantejats. Comunitaritzar el deute o cedir la funció al Banc Central Europeu són opcions que aixequen controvèrsies. Un autèntic avanç cap a una major integració fiscal exigiria un avanç paral·lel en la integració política, un repte que la Unió Europea ha d'afrontar.

RESUM EXECUTIU

La crisi del deute sobirà aboca la zona de l'euro a una nova recessió.

Els Estats Units creixen de forma moderada i els emergents es desacceleren menys del que es temia.

Als Estats Units, les polítiques expansives no es retiren del tot...

Els ajustaments fiscals fan perillar el creixement?

L'economia mundial travessa un moment de certa feblesa en termes de creixement, que es podria allargar fins a la meitat de l'any. No obstant això, els indicadors econòmics dels Estats Units apunten a un vigor raonable de la demanda interna, el Japó encara la recuperació després del complicat 2011 i els països emergents pateixen un alentiment menys intens del que es temia. La situació més delicada continua essent l'europea. Les autoritats comunitàries no aconsegueixen afrontar de manera adequada la crisi del deute sobirà, que està abocant la zona de l'euro a una nova recessió. Per la seva banda, sembla que els mercats financers apunten, al gener, a una lleugera millora, per bé que la tònica preponderant continua essent la incertesa.

El menor vigor de l'activitat durant la segona meitat del 2011 i el deteriorament de les expectatives han empès el Fons Monetari Internacional (FMI) a retallar les previsions de creixement del 2012 en relació amb les del mes de setembre. No per als Estats Units, per als quals manté l'expectativa d'un avanç de l'1,8%. En el cas de les economies emergents, la revisió és de 0,7 punts percentuals, fins al 5,4%, però amb creixements apreciables de la Xina (8,2%), l'Índia (7,0%) i el Brasil (3,0%). És a la zona de l'euro on la revisió és molt important, ja que s'arriba a anticipar una recessió suau el 2012 (-0,5%). Les raons adduïdes per a aquest comportament són la pujada i la persistència d'elevades primes de risc en el deute sobirà, els efectes del despallanquejament bancari sobre l'economia real i l'impacte de la consolidació fiscal anunciada en

alguns Estats membres. En aquest sentit, Olivier Blanchard, economista en cap de l'FMI, ha advertit, fent referència a Europa, que «un ajustament fiscal excessiu perjudicarà encara més l'activitat, reduirà el suport a l'ajustament entre els ciutadans i minarà la confiança del mercat».

El dilema entre reduir el dèficit públic o mantenir una política mínimament expansiva per consolidar la recuperació és molt menys apressant als Estats Units. La intensitat de la laxitud fiscal, que, el 2010 i el 2011, va donar suport a la recuperació de l'activitat, es continuarà reduint, a causa dels nivells de deute assolits. Però la possible aprovació, al febrer, de la pròrroga de les exempcions fiscals a les cotitzacions que paguen les empreses pels seus empleats i de l'assegurança d'atur contribuirà a apuntalar un creixement que encara necessita ajudes. En tot cas, s'estima que el creixement del producte interior brut (PIB) del quart trimestre es va situar en el 0,7% intertrimestral, l'1,6% interanual, que deixaria l'avanç, per al total del 2011, en l'1,7%. Aquesta evolució es basa en la millora del mercat de treball, que supera les expectatives de dos mesos enrere. Aquest comportament ha contribuït de forma apreciable a l'ascens del sentiment dels consumidors, que aporten el 71% del PIB.

En canvi, a la zona de l'euro, la confiança dels consumidors i dels empresaris es manté en nivells baixos per l'elevada incertesa, situació que propicia l'ajornament de les decisions de despesa. El principal problema és la no resolució de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro. Al gener, les negociacions sobre el pacte fiscal llançades en la cimera del desembre han progressat len-

tament. El president de França, Nicolas Sarkozy, i la cancellera alemanya, Angela Merkel, han afirmat que estan satisfets amb els avanços realitzats, però els detalls es desconeixen. D'altra banda, els creditors privats i el Govern grec no han aconseguit encara un acord sobre la suma del quitament del deute grec, tot i que, pel que sembla, s'han produït alguns avanços.

En aquest ambient d'incertesa, l'agència d'avaluació creditícia Standard & Poor's (S&P) ha rebaixat la qualificació de nou països. Aquest és el cas, per exemple, de França i Àustria, que han baixat un graó, des del màxim d'AAA fins a AA+. A causa de la pèrdua de la màxima qualificació creditícia de diversos països membres de la zona de l'euro, l'agència també ha procedit a reduir al nivell d'AA+ la qualificació del fons de rescat, la Facilitat Europea d'Estabilització Financera. Aquesta acció ha desencadenat una resposta irada per part de l'eurogrup i del Banc Central Europeu (BCE), ja que consideren que és arbitrària i que és perjudicial per a l'actual esforç d'estabilització de les turbulències a la zona de l'euro.

Paradoxalment, la senyalització d'un increment del perfil de risc a la zona de l'euro no ha afectat les emissions de deute sobirà d'aquests països, que han col·locat actius amb rendibilitats inferiors a les prèvies a l'anunci d'S&P. Probablement, la raó cal buscar-la en el fet que el mercat ja havia incorporat aquestes decisions en el preu dels actius financers.

També ha facilitat les coses la política del BCE, l'actor que més suport ha donat a l'estabilització de la zona de l'euro. Aquesta ajuda s'instrumenta mitjançant un seguit de mesures no convencionals que tenen com a finalitat reduir les dificultats de finançament de la banca europea i, consegüentment, de l'economia real. En aquest sentit, cal esmentar les línies de liquiditat il·limitada i a tipus fix que l'entitat està rea-

litzant des de l'any passat, on destaquen les dues subhastes de liquiditat aprovades en la passada reunió del desembre, amb venciment a tres anys. Segons el parer del BCE, el resultat de la primera subhasta, efectuada en els últims dies del 2011, va ser un èxit de demanda del sector bancari europeu, i els seus efectes contribueixen de forma favorable a les condicions de finançament de la banca i a restaurar la confiança dels inversors. Aquests resultats es veuran reforçats, probablement, amb la següent injecció de liquiditat a tres anys, prevista per al febrer.

La momentània reactivació del mercat de deute públic sobirà, però, no esvaeix la qüestió de fons, que és saber si els països de la zona de l'euro podran consolidar els comptes públics en un entorn de menor creixement o, fins i tot, de recessió. És a dir, hi ha el risc que les retallades addicionals anunciades en països com Itàlia i Espanya, entre d'altres, afectin negativament l'activitat econòmica i desencadenin una espiral perversa. Per acabar de complicar l'equació, la necessitat del sistema bancari europeu de recapitalitzar-se en aquest entorn pot mantenir la restricció creditícia al sector privat durant més mesos del que seria desitjable i pot dificultar la sortida de la crisi. Tot plegat situa la zona de l'euro en una posició decididament complicada, que haurà de ser abordada amb urgència pels responsables polítics, potser relaxant les exigències d'ajustament fiscal i de recapitalització bancària i aportant mesures d'estímul de l'activitat.

En aquest context, durant les últimes setmanes, l'evolució del canvi entre el dòlar i l'euro s'ha decantat de nou a favor de la moneda nord-americana. L'apreciació acumulada del dòlar des del mínim marcat al maig del 2011 (1,482 dòlars per euro) puja gairebé al 13%. La pèrdua de valor de l'euro també s'ha produït enfront d'altres divises. Aquest és el cas del tipus de canvi de l'euro amb el ien japonès, que ha arribat

...i, a la zona de l'euro, la confiança es manté sota mínims.

El BCE facilita liquiditat i afavoreix les condicions de finançament del deute sobirà i de la banca.

La qüestió és si els països de la zona de l'euro podran eliminar el dèficit públic en un entorn de menor creixement o, fins i tot, de recessió.

L'economia espanyola s'enfronta a una nova recessió, amb l'atur i el dèficit públic en nivells molt elevats.

El nou Govern ha adoptat mesures de restricció de la despesa i de pujada d'impostos.

La moderació salarial i els avanços en les reformes estructurals afavoriran la competitivitat i la flexibilitat de les empreses.

als 99,65 iens per euro, el valor màxim de la divisa nipona en dotze anys.

Pel que fa a l'economia espanyola, els indicadors d'activitat disponibles, relatius, sobretot, al final del 2011, confirmen que la recessió està en marxa. Ara com ara, les incògnites són la durada i la profunditat. El ràpid deteriorament de la situació econòmica durant la segona part de l'exercici passat ha comportat una sensible correcció de les previsions per al 2012 i el 2013. Tant l'FMI com el Banc d'Espanya coincideixen a dibuixar un escenari recessiu el 2012, tot i que no tan intens com l'experimentat el 2009, quan el PIB va caure el 3,7%. Amb posterioritat, es va establir en el -0,1% el 2010 i va aconseguir créixer el 0,7% el 2011. La gravetat de l'actual recaiguda rau en el fet que es produeix en un moment en què l'atur està en màxims i en què el dèficit públic ha assolit cotes excessives, a diferència del que succeïa al començament de la recessió del 2008-2009.

Les causes de les poc esperançadores perspectives de l'actual exercici cal buscar-les, en primer lloc, en l'aturada del creixement europeu, principal mercat d'exportació dels béns i dels serveis espanyols. A més a més, la poca confiança dels mercats financers en la resolució de la crisi de la zona de l'euro i les necessitats de sanejament de les entitats financeres dificulten la circulació del crèdit. Finalment, la necessitat de corregir l'excessiu dèficit públic comporta que els pressupostos exerceixin un efecte contractiu sobre la despesa.

En aquest sentit, cal destacar que el nou Govern, format després de les eleccions del novembre, ha confirmat una significativa desviació del dèficit públic el 2011 en relació amb l'objectiu fixat. Concretament, les previsions situen el dèficit al voltant del 8% del PIB, mentre que l'objectiu era del 6,0%. Si es confirma aquesta xifra, obligaria a fer un esforç majúscul durant el 2012 si es pre-

tén assolir l'objectiu fixat per Brussel·les, que és del 4,4%. L'executiu ha afirmat que el compromís amb el programa d'estabilització pressupostària és total i, per tant, ja ha presentat una bateria de mesures, entre les quals destaquen els augments en l'impost sobre la renda de les persones físiques i en l'impost sobre béns immobles i les disposicions per reduir la despesa.

Les mesures anunciades representen un estalvi de 15.000 milions d'euros. Però, per reduir el dèficit des del 8% del PIB fins al 4,4% el 2012, la correcció ha de superar els 40.000 milions d'euros. Per tant, en les pròximes setmanes i, sobretot, en l'aprovació dels pressupostos del 2012, prevista per al març, caldrà anunciar noves mesures importants, llevat que les autoritats europees entenguin que, en l'actual entorn recessiu, emprendre un ajustament fiscal intens complica la resolució de la crisi. Fins i tot pot tenir efectes contraproductius, ja que, com s'ha assenyalat, l'impacte d'aquestes actuacions sobre el creixement a curt termini pot ser clarament negatiu.

No obstant això, cal destacar que, a mitjà i a llarg termini, aquestes mesures tindran un efecte positiu sobre el creixement. No solament perquè una economia sanejada està més ben capacitada per emprendre projectes d'envergadura, sinó per la millora en la credibilitat que això representarà als mercats internacionals. En aquesta línia s'inscriu també el compromís de moderació salarial assolit al final de gener pels sindicats i pels empresaris. Un acord que hauria d'afavorir una major competitivitat de les empreses i una major flexibilitat per adaptar-se al complicat entorn actual. El Govern contempla també reformes estructurals profundes que s'aniran materialitzant en els pròxims mesos i que també van en aquesta línia.

26 de gener de 2012

CRONOLOGIA

2011

gener	1 Nova ampliació de la zona de l'euro , amb l'entrada d'Estònia, fins a disset estats membres. 14 Caiguda del règim de Ben Ali a Tunísia, primera baula d'una cadena de canvis polítics al nord d'Àfrica i a l'Orient Mitjà, amb repercussions en el preu del petroli.
febrer	2 Signatura de l' Acord Social i Econòmic per part del Govern, els sindicats i la patronal, que inclou la reforma de les pensions. 18 El Govern aprova un decret llei que reforça la solvència de les entitats de crèdit .
març	25 S'aprova el Pacte per l'Euro Plus i es posen les bases per a l'establiment del Mecanisme Europeu d'Estabilitat al Consell Europeu.
abril	7 El Banc Central Europeu apuja el tipus d'interès oficial a l'1,25%.
maig	17 El Consell de Ministres d'Economia i Finances de la Unió Europea aprova el pla d' ajuda financera a Portugal per un import de 78.000 milions d'euros. 22 Celebració d' eleccions en tretze comunitats autònomes i en els municipis.
juny	10 El Govern aprova un decret llei pel qual es reforma la negociació col·lectiva .
juliol	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 real 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%.
novembre	3 El Banc Central Europeu abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,25%. 20 El Partit Popular guanya les eleccions generals per majoria absoluta.
desembre	8 El Banc Central Europeu abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,00% i anuncia dues subhastes extraordinàries de liquidat a 36 mesos, l'ampliació dels actius elegibles com a col·lateral i la reducció de la ràtio de reserves. 9 La Cimera europea segella un pacte per assegurar més disciplina fiscal per la via d'un tractat que involucraria els 17 de la zona de l'euro més altres països de la UE que s'hi vulguin afegir. 30 El Govern aprova un paquet de mesures de política econòmica que inclou retallades de despeses i pujades d'impostos.

2012

gener	25 Els agents socials signen un acord de moderació salarial amb vigència del 2012 al 2014.
--------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------

AGENDA

Febrer

- 2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
- 8** Índex de producció industrial (desembre).
- 9** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 15** IPC (gener). Avanç del PIB de la UE (quart trimestre).
- 16** Comptabilitat Nacional Trimestral (quart trimestre).
- 21** Comerç exterior (desembre).
- 24** Preus industrials (gener).
- 29** Avanç IPC (febrer). Balança de pagaments (desembre). IPC harmonitzat de la UE (gener).

Març

- 2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 7** Índex de producció industrial (gener).
- 8** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13** IPC (febrer). Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 14** IPC harmonitzat de la UE (febrer).
- 16** Cost laboral (quart trimestre).
- 20** Comerç exterior (gener).
- 23** Preus industrials (febrer).
- 29** Avanç IPC (març).
- 30** Balança de pagaments (gener).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units creixen el 0,7% en el quart trimestre.

Estats Units: millor, i amb un modest 2012

L'economia nord-americana consolida la recuperació i es col·loca al capdavant de les economies avançades. Al tancament d'aquest informe, el departament de Comerç va anunciar que el creixement del producte interior brut (PIB) del quart trimestre va repuntar fins al 0,7% intertrimestral, l'1,6% interanual, que deixa l'avanç per al total del 2011 en l'1,7%. Aquesta consolidació es basa en la millora del mercat de treball, que supera les expectatives de dos mesos enrere i que ha contribuït molt a la millora en el sentiment dels consumidors, que aporten el 71,0% del PIB. Però consolidació no vol dir abundància. La força del quart trimestre, sustentada en una baixa

taxa d'estalvi i en un cicle alcista d'existències, hauria de deixar pas a un creixement més modest. Així, l'avanç per al conjunt del 2012 difícilment superarà el 2,0%. Les causes d'aquest baix perfil són diverses. En primer lloc, els ingressos de les llars es continuen incrementant amb parsimònia, la qual cosa farà que la despesa de consum torni a la cleda en el primer trimestre del 2012.

Així mateix, continuarà el procés de despalanquejament del deute de les famílies, el deute brut de les quals es va situar en el 114,1% de la renda disponible en el tercer trimestre del 2011, per sota del màxim del 129,9% del setembre del 2007, però encara per damunt del rang 90-100 en què s'inscriu l'evolució a llarg termini. La factura

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	-3,5	3,0	3,1	2,2	1,6	1,5	-	1,6	-
Vendes al detall	-7,0	6,4	7,6	8,2	7,8	8,0	7,5	7,0	6,5
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	50,3	40,9	55,2	64,5
Producció industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,8	3,7	4,4	3,8	2,9
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0	50,8	52,7	53,9
Habitatges iniciats	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	5,3	16,3	24,3	24,9
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	9,6	9,0	9,0	9,1	8,9	8,7	8,5
Preus de consum	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8	3,5	3,4	3,0
Balança comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-536,0	-540,5	-544,3	-553,2	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (%)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,8	71,6	72,2	73,2

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

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

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

del petroli, els preus del qual es resisteixen a baixar, tampoc no contribuirà a alleujar els pressupostos dels consumidors. En tercer lloc, la crisi del deute europeu també serà un llast que afectarà negativament el creixement, ja que provoca un deteriorament de la balança comercial i de les condicions financeres. Finalment, la intensitat de l'expansió fiscal, que, el 2010 i el 2011, va donar suport a l'activitat, es continuarà reduint, a causa dels nivells de deute assolits. En aquest sentit, una possible aprovació, al febrer, de la pròrroga de les exempcions fiscals a les cotitzacions que paguen les empreses pels seus empleats i de l'assegurança d'atur contribuiria a apuntalar un creixement que encara necessita ajudes.

Els últims indicadors d'activitat mostren que el repunt del consum privat va a menys. El primer senyal va provenir dels comptes nacionals. Els ingressos de les llars es van estancar al novembre i el consum privat va avançar un magre 0,1% en relació amb l'octubre. Així i tot, la taxa

d'estalvi va caure fins al 3,5% de la renda disponible, el nivell més baix des del desembre del 2007. Així mateix, la campanya de Nadal va ser pitjor que la de la festivitat d'Acció de Gràcies, amb unes vendes al detall, sense cotxes ni benzina, que, al desembre, van recular el 0,1% en relació amb les del novembre. A l'haver del consum, la incipient millora del mercat laboral continua encoratjant un sentiment més optimista en els consumidors. Així, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board va avançar, al desembre, fins als 64,5 punts, el màxim des de l'abril del 2011, molt per damunt dels 40,9 de l'octubre, però bé que és cert que el nivell actual encara és més propi de recessions que d'expansions.

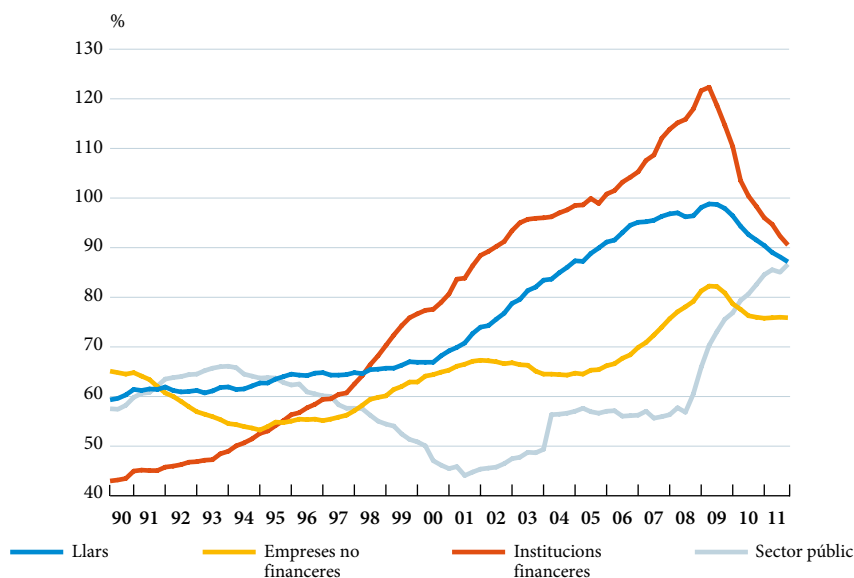
Més enllà dels vaivens del consum privat, és al mercat laboral on es donen les millores més importants. La continuïtat de la recuperació de l'ocupació serà la veritable vara de mesurar les fortunes del 2012. La taxa d'atur va tornar a baixar al desembre

Per al 2012, els avanços es moderaran per l'estancament dels ingressos i per la crisi europea.

El repunt del consum remet, però la confiança dels consumidors continua millorant.

ESTATS UNITS: UN RELLEU DEL SECTOR PÚBLIC AMB CONTINUÏTAT INCERTA

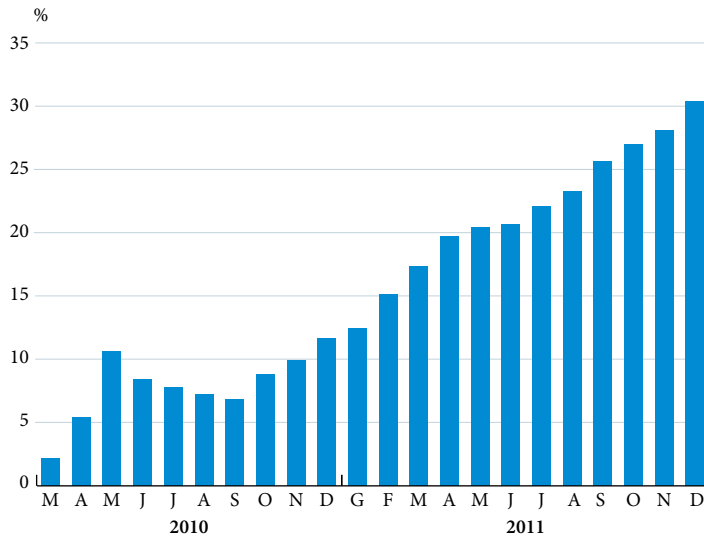
Deute creditici en percentatge del PIB nominal



FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: LA RECUPERACIÓ DE L'OCUPACIÓ PERSISTEIX, PERÒ ENCARA TÉ CAMÍ PER DAVANT

Llocs de treball creats acumulats des de l'inici de la recuperació (*)



NOTA: (*) En percentatge del total de llocs de treball perduts durant la crisi.
FONTS: US Census i elaboració pròpia.

El mercat de treball millora. La taxa d'atur baixa al 8,5% i recula la subocupació.

i va acabar l'any en el 8,5%, un nivell clarament inferior al que s'esperava a l'estiu. Per bé que aquest descens de l'atur és degut, en part, a una reculada de la població activa, el 2011 es van crear 1,64 milions de llocs de treball nets, més de dos milions des de l'inici de la recuperació. Així mateix, és significatiu el ràpid descens de la subocupació, és a dir, dels treballadors que treballen involuntàriament a temps parcial, que van passar dels 9,1 milions del setembre als gairebé 8 milions al final de l'any, el mínim des del gener del 2009. L'increment de les hores treballades, que és un indicador avançat de la reducció de la subocupació, també va evolucionar lleugerament a l'alça i va apuntar a una continuïtat d'aquesta tendència. Així i tot, el mercat laboral té molt camí per davant abans d'assolir la plena recuperació. Els llocs de treball creats en 22 mesos de recuperació són només el 30,3% dels 8,75 milions que es van perdre durant la crisi. Per la seva banda, el poder adquisitiu dels salaris va finalitzar el 2011 per sota del nivell amb què es va acabar el 2010.

El sentiment empresarial és coherent amb creixements lleugerament superiors al 2%.

El clima empresarial és coherent amb aquesta situació de creixement, la qual, tot i que ho fa de forma moderada, guanya en solidesa. Així, els índexs de sentiment empresarial de l'Institute of Supply Management (ISM) de manufactures i de serveis van continuar millorant, però sense allunyar-se gaire de la referència dels 50 punts. Així, els nivells de 53,9 punts en manufactures i de 56,2 en serveis són propis de creixements relativament modestos, propers al 2,5%. La producció industrial, que, al desembre, va agafar una mica d'embranchada, mostra una recuperació discreta, una mica més robusta que la del període 2002-2007, però molt per sota de les expansions dels anys noranta. Amb un perfil semblant, la utilització de la capacitat productiva va continuar millorant fins al 78,1%, percentatge que, malgrat tot, evidència que encara hi ha una gran quantitat de recursos ociosos.

La sobreoferta que encara afligeix el mercat de l'habitatge li impedeix recollir aquesta incipient millora del mercat labo-

ral. El preu dels immobles s'apropa al fons. La relació entre el preu de l'habitatge i els ingressos familiars mitjans mostra un retorn a la normalitat, la qual cosa significa que els preus dels immobles poden ser considerats raonables. No obstant això, una cosa és apropar-se al fons i una altra molt diferent, abandonar-lo. La sobreoferta i les condicions creditícies impedeixen la recuperació. L'índex Case-Shiller d'habitatges de segona mà de l'octubre va continuar degotant a la baixa, mentre que l'inici d'habitatges del desembre, en nivells inferiors a la meitat de la mitjana del període 1995-2000, previ a la bombolla, va decebre amb una reculada en relació amb el mes de novembre. Tot i que continuï la reducció de la taxa d'atur al llarg del 2012, que hauria de redundar, a la llarga, en una reducció de la morositat i, per tant, de la sobreoferta d'habitatges, serà difícil que es vegin signes de millora en el sector abans del 2013.

La inflació, per la seva banda, manté una suau tendència de descens per la persistent

baixa utilització dels recursos productius. Aquesta tendència s'hauria d'intensificar en els pròxims mesos per efectes de base en el preu del petroli, que, si es manté en els nivells actuals, passarà d'increments interanuals del 28,0% al novembre i del 16,9% al desembre del 2011 a un descens proper al 5% al març del 2012. Això s'hauria de traduir en una moderació de l'avanç de l'índex de preus al consum (IPC). El procés ja ha començat, amb un IPC del desembre que va pujar el 3,0%, comparat amb el 3,4% del novembre. L'IPC subjacent, que exclou els preus energètics i els de l'alimentació, va pujar un continuista 2,2% interanual. Però també aquí la tendència és a la baixa, amb l'esgotament de l'embranchida dels lloguers imputats i el final del repunt dels béns duradors a causa dels efectes del tsunami japonès. Tot plegat deixa espai per a noves polítiques expansives per part de la Reserva Federal en cas d'un deteriorament del creixement de la demanda.

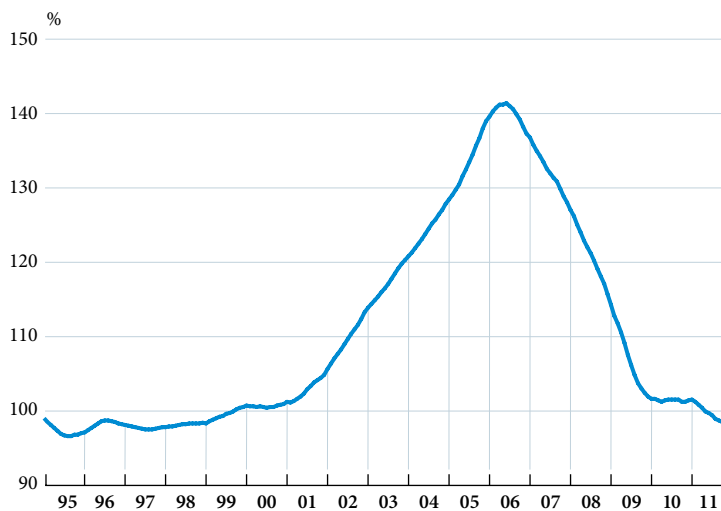
Al sector exterior, s'interromp la correcció del desequilibri comercial, a causa de la

El preu de l'habitatge s'apropa al fons, però la recuperació esperarà fins al 2013.

L'IPC va pujar el 3,0%, i el subjacent, el 2,2%, però la tendència del 2012 serà de moderació.

ESTATS UNITS: L'HABITATGE TORNA A TENIR PREUS RAONABLES

Preu de l'habitatge de segona mà dividit pels ingressos mitjans de les llars (*)

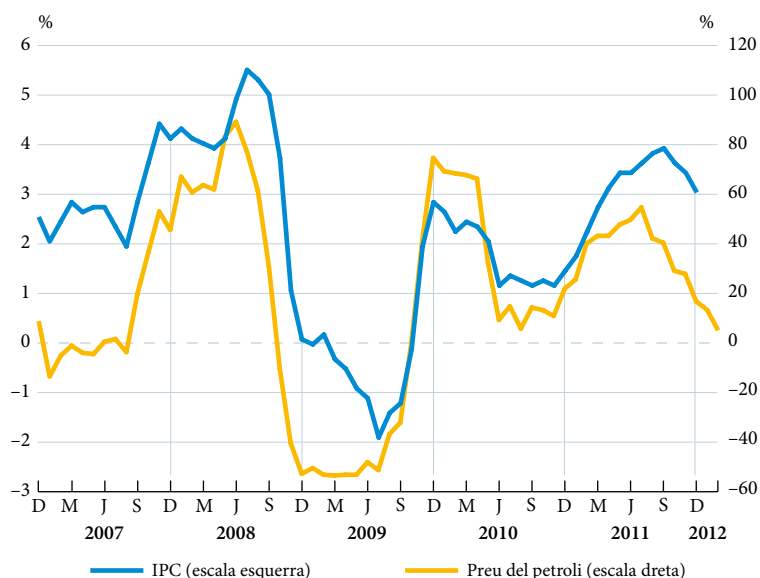


NOTA: (*) Mitjana dels 12 últims mesos. Base 100 = mitjana període 1980-2000.

FONTS: National Association of Realtors, Thomson Datastream i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: EL PETROLI TIRARÀ CAP AVALL DE L'IPC

Variació interanual de l'IPC i del preu del petroli (*)



NOTA: (*) Contractes Brent a un mes.

FONTS: Departament de Comerç, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

El dèficit comercial augmenta a causa de la reculada exportadora.

desacceleració de la demanda global. La balança comercial de béns i serveis del novembre va ser de 47.752 milions de dòlars, el 10,4% per damunt de l'estadística de l'octubre. La raó del deteriorament és, principalment, la reculada de les exportacions, que van baixar per segon mes con-

secutiu. La feblesa de la demanda global farà que la contribució del sector exterior al creixement el 2012 sigui negativa, o nul·la en el millor dels casos. El creixement s'haurà de basar en la demanda interna, que buscarà suports en la confirmació de la recuperació de l'ocupació.

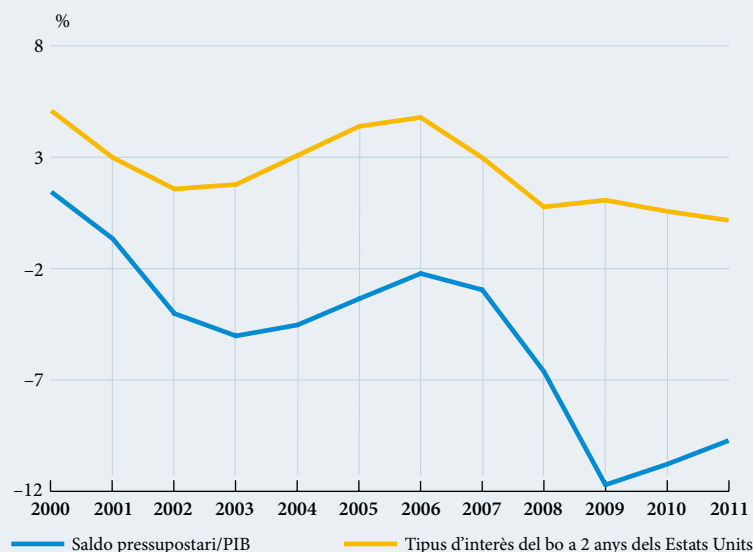
El cas del deute als Estats Units: exemple de pel·lícula amb final feliç?

Mentre els focus d'atenció il·luminen la crisi del deute sobirà europeu, els Estats Units han intentat, entre bastidors, establir una estratègia fiscal que asseguri la sostenibilitat del deute públic. Tot i que els actors del drama són els mateixos a les dues bandes de l'Atlàntic, el dèficit elevat i la ràtio d'endeutament, l'aposta pel creixement als Estats Units escenifica una estratègia ben diferent al paradigma d'austeritat imperant a Europa. Ara com ara, la força del guió europeu ha deixat en un segon pla la trama nord-americana, la qual, però, aviat podria guanyar audiència.

Els Estats Units van tancar el 2011 amb un dèficit proper al 10% i un deute que s'aproxima perillosament al 100% del PIB, segons les estimacions de l'FMI. A l'altre extrem, Alemanya intenta reduir de forma suau el deute, proper al 83%, malgrat presentar un dèficit estimat de l'1,7%. Mentrestant, a Espanya, el Govern actual justifica els programes d'ajustament després de situar el dèficit del 2011 a la vora del 8% i el deute al voltant del 70% del PIB.

ATESES LES TURBULÈNCIES FINANCERES, ELS ESTATS UNITS S'HAN CONVERTIT EN UN REFUGI

Dèficit pressupostari i tipus d'interès als Estats Units



FONTS: Bloomberg i Thomson Reuters Datastream.

El llibret nord-americà busca utilitzar el deute per articular una política expansiva amb què tornar a la tònica del creixement, el qual permetria pagar els interessos futurs del deute. A Europa, l'estratègia és la contrària, reduir el dèficit i controlar el deute, perquè l'economia, un cop lliure de càrregues, torni a créixer.

Ara com ara, els mercats premien la posada en escena nord-americana, i, de cara al 2012, el consens dels analistes espera que els Estats Units creixin prop de l'1,8%, mentre que la zona de l'euro entrarà en recessió (s'estima una caiguda del 0,3%). Per als inversors, els Estats Units s'han convertit en un valor refugi, ja que, des de l'inici de la crisi la rendibilitat dels bons nord-americans ha caigut fins a mínims històrics i ha arribat fins i tot a pagar taxes negatives. Juntament amb la inundació de liquiditat realitzada per la Reserva Federal, la incertesa global ha actuat com un bàlsam sobre els comptes públics nord-americans.

A diferència dels països de la zona de l'euro, la solvència dels quals és qüestionada (Grècia, Portugal, Irlanda, etc.), els Estats Units gaudeixen de credibilitat política per ajustar els comptes públics quan sigui necessari, i, ara com ara, són pocs els qui dubten de la seva capacitat de creixement, basant-se en el seu major dinamisme i flexibilitat. Tot i que, als dos fronts, la seva posició s'està afeblint.

D'una banda, el creixement potencial dels Estats Units pot haver estat perjudicat. L'esclat de la bombolla immobiliària, el despallanquejament de l'economia i la menor despesa en infraestructures, que eventualment haurà d'afrontar el país arran, precisament, de la reducció del dèficit, n'afectaran negativament la capacitat de creixement. De fet, l'Oficina de Pressupost del Congrés, organisme governamental que proveeix el Congrés d'informació pressupostària objectiva, situa el creixement nord-americà a partir del 2016 al voltant del 2,5%, una xifra inferior a la taxa de creixement dels 30 últims anys, del 3,0% concretament.

De l'altra, a mesura que passa el temps, els Estats Units limiten el marge per ajustar els comptes públics. El 2010, una Comissió del Congrés⁽¹⁾ ja va alertar que «els Estats Units es troben en una via fiscal insostenible» i va recomanar iniciar un fort ajustament per assolir un dèficit públic del 2,3% el 2015. L'Oficina de Pressupost del Congrés va estimar que, si es manté la política fiscal actual, el deute federal (que comptabilitza gairebé el 70% del deute públic nord-americà i és legislat directament pel Congrés) arribaria gairebé al 100% del PIB el 2020 i els interessos arribarien al bilió de dòlars en aquest mateix any (equivalent al 4,1% del PIB del 2020). El gràfic següent il·lustra en groc (escenari alternatiu) la trajectòria del deute si no s'adopten mesures.

A més a més, un dels pilars que podria sostenir la credibilitat de la política fiscal és seriosament qüestionat. Els Estats Units tenen un sostre de deute (quantitat màxima que pot assolir el deute del Govern central, anomenat Federal als Estats Units, cada any) que necessita l'aprovació del Congrés per ser augmentat. No obstant això, el sostre no representa cap límit efectiu, ja que, gairebé sempre que ha estat necessari, s'ha revisat a l'alça sense més complicacions.

De fet, el sostre del deute, a més d'estar lluny de ser un instrument per al control de les finances públiques, dificulta la definició d'un pla d'ajustament fiscal. Això es va posar de manifest a l'estiu de l'any passat, quan va ser necessari un nou augment per poder refinançar el venciment del deute. Aquest cop, però, les diferències entre demòcrates i republicans van demorar l'aprovació de l'augment fins a un dia abans del venciment i van alimentar, així, els rumors sobre el seu possible impagament. El motiu de les diferències: la falta d'acord entre els dos grans partits sobre com i quan s'ha de dur a terme el procés de consolidació fiscal.

Les mostres de paràlisi política, pràcticament inèdita als Estats Units, van justificar la retirada de la màxima qualificació creditícia, la triple A, per part de l'agència Standard & Poor's. A més a més, l'agència considera que l'acord assolit entre republicans i demòcrates «és insuficient per estabilitzar el deute a mitjà termini».⁽²⁾ Concretament, la Llei de Control Pressupostari aprovada l'estiu passat autoritza un increment del sostre del deute en 2,1 bilions de dòlars (el 14% del PIB dels Estats Units del 2011) en 10 anys. L'increment es realitza de forma gradual i ofereix prou marge per no tornar a augmentar-lo, previsiblement, fins que passin les eleccions del novembre.

A canvi, es va establir una reducció de la despesa corrent en 917.000 milions durant els pròxims 10 anys, que va entrar en vigor de forma immediata, i es va crear una comissió bipartidista, anomenada «Supercomitè», amb l'objectiu d'identificar 1,5 bilions addicionals d'ajustament estructural també en els següents 10 anys. La llei, a més a més, estipulava que, si el Supercomitè no arribava a un acord abans del 23 de novembre, es procediria a un ajustament automàtic d'1,2 bilions, el cost dels quals es repartiria a parts iguals entre despesa domèstica i defensa.

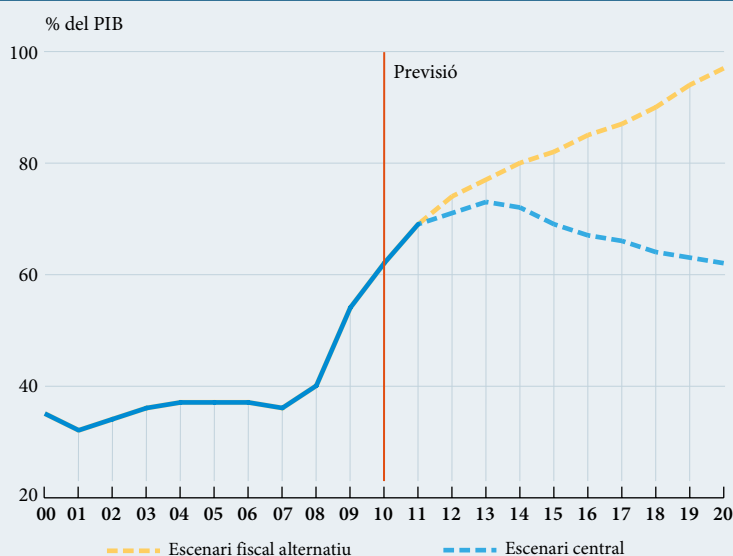
Finalment, el Supercomitè no va arribar a un acord, i, per tant, els ajustaments automàtics començaran al gener del 2013. D'aquesta manera, es pretén estabilitzar el deute i col·locar els Estats Units en la línia blava mostrada al gràfic següent (escenari central). Les retallades en defensa i en despesa domèstica no estan detallades, i en queden al marge la Seguretat Social, Medicaid (sanitat per a persones amb ingressos baixos) i altres programes per a persones amb rendes baixes. Aquesta falta de concreció possiblement generarà noves rondes de negociacions després de les eleccions del novembre.

(1) Comissió Nacional de Reforma i Responsabilitat Fiscal (desembre del 2010), «El moment de la veritat».

(2) Standard & Poor's (agost del 2011), «United States of America long-term rating lowered to 'AA+' on political risks and rising debt burden; outlook negative».

L'OBJECTIU ÉS RECONDUIR EL CREIXEMENT DEL DEUTE PERQUÈ SIGUI SOSTENIBLE

Deute federal en mans del públic



NOTA: Els dos escenaris són previsions realitzades per l'Oficina de Pressupost del Congrés. L'escenari central assumeix les retallades previstes a l'Acta de Control Pressupostari, que estableix un marc de reducció del dèficit fins al 2021. L'escenari fiscal alternatiu incorpora nombrosos canvis a la llei actual, que són àmpliament esperats o que modificarien algunes provisions que serien difícilment sostenibles a llarg termini.⁽³⁾

FONTS: Oficina de Pressupost del Congrés i elaboració pròpia.

Tot i que no hi ha cap signe que indiqui que una tragèdia és probable o imminent, com més alt és el deute més gran és el risc i més augmenta la probabilitat que es produeixin davallades addicionals de qualificació. El públic és voluble i l'experiència europea demostra que, si s'ajornen, els ajustaments són més dolorosos i que no és el mateix realitzar-los en èpoques de bonança que d'incertesa. Els Estats Units han optat per esperar temps millors, i, ara com ara, sembla que els va bé.

(3) Sèrie de supòsits establerts per l'Oficina de Pressupost del Congrés al «Long Term Budget Outlook» (2011).

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

Japó: recuperació en perill

Mentre s'espera la recuperació el 2012, després del *tsunami* del març i de la crisi nuclear de Fukushima, els últims indicadors presenten un biaix a la baixa, en especial a la indústria manufacturera i a les exporta-

cions, els motors tradicionals de l'economia nipona. El passat 26 de desembre, es va aixecar la prohibició d'exportar armes, una llei que datava de 1967 i que tenia un fort simbolisme. El final d'aquesta tradició permetrà que les companyies nipones participin en projectes d'alta tecnologia, com

La recuperació japonesa perd força.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	-5,5	4,5	3,3	0,0	-1,7	-0,8	-	...	-
Vendes al detall	-2,3	2,5	-0,4	-3,0	-1,7	-1,0	1,9	-2,2	...
Producció industrial	-21,8	16,6	6,8	-2,5	-7,0	-2,0	0,1	-4,2	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	5,0	6,0	-9,0	2,0	-	-4,0	-
Habitatges iniciats	-27,7	2,7	6,8	3,2	4,3	7,8	-5,7	-0,2	...
Taxa d'atur (2)	5,1	5,1	5,0	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5	...
Preus de consum	-1,3	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,2	-0,5	...
Balança comercial (3)	4,0	7,9	7,9	6,5	3,4	1,3	0,2	-0,7	...
Tipus interbancari 3 mesos (%)	0,58	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	98,6	106,0	111,0	110,6	109,3	115,5	118,8	118,0	118,8

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

(4) 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.

La producció industrial recula, afligida per l'apreciació del ien i pels costos elèctrics.

el del caça de combat F-35. I és que totes les ajudes són poques per a la limitada indústria manufacturera d'un país on dedicar-se al «monozukuri» (fer coses) és un grau.

La producció industrial perd força després d'haver tingut una recuperació inicialment robusta des dels mínims del març. La reculada del novembre en relació amb l'octubre va ser del 2,7%, percentatge que se situa el 17,5% per sota de la mitjana dels cinc primers mesos del 2008, període previ a la crisi del comerç mundial. L'apreciació del ien i l'encariment dels costos de l'electricitat, que, arran del *tsunami*, superen en 2,5 cops els de Corea del Sud, continuen llastant la recuperació. L'índex Tankan de sentiment per a grans empreses manufactureres mostra una trajectòria a la baixa i indica que aquest patró continuarà en la primera meitat del 2012.

L'alentiment de la demanda global s'afegeix als mals interns. Les exportacions van aportar quatre cinques parts del creixement del conjunt de l'economia en el tercer

trimestre, però aquesta contribució es veurà dràsticament reduïda en el quart trimestre del 2011 i en la primera meitat del 2012. Després d'un fort impuls al maig i al juny, les exportacions es van alentir i van recular a l'octubre i al novembre. La conseqüència d'això és que el dèficit comercial dels 12 últims mesos va arribar als 1,7 bilions de iens, màxim històric des del 1963.

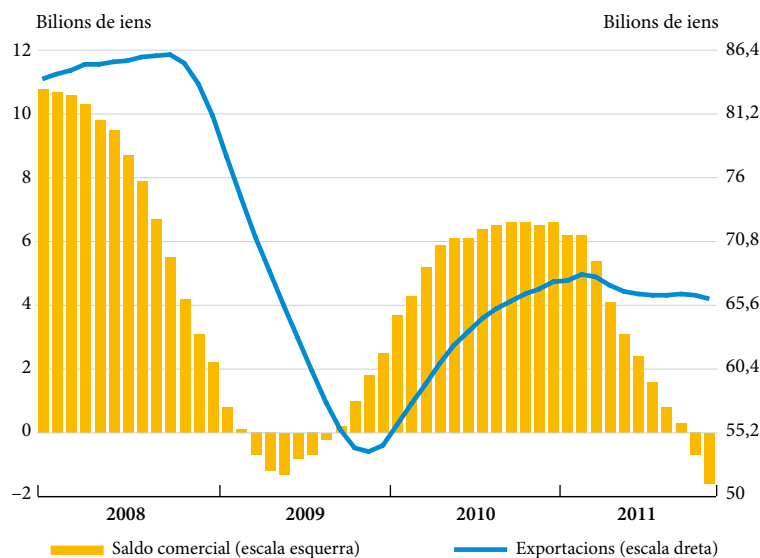
Ateses aquestes dificultats del sector privat, la política fiscal per al 2012 continuarà essent expansiva. Dels 90 bilions de iens de despesa pressupostats, 68,4 bilions un cop exclòs el pagament dels interessos, només 42,3 bilions vindran dels impostos. La resta provindrà de l'emissió de deute, que incrementarà un import que supera el 200% del PIB.

En aquest sentit, la pujada del 5% de l'impost sobre el consum continua tenint dificultats polítiques en una economia que es manté en deflació. L'IPC va recular el 0,5% interanual al novembre, mentre que

La política fiscal serà expansiva, amb l'IPC que baixa el 0,5%.

JAPÓ: LA RECUPERACIÓ DEL COMERÇ DESCARRILA

Saldo comercial i exportacions (*)



NOTA: (*) Suma dels 12 últims mesos.

FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria del Japó i elaboració pròpia.

l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, va baixar l'1,1%.

Xina: cap a l'aterratge suau

La Xina apuntala l'aterratge suau amb un creixement del 8,9% interanual en el PIB del quart trimestre, que deixa l'avanç de l'economia per al conjunt del 2011 en el 9,2%. Per al 2012, aquest ritme hauria de disminuir i s'hauria de situar en el 8,4% per al conjunt de l'any, una taxa que, tot i que és alta en comparació amb el conjunt de les economies avançades, s'apropa al límit del 8% que, segons el Govern xinès, garanteix l'estabilitat i la pau social. Això explica que la màxima prioritat de les autoritats sigui garantir el creixement.

El control de la inflació, que havia estat el principal objectiu fins al setembre, passa a un segon terme. L'IPC del desembre va augmentar el 4,1% interanual, gairebé sense canvis en relació amb el del novembre i

lluny del 6,5% del juliol. Això no significa que les tensions inflacionistes estiguin conjurades. El preu de la mà d'obra continua pujant, a causa dels canvis socials que operen al país, i l'IPC de l'alimentació, que, a la Xina, pesa gairebé la meitat dins l'índex general, va repuntar lleugerament fins al 9,1%. Així i tot, les dades del desembre deixen espai per a polítiques expansives.

L'escenari central és el d'un aterratge suau, que se sustenta en les fortes tendències de fons de l'economia xinesa. Però els riscos s'orienten a la baixa, amb una frenada de dos dels pilars del creixement dels últims anys: l'habitatge i les exportacions. El sector de l'habitatge, que representa el 13,0% del total de l'economia, està estancat. Els preus han deixat de pujar i registren descensos en zones significatives com Whenzhou, a la dinàmica província de Zhejiang. El sòl en construcció s'ha reduït el 25% i les vendes del desembre han baixat el 8,4% interanual, quan, en el tercer trimestre, creixien el 12,9%. La part positiva és que

La Xina es desacelera i creix el 8,9% en el quart trimestre.

La inflació es modera al 4,1%, però el preu dels aliments puja el 9,1%.

La frenada immobiliària és el risc més important per a l'escenari central d'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	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	9,2	10,4	9,8	9,7	9,5	9,1	-	8,9	...
Producció industrial	12,5	14,5	13,3	14,5	13,9	13,8	13,2	12,4	12,8
Producció elèctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8	9,4	7,5	9,8
Preus de consum	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3	5,5	4,2	4,1
Balança comercial (*)	196,4	184,0	184,0	176,1	173,8	171,5	161,7	153,9	157,9
Tipus d'interès de referència (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56	6,56	6,56	6,56
Renminbi per dòlar	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3

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

(**) Percentatge a final de període.

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

El sector exterior continua perdent força, però creix la importació de metalls.

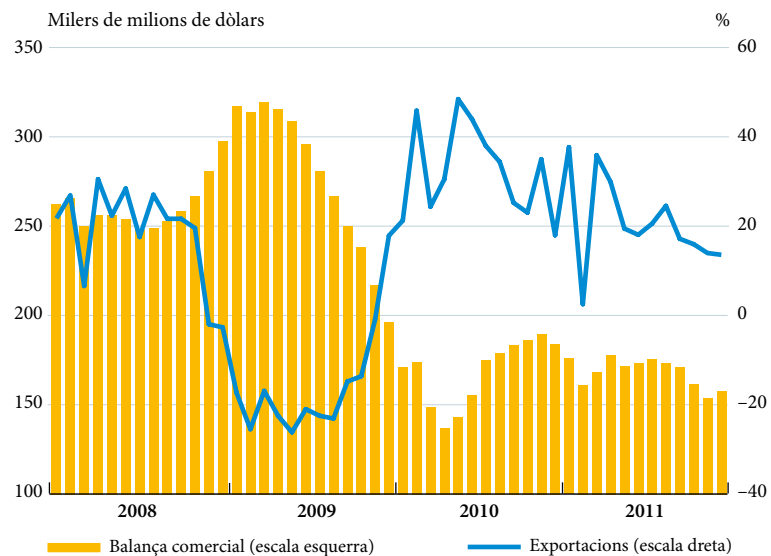
una inflació més baixa permetrà polítiques monetàries que estimulin el sector, com la rebaixa del coeficient de caixa. D'altra banda, continua l'èxode de les zones rurals. Al desembre, la població urbana va superar la rural per primera vegada en la història xinesa. Aquest moviment

també representa una font de demanda que hauria d'ajudar a apuntalar el sector.

Per la seva banda, el sector exterior continua a la baixa. La balança comercial del desembre va ser de 16.520 milions de dòlars, una mica per damunt del registre del

XINA: LES EXPORTACIONS ES DESACCELEREN I EL SUPERÀVIT COMERCIAL ES REDUEIX

Saldo comercial (*) i variació interanual de les exportacions



NOTA: (*) Suma dels 12 últims mesos.

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

novembre, però sense trencar la tendència cap avall. Les exportacions van créixer el 13,4% interanual, un ritme molt baix per a l'economia xinesa. En el cas de les importacions, els aires de desacceleració són més ambigus. Tot i que el creixement interanual va ser de l'11,2%, inscrit en la banda baixa, això va ser degut, en part, a forts efectes de base. La importació de metalls bàsics com el coure, que, a la Xina, és un indicador de l'activitat industrial, va evolucionar de forma decidida a l'alça, la qual cosa dóna suport a l'escenari central de creixement per damunt del 8%.

Amb un patró semblant, la producció industrial del desembre va repuntar lleugerament, amb un avanç que va arribar al 12,8%, i va evidenciar que hi ha un fons de resistència en l'activitat del gegant asiàtic. Un altre factor positiu van ser les vendes al detall, de béns de consum, que es van incrementar el 18,1% interanual al desembre. El consum privat, que continua essent el gran absent de l'equació del creixement, amb un pes en l'economia que amb prou feines voreja el 35%, té un important potencial a l'alça. El problema és si el seu despertar serà prou ràpid per compensar

la reculada exportadora i una eventual frenada immobiliària.

Brasil: setge a l'alentiment

En els últims compassos del 2011, la inflació va donar una benvinguda treva a l'economia brasilera i va tancar l'exercici en el 6,5%, el just per complir el rang objectiu del 4,5% ± 2,0%. Amb el suport d'aquest canvi de tendència, el Comitè de Política Monetària es va limitar a seguir el guió i va reduir la taxa SELIC en 50 punts bàsics al final de gener. D'aquesta manera, el tipus d'interès de referència es torna a situar en el 10,50%, un nivell encara elevat fins i tot si es compara amb el d'altres economies emergents, però que preveiem que es continuarà reduint en els pròxims mesos.

Aquesta previsió pressuposa un escenari en què el creixement de l'economia brasilera es mantindrà al voltant del 3,0%, per sota del seu potencial, el 2012, i en què l'avanç dels preus continuarà convergint cap a la meta central del 4,5%. Si les tensions a Europa amainen més de pressa del que està previst o si el ritme d'activitat

La producció industrial i les vendes al detall evidencien un fons de resistència en el creixement.

Al Brasil, la inflació es modera en els últims compassos del 2011 i tanca l'any dins el 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	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	-0,3	7,6	5,4	4,2	3,2	2,2	-	...	-
Producció industrial	-7,3	10,5	4,2	2,5	0,6	0,1	-2,7	-2,2	...
Confiança del consumidor (*)	138,3	159,7	159,9	161,8	155,4	153,3	151,9	155,4	...
Taxa d'atur (**)	8,1	6,7	5,7	6,3	6,3	6,0	5,8	5,2	...
Preus de consum	4,9	5,0	5,6	6,1	6,6	7,1	7,0	6,6	6,5
Balança comercial (***)	25,3	20,2	20,2	22,5	25,3	30,5	31,1	31,3	29,8
Tipus d'interès SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	11,75	12,25	12,00	11,50	11,50	11,00
Reals per dòlar (*)	2,32	1,78	1,66	1,63	1,56	1,88	1,72	1,81	1,86

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.

S'espera que les polítiques econòmiques mantinguin un to contracíclic.

econòmica a nivell global repunta de forma substancial, les perspectives econòmiques al Brasil també serien més esperançadores i temperarien la necessitat d'intensificar el to expansiu de la política monetària. No obstant això, ara com ara, i després de la frenada del tercer trimestre, les autoritats econòmiques brasileres mantenen la disposició a utilitzar tot l'arsenal al seu abast per assegurar un aterratge suau de l'economia.

Ara com ara, sembla que el gir contracíclic de les polítiques econòmiques del final de l'estiu fa efecte. Des de mitjan novembre, els indicadors conjunturals han anat esbossant un repunt tebi del ritme d'activitat, i tot fa pensar que la primera economia de l'Amèrica Llatina hauria tornat a créixer en l'últim trimestre del 2011. Les vendes al detall van créixer de nou i van evidenciar, una vegada més, la resistent apetència dels consumidors brasilers, mentre que la producció industrial va remuntar el 0,3% en xifra intermensual després de tres mesos de caigudes.

Així i tot, també es torna a percebre una certa moderació en la correcció dels preus. És una dada que crida a la cautela, ja que continua existint el risc que, si la tònica de retallades de tipus d'interès de referència s'allarga massa, es reprenguin les pressions sobre l'entramat productiu i sobre els preus, situació que comprometria el recurs a noves retallades de tipus com a instrument de política contracíclica. Aquest risc guanya pes si tenim en compte que la feblesa recent del real tampoc no ajuda a controlar els preus o que la política fiscal també ha adoptat un caire expansiu en els primers mesos del 2012 –per començar, la pujada del 14% del salari mínim va implicar revisions a l'alça tant de les pensions com d'altres beneficis socials indexats a aquest salari.

D'altra banda, l'afany de les autoritats brasileres per mantenir el to de l'activitat

econòmica també es palpa en la gestió actual de la política comercial. En les últimes setmanes, s'han multiplicat els esforços per aplacar la competència de productes estrangers al mercat interior, al mateix temps que empitjoraven les tensions amb l'Argentina arran de la intensificació de les mesures proteccionistes per part del veí del sud. Malgrat tot, cal encomiar la reacció de les autoritats brasileres, que han evitat les represàlies immediates i han donat marge fins al febrer per valorar l'impacte d'aquestes mesures sobre les exportacions.

En definitiva, el Brasil afronta un 2012 que exigirà un ferm control del timó. El pont de comandament ha deixat clar que el principal objectiu és garantir una tònica de creixement còmoda i sense ensurts, però això no treu que no podrà abaixar la guàrdia davant els preus.

Mèxic: els preus s'acceleren i el creixement es modera

Al desembre, la inflació va pujar per tercer mes consecutiu a Mèxic i va tancar el 2011 en màxims anuals del 3,8%. L'acceleració dels preus reflecteix l'encariment del tabac, dels aliments, del transport i de la roba, però també l'impacte de la recent depreciació del peso, que es va acarnissar amb el cost dels béns importats però que, ara com ara, no ha implicat efectes de segona ronda. Tot i que esperem que aquesta tendència persisteixi en els primers mesos del 2012, es tracta d'un repunt transitori i de naturalesa no subjacent, motiu pel qual mantenim la nostra previsió que la taxa d'inflació es mantindrà dins el rang objectiu al llarg del 2012. La bretxa de producció encara es mantindrà en terreny negatiu, la qual cosa hauria d'impedir que la demanda interna exerceixi una pressió excessiva sobre els preus –de fet, l'índex subjacent dels serveis, que reflecteix millor la influència domèstica

A Mèxic, la inflació tanca el 2011 en màxims anuals, però dins el rang objectiu.

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		
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	-6,2	5,4	4,2	4,3	3,6	4,4	-	...	-
Producció industrial	-7,3	6,0	4,7	4,9	3,8	3,4	3,3	2,8	...
Confiança del consumidor (*)	80,5	86,3	89,6	92,1	90,7	93,7	90,6	89,5	90,8
Índex avançat d'activitat (*)	110,5	116,6	118,1	119,9	120,8	122,2	122,0	...	...
Taxa d'atur (**)	5,5	5,4	5,3	5,1	5,2	5,7	5,0	5,0	4,5
Preus de consum	5,0	3,9	4,2	3,5	3,3	3,4	3,2	3,5	3,8
Balança comercial (***)	-4,7	-3,0	-3,0	-1,5	0,0	-1,5	-1,2	-1,3	...
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	12,35	11,90	11,72	13,78	13,21	13,60	13,94

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

sobre la inflació, es manté, ara com ara, en nivells relativament baixos.

De tota manera, el vigor renovat de la inflació i la millora econòmica perceptible als Estats Units temperen la temptació de donar un gir expansionista a la política monetària. Malgrat tot, les autoritats econòmiques mexicanes han deixat clara la predisposició a introduir nous estímuls si les condicions econòmiques globals es deterioren més del previst i impacten de forma negativa en les perspectives de l'economia local.

Ara com ara, els indicadors conjunturals suggereixen que l'activitat productiva mexicana es va continuar expandint durant l'últim tram del 2011, tot i que a un ritme menor que en els trimestres anteriors. Tot i que és cert que aquest alentiment es pot atribuir, en gran part, al menor dinamisme de la demanda externa, també es comença a percebre una certa desacceleració en alguns components de la demanda interna, la qual cosa afegiria riscos addicionals a la baixa sobre el nostre escenari central, en què l'economia mexicana creixeria al voltant del 3,5% el 2012.

Els metalls reaccionen a l'alça, el petroli es manté

El preu del cru es va mantenir gairebé sense canvis entre el 22 de novembre i el 23 de gener i va guanyar el 2,5%, que el va situar en els 110,70 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes), el 3,3% per damunt del nivell de l'inici de l'any i el 13,7% per amunt del nivell d'un any enrere.

El preu del petroli manté una evolució continuista a causa de les incerteses geopolítiques a la zona de l'estret d'Ormuz, per on passa diàriament el 35% del comerç mundial, i d'una demanda global que no afluixa. Si els preus es mantenen a la vora del nivell dels 110 dòlars per barril, el petroli hauria de contribuir, a partir del març del 2012, a una reducció de les taxes d'inflació de la majoria de països per efectes de base, ja que, entre el març i el juny del 2011, el cru va superar en diverses ocasions la referència dels 120 dòlars per barril a causa de la crisi líbia.

Pel que fa a la resta de les primeres matèries, els metalls van protagonitzar un possible canvi de tendència a l'alça, a causa de

El repunt dels preus i la millora econòmica perceptible als Estats Units ajornen un eventual gir expansiu de la política monetària.

El petroli arriba als 110,7 dòlars en la línia marcada per l'estabilitat.

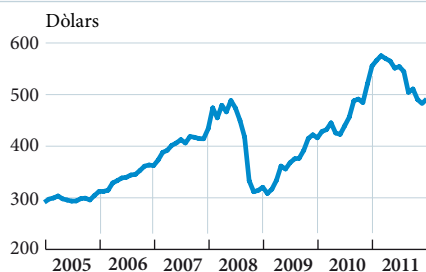
Els metalls reboten a l'alça, i continua l'atonía dels preus alimentaris.

les xifres d'importació de la Xina, que és el principal comprador mundial. Així, mentre que l'índex CRB guanyava el 3,0% entre el 22 de desembre i el 23 de gener, el coure, l'alumini i el níquel van repuntar el 10,9%, el 9,9% i el 8,6%, respectivament. Els metalls preciosos també van seguir, en general, el camí traçat pels bàsics, llevat de

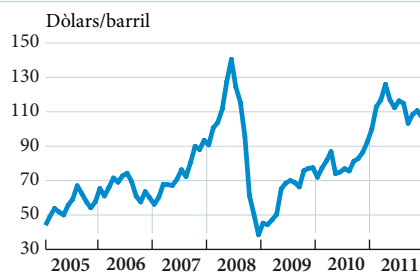
l'or, que va pujar el 4,5%, increment força modest, i va arribar a un preu de 1.677 dòlars per unça. Els aliments, però, van mantenir l'evolució a la baixa, de manera que haurien de donar un cert respir a la inflació de la Xina i d'altres economies emergents.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)

Índex CRB



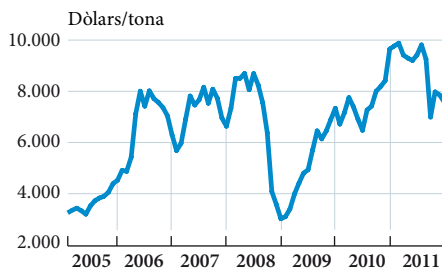
Petroli Brent



Or



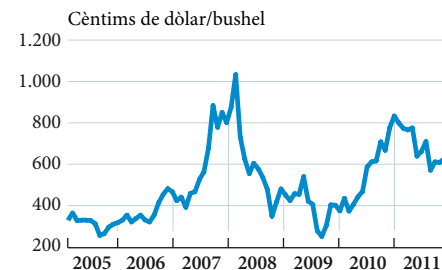
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 23 de gener).
 FONTS: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Massa caps per lligar a la zona de l'euro per reduir la incertesa

Les expectatives econòmiques a la zona de l'euro s'han deteriorat en els últims mesos. Un dels motius d'aquesta situació prové de l'esfera política. La crisi del deute sobirà ha posat de manifest la urgència de reformar els fonaments de la unió monetària. No obstant això, el llarg procés de negociació en llasta la credibilitat. D'altra banda, els indicadors de conjuntura econòmica mantenen la tendència de deteriorament.

Centrant-nos en el primer aspecte, els progressos en les negociacions sobre el pacte fiscal a la zona de l'euro progressen lentament. No obstant això, el president de França, Nicolas Sarkozy, i la cancellera alemanya, Angela Merkel, en declaració conjunta, van afirmar que estaven satisfets amb els avanços realitzats. Els detalls, de tota manera, no es coneixen.

El segon focus de negociació se centra entre els creditors privats i el Govern grec sobre la suma del quitament del deute grec. Les últimes notícies indiquen la possibilitat d'un acord pel qual, finalment, es procedirà a un intercanvi dels bons afectats per una nova emissió de deute públic grec, tot i que es continua negociant les condicions i es desconeix el percentatge de creditors que podrien acceptar el bescanvi.

És evident que, mentre es negocia projectes de gran importància, com el nou pacte fiscal, combinat amb noves propostes de canvis reguladors, és difícil que es pugui reduir el nivell d'incertesa. Tot plegat ha propiciat que l'agència d'avaluació credití-

cia S&P hagi rebaixat la qualificació de nou països, com França i Àustria, on l'ha rebaixat un grau, des d'AAA a AA+. A causa de la pèrdua de la màxima qualificació creditícia de diversos països membres de la zona de l'euro, S&P també ha procedit a reduir al nivell d'AA+ la qualificació de la Facilitat Europea d'Estabilitat Financera.

Paradoxalment, la senyalització d'un increment del perfil de risc a la zona de l'euro no ha afectat les emissions de deute sobirà dels països que han emès amb rendibilitats inferiors a les prèvies a l'anunci d'S&P. Probablement, perquè el mercat ja havia incorporat, en el preu dels actius financers, aquestes decisions. Malgrat tot, ara Portugal té una qualificació de BB per part d'S&P. Aquest grau en l'escala creditícia s'anomena grau especulatiu o també bo porqueria. En l'actualitat, S&P té assignada una qualificació de BB a països com Costa Rica, Sèrbia, Guatemala i Filipines.

Aquest alt nivell d'incertesa ha afectat negativament les expectatives econòmiques dels agents econòmics, que manifesten el seu escepticisme i marquen amb gran prudència les decisions de despesa i d'inversió. Efectivament, des del costat de la demanda, es constata un avanç feble del consum de les famílies. Aquesta atonia es reflecteix, clarament, en la dada de les vendes al detall del mes de novembre, que presenta una caiguda interanual del 2,4% i accelera la tendència dels últims mesos, com es pot apreciar al gràfic següent. I sembla que les perspectives a curt termini van a pitjor, ja que la dada de confiança dels consumidors del mes de desembre va marcar un

Les negociacions polítiques a la zona de l'euro s'allarguen i les expectatives econòmiques es deterioren.

S&P rebaixa la qualificació creditícia de diversos països membres de la Unió Europea.

Els agents econòmics marquen amb gran prudència les decisions de despesa i d'inversió.

ELS CONSUMIDORS DESCONFIEIEN DE LA SITUACIÓ ECONÒMICA

Variació interanual de les vendes al detall, llevat dels cotxes i de les motocicletes



FONT: Bloomberg.

El sector exterior registra un superàvit de 6.900 milions d'euros al novembre.

mínim de -21,1, nivell que no s'observava des de l'agost del 2009.

Pel que fa al sector exterior, la desacceleració de la demanda interna a la zona de l'euro té com a contrapartida una millora del saldo dels intercanvis amb l'exterior. Així, al novembre del 2011, es va registrar un superàvit de 6.900 milions d'euros de la balança comercial, enfront d'un dèficit de 2.300 milions en el mateix mes del 2010. En termes desestacionalitzats, les exportacions van créixer el 3,9% en relació amb l'octubre i les importacions es van estabilitzar.

Des del punt de vista de l'oferta, també s'aprecia un deteriorament general de les expectatives a curt termini. La producció industrial a la zona de l'euro del mes de novembre es va reduir el 0,1% intermensual i el creixement interanual va baixar fins al 0,3% negatiu. En la composició de l'índex de producció industrial, els béns duradors i els no duradors van presentar una reducció intermensual del 0,8%, que no va poder ser compensada per l'incre-

ment en l'epígraf d'energia (0,5%). Geogràficament, la sorpresa positiva de França, que va presentar un creixement intermensual de l'1,1%, no va poder compensar les caigudes a Alemanya (1%) i a Espanya (1%).

No totes les dades són negatives, ja que és necessari destacar que hi ha dos aspectes positius en els indicadors de conjuntura econòmica. En primer lloc, la incertesa política ha depreciat l'euro, situació que, en els pròxims trimestres, hauria de tenir un impacte positiu en el comerç exterior, tot i que, d'altra banda, representa un risc potencial d'encariment de les importacions de petroli.

No obstant això, l'última dada d'inflació del mes de desembre a la zona de l'euro es va reduir des del 3,0% del novembre fins al 2,7% interanual. La feblesa de la demanda agregada, que comporta una pèrdua de poder de fixació de preus per part de les empreses, en combinació amb l'estabilitat del preu del petroli, ha permès la reducció de l'índex de preus al consum. La previsible tendència de caiguda de l'IPC harmo-

FORT DESCENS DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL A LA ZONA DE L'EURO

Variació interanual de la producció industrial



FONT: Eurostat.

nitzat tindrà un impacte positiu, ja que representarà un menor deteriorament de la renda real disponible de les famílies. Un seguit de factors ha modificat la previsió de la trajectòria de creixement per a en-

guany a la zona de l'euro. En primer lloc, el Banc Mundial ha rebaixat el creixement mundial per al 2012 del 3,6% al 2,4%. Aquesta reducció tindrà un impacte nociu sobre les exportacions europees, ja que

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						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	-4,2	1,7	2,0	2,4	1,6	1,3	-	...	-
Vendes al detall	-2,5	0,8	0,6	0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-2,4	...
Confiança del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-10,4	-10,6	-10,4	-15,6	-19,9	-20,4	-21,1
Producció industrial	-14,7	7,5	8,0	6,6	4,2	4,0	1,0	-0,3	...
Sentiment econòmic (1)	80,7	100,9	105,7	107,4	105,7	98,8	94,8	93,8	93,3
Taxa d'atur (2)	9,5	10,1	10,0	10,0	10,0	10,1	10,3	10,3	...
Preus de consum	0,3	1,6	2,0	2,5	2,8	2,7	3,0	3,0	2,7
Balança comercial (3)	10,7	4,6	4,6	-10,0	-16,4	-20,5	-24,1	-15,6	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos (%)	1,2	0,8	1,0	1,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,5
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	111,7	104,7	104,4	103,7	106,4	104,6	104,0	103,5	101,7

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.

El menor creixement mundial, la incertesa política i la situació del sistema financer obliguen a revisar a la baixa el creixement econòmic.

quatre dels vuit països que més exporten a tot el món són membres de la zona de l'euro. En segon lloc, el deteriorament addicional, durant l'últim mes, dels indicadors de conjuntura econòmica augura uns trimestres de creixement negatiu.

Adicionalment, s'han generat dubtes sobre si els països de la zona de l'euro podran consolidar els comptes públics en un entorn de menor creixement. És a dir, hi ha el risc que les retallades addicionals anunciades en països com Itàlia i Espanya, entre d'altres, afectin negativament l'activitat econòmica. Finalment, la possibilitat que

la incertesa sobre la capacitat del sistema bancari europeu per recapitalitzar-se mantingui la restricció creditícia al sector privat durant més mesos és molt realista.

Tots aquests elements ens impulsen a revisar en sis dècimes a la baixa el creixement del producte interior brut de la zona de l'euro per a enguany, del 0,3% al -0,4%. És indubtable que el deteriorament de les expectatives econòmiques a la zona de l'euro es tradueix en un comportament més prudent dels agents econòmics en les decisions de consum i d'inversió.

Qui va dir que seria un camí de roses?

La crisi financera internacional i la seva seqüela a Europa, la crisi del deute sobirà, han evidenciat algunes deficiències estructurals en l'entramat institucional de la zona de l'euro que han estat obviades durant massa temps. En concret, la Unió Monetària Europea (UME) no disposa de mecanismes efectius per evitar l'acumulació de desequilibris fiscals excessius –s'ha demostrat que el Pacte d'Estabilitat i Creixement era insuficient– o per compensar la renúncia al tipus de canvi nominal com a instrument d'ajustament dels desequilibris externs dins de la unió. Se sabia que aquestes mancances existien des del mateix moment en què es va gestar la unió, de la mateixa manera que se sabia que, tard o d'hora, caldria corregir-les. No obstant això, és molt propi de la condició humana ajornar les decisions difícils fins que les circumstàncies les fan inevitables. Això explica per què les grans confederacions han tendit a forjar-se després d'un episodi traumàtic, i la zona de l'euro no serà l'excepció.⁽¹⁾ A Europa, aquesta inevitabilitat ha arribat amb la pitjor crisi a la qual s'ha enfrontat des de la segona guerra mundial, un escull dolorós però, desafortunadament, necessari perquè la zona de l'euro faci un pas de gegant cap a la seva destinació final: una unió amb més integració fiscal i econòmica.

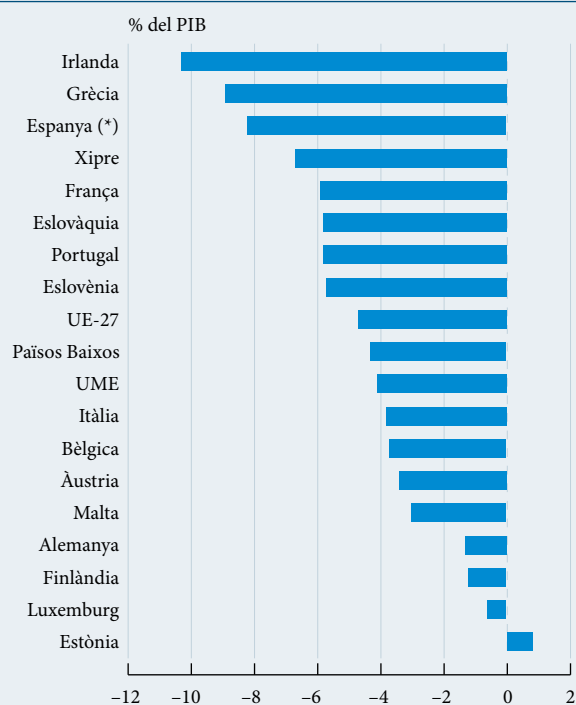
A hores d'ara, són pocs els qui dubten que el futur de la zona de l'euro exigeix més Europa, entesa com un espai amb més integració fiscal, econòmica i, a la llarga, probablement política. Aquesta exigència no deriva, simplement, de la necessitat immediata de solucionar la crisi del deute sobirà, que també, sinó que l'objectiu és apuntalar els mateixos fonaments de la UME, sens dubte incomplets per garantir la viabilitat de la moneda única a llarg termini. L'objectiu és, per tant, molt ambiciós, i el procés per assolir-lo, molt complex: avançar definitivament cap a una unió fiscal requereix canvis en els tractats europeus i una reforma dràstica de la governança econòmica, que, ara com ara, no s'han materialitzat amb prou contundència i concreció.

Des de la fallida de Lehman Brothers, el 2008, s'han celebrat 22 cimeres del Consell Europeu i una infinitat de reunions bilaterals, i, tot i que és cert que, en les successives cimeres, s'han anat adoptant mesures dirigides a esta-

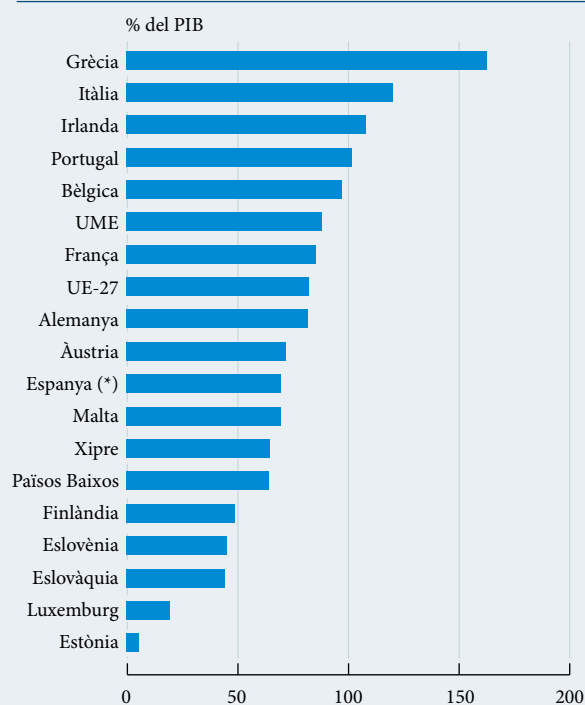
(1) Vegeu, per exemple, M. Brodo, M. Agnieszka i L. Jonung (2011), *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, NBER WP # 17380.

LA UME NO DISPOSA DE MECANISMES EFECTIUS PER PREVENIR DESEQUILIBRIS INTERNES

Dèficit/Superàvit fiscal (2011)



Deute públic (2011)



NOTA: (*) Estimacions pròpies.

FONTS: AMECO, previsions pròpies per a Espanya i elaboració pròpia.

blir una major coordinació fiscal entre els Estats membres, també ho és que, inicialment, van ser excessivament timorates, fins a l'extrem que, en lloc de neutralitzar la crisi, van deixar entreveure una manca de resolució i una inadequació de l'entramat institucional que van ensorrar la confiança dels inversors i dels agents econòmics. No va ser fins a l'últim tram del 2011, quan la crisi va adquirir caràcter sistèmic i les tensions financeres van engolir economies no perifèriques, com França o Àustria, que es va arribar a un major consens sobre la necessitat d'avançar per aquesta via i les mesures van assolir més envergadura.

Fins avui, el pas més decidit en aquesta direcció es va fer al desembre. D'una banda, amb un nou pacte fiscal de disciplina pressupostària al si de la zona de l'euro (batejat com *fiscal compact*); de l'altra, amb l'entrada en vigor del 6-pack o pacte d'estabilitat, que inclou una nova directiva i 5 noves regulacions i constitueix la reforma més important dels mecanismes de governança econòmica de la Unió Europea des de la gestació de la UME 20 anys enrere. L'esmentat pacte d'estabilitat va ser proposat per la Comissió Europea al setembre del 2010 i va ser aprovat pels 27 socis de la Unió Europea i pel Parlament Europeu a l'octubre del 2011. A la pràctica, estableix que, des del passat 13 de desembre, els països de la zona de l'euro que estiguin sotmesos a un procediment de dèficit excessiu (superior al 3% del PIB) i que no compleixin les recomanacions específiques per corregir aquest excés poden ser sancionats amb multes financeres gairebé automàtiques (fins al 0,2% del PIB), si així ho recomana la Comissió Europea i tret que una majoria qualificada del grup s'hi oposi. Així mateix, reforça l'objectiu de deute requerint als països amb un deute excessiu que el redueixin de forma progressiva, a raó d'una vintena part cada any de la diferència entre el nivell actual i el 60% del PIB. D'altra banda, introdueix un procediment de desequilibris excessius per prevenir

divergències en competitivitat, dèficits per compte corrent insostenibles, bombolles d'actius i altres desequilibris macroeconòmics. Aquest procediment derivarà en recomanacions de la Comissió als Estats membres, les quals, si s'incompleixen, també podran implicar sancions financeres (fins al 0,1% del PIB).

La imminència de l'entrada en vigor del *6-pack* va aplanar el camí perquè el Consell Europeu aprovés els principis del nou compromís fiscal durant la cimera del desembre. Les autoritats alemanyes van arribar a la reunió amb un objectiu: incorporar regles fiscals a la legislació primària de la Unió Europea i dels diferents Estats membres que gravin a foc l'objectiu d'equilibri pressupostari, sota pena de sancions automàtiques. Tot i que no van aconseguir convèncer tots els seus socis europeus per modificar els tractats de la unió –el Regne Unit s'hi va oposar rotundament–, sí van aconseguir el compromís dels Estats membres de la UME –i el suport dels seus socis de la Unió Europea, llevat del Regne Unit i la República Txeca– d'incorporar una «regla d'or» d'equilibri pressupostari a les respectives legislacions primàries nacionals (preferiblement a la Constitució). Aquesta regla restringirà el dèficit estructural del sector públic al 0,5% del PIB i el seu incompliment implicarà sancions automàtiques. Així mateix, van acordar que el Tribunal de Justícia de la Unió Europea supervisi la transposició d'aquesta regla fiscal a nivell nacional i que tant els detalls d'aquesta regla com de la resta de mesures acordades en el pacte (reducció del deute excessiu o renúncia a la unanimitat d'opinió sobre l'aplicació de sancions automàtiques o desemborsaments del Mecanisme Europeu d'Estabilitat) se segellin mitjançant un acord intergovernamental, que ja està en procés de redacció i que es preveu que sigui ratificat abans del març del 2012.

D'aquesta manera, el nou pacte fiscal reforça el que estableix el *6-pack*. En conjunt, aquests acords estableixen les bases per a avanços més importants cap a la integració fiscal i econòmica. Per començar, dona un marge de confort més ampli al Banc Central Europeu per adquirir deute públic de països perifèrics. Així mateix, obliga els països amb més desequilibris a una major disciplina i a sotmetre els pressupostos a la supervisió de la Unió Europea. Al seu torn, això ajudarà a establir una confiança mútua dins de la unió i facilitarà també la tasca de les autoritats dels països financerament més sòlids a l'hora de convèncer la seva ciutadania que, eventualment, un mandat més ampli del BCE i una mutualització dels riscos mitjançant algun tipus de bo d'estabilitat servirien per a l'interès general, ja que aportarien una important dosi de solidesa a la moneda única.

Una emissió comuna de deute sobirà contribuiria, en especial, a l'estabilitat financera i a l'eficiència econòmica de la zona de l'euro. Per començar, constituiria un poderós instrument per afrontar les dificultats de liquiditat que tenen plantejats, actualment, alguns Estats membres –ja que els permetria beneficiar-se de la major qualitat creditícia d'altres socis– i minimitzaria el risc d'una pèrdua sobtada de l'accés al mercat en el futur. Així mateix, en originar una considerable reserva d'actius segurs i líquids, dotaria els bancs de la zona de l'euro d'una font de garanties més sòlides i facilitaria la transmissió de la política monetària del BCE. D'altra banda, la gran dimensió, liquiditat i qualitat creditícia d'aquest mercat de bons es traduiria en un tipus d'interès relativament baix, de manera que es reduirien els costos de finançament tant del sector públic com del privat a la zona de l'euro.

Europa va triar el seu destí fa anys. Des del principi, es va saber que aquest camí seria llarg, complex i turbulent i que assolir certs objectius exigiria un cost polític només assumible quan no hi hagués cap altra elecció. Sortir del forat actual ens obliga a avançar amb pas ferm cap al pròxim objectiu: la Unió Fiscal Europea. L'alternativa és enfonsar-se en l'abisme, ja que, a hores d'ara, fer marxa enrere no és, en realitat, una opció.

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

Perspectives de sensible desacceleració de l'economia alemanya el 2012

La primera estimació confirma que el PIB d'Alemanya va créixer el 3,0% l'any passat. D'aquesta manera, l'economia germànica va superar el nivell màxim previ a la Gran Recessió del 2008-2009 després de dos anys de recuperació. El 2011, el creixement va provenir, sobretot, de la demanda interna, tant del consum com de la inversió. En canvi, el sector exterior, malgrat el dinamisme de les exportacions, només va contribuir amb 0,8 punts percentuals a l'expansió del PIB.

No obstant això, tot i que encara no es coneix el detall de l'evolució del quart trimestre, es pot deduir que el PIB es va contraure unes dues dècimes en relació amb el tercer. Això s'explica, d'una banda, pel fort repunt experimentat durant el període juliol-setembre i, de l'altra, pel refredament del sentiment econòmic, a conseqüència, principalment, de la crisi del deute de la perifèria de la zona de l'euro.

No obstant això, en els últims mesos, s'ha revertit l'empitjorament del clima empresarial, de manera que, tot i que és probable que continuï la feblesa econòmica al llarg

de l'hivern, esperem que sigui transitòria i no gaire profunda. Així, situem la previsió de creixement del PIB para al 2012 en el 0,5%. Malgrat tot, cal assenyalar l'existència de riscos a la baixa si empitjora la crisi del deute sobirà europeu, atesa la importància dels intercanvis comercials amb els socis de la zona de l'euro.

Aquest augment de l'activitat econòmica es basarà en la política monetària relaxada, en l'expansió de l'economia global i, sobretot, en el vigor del consum privat. La confiança del consumidor va millorar al novembre i al desembre del 2011 i es va consolidar en un nivell sensiblement superior a la mitjana històrica. Aquest optimisme es basa en l'augment de la renda disponible. En efecte, en el tercer trimestre, el salari real va augmentar el 0,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior, tot i que es constata una desacceleració.

També va contribuir positivament l'evolució favorable del mercat laboral. Així, el nombre d'ocupats va assolir un nou rècord el 2011 i va augmentar l'1,3% en relació amb l'any previ. Al desembre, va continuar baixant l'atur en termes desestacionalitzats, i l'indicador de demanda de tre-

Situem la previsió de creixement del PIB germànic en el 0,5%, amb riscos a la baixa.

L'augment de la renda disponible i la marxa favorable del mercat laboral impulsen l'optimisme dels consumidors alemanys.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	-5,1	3,6	3,8	4,6	2,9	2,6	-	...	-
Vendes al detall	-3,2	1,4	1,1	0,8	2,4	0,8	1,4	0,9	...
Producció industrial	-15,5	10,0	11,7	12,9	8,2	8,2	4,1	3,6	...
Índex d'activitat empresarial (Ifo) (*)	90,7	107,8	113,4	114,7	114,2	109,6	106,4	106,6	107,2
Taxa d'atur (**)	7,8	7,1	6,7	6,3	6,0	5,8	5,6	5,5	...
Preus de consum	0,4	1,1	1,5	2,1	2,3	2,4	2,5	2,4	2,1
Balança comercial (***)	138,7	154,9	154,9	157,9	159,0	159,7	156,7	159,0	...

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.

El dèficit públic d'Alemanya es redueix fins a l'1% del PIB el 2011, i el Govern està decidit a mantenir la disciplina pressupostària el 2012.

ball BA-X va continuar pujant. De fet, nombroses branques d'activitat registren un dèficit de treballadors especialitzats.

La tendència descendent de la inflació en els últims mesos és un altre motiu d'ànim per als consumidors. En efecte, després d'haver arribat al 2,6% al setembre, va tancar l'exercici en el 2,1%. El 2012, esperem que continuï aquesta tendència cap avall, si els preus energètics no donen una sorpresa negativa. En tot cas, el 2011, la productivitat per ocupat es va continuar incrementant i va anotar un ascens anual de l'1,6%, percentatge que va propiciar que la variació interanual de l'IPC sense els productes energètics fos només de l'1,3% al desembre.

Pel que fa a la inversió, la millora del clima econòmic també apunta a un cert vigor al llarg del 2012. Així, l'índex ZEW va pujar amb força al gener i va presentar una alça per segon mes consecutiu. D'altra banda, els baixos tipus d'interès haurien d'impulsar la inversió en construcció.

Des del punt de vista de l'oferta, després de la reculada de la producció industrial a l'octubre-novembre en relació amb el bimestre anterior, la reducció de les comandes industrials només pot augurar una modesta evolució en els pròxims mesos d'hivern. En canvi, la producció de la construcció va augmentar el 3,1% a l'octubre-novembre en relació amb els dos mesos precedents. I, tot i que és previsible un alentiment, es manté un fons de fortlesa.

La bona marxa de l'economia el 2011 va facilitar que el dèficit públic alemany es reduís fins a l'1,0% del PIB, després d'haver-se situat, en els dos anys previs, per damunt del límit del 3% establert al Tractat de la Unió Europea. El control del dèficit públic també ha estat afavorit per unes rendibilitats molt baixes per al deute alemany, que s'ha vist beneficiat per la fugida cap a la qualitat per part dels inversors. El 2012, el

Govern alemany està decidit a prosseguir la política de disciplina pressupostària.

D'altra banda, en l'exercici actual, s'ha iniciat la reforma gradual del sistema de pensions, que apujarà l'edat de jubilació en dos anys, fins als 67 anys, el 2030. Això també facilitarà la sostenibilitat de les finances públiques germàniques.

L'economia francesa, en hores baixes

Segons els indicadors disponibles, després d'un creixement intertrimestral del 0,3% en el període juliol-setembre, revisat a la baixa en 0,1 punts, l'economia francesa va experimentar, probablement, una lleugera contracció en el quart trimestre, que podria continuar en els primers compassos d'enguany. En un marc en què l'indicador de clima econòmic roman sensiblement per sota del nivell normal i en què subsisteixen problemes de competitivitat, i a causa també d'un cert alentiment de l'economia global, hem rebaixat la previsió de creixement del PIB francès fins al 0,1% per al 2012. Els riscos són, sobretot, a la baixa, atesa la notable interrelació amb els països de la perifèria de la zona de l'euro, afectats, al seu torn, per la crisi del deute sobirà.

Des de l'òptica de la demanda, el consum fluïxeja. La confiança dels consumidors es va estabilitzar al desembre, però en un nivell molt baix. Aquest pessimisme està motivat, en part, per la negativa evolució del mercat laboral. Així, la taxa d'atur mostra una tendència lleugerament ascendent i s'aproxima al 10%. La taxa d'inflació tampoc no proporciona gaires alegries, ja que, al desembre, va romandre en la cota més alta de l'any, el 2,5%. No obstant això, és previsible que, el 2012, es reorienti cap avall.

Pel costat de l'oferta, s'observa, també, una conjuntura en hores baixes. En el període

Rebaixem la previsió de creixement del PIB francès per al 2012 fins al 0,1%.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	-2,6	1,4	1,4	2,2	1,7	1,5	-	...	-
Consum de manufactures per les llars	-0,4	1,7	0,9	3,5	1,1	-1,3	0,3	-1,9	...
Producció industrial	-12,6	4,6	4,3	4,7	1,9	2,9	1,7	0,9	...
Taxa d'atur (*)	9,5	9,8	9,7	9,6	9,6	9,6	9,7	9,8	...
Preus de consum	0,1	1,5	1,7	1,8	2,1	2,1	2,3	2,5	2,5
Balança comercial (**)	-44,9	-51,5	-51,5	-59,0	-64,2	-68,3	-71,0	-70,5	...

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.

setembre-novembre, la producció industrial va baixar l'1,0% en relació amb els tres mesos anteriors, de manera que va registrar un ascens interanual, només, de l'1,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Tot i que, al desembre, l'activitat del sector secundari va millorar lleugerament, a curt termini, les perspectives no són gaire favorables, ja que les comandes industrials van baixar el 2,3% en valor al setembre-novembre en relació amb els tres mesos precedents.

Pel que fa als serveis, es van animar una mica al desembre. Així mateix, l'activitat turística va anotar, a l'octubre, un augment interanual, gràcies als visitants francesos. No obstant això, l'indicador del clima econòmic del sector terciari es va col·locar, al desembre, apreciablement per sota de la mitjana històrica.

En aquest context, al final de la segona setmana de gener, l'agència d'avaluació creditícia Standard & Poor's va rebaixar la qualificació del deute sobirà francès i de vuit països europeus més. En el cas de França, la retallada només va ser d'un graó, fins a AA+. Aquesta mesura ja havia estat descomptada pel mercat, i la prima de risc del deute sobirà francès a llarg termini, en relació amb l'homòleg alemany, va romanre en uns 129 punts bàsics al comença-

ment de la tercera setmana de gener, lluny del rècord de 189 punts bàsics des del llançament de l'euro assolit cap a la meitat de novembre. D'altra banda, les agències Moody's i Fitch mantenen la màxima qualificació per al deute sobirà francès.

Les tensions als mercats financers es transmeten de forma gradual al crèdit al sector privat. Així, en el quart trimestre, mentre que la demanda de finançament a la indústria creixia amb més intensitat que en el trimestre anterior, el finançament obtingut va augmentar amb més moderació que la demanda de crèdit. Així mateix, es va constatar l'alentiment del crèdit al sector privat al novembre. El crèdit a les empreses no financeres va avançar el 4,5% en els dotze últims mesos, 0,9 punts menys que a l'octubre, mentre que el destinat a les famílies va augmentar el 6,8%, mig punt per sota de la taxa anterior.

En aquest marc, i a tres mesos de les eleccions presidencials, el Govern va adoptar mesures urgents per afrontar el deteriorament del mercat laboral. Així, es facilitarà la reducció del temps de treball per a les empreses en dificultats, es donarà suport a la contractació de joves per part de micro-empreses i es millorarà la formació dels aturats de llarga durada. A més a més, es prepara una reforma de la formació pro-

L'agència Standard & Poor's retira la màxima qualificació al deute sobirà francès a llarg termini.

El Govern francès adopta mesures urgents per afrontar el deteriorament del mercat laboral.

Itàlia cau en la recessió en el segon semestre del 2011, amb perspectives d'una reculada més important el 2012.

fessional, coherent amb les necessitats de l'economia per millorar la competitivitat.

Reajustant l'economia italiana

Després d'un descens intertrimestral del PIB del 0,2% en el tercer trimestre, tot i que encara no es disposa de les xifres oficials, probablement es registrarà una caiguda superior en el quart, de manera que l'economia italiana hauria entrat de nou en recessió sense haver recuperat el nivell previ a la gran crisi del 2008-2009. Pel que sembla, així ho suggereixen indicadors com la caiguda interanual del 4,1% de la producció industrial al novembre i del 8,1% de la construcció a l'octubre.

Sense tenir en compte els problemes de competitivitat, aquesta evolució és producte de l'efecte de les mesures de política econòmica restrictives adoptades l'any passat i també de l'alentiment de l'economia global. Així, la contribució del sector exterior al creixement, tot i que positiva, ha estat insuficient.

Les perspectives per al 2012, si s'ha de jutjar pels indicadors avançats i pels previsibles efectes de les mesures d'austeritat en marxa, amb augments d'impostos i reta-

llades de despeses públiques, són de continuïtat de la recessió, si més no en els primers trimestres, de manera que situem la variació del PIB, en el conjunt de l'exercici, en el -1,5%. El paquet anomenat «Cresci Italia» de reformes estructurals, que es comenta més endavant, tindrà un efecte positiu sobre l'ampliació del creixement potencial, però el seu impacte serà, sobretot, a mitjà i a llarg termini.

El consum de les famílies dona mostres de feblesa a causa de la pèrdua de poder adquisitiu dels salaris, de la reculada de l'ocupació, de l'augment de l'atur en els últims mesos i de l'increment de la incertesa. La taxa de variació dels preus de consum va finalitzar amb una alça interanual del 3,3% al desembre, propiciada, en part, pels augments dels impostos indirectes, increments que prosseguiran el 2012 i que dificultaran la reconducció de la inflació. Així, en aquest exercici, preveiem que prosseguirà la disminució del consum de les llars, el nivell de confiança de les quals ha assolit la cota mínima des de, com a mínim, la meitat dels anys noranta. També és esperable una reducció de la inversió, atesa la baixa utilització de la capacitat productiva, d'una banda, i la persistència de la crisi immobiliària, de l'altra.

Després de tancar el 2011 en el 3,3%, les pujades dels impostos indirectes dificultaran la reconducció de la inflació a Itàlia enguany.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	-5,1	1,4	1,6	0,8	0,7	0,2	-	...	-
Vendes al detall	-1,7	0,1	0,1	-0,4	-0,3	-1,3	-1,1	-1,4	...
Producció industrial	-18,6	6,4	5,7	2,3	1,5	-0,1	-3,3	-3,6	...
Taxa d'atur (*)	7,8	8,4	8,3	8,2	8,1	8,1	8,5	8,6	...
Preus de consum	0,8	1,5	1,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,3	3,3
Balança comercial (**)	-5,9	-30,0	-30,0	-34,2	-34,1	-32,1	-30,6	-28,8	...

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.

Tot i que, el 2011, el dèficit del sector estatal es va reduir en 5.500 milions d'euros en relació amb l'any anterior, més del que s'esperava, al final de la segona setmana de gener, l'agència Standard & Poor's va rebaixar de nou la qualificació del deute sobirà italià fins a BBB+, mentre que Fitch la mantenia en A+, però amb perspectives negatives, i Moody's, en A2; totes aquestes qualificacions amb grau d'inversió, a diferència de Grècia, de Portugal i d'Irlanda. No obstant això, la prima de risc es va col·locar en uns 485 punts bàsics, sensiblement per sota del rècord de 550 anotat en la segona setmana de novembre.

La recuperació de la confiança i la disminució de la prima de risc són molt importants per a la sostenibilitat de les finances públiques. En aquest context, el 20 de gener, el Govern presidit per Mario Monti va aprovar un nou paquet de mesures, centrades aquesta vegada en la liberalització de diferents sectors, com l'energètic, el transport, el financer i les assegurances, els serveis públics locals i els professionals, que inclou les farmàcies i els notaris. Al mateix temps, el paquet inclou mesures d'impuls de les infraestructures i de la construcció. A més a més, per afrontar un alt atur juvenil, els menors de 35 anys podran constituir la nova «societat simplificada de responsabilitat limitada» amb un capital a partir d'un euro. Així mateix, es podrà compatibilitzar els dos últims anys de formació universitària amb les pràctiques professionals.

Aquestes mesures han desencadenat una onada de protestes per part dels col·lectius afectats, però el Govern està decidit a aplicar-les, tot i que, durant els dos mesos de termini per validar-les al Parlament, podrien ser modificades. Pel que fa a la reforma estructural del mercat laboral, el Govern està dialogant amb els agents socials, però planeja tirar-la endavant en el termini d'algunes setmanes.

Regne Unit: el tren continua aturat a l'estació

L'economia del Regne Unit s'assembla a un tren aturat a l'estació mentre la megafonia anuncia que un problema d'interrupció d'energia elèctrica n'impedeix la marxa però que en breu se solucionarà. Certament, l'economia britànica es troba immersa enmig del programa de consolidació fiscal anunciat fa dos anys. El programa d'austeritat fiscal implementat fins ara, en una combinació de retallades de despesa i increment d'impostos, puja ja a 42.000 milions de lliures esterlines. Un nivell d'ajustament que representa el 2,9% del PIB del Regne Unit.

I les últimes dades indiquen una absència de dinamisme en l'activitat econòmica. Des del punt de vista de la demanda, les vendes al detall llangueixen amb un registre del 0,7% interanual al novembre. Per la seva banda, les noves matriculacions de cotxes han caigut el 3,7% interanual al desembre. No obstant això, és necessari destacar que la feblesa que presenten els indicadors econòmics en relació amb el consum, en realitat, apunten més a una aturada en el creixement econòmic que a un inici de desaceleració econòmica que pugui desembocar en una recessió duradora. Afortunadament, la dada de la inflació del mes de desembre es va reduir del 4,8% al 4,2% i es converteix en una notícia positiva per a la renda neta de les famílies. La desaceleració de la inflació va ser liderada pels epígrafs d'energia i de roba.

En termes de sector exterior, les últimes dades tampoc no són encoratjadores. En el mes de novembre, les importacions van créixer i les exportacions van disminuir, de manera que va augmentar el dèficit comercial i es va incrementar el risc que l'aportació del sector exterior al creixement es faci més negativa.

El decret «Cresci Italia» impulsa la competència i les infraestructures per recuperar la competitivitat perduda.

El Govern transalpí prepara la reforma laboral.

Al Regne Unit, l'economia llangueix per la feblesa de la demanda agregada.

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				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	-4,4	2,1	1,7	1,7	0,6	0,5	-	...	-
Vendes al detall	0,5	-0,2	-1,0	1,5	0,5	-0,3	1,2	0,7	...
Producció industrial	-9,0	1,9	2,9	1,3	-1,3	-1,4	-2,0	-3,1	...
Taxa d'atur (1)	4,7	4,7	4,5	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0
Preus de consum	2,1	3,3	3,4	4,2	4,4	4,7	5,0	4,8	4,2
Balança comercial (2)	-87,3	-89,4	-89,4	-98,4	-98,7	-100,8	-101,7	-101,6	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	73,9	80,4	79,3	78,4	78,6	77,1	79,4	80,1	79,6

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.

La feblesa es reflecteix en la producció manufacturera i en el sector de la construcció.

Des del punt de vista de l'oferta, la producció manufacturera va presentar una caiguda del 0,2% intermensual al novembre, mentre que, en termes interanuals, presenta un registre del 0,6% negatiu. És la primera caiguda interanual des del gener del 2010. Aquesta dada implica que, molt probablement, la producció manufacturera es va contreure en el quart trimestre de l'any passat. I no és una dada intranscendent, ja que aquest sector econòmic representa, aproximadament, el 10% del PIB del país. L'índex de gestors de compra (PMI) manufacturer del desembre es va situar en 49,6 punts, lleugerament per sota dels 50 punts, que és la frontera entre expansió i contracció, però va millorar el registre del mes de novembre, de 47,7 punts. Afortunadament, l'índex PMI del sector serveis va presentar un nivell de 54 punts al desembre i va augmentar en 1,9 punts el registre del mes anterior.

Així i tot, el sector de la construcció continua patint la feblesa en preus de l'habitatge, que, en funció de l'índex que s'adopti, varia del 0,4% al -1,3% interanual, situació normal, ja que les famílies mantenen l'ac-

titud prudent davant la incertesa sobre el futur econòmic en els pròxims mesos.

En definitiva, els passatgers del tren estan impacients per reprendre el viatge, però sembla que, fins a la meitat d'enguany, no tornarà el corrent elèctric, ja que els indicadors econòmics avançats indiquen una absència de creixement significatiu durant el primer semestre.

Europa emergent: Hongria preocupa

Hongria ha centrat l'atenció pública en les últimes setmanes. Entre el 6 de desembre i el 5 de gener, la prima de risc-país es va disparar en 176 punts bàsics i es va situar per damunt dels 600 punts. Per la seva banda, el florí hongarès va perdre el 6% del seu valor en relació amb l'euro. Així mateix, la borsa de Budapest va recular el 9% en aquest període. Què ha estat passant al país? Tot i que el detonant immediat va ser la mala evolució de les negociacions amb el Fons Monetari Internacional (FMI) i amb la Unió Europea (UE) sobre una important ajuda financera que el Govern

Hongria pateix notables turbulències financeres en les últimes setmanes.

EL RISC DE SOLVÈNCIA D'HONGRIA, SUPERIOR AL REGIONAL

Cotització del CDS del bo sobirà a 3 anys



NOTA: (*) Mitjana de Polònia, la República Txeca, Eslovàquia i Romania.
FONT: Thomson Reuters Datastream.

magiar va sol·licitar al novembre passat, la veritat és que els problemes del país vénen de més lluny. Com s'aprecia al gràfic anterior, des del maig del 2010, quan va prendre possessió el nou Govern de centredreta liderat per Viktor Orban, els dubtes sobre la solvència pública hongaresa han tendit a créixer, dinàmica que s'ha intensificat des del setembre i que s'ha exacerbada encara més al final del 2011.

El factor essencial que explica aquesta posició dels inversors internacionals és la resposta inadequada que el Govern ha donat als problemes de les finances públiques. Tot i que és cert que la situació heretada en matèria d'endeutament públic era complicada, amb un deute públic acumulat de l'ordre del 80% del PIB (el més alt de l'Europa emergent), el que ha generat més incertesa ha estat la percepció que la política d'ajustament pressupostari seguida s'orientava massa a curt termini i no tenia unes directrius clares. Així, d'entrada, l'estratègia seguida per millorar el saldo públic

el 2011 es va centrar, de forma primordial, en mesures excepcionals i no recurrents: la transferència al sistema públic de pensions del pilar privat del sistema (que va representar un ingrés atípic de l'ordre del 8% del PIB) i l'aplicació d'un conjunt de taxes a determinats sectors (banca, cadenes de distribució, etc.), que van generar un import proper al 2% del PIB.

Tot i que això va permetre, certament, convertir un dèficit públic que, el 2010, era equivalent al 4,2% del PIB en un superàvit del 3,5% el 2011, la falta d'actuació en termes estructurals provocarà que les finances públiques retornin al desequilibri el 2012. La Comissió Europea, per exemple, preveu un dèficit del 3,2%. A més dels efectes lesius per al creixement a llarg termini, la maniobra feta per adoptar aquestes mesures (amb una estratègia de comunicació que ha tendit a desconcertar els actors econòmics i amb una escassa predisposició a negociar amb els col·lectius afectats) ha afectat la credibilitat del país.

Als inversors els preocupa la situació de les finances públiques...

...i la forma utilitzada per millorar el saldo públic, excessivament basada en mesures excepcionals.

Així mateix, preocupen els canvis constitucionals, que poden limitar la independència del banc central.

Per completar un quadre de política econòmica poc ortodox, el Govern va decidir atacar de forma poc encertada un altre dels problemes heretats, el del pes del deute privat denominat en divisa estrangera (que puja al 60% del total del crèdit hipotecari, per exemple). Així, tractant de pal·liar els efectes de la forta depreciació del florí des del 2010 (superior al 14% enfront de l'euro), al setembre es va adoptar un pla d'amortització anticipada d'hipoteques en divises estrangeres a un tipus de canvi subvencionat en relació amb el de mercat, de manera que les entitats financeres són les que assumeixen les pèrdues.

En aquest context de reducció de la credibilitat de la política econòmica, esdeveniments externs han acabat de tensionar la situació financera. Així, la intensificació de la incertesa financera global associada a la crisi del deute de la zona de l'euro des del novembre passat i el deteriorament de l'activitat econòmica a Hongria, vinculable a la feblesa de la zona de l'euro, han generat, des de mitjan novembre, una dinàmica financera preocupant. Precisament, les difícils perspectives de poder cobrir les fortes necessitats de refinançament exterior de l'economia el 2012 van forçar que, en aquest mes de novembre, el Govern es dirigís als organismes multilaterals buscant un préstec d'uns 15.000 a 20.000 milions d'euros.

No obstant això, la coincidència d'aquestes converses amb canvis constitucionals que

podrien afectar l'autonomia del banc central hongarès ha comportat la suspensió de les negociacions i una intensificació de les tensions financeres que pateix el país. Més enllà del contingut econòmic, altres aspectes de la nova constitució, com, per exemple, les limitacions a la independència judicial o canvis en els drets de les minories, han estat considerats potencialment incompatibles amb diferents aspectes del cabal comunitari. Tot plegat ha generat diferents accions de les institucions de la Unió Europea.

Particularment rellevant és l'informe de la Comissió Europea del passat 11 de gener, molt crític amb els esforços d'ajustament fiscal duts a terme el 2011 i amb els plantejats al pressupost del 2012. Això significa que seguirà el seu curs l'anomenat «procediment de dèficit excessiu», que, si el Govern magiar no adopta mesures correctives, podria acabar conduint a sancions econòmiques importants (com la pèrdua de fons estructurals). Així mateix, el 17 de gener, la Comissió va iniciar tres expedients per infracció del dret comunitari (per les qüestions de la independència del banc central i judicial i de la protecció de dades). Malgrat que l'escenari més probable és que Hongria, tot i que amb reticències, reverteixi els aspectes més controvertits i acabi acceptant els termes que facilitaran el crèdit de l'FMI i de la Unió Europea, és més dubtós que el biaix heterodox de la política econòmica es corregeixi totalment.

Això allunya la concessió d'un préstec de l'FMI i provoca la reacció de la Comissió Europea.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Any nou, mateixos problemes

L'any comença amb l'atenció dels inversors posada en els mateixos temes que van marcar el compàs dels mercats financers durant el 2011. La llista està encapçalada pels ja coneguts desequilibris fiscals de les principals economies occidentals, amb un lloc especial per a la zona de l'euro, on aquests problemes s'emmarquen en una crisi institucional de gran importància. En segon lloc, destaca l'amenaça de desacceleració del creixement econòmic dels països emergents. En tercer lloc, cal esmentar el pols de l'economia dels Estats Units, encara feble, i els interrogants que genera la seva política econòmica en un any electoral. Afortunadament, des de les últimes setmanes del mes de desembre, s'han començat a percebre indicis d'un possible canvi en l'escenari europeu, que podrien propiciar una etapa de més estabilitat als mercats financers globals. Si es confirmen l'èxit de les mesures adoptades pel BCE i els acords sobre el pacte fiscal per a la zona de l'euro, la confiança dels inversors es recuperaria i es donaria noves opcions de revaloració, a mitjà termini, als actius amb un perfil de més risc. Mentrestant, però, i mentre no es donin a conèixer els resultats de les diferents actuacions dels bancs centrals mundials i dels líders governamentals, el sentiment imperant als mercats financers continua registrant un elevat grau d'incertesa i de confusió.

Els bancs centrals s'esforcen per impulsar el creixement econòmic

L'alentiment del ritme de creixement de l'economia mundial és un fet constatat des

de la segona meitat de l'any passat. La delicada conjuntura financera que travessen les principals economies desenvolupades es combina amb el progressiu alentiment de l'activitat productiva dels països emergents i amb la moderació de l'afluència de fluxos inversors estrangers cap a aquestes economies. Tot plegat ha representat una limitació per a les expectatives de creixement internacional. L'examen de les últimes dades mostra un escenari econòmic en què la zona de l'euro s'endinsa, pel que sembla, en una etapa de recessió, els Estats Units presenten un creixement estabilitzat en ritmes moderats i les grans economies emergents evidencien una suau desacceleració del creixement. En aquest context, les autoritats monetàries juguen un paper decisiu. La majoria dels bancs centrals han adoptat estratègies que anteposen el creixement econòmic a l'estabilitat dels preus, tot plegat per restaurar la confiança dels mercats financers.

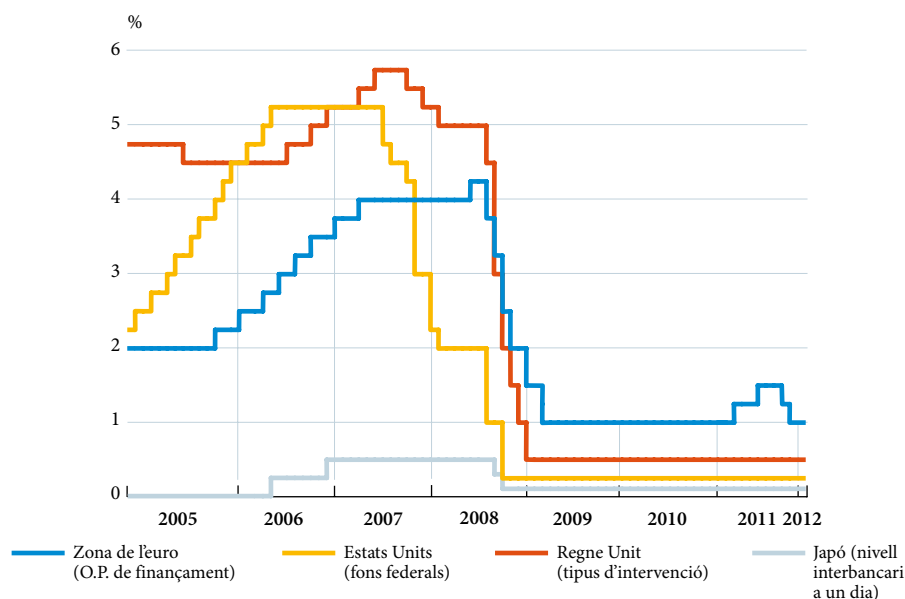
En el cas dels Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha decidit ampliar de nou el perfil expansiu de l'estratègia monetària, per apuntalar una recuperació que continua essent lenta. Tal com es pot observar des del tercer trimestre de l'any passat, els principals indicadors econòmics recullen una millora gradual. En concret, el consum de les famílies i la inversió empresarial experimenten una progressió favorable, que proporciona una certa esperança de sostenibilitat al procés de recuperació econòmica. No obstant això, com el mateix president de la Reserva Federal, Ben Bernanke, recalca una vegada i una altra, la situació econòmica presenta encara signes d'elevada vulnerabilitat, com els que es desprenen de la falta d'activitat d'alguns

L'escenari financer mundial afronta el nou exercici pendent de riscos ja coneguts.

Les autoritats monetàries tracten de salvaguardar el creixement de les economies.

La Fed considera que l'activitat evoluciona de forma favorable, tot i que els riscos persisteixen.

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

Les mesures monetàries de la Fed tenen el resultat perseguit sobre els tipus d'interès a llarg termini.

sectors productius clau, en particular el residencial. Així mateix, Bernanke ha destacat la persistència d'un elevat nombre de riscos que amenacen el restabliment de l'economia, molts dels quals tenen l'origen en la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro. De la mateixa manera, el responsable monetari ha destacat també l'evolució favorable de la creació neta d'ocupació, que, tot i mostrar una tendència alcista, se situa en nivells històrics corresponents a situacions econòmiques dominades per la fragilitat. Sobre la base d'aquestes dades, la Fed ha reiterat el propòsit d'impulsar la creació de llocs de treball, tot i que sense amenaçar l'estabilitat dels preus, i, per aconseguir-ho, defensa el manteniment dels tipus d'interès en els nivells mínims actuals (0%-0,25%) i la continuïtat de les mesures monetàries de caràcter excepcional, entre les quals destaquen la reinversió dels interessos meritats i del principal de les obligacions i de les cèdules hipotecàries que han vençut i també el programa d'extensió del venciment dels bons públics en

el balanç de la Reserva Federal. Precisament, aquesta actuació, coneguda com *operació twist*, té l'efecte perseguit sobre els tipus d'interès a llarg termini. En concret, la compra de bons amb un venciment a llarg termini per part de l'entitat, mentre ven els bons amb un venciment a curt termini, està pressionant a la baixa els tipus d'interès i aconseguix, així, reduir el cost de finançament del sector privat (en especial les hipoteques). Malgrat que les autoritats de la Fed no s'han manifestat en ferm sobre la possibilitat d'implantar un nou paquet de mesures quantitatives (que seria la tercera ronda de *quantitative easing*), l'entitat s'esforça a posar l'accent en la seva total flexibilitat per adoptar decisions que facilitin el creixement sostingut de l'economia.

Per la seva banda, a la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va mantenir el tipus d'interès rector en l'1% a la reunió del gener. Segons el president de l'entitat, Mario Draghi, aquesta decisió va ser adop-

tada sobre la base de les dades obtingudes d'alguns sondejos que han començat a mostrar certs signes d'estabilització de l'activitat a la regió. No obstant això, aquesta evidència és tènue i s'emmarca en un context d'elevada incertesa, on els riscos a la baixa per a l'economia continuen essent molt elevats. Aquests riscos responen a una doble naturalesa. D'una banda, hi ha els riscos financers derivats de l'agreuament de les tensions als mercats de crèdit de la zona de l'euro. I, de l'altra, els econòmics, estretament vinculats a la desacceleració del creixement de l'economia global i als desequilibris estructurals (necessitat d'ajustament fiscal). No obstant això, i malgrat que és cert que els riscos sobre el creixement i la inflació del conjunt de la zona presenten un marcat biaix a la baixa, la possibilitat de noves retallades dels tipus d'interès oficials per part del banc central podria topar amb el relatiu bon to de l'economia alemanya.

Adicionalment, el BCE es basa en un seguit de mesures no convencionals, la finalitat de les quals és reduir les dificultats de finançament de la banca europea i, conseqüentment, de l'economia real. Entre aquestes mesures, cal esmentar les línies de liquiditat il·limitades i a tipus fix que l'entitat realitza des de l'any passat. Les que més destaquen són les dues subhastes de liquiditat, aprovades en la passada reunió de desembre, amb venciment a tres anys. En opinió del BCE, el resultat de la primera subhasta, efectuada en els últims dies del 2011, va ser un èxit de demanda del sector bancari europeu, i els seus efectes contribueixen de forma favorable a les condicions de finançament de la banca i a restaurar la confiança dels inversors. Aquests resultats, probablement, es veuran reforçats amb la següent injecció de liquiditat a tres anys, prevista per al febrer.

En termes de la implicació directa del BCE en l'estabilització i en la resolució de

la crisi sobirana de la zona de l'euro, l'entitat manté ferm el compromís d'assegurar un funcionament ordenat dels mercats de deute i de restablir, així, la confiança dels inversors. Per dur a terme aquesta tasca, el BCE ha continuat recorrent a la compra de bons dels països de la zona de l'euro en dificultats. Fins avui, l'import total de les compres efectuades puja a 217.000 milions d'euros, i, atès l'augment de les tensions creditícies al voltant d'Itàlia i d'Espanya, s'ha accelerat el ritme en els últims mesos.

Pel que fa a l'escenari monetari dels països emergents, destaca el gir que la majoria de les autoritats competents han començat a donar a les polítiques monetàries. El gradual alentiment dels indicadors globals d'activitat, iniciat a l'estiu, ha provocat seriosos desajustaments entre l'evolució de l'economia real i el to restrictiu de les polítiques monetàries. Atesa aquesta circumstància, i amb l'objectiu d'intentar evitar la desacceleració abrupta de les taxes de creixement real, els bancs centrals d'aquestes economies han decidit orientar el sentit de les polítiques cap a un perfil menys restrictiu. Així, per exemple, al gener, i seguint la seqüència de davallades de tipus iniciada a l'agost del 2011, el Banc Central del Brasil va aprovar una nova retallada dels tipus d'interès de referència fins al 10,50. També han aplicat mesures de relaxament la Xina i l'Índia, entre d'altres.

En aquest entorn, els tipus d'interès dels mercats interbancaris han continuat recollint, en forma de fluctuacions, les variacions en l'escenari financer i monetari a les dues bandes de l'Atlàntic. Al gener, els moviments dels tipus s'han orientat a la baixa. Així, als Estats Units, el tipus d'interès líbor en dòlars va interrompre la tendència alcista iniciada a l'estiu, gràcies al relaxament de la incertesa en l'entorn financer europeu. Per la seva banda, el tipus d'interès euríbor va acumular nous des-

El BCE afirma que s'observen alguns signes d'estabilització econòmica a la zona de l'euro.

La subhasta de liquiditat a tres anys relaxa les condicions de finançament de la banca europea.

Els bancs centrals dels països emergents intenten evitar que les economies es desaccelerïn de forma abrupta.

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						
2011									
Gener	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrer	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Març	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Maig	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Juny	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Juliol	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agost	1,50	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	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Novembre	1,25	1,48	2,04	0,25	0,52	0,20	0,50	1,03	1,00
Desembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
2012									
Gener (1)	1,00	1,18	1,80	0,25	0,56	0,20	0,50	1,09	0,62

NOTES: (1) Dia 23.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%).

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

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

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

L'euríbor baixa per l'augment de liquiditat en el sistema financer europeu.

censos en tots els venciments. A l'efecte de la rebaixa del tipus d'interès rector del BCE al desembre, es va afegir l'impacte de l'abundant subhasta de liquiditat realitzada per l'autoritat europea amb venciment a tres anys, que va reduir de forma significativa les tensions en aquest mercat.

L'estabilitat domina els mercats de deute públic

Seguint la tònica dels últims mesos, la taxa interna de rendibilitat (TIR o *yield*) del deute públic de les principals economies –Estats Units i Alemanya– ha evolucionat de manera estable i s'ha mantingut, per tant, al voltant dels nivells mínims his-

tòrics. Aquest comportament del mercat de deute és el resultat de l'actitud mostrada pels inversors davant l'escenari d'elevada incertesa que encara es percep a la zona de l'euro, que alimenta la demanda d'actius de baix risc en detriment d'altres opcions més arriscades. En el cas dels Estats Units, aquesta circumstància es pot apreciar en l'evolució de la rendibilitat del bo a 10 anys. Per tercer mes consecutiu, el seu *yield* s'ha situat per sota del 2%, situació propiciada per diversos aspectes. A l'esmentada situació financera inestable de la zona de l'euro, s'afegeixen la presència aclaparadora de la Fed als mercats secundaris de deute (comprant bons a través de l'*operació twist*) i la percepció que, en aquest any electoral, les instàncies políti-

La rendibilitat del deute públic dels països més solvents es manté excepcionalment baixa.

ques estan obligades a abordar l'ajustament pressupostari a mitjà i a llarg termini.

En el cas de la zona de l'euro, el comportament del deute alemany ha estat similar a l'experimentat pel dels Estats Units, tot i que amb alguns matisos. Les rendibilitats dels venciments a 2 i a 10 anys (0,21% i 1,86%, respectivament) han continuat a la baixa en el context de l'abundant liquiditat injectada pel BCE. En aquest sentit, també cal tenir en compte la rebaixa de la qualificació patida per diversos països de la regió; en concret, la retallada de la qualificació creditícia que l'agència Standard & Poor's va realitzar a diverses economies, entre les quals destaquen França, Itàlia i Espanya. Tot i que aquesta actuació estava, en part, descomptada pels inversors, el canvi de valoració ha reforçat el lideratge del deute alemany com l'actiu europeu de millor qualitat. Com a mostra d'aquesta circumstància, el bo alemany a 1 any va oferir, per

primera vegada en la seva història, tipus d'interès negatius durant diverses sessions.

En l'àmbit dels països afectats negativament per la crisi del deute sobirà, el sentiment dels inversors es troba dividit. D'una banda, els avanços en la creació d'un pacte fiscal per a la zona de l'euro, la promesa d'actuació rigorosa per part dels nous governs d'Itàlia i d'Espanya i el resultat satisfactori de la gran subhasta de liquiditat (LTRO) del BCE són factors que han millorat l'ànim de molts inversors. La relativa millora de l'entorn d'incertesa ha permès que les primes de risc d'Itàlia i d'Espanya s'hagin relaxat, la qual cosa ha propiciat, addicionalment, la continuïtat de l'èxit de les recents subhastes de deute a llarg termini realitzades pels dos països. Però, al costat oposat, els incessants dubtes sobre la capacitat de Grècia d'afrontar els compromisos amb els seus creditors i la

Els inversors consideren que el deute germànic és l'actiu europeu més segur.

Els avanços al si de la zona de l'euro faciliten les noves emissions de bons dels països del sud d'Europa.

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
2011								
Gener	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrer	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Març	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Maig	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Juny	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Juliol	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agost	2,15	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	2,03	3,10	5,54	6,09	2,11	1,05	2,44	1,00
Novembre	2,26	3,68	6,69	7,25	2,00	1,06	2,29	0,89
Desembre	1,83	3,15	5,09	7,11	1,88	0,99	1,98	0,66
2012								
Gener (*)	1,90	3,07	5,47	6,20	2,00	1,00	2,10	0,78

NOTA: (*) Dia 23.

FONT: Bloomberg.

Diversos factors afebleixen el tipus de canvi de l'euro enfront de la resta de divises.

declarada incapacitat de Portugal per assolir els objectius en matèria de dèficit fiscal han alimentat de nou l'escepticisme d'un altre ampli grup d'inversors. Conseqüentment, les primes de risc d'aquests dos països s'han ampliat.

El tipus de canvi de l'euro continua cedint posicions

Una de les conseqüències de l'escenari econòmic i financer dels últims mesos és l'elevat grau de volatilitat que s'aprecia als mercats de divises. Tot i que el rang de les fluctuacions a curt termini tendeix a reduir-se, hi ha diversos factors que fan pensar que aquesta tendència es podria mantenir durant la primera part del 2012. Entre aquests aspectes, destacarien les se-

qüeles de la crisi de la zona de l'euro, l'agressivitat de les mesures monetàries d'alguns bancs centrals i la irregularitat de les dades macroeconòmiques entre països i regions. Precisament, la conjunció simultània d'aquests elements ha provocat que l'evolució del canvi dòlar-euro s'hagi decantat de nou a favor de la moneda nord-americana en les últimes setmanes. L'apreciació acumulada del dòlar des del mínim marcat al maig del 2011 (1,482 dòlars per euro) arriba quasi al 13%.

La pèrdua de valor de l'euro també s'ha produït enfront d'altres divises. Aquest és el cas del tipus de canvi de l'euro amb el ien japonès, que es va situar en 99,65 iens per euro, el valor màxim de la divisa nipona en dotze anys.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-01-12

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	76,9	-1,5	0,0	-7,3
Lliura esterlina	0,642	-0,1	0,2	-2,7
Franc suís	0,929	-0,8	-1,0	-2,2
Dòlar canadenc	1,009	-1,1	-1,2	1,6
Pes mexicà	13,133	-5,4	-6,1	8,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,300	0,4	-0,3	4,7
Ien japonès	100,0	-1,9	0,3	-12,6
Franc suís	1,207	-1,2	-0,8	-7,2
Lliura esterlina	0,835	-0,3	0,2	-2,2
Corona sueca	8,782	-2,2	-1,6	-2,2
Corona danesa	7,436	0,0	0,0	-0,2
Zloty polonès	4,296	-3,4	-4,0	9,8
Corona txeca	25,43	-1,3	-0,6	4,8
Forint hongarès	302,6	-1,6	-4,1	9,2

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

FONT: Bloomberg.

La roda del crèdit es reactiva

Amb el començament de l'any, la dinàmica dels mercats de crèdit ha recuperat una part del ritme perdut en la recta final del 2011 arran de l'augment de les tensions derivades de la crisi sobirana europea. La ingent subhasta de liquiditat del BCE a tipus d'interès fix a tres anys i els acords fiscals pactats en la cimera europea del 9 de desembre van representar un punt d'inflexió en l'evolució de les primes de risc dels països grans de la perifèria de la zona de l'euro (Itàlia i Espanya). Aquesta situació ha permès que els tipus d'interès dels principals emissors sobirans s'hagin mantingut a la baixa durant el mes de gener, circumstància que s'ha traslladat, també, a la resta dels sectors de la renda fixa privada. La reducció dels *spreads* ha estat relativament significativa, tant en el tram de deute d'alta qualitat (*investment grade*) com en la d'elevat risc (*high yield*). Alguns factors tècnics relacionats amb la recomposició de les carteres han incidit de

forma favorable en la cotització dels bons corporatius d'elevada qualitat. La rebaixa de qualificació que han experimentat diversos emissors sobirans ha reduït l'oferta de paper de màxima qualitat. Igualment, l'expansió del balanç dels bancs centrals ha representat una reducció del paper disponible per als inversors institucionals. Així mateix, aquesta circumstància ha generat que molts d'aquests inversors hagin optat per desplaçar els fons cap a altres emissions més rendibles i més arriscades, com és el cas del *high yield*.

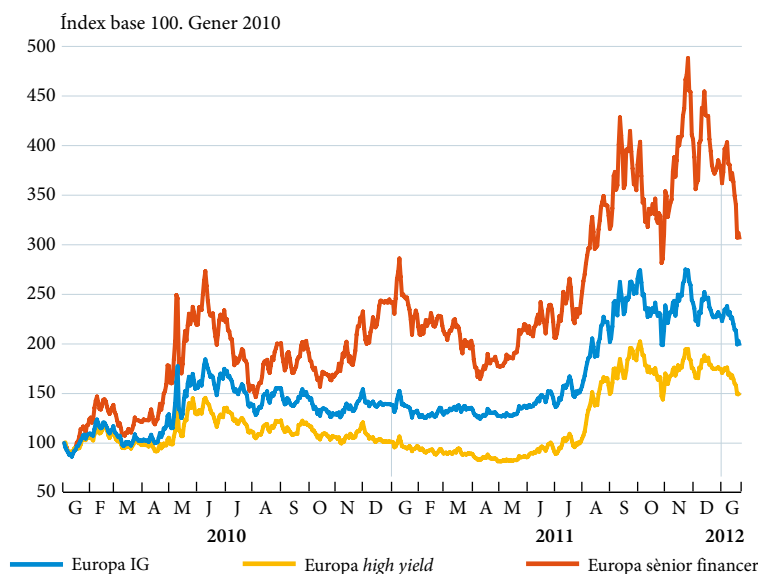
Des del punt de vista sectorial, el gran beneficiat de la incipient situació és el deute privat del sector bancari europeu. Després que el sector hagi estat penalitzat durant els dos últims anys amb un intens increment de les primes de risc, les facilitats de liquiditat proporcionades pel BCE, la relativa millora de les perspectives sobre la crisi i els esforços de les entitats financeres per reforçar la solvència han propiciat l'increment de les emissions de deute sè-

La relativa millora de les perspectives en la crisi de la zona de l'euro reactiva els mercats de crèdit corporatiu.

Els mercats emergents de renda privada continuen oferint rendibilitats atractives.

EVOLUCIÓ DE LES PRIMES DE RISC DE LA RENDA CORPORATIVA EUROPEA

Spreads de crèdit. Índex iTraxx Europa



FONT: Bloomberg.

Les borses mundials han començat l'any amb guanys.

nior i de *covered bonds* (cèdules hipotecàries) per part de les entitats dels països del nucli central de la zona de l'euro.

Per la seva banda, els mercats emergents de renda corporativa privada han mantingut un nivell d'activitat elevat, tot i la incertesa que plana sobre Europa. La gestió eficient per part de les autoritats monetàries per evitar una desacceleració econòmica abrupta i la millora de la qualificació creditícia del deute públic i privat d'algunes d'aquestes economies donen suport a l'afluència de fluxos de capital estranger i, de retruc, l'augment de les emissions de bons corporatius.

Nous estímuls per a la renda variable

L'exercici borsari s'ha inaugurat amb guanys a la majoria de parquets internacionals. La relativa millora dels riscos de contagi sistèmic de la crisi europea, les dades econòmiques favorables sobre el creixement als Estats Units i la compassada expansió de la política monetària als països

en vies de desenvolupament han estat els principals aspectes que han prevalgut sobre l'ànim dels inversors durant el mes de gener. Per bé que és cert que els indicadors de sentiment de l'inversor en aquests mercats i que els fluxos de capitals cap als actius de renda variable encara es troben en nivells propis de situacions d'elevada inestabilitat econòmica i financera, es pot afirmar que, des de les últimes setmanes de desembre, s'aprecia una reducció relativa de l'aversion al risc.

Adicionalment, però, des del punt de vista sectorial i empresarial, un seguit d'aspectes igualment importants convergeixen cap a aquests factors de gran rellevància per a l'evolució dels mercats d'accions. Ens referim, en primer lloc, a la campanya de resultats empresarials del quart trimestre del 2011 als Estats Units. Fins ara, han publicat les xifres de beneficis el 14% de les companyies de l'S&P 500. Tot i que el consens dels analistes estima que es pot produir alguna deriva a la baixa en el nombre de sorpreses positives (empreses que reportin beneficis superiors als estimats), a

Els resultats empresarials dels Estats Units donen suport als principals índexs borsaris.

LA CRISI DEL DEUTE SOBIRÀ HA PENALITZAT EL SECTOR BANCARI EUROPEU

Evolució de la cotització del sector bancari als Estats Units i a Europa (S&P 500 i Eurostoxx 50)



FONT: Bloomberg.

conseqüència de l'atonía econòmica nord-americana en la primera meitat del 2011, indicadors clau com el benefici per acció baten el registre del mateix trimestre de l'any anterior. En aquest sentit, el sector de la tecnologia és un puntal clau. Aquesta circumstància, unida a la millora recent de les dades econòmiques als Estats Units, ha aportat més estabilitat a les borses nord-americanes. En segon lloc, des del punt de vista sectorial, cal destacar el flux de notícies relacionades amb el sector bancari europeu. En els dos últims anys, la banca europea ha estat el sector més penalitzat pels inversors, a causa de l'elevada exposició dels balanços al deute sobirà de la regió. Però els esdeveniments recents s'han tornat una mica més favorables. La intensificació de la liquiditat prestada pel BCE i l'acceptació d'un ventall més ampli d'actius com a collateral dels préstecs, la petició des

d'Alemanya i França de flexibilització de la normativa comptable del sector i els avanços que es produeixen al si de la zona de l'euro en matèria fiscal tenen, en conjunt, un efecte positiu sobre la cotització dels bancs europeus, que arriba a contrarestar l'impacte de la rebaixa de la qualificació de diversos països membres de l'euro.

A mitjà termini, la consolidació d'aquests factors i la continuïtat de la tendència que descriuen en l'actualitat haurien de contribuir a propiciar una nova etapa marcada per l'increment de la rendibilitat i pel retorn de les inversions. Tot i que, a curt termini, aspectes com les amenaces sobre la participació del sector privat en la reestructuració del deute grec i possibles nous episodis de contagi continuen dotant d'un elevat grau d'incertesa les perspectives borsàries.

Les cotitzacions del sector bancari europeu es prenen un respir.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

23-01-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	12.720,5	3,5	4,1	7,1
<i>Standard & Poor's</i>	1.315,4	4,0	4,6	2,5
<i>Nasdaq</i>	2.786,7	6,4	7,0	3,6
Tòquio	8.765,9	4,4	3,7	-14,7
Londres	5.774,4	4,7	3,6	-2,1
Zona de l'euro	2.445,8	6,8	5,6	-17,7
<i>Frankfurt</i>	6.444,3	9,6	9,3	-8,8
<i>París</i>	3.342,7	7,8	5,8	-16,8
<i>Amsterdam</i>	323,0	4,9	3,4	-10,5
<i>Milà</i>	15.850,2	5,1	5,0	-28,3
<i>Madrid</i>	8.618,0	0,9	0,6	-20,4
Zuric	6.139,6	4,2	3,4	-6,5
Hong Kong	20.110,4	8,0	9,1	-15,8
Buenos Aires	2.867,6	16,3	16,4	-21,4
São Paulo	62.312,1	8,0	9,8	-9,9

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.

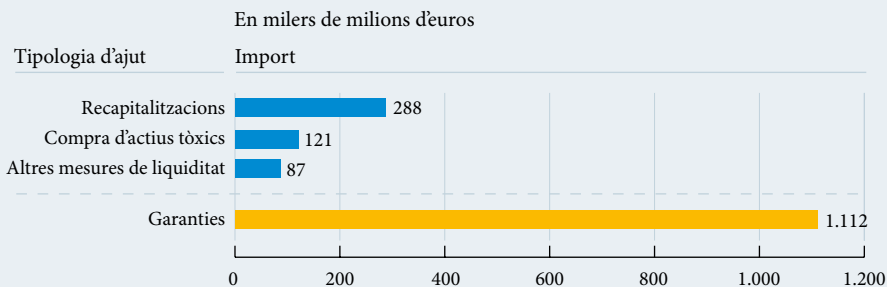
L'impacte dels rescats bancaris en els comptes públics

Des de l'inici de la crisi financera el 2007, han estat nombroses i variades les intervencions dels estats per rescatar o per reestructurar els sistemes financers. Tot i que també han estat significatives algunes de les fallides, com la de Lehman Brothers als Estats Units al setembre del 2008 o les de les daneses Amagerbanken i Fjordbank Mors el 2011. De tota manera, pel risc de contagi i pel paper que exerceixen les entitats bancàries en els mitjans de pagament i en el flux de crèdit a l'economia, els estats han destinat importants quantitats de diners públics a rescatar i a reestructurar les entitats en dificultats.

A Europa, per preservar la competència, tots els programes de suport que els estats brinden a un sector o a una entitat han de ser aprovats per la Direcció General de la Competència de la Comissió Europea. Des del 2007, les sol·licituds d'aprovació de programes de suport als sistemes financers s'han disparat. Entre el 2007 i el 2010, els països europeus han destinat 0,5 bilions d'euros en ajuts de capital i de liquiditat (el 4% del PIB europeu), els quals inclouen mesures de diversos tipus: injeccions directes de capital, amb o sense drets polítics; recompres d'actius tòxics per eliminar la incertesa dels balanços, o concessió de crèdits per afavorir la liquiditat. Addicionalment, les entitats han pogut emetre fins a 1,1 bilions d'euros (el 9% del PIB) de deute amb aval públic. A aquestes ajudes, s'ha sumat la política macroeconòmica del Banc Central Europeu, amb injeccions de liquiditat i amb compra de cèdules hipotecàries.

AJUTS CONCEDITS AL SISTEMA FINANCER PELS PAÏSOS EUROPEUS

Acumulat 2007-2010



FONT: Comissió Europea (State Aid Scoreboard; Autumn 2011 update).

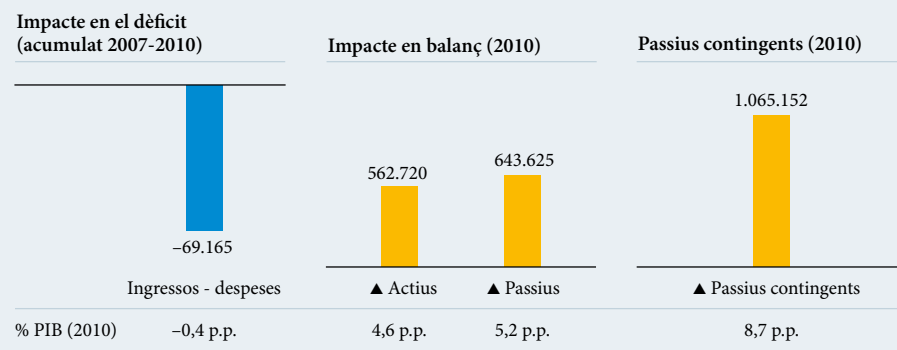
En funció de les característiques i de l'abast, les mesures adoptades pels països han tingut un impacte diferent, tant en el sanejament dels sistemes financers com en els respectius comptes públics. En aquest sentit, no és el mateix donar una garantia que oferir un crèdit o una injecció de capital. Tampoc no és el mateix fer-ho directament o mitjançant una societat creada per a aquesta finalitat, com és el cas de la National Asset Management Agency (NAMA) a Irlanda.

Llavors, com han impactat els ajuts públics que s'han succeït en els últims anys en els comptes públics? En primer lloc, en l'endeutament dels països. Les injeccions de capital, les compres d'actius o les concessions de crèdit requereixen importants desemborsaments per part dels estats, que han hagut de finançar-los amb més deute. Segons les dades d'Eurostat, els passius dels estats han crescut en 643.625 milions d'euros (5,2 punts percentuals del PIB) a

conseqüència de les intervencions públiques en el sector financer. D'aquests passius, el 70% són emissions de deute. Però pocs ajuts han estat a fons perdut. Per això, els actius públics també han crescut, en 562.720 milions d'euros (4,6 punts percentuals del PIB). D'aquests actius financers, el 40% són participacions en entitats financeres.

IMPACTE EN ELS COMPTES PÚBLICS DELS AJUTS CONCEDITS AL SISTEMA FINANCER ALS PAÏSOS EUROPEUS

En milions d'euros



FONT: Eurostat (Eurostat supplementary table for the financial crisis: abril 2011).

Per tant, un primer impacte cal buscar-lo en l'endeutament per adquirir actius o participacions en entitats, que ha augmentat en 0,6 punts percentuals nets del PIB. En funció de l'evolució futura dels actius adquirits i del seu deteriorament potencial, l'impacte públic d'aquest rescat podrà ser major en el futur.

Però els balanços públics no recullen tots els ajuts públics. Quan s'articulen a través de garanties o d'aval, l'impacte en els comptes públics és diferent. En aquests anys, els avals a l'emissió de nou deute han emergit com una mesura de suport clau, però que no ha exigint, fins avui, el desemborsament de diners als estats. Per tant, a diferència de les mesures de capital o de les injeccions de liquiditat, no incrementen l'endeutament públic. No obstant això, sí generen riscos contingents. És a dir, són riscos potencials en el futur.

En aquest sentit, el cas d'Irlanda és prou il·lustratiu. Amb els primers símptomes de deteriorament de les entitats financeres, es va optar per les nacionalitzacions i per les injeccions de capital a les entitats. L'estat irlandès va injectar 4.000 milions i 2.700 milions d'euros (el 4% del PIB), respectivament, en l'Anglo Irish Bank (Anglo) i en l'Irish Nationwide (INBS). L'endeutament net del país es va disparar. Després de la intervenció del país per part del Fons Monetari Internacional i de la Unió Europea, es va optar per la creació de la NAMA per prosseguir el sanejament del sistema. Com funciona la NAMA? Les entitats financeres venen els crèdits amb un risc més elevat a l'agència a canvi de bons amb garantia pública. Llavors la NAMA emet bons que adjudica a les entitats a canvi dels actius, de manera que no cal una emissió de deute públic que incrementi l'endeutament. El que sí augmenten, però, són els riscos contingents del país per la garantia pública als bons.

Finalment, cal considerar que els estats poden tenir ingressos o pèrdues derivats de tots aquests ajuts, que influeixen en el dèficit públic. Entre els ingressos, hi ha la remuneració pels avals, les comissions per préstecs, etc. I, entre les despeses, hi ha el cost de finançament dels préstecs, els deterioraments dels actius adquirits i, si s'escau, la necessitat d'executar els avals. En aquest cas, en l'acumulat del 2007 al 2010, els estats europeus han perdut 69.165 milions d'euros, de manera que s'ha incrementat el dèficit públic en 0,4 punts percentuals. Però la situació és molt

diferent en funció del país. Irlanda (-35.722 milions d'euros), Alemanya (-16.559 milions d'euros) i el Regne Unit (-15.026 milions d'euros) acumulen la majoria de les pèrdues. En canvi, entre el 2007 i el 2010, França va obtenir beneficis per un import de 2.399 milions d'euros i Espanya, de 1.455 milions d'euros, que, en els dos casos, van millorar lleugerament les xifres del dèficit.

Comptat i debatut, la difícil situació econòmica i financera, que ja dura des del 2007, ha comportat que molts països estiguin rescatant les entitats bancàries amb diners dels contribuents. Però no totes les mesures tenen el mateix impacte en els comptes públics ni ofereixen un mateix potencial d'ingressos o de riscos futurs, consideracions que últimament també es tenen en compte en el disseny de programes de rescat o de suport.

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

Activitat econòmica

Seriós ajustament de les expectatives de creixement

L'any 2012 no comença bé. Els últims indicadors d'activitat econòmica confirmen que la recessió està en marxa, i ja no hi ha analistes que ho qüestionin. Les úniques grans incògnites són ara la durada de la recessió i la seva profunditat. En el mes de gener, el consens d'economistes va tornar a revisar a la baixa les previsions de creixement del producte interior brut (PIB) espanyol per al 2012 i, de mitjana, espera una reculada del 0,3% per al conjunt de l'any. Per a l'any vinent, això sí, s'espera que l'economia recuperi la tònica del creixement i avanci el 0,9% interanual.

La divergència entre les previsions dels principals centres d'estudi és molt gran, la qual cosa posa en evidència l'elevada incertesa que envolta la marxa de l'activitat econòmica actual. De totes les previsions, destaca la severa revisió del Fons Monetari Internacional (FMI), que ha passat de preveure un creixement de l'1,2% per a enguany a una reculada de l'1,7%. Per a l'any vinent, segons l'FMI, les perspectives tampoc no són gaire favorables, ja que, d'acord amb les noves previsions, el PIB també anotarà una lleugera reculada en el conjunt de l'any, del 0,3% concretament.

En gran part, la magnitud i la durada de la reculada del PIB vindran determinades per tres factors: la resolució de la crisi del deute sobirà, la magnitud i la forma de l'ajustament del dèficit fiscal espanyol i l'evolució del preu del petroli. Els tres depenen molt de factors polítics més que de factors estrictament econòmics. Això explica

l'elevada incertesa que envolta l'actual procés de desacceleració econòmica.

El preu del petroli ha tornat a repuntar lleugerament arran de les tensions a l'estret d'Ormuz. Una nova escalada del preu del petroli dificultaria encara més la recuperació, ja que incrementaria la inflació general i reduiria el nivell d'activitat. En l'àmbit europeu, les negociacions sobre el nou pacte fiscal avancen segons les previsions, és a dir, lentament. La lectura positiva prové de la credibilitat creixent que la fortaleza del tàndem franco-alemany, format pel president Nicolas Sarkozy i la cancellera alemanya Angela Merkel, està dotant el procés negociador.

A nivell espanyol, el nou Executiu ha confirmat que la desviació del dèficit públic del 2011, en relació amb l'objectiu fixat per l'anterior Govern, serà molt significativa. Concretament, les previsions del nou Govern situen el dèficit al voltant del 8% del PIB, mentre que l'objectiu era del 6,0%. Si es confirma aquesta xifra, obligaria a fer un esforç majúscul durant el 2012 si es vol assolir l'objectiu fixat per Brussel·les, que és del 4,4%. El nou Govern ha afirmat que el seu compromís amb el programa d'estabilització fiscal és total i, per tant, ja ha presentat una bateria de reformes, entre les quals destaca l'augment de l'impost sobre la renda i de l'impost sobre béns immobles (per a una explicació més detallada, vegeu el capítol del sector públic).

Les mesures anunciades representen un estalvi de 15.000 milions d'euros, però, per reduir el dèficit des del 8,0% del PIB fins al 4,4%, l'estalvi d'enguany ha de superar els

Sembla que les primeres dades del 2012 confirmen la recessió.

El consens estima que el PIB caurà el 0,3% interanual.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	-8,2	0,8	0,1	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	-4,4	...
Importació de béns de consum (**)	-5,8	-9,5	-13,7	-1,1	-8,7	1,2	24,6	-10,0	...
Matriculacions d'automòbils	-17,9	3,1	-29,3	-27,3	-26,4	-0,7	-6,7	-6,4	-3,6
Crèdit al consum de béns duradors	-11,5	-12,3	-14,6	-13,9	-10,1	-4,4	-	...	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-28,3	-20,9	-21,0	-19,6	-16,1	-15,8	-19,6	-15,4	-15,3
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	-22,1	-3,3	-3,2	3,0	2,5	2,6	-1,6	-7,4	...
Importació de béns d'equipament (**)	-26,3	6,5	4,8	2,3	-4,9	-1,5	-8,7	-4,2	...
Matriculació de vehicles industrials	-40,0	7,0	1,4	-2,2	-11,2	5,8	-7,0	-23,8	-14,1
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	-16,9	10,3	5,4	7,4	-0,7	0,8	2,3	-6,0	...
Exportacions	-9,8	15,6	15,3	16,0	9,0	10,9	5,1	8,7	...

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

(**) En volum.

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

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

Per ajustar el dèficit al 4,4% del PIB, seran necessaris més de 40.000 milions d'euros.

40.000 milions d'euros. Per tant, en les properes setmanes i, sobretot, en l'aprovació dels pressupostos del 2012 que es farà al març, s'anunciaran noves mesures importants. En qualsevol cas, l'impacte que tindrà sobre el creixement a curt termini serà clarament negatiu, la qual cosa explica parcialment el descens de les previsions. No obstant això, és molt important destacar que, a mitjà i a llarg termini, aquestes mesures podrien tenir un impacte positiu sobre el creixement, no solament perquè una economia sanejada està més capacitada per emprendre projectes d'envergadura, sinó per la millora en la credibilitat que això representarà als mercats internacionals.

Ara com ara, els indicadors de conjuntura econòmica no són gens encoratjadors. En destaquem dos: les vendes al detall i la producció industrial. Les vendes al detall van anotar una contracció molt severa en el

mes de novembre, del 7,1% en termes interanuals. Aquest indicador reflecteix la situació que torna a travessar la demanda, la qual, amenaçada pel repunt de la incertesa, s'ha tornat a replegar, com ja ho va fer el 2009. L'índex de confiança del consumidor, que va tornar a recular en el mes de desembre, o el consum d'electricitat, que va recular el 4,9% en aquest mateix mes, són altres mostres que la incertesa cotitza a l'alça.

La situació de l'oferta és similar. L'índex de producció industrial va recular el 7,0% en el mes de novembre en termes interanuals. La tendència no és gens encoratjadora. L'índex dels gestors de compres PMI, que es manté en nivells molt baixos, indicatius de recessió, i l'índex de confiança de la indústria reforcen la visió a la baixa de l'activitat econòmica a Espanya.

La fluixa evolució del mercat laboral, la tendència a la moderació dels preus i el

Tant els indicadors d'oferta com els de demanda alerten del deteriorament.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2009	2010	2010		2011				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	-4,9	2,9	2,2	0,5	0,5	-1,2	-4,0	-3,9	-4,9
Índex de producció industrial (2)	-15,8	0,8	0,4	1,8	-1,1	-1,4	-4,2	-7,0	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-30,8	-13,8	-9,2	-8,6	-10,9	-14,4	-13,8	-16,9	-18,8
Utilització capacitat productiva (4)	71,2	72,0	72,9	72,6	74,7	73,3	72,7	-	-
Importació béns interm. no energ. (5)	-20,9	24,6	18,2	12,2	3,8	0,9	-6,2	-4,4	...
Construcció									
Consum de ciment	-32,3	-15,5	-17,7	-3,1	-16,6	-21,0	-28,4	-28,9	-21,9
Indicador de confiança en la construcció (3)	-32,3	-29,7	-41,5	-54,1	-55,4	-58,6	-49,0	-52,7	-59,1
Habitatges (visats obra nova)	-58,1	-17,3	-20,3	-6,8	-19,5	-5,3	0,4	...	...
Licitació oficial	-8,2	-37,9	-34,9	-45,5	-34,0	-45,4	-67,6	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista (6)	-5,4	-1,0	-1,9	-5,9	-5,1	-4,2	-7,0	-7,1	...
Turistes estrangers	-8,8	1,0	1,4	2,9	10,4	8,5	8,0	3,6	...
Ingressos turisme	-9,0	3,9	5,4	6,7	12,2	8,8	7,9	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	-4,2	8,2	1,8	7,7	-5,0	-8,6	...
Tràfic aeri passatgers	-7,9	2,9	4,3	5,0	10,6	6,2	2,3	-2,0	4,1
Consum de gasoil automoció	-5,1	-1,2	-1,6	-1,6	-4,5	-2,8	-5,3	...	...

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.

feble ritme de les importacions, comentat en els respectius capítols, han comportat que reviséssim de forma considerable el nostre escenari de previsions per al conjunt de l'any. D'acord amb l'evolució dels últims indicadors, esperem una contracció del PIB de l'1,0%. Per a l'any vinent, esperem un creixement del 0,6%. Perquè això succeeixi, serà fonamental que el rumb fixat pel nou Govern segueixi sense dilacions, que la resolució de la crisi del deute sobirà es vagi confirmant durant el primer semestre d'enguany i que, al final, els dubtes que planen sobre el preu del petroli es quedin només en això, en dubtes.

La recessió en què està entrant l'economia espanyola és fruit, sobretot, de l'elevada incertesa política, i no de problemes estructurals de l'economia, els quals, malgrat tot, existeixen i fan necessària l'adopció de mesures per reactivar el creixement a mitjà termini. La naturalesa de la recessió, per tant, fa que els riscos a curt termini siguin elevats. Un nou repunt en les tensions financeres provocades per una ruptura en les negociacions entre els tenidors de deute grec i el Govern hel·lènic sobre la reestructuració del deute o els dubtes sobre la capacitat de Portugal i d'Irlanda de complir els respectius programes d'ajus-

La naturalesa d'aquesta segona recessió és, sobretot, política.

LES VENDES AL DETALL MOSTREN LA FEBLESA DE LA DEMANDA

Taxa de variació interanual de la mitjana mòbil a tres mesos



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

tament fiscal podrien retardar la recuperació de l'economia espanyola. Al mateix temps, si tot plegat es va resolent de forma favorable, el retorn de la confiança podria

ser més ràpida del que indiquen les previsions. L'any 2012 no ha començat bé, però això no vol dir que hagi d'acabar malament.

Mercat de treball

A la recerca de l'ègida

En la mitologia grega, l'ègida és l'escut d'Atenea que fa servir Perseu per decapitar la Medusa, el cap de la qual és, posteriorment, incorporat a la rodella de la deessa. La tasca de l'actual Executiu no és menys titànica que la de Perseu: decapitar el monstre de l'atur, sense comparació a Europa, i protegir el mercat laboral perquè, en les futures crisis, la taxa d'atur no torni a superar el 20%.

Aquesta serà l'enèsima reforma del mercat laboral des de l'inici de la democràcia. L'última va ser fa amb prou feines vuit mesos. L'anunciada reforma ve precedida de l'anunci del president del Govern, Mariano Rajoy, en què ha anticipat que la pròxima

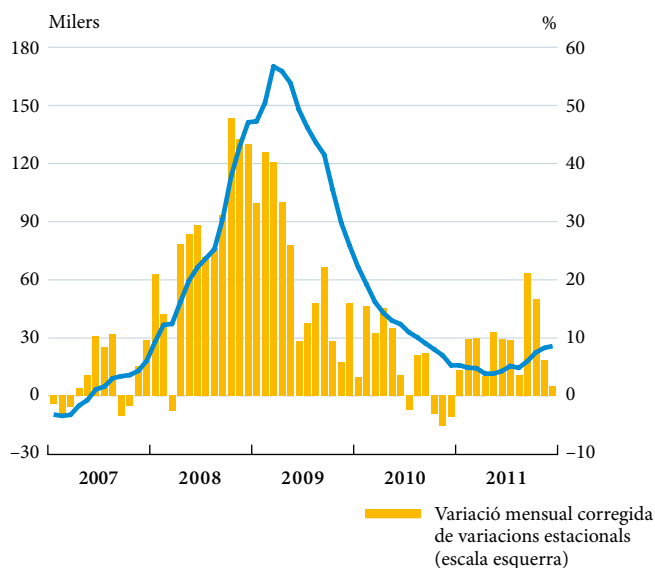
enquesta de població activa (EPA) recollirà 5,4 milions d'aturats. Aquesta xifra situa la taxa d'atur en el 23,3%, de manera que, atesa la conjuntura actual, es podria superar el màxim històric del 24,6% assolit al començament del 1994.

En el conjunt de l'any passat, el Servei Públic d'Ocupació va certificar un increment en 322.286 persones en el nombre d'aturats, és a dir, el 7,9% més que el 2010. Aquesta dada anual emmascara el profund deteriorament experimentat pel mercat laboral en el segon semestre de l'any, quan el nombre d'aturats va augmentar en més de 300.558 persones, més del doble que en el mateix període del 2010. Segons les últimes dades publicades, el nombre d'aturats es va incrementar, al desembre, en 1.897

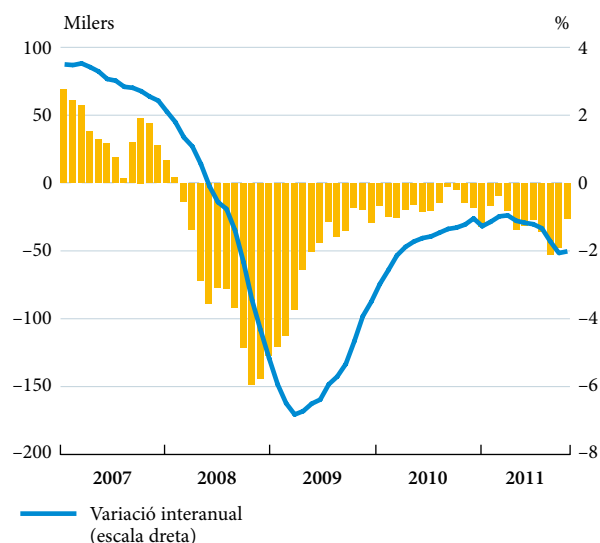
El 2011, el nombre d'aturats augmenta en 322.286 persones en relació amb el 2010.

LES DADES DEL MERCAT LABORAL REFLECTEIXEN L'EMPITJORAMENT DE LA CONJUNTURA

Aturats registrats



Afiliats en alta laboral a la Seguretat Social



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

persones i el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va caure en 18.608, xifra que representa una caiguda del 2,0% en relació amb el desembre anterior.

Diversos organismes, tant d'àmbit nacional com supranacional, han recomanat al nou Govern que faci una reforma laboral per atenuar les altes xifres d'atur. En aquest sentit, el Govern va assenyalar que, al començament de gener, començaria a adoptar mesures. No obstant això, les converses i l'acord posterior entre els agents socials, la patronal i els sindicats han ajornat, de moment, la iniciativa governamental fins al febrer.

Els principals eixos sobre els quals giren les converses i sobre els quals, pel que sembla, es podria articular la reforma són: negociació col·lectiva, flexibilitat interna,

termes de contractació i acomiadament, moderació salarial i un últim bloc format per l'articulació de la formació, les polítiques públiques d'ocupació i el control de l'absentisme.

Les discussions sobre l'actual procés de negociació col·lectiva se centren en la millor manera de sincronitzar el creixement dels salaris i l'activitat al llarg del cicle econòmic. Els convenis plurianuals, l'ultraactivitat (pròrroga automàtica del conveni quan no s'arriba a un acord sobre el nou) i la prevalença de múltiples àmbits de negociació, inclòs el sectorial i el provincial, alenteixen l'adequació del marc laboral a la conjuntura de l'empresa. Un exemple del desfasament de la negociació col·lectiva es va produir el 2009, quan l'economia va caure el 3,7%, es va vorejar la deflació i els salaris reals van créixer el

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Afiliats a la Seguretat Social (1)									
Sectors d'activitat									
<i>Indústria</i>	-10,6	-4,8	-3,2	-2,8	-2,4	-2,4	-3,0	-3,4	-3,5
<i>Construcció</i>	-23,1	-13,4	-11,3	-9,6	-11,4	-13,0	-14,0	-15,3	-15,4
<i>Serveis</i>	-2,6	0,0	0,4	0,3	0,5	0,3	0,0	-0,4	-0,4
Situació professional									
<i>Assalariats</i>	-6,0	-1,8	-1,2	-1,1	-0,9	-1,3	-1,9	-2,3	-2,2
<i>No assalariats</i>	-4,8	-2,8	-1,9	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Total	-5,8	-2,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,7	-2,1	-2,0
Població ocupada (2)	-6,8	-2,3	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1	-	-	-
Llocs de treball (3)	-6,6	-2,4	-1,4	-1,4	-1,0	-1,9	-	-	-
Contractes registrats (4)									
Indefinites	-31,0	-6,4	0,0	-1,8	-5,0	-8,4	-17,9	-22,4	-29,5
Temporals	-13,5	3,8	2,8	0,7	3,9	0,9	-2,5	-1,3	0,3
Total	-15,5	2,8	2,5	0,4	3,1	0,2	-3,8	-3,2	-2,0

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

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

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

(4) 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.

2,5%. Això explica que la patronal i els sindicats hagin manifestat la voluntat de facilitar la desvinculació i l'impuls dels convenis d'empresa en relació amb els sectorials.

Un altre dels acords assolits pels agents socials és l'increment del 5% al 10% del mínim d'hores de distribució irregular. L'objectiu és dotar de més flexibilitat l'empresa i propiciar que els ajustaments del mercat laboral es realitzin més per la via dels preus (salaris) i no de les quantitats (acomiadaments).

L'agenda governamental contempla també la possibilitat de simplificar l'amalgama de contractes contemplats per la legislació. El marc laboral actual es defineix per la seva dualitat, amb una gran part dels treballadors gaudint d'unes condicions de contracte fix molt diferents de les d'un temporal. Cal assenyalar la prevalença dels contractes temporals al mes de desembre, ja que van representar el 94% de tots els contractes realitzats.

Pel que fa a la moderació salarial, sembla que la patronal i els sindicats han arribat a un acord sobre la seva evolució en els pròxims anys. Aquest acord recull un increment salarial màxim del 0,5% el 2012 i del 0,6% el 2013 i el 2014, amb una clàusula específica per a aquest últim any. Si l'increment del PIB el 2013 se situa entre l'1% i el 2%, l'increment salarial màxim el 2014 serà de l'1%; si l'increment del PIB el 2013 supera el 2%, la pujada salarial serà de l'1,5%. A més a més, aquest acord modifica la clàusula de revisió salarial al final de l'any i estableix: si la inflació supera el 2%, els salaris només es revisaran a l'alça per la diferència amb aquest 2%; si la inflació de la zona de l'euro és inferior a l'espanyola, es prendrà la primera com a referència; si l'increment dels carburants i combustibles supera el 10%, s'eliminarà aquest component del càlcul de la inflació.

Amb aquest acord, es pretén que les empreses puguin guanyar competitivitat a l'exterior i que els treballadors no perdin

El 94% dels contractes del desembre van ser temporals.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Desembre 2011

	Aturats	Variació sobre desembre 2010		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	145.961	19.132	15,1	19.132	15,1	3,3
Indústria	509.470	17.832	3,6	17.832	3,6	11,5
Construcció	775.928	22.861	3,0	22.861	3,0	17,5
Serveis	2.612.529	240.590	10,1	240.590	10,1	59,1
Primera ocupació	378.471	21.871	6,1	21.871	6,1	8,6
Per sexes						
Homes	2.209.738	156.550	7,6	156.550	7,6	50,0
Dones	2.212.621	165.736	8,1	165.736	8,1	50,0
Per edats						
Menors de 25 anys	460.561	26.787	6,2	26.787	6,2	10,4
Rest a d'edats	3.961.798	295.499	8,1	295.499	8,1	89,6
TOTAL	4.422.359	322.286	7,9	322.286	7,9	100,0

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

La reforma haurà d'aturar la sagnia laboral.

tant poder adquisitiu. Les clàusules serveixen per deslligar els salaris de la inflació en cas d'incrementos sobtats del petroli o per motius de pujades dels impostos indirectes (això explica que s'adopti com a referència la inflació europea). Al marge d'aquests acords, i en la dinàmica de contenció salarial, el Govern va congelar el salari mínim interprofessional, que s'utilitza per fixar conceptes retributius en molts convenis, i va fixar-lo en 641 euros.

Finalment, per a la reforma laboral, s'estudia una millor optimització dels recursos disponibles per a la redefinició de la formació i de les polítiques públiques d'ocupació, perquè es focalitzin en els col·lectius més castigats per l'atur, els aturats de llarga durada, que representen el 42,5% del total d'aturats, i els joves, que, amb un registre del 45,8%, dupliquen la taxa d'atur.

Altres mesures que es contemplen són un major control de l'absentisme i el trasllat dels festius al dilluns per reduir costos.

Aquests cinc àmbits estan interconnectats i formen part d'un tot. Com els flancs d'un escut, han d'estar perfectament equilibrats per aconseguir un marc jurídic que protegeixi els drets de tots els treballadors i que, al mateix temps, contribueixi a la lluita competitiva de les empreses.

El monstre de l'atur s'alça amb més de cinc milions de caps. Per aturar la sagnia de llocs de treball, és necessari una reforma laboral que posi unes bases de creació d'ocupació arrelades en la productivitat. Al mateix temps, la reforma haurà de protegir els treballadors perquè, quan ens trobem davant el pròxim avatar econòmic, no assolim les cotes d'atur actuals.

Preus

Cau la inflació i s'enterboleixen les perspectives

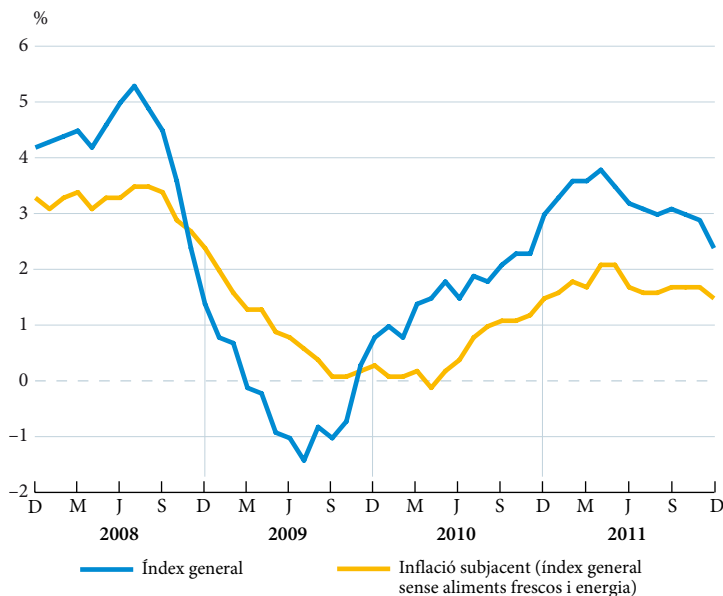
El mes de desembre va complir el que s'havia anunciat. La taxa interanual de l'índex de preus al consum (IPC) es va reduir en 5 dècimes en relació amb el mes de novembre i va situar la variació interanual en el 2,4%. Aquest increment emmascara el canvi de tendència que van patir els preus a l'abril, quan van assolir la cota més alta, amb el 3,8% de variació interanual, i van iniciar el descens gairebé incòmode que han enfilat de llavors ençà. La profunditat d'aquesta caiguda serà determinada tant per la gravetat de l'atonía de la demanda agregada com pel comportament dels productes energètics.

Malgrat la contracció de l'activitat en el quart trimestre, mostrada pel Banc d'Espanya, l'explicació del descens de la inflació en el mes de desembre no es troba tant en el to recessiu del consum com en la desaparició dels efectes de base de l'any passat. Al desembre del 2010, la inflació va experimentar un increment de 7 dècimes, propiciat, fonamentalment, per l'augment del preu del tabac i dels carburants i lubricants. En canvi, enguany el tabac s'ha mantingut estable en els tres últims mesos i els carburants i lubricants fins i tot han disminuït lleugerament al desembre. Aquests efectes han provocat que les taxes de variació interanual del tabac i dels carburants i lubricants hagin oscil·lat des del 13,6% i el 14,0% del novembre al 4,9% i el 8,6% del desembre.

La inflació va disminuir en 5 dècimes fins al 2,4%.

FORTA CAIGUDA DE LA INFLACIÓ, COHERENT AMB EL QUE S'ESPERAVA

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Desembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior	
		2010	2011	2010	2011
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	111,1	0,4	0,3	0,7	2,1
Begudes alcohòliques i tabac	151,2	6,1	0,0	15,2	4,2
Vestit i calçat	108,9	-1,2	-1,4	0,6	0,3
Habitatge	125,8	0,3	0,1	5,7	5,8
Parament	109,7	0,2	0,1	1,0	1,1
Medicina	93,6	0,0	0,1	-1,2	-2,8
Transport	118,4	1,9	-0,2	9,2	4,9
Comunicacions	97,0	0,0	0,0	-0,7	-1,6
Oci i cultura	98,8	1,3	2,2	-1,1	1,3
Ensenyament	120,3	0,0	0,0	2,3	2,8
Hotels, cafès i restaurants	115,1	0,2	0,2	1,7	1,2
Altres	115,9	0,2	0,2	2,8	2,7
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	118,3	1,4	0,2	2,6	3,1
Aliments sense elaboració	110,3	0,6	0,5	2,6	0,7
Conjunt no alimentari	112,8	0,5	0,1	3,1	2,4
Béns industrials	111,2	0,6	-0,3	4,7	3,0
<i>Productes energètics</i>	136,8	2,8	-0,3	15,6	10,3
<i>Carburants i combustibles</i>	134,0	3,8	-0,4	18,4	10,6
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	102,6	-0,3	-0,3	0,9	0,3
Serveis	114,5	0,4	0,5	1,6	1,7
Inflació subjacent (**)	110,9	0,3	0,2	1,5	1,5
ÍNDEX GENERAL	113,6	0,6	0,1	3,0	2,4

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Les tensions internacionals pressionen a l'alça el petroli.

Precisament, el comportament dels carburants i lubricants és una de les incògnites de l'any que acaba de començar. Les tensions geopolítiques generades al voltant de l'estret d'Ormuz, corredor marítim que amb prou feines arriba als 60 quilòmetres en la part més estreta i pel qual circula aproximadament el 40% del cru mundial, han contribuït a incrementar momentàniament el preu del petroli al gener. Els productes petrolers constitueixen el 54% del consum d'energia final, i Espanya n'im-

porta el 98%, motiu pel qual la dependència del nostre país de l'exterior, en aquest sentit, és total. Qualsevol distorsió del comerç de carburants i combustibles tindrà una repercussió immediata en els preus i, per tant, en l'IPC, del qual constitueix el 7,7%.

De fet, el contenciós ja repercuteix en la política de proveïment energètic a través de les sancions europees, que obligaran a reorientar les importacions de cru iranià. Aquest país és el major subministrador d'Espanya

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

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

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

(**) Excepte energia.

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

i proveeix el 15% del total. És una incògnita si aquesta menor oferta provocarà una alça en els preus dels carburants.

Un altre factor que incrementa el risc d'encariment del petroli és l'apreciació del dòlar. Atès que el barril de petroli de qualitat Brent es comercialitza en dòlars, com més es depreciï l'euro enfront del dòlar, més cara sortirà la seva adquisició. L'augment del preu d'aquesta primera matèria és transmès amb posterioritat al conjunt de l'economia i incrementa la inflació. Aquest és un fenomen compartit per tots els països de la zona de l'euro.

Si els comparem amb els del nostre soci comercial més important, la zona de l'euro, els preus dels combustibles espanyols sen-

se impostos se situen per damunt de la mitjana, segons l'últim informe del Ministeri d'Indústria. No obstant això, un cop inclosos els gravàmens fiscals, la benzina i el gasoil se situen el 14% i el 7% per sota de la mitjana dels 17 països que compartim l'euro. Així i tot, a Espanya, els impostos representen més del 40% del preu final.

Aquest alt nivell dels gravàmens s'explica per la dificultat de substituir el petroli per un altre tipus d'entrada. Aquest fenomen en determina la inelasticitat i provoca que, davant d'increments de preus, la quantitat consumida variï menys. Per això, les comunitats autònomes han utilitzat els carburants per imposar l'anomenat «cèntim sanitari». Aquest recàrrec en el preu de la benzina i del gasoil es transmet

La depreciació de l'euro encareix les importacions.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La inflació se situarà al voltant de l'1,4%, però hi ha riscos a l'alça.

gairebé íntegre als consumidors, motiu que explica que una gran part de les diferències entre els preus de les diferents comunitats autònomes se situessin en els 3,7 i en els 4,2 cèntims per litre, respectivament, al novembre.

Malgrat els riscos a l'alça esmentats, la caiguda de l'activitat serà el factor determinant que conduirà la inflació a la baixa. Les mesures adoptades per reduir el dèficit tindran un efecte notable sobre la demanda agregada i, d'acord amb les nostres previsions, rebaixen les expectatives de creixement per al 2012, que situen la caiguda del PIB en el 0,5% interanual. Per aquest motiu, situem la previsió d'inflació per al 2012 al voltant de l'1,4%. La prorrogació de l'IVA hiperreduït i la recuperació de la deducció per habitatge habitual amb prou feines tindran cap efecte sobre l'IPC.

Aquest escenari central contempla una mitjana del barril de petroli de qualitat Brent per al conjunt de l'any a la vora dels 104 dòlars, és a dir, reflecteix un context en què els problemes al Golf Pèrsic són continguts. Així mateix, aquestes previsions recullen un tipus de canvi dòlar-euro situat per damunt d'1,30 en el conjunt de l'any. Qualsevol desviació d'aquests dos supòsits representarà una modificació a l'alça de la inflació el 2012. A més a més, les nostres previsions no recullen les modificacions dels impostos indirectes que podrien tenir lloc i que obligarien a revisar a l'alça la inflació. En definitiva, la tendència a la baixa continuarà el 2012, tot i que la devaluació de l'euro i el preu del petroli puguin limitar-ne la caiguda.

Sector exterior

Les exportacions impulsen la correcció del saldo comercial

El sector exterior s'ha convertit, des de l'any 2008, en la principal font de creixement de l'economia espanyola. Aquest bon comportament respon, en primer lloc, a la intensa contracció de les importacions i, en segon lloc, al bon ritme de les exportacions i, sobretot, al repunt del turisme el 2011. Conseqüentment, la contribució al producte interior brut (PIB) del component exterior va ser, durant aquests 4 anys, lleugerament inferior als 2 punts percentuals anuals de mitjana. Pel que fa al 2012, esperem que es mantingui l'aportació positiva del sector extern, la intensitat de la qual, però, es pot veure afectada per diversos factors: l'evolució de l'economia europea, el tipus de canvi de l'euro i el preu del petroli.

De fet, les dades disponibles del quart trimestre del 2011 mostren signes clars de feblesa de la demanda interna del país. En aquest context, el ritme de creixement de les importacions es va reduir força de pressa. Així, al novembre, el consum de béns estrangers va créixer el 5,3% interanual, enfront de l'augment de l'11,2%, de mitjana, registrat durant els nou primers mesos de l'any passat. Això contrasta amb el major ritme de creixement de les exportacions, que, al novembre, es va situar en el 13,4% interanual.

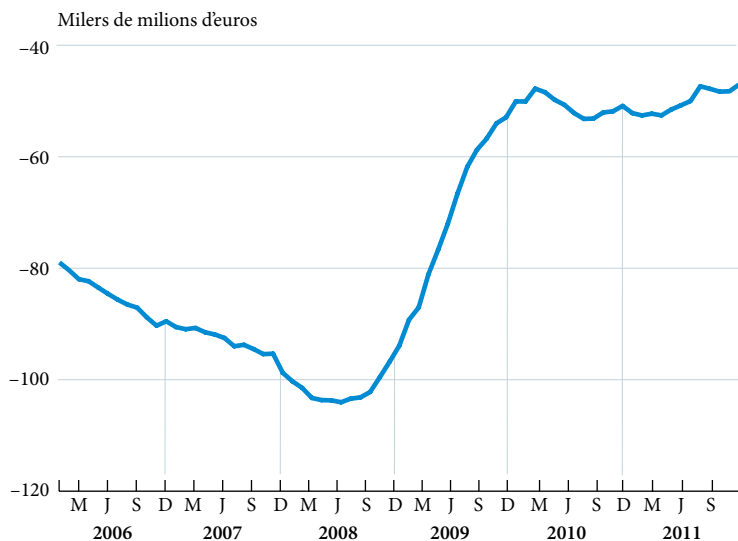
Aquesta tendència dispar s'intensifica si analitzem l'evolució real dels fluxos comercials, és a dir, neta de l'efecte dels preus. Destaca la caiguda de les importacions reals al novembre, del 4,9% interanual, enfront de l'augment del volum de

El bon comportament del sector exterior suavitzarà la contracció econòmica el 2012.

La caiguda del volum de les importacions reflecteix el menor pols de la demanda interna.

EL DÈFICIT COMERCIAL ASOLEIX EL VALOR MÍNIM DES DE L'ESCLAT DE LA CRISI

Saldo comercial



FONT: Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç.

El dèficit comercial es redueix el 31,1% interanual al novembre.

les exportacions, del 8,7% en el mateix període.

Com a resultat, el dèficit comercial es va reduir el 31,1% interanual al novembre i va situar el desequilibri acumulat durant els dotze últims mesos en 47.154 milions d'euros. Aquesta millora respon, principalment, a l'evolució del component no energètic, amb un superàvit de 192 milions d'euros. El superàvit amb la Unió Europea explica aquest bon comportament.

En clau de futur, esperem que la recessió de l'economia europea el 2012 redueixi el ritme de creixement de les exportacions espanyoles. No obstant això, aquest efecte serà neutralitzat parcialment per la lleuge-

ra depreciació esperada de l'euro durant el primer semestre d'enguany, que esperonà les exportacions cap a la resta del món. Al mateix temps, la feblesa de la demanda interna també afectarà el consum de béns estrangers, la qual cosa provocarà, molt probablement, una caiguda de les importacions espanyoles el 2012.

En definitiva, el saldo comercial espanyol mantindrà la tònica d'ajustament al llarg d'enguany, gràcies, principalment, a la reducció del dèficit no energètic. Tot plegat en un context en què el preu del petroli convergirà de forma gradual cap a nivells lleugerament inferiors als actuals, de manera que es reduirà la pressió del saldo energètic sobre el dèficit total.

Esperem que el saldo comercial es continuï ajustant durant el 2012.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-novembre 2011

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	50.974	27,6	21	14.086,6	74,0	7,1	-36.888	27,6
Béns de consum	56.425	4,3	24	63.359,9	10,6	32,1	6.935	112,3
<i>Alimentaris</i>	14.869	5,3	6	23.277,2	8,2	11,8	8.408	156,5
<i>No alimentaris</i>	41.556	4,0	17	40.082,7	12,1	20,3	-1.473	96,5
Béns de capital	16.003	-3,2	7	16.975,8	18,3	8,6	973	106,1
Béns intermedis no energètics	115.869	9,1	48	103.059,5	14,3	52,2	-12.809	88,9
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	126.378	6,4	53	131.073,7	13,9	66,4	4.696	103,7
<i>Zona de l'euro</i>	102.518	7,2	43	104.925,9	10,9	53,1	2.408	102,3
Altres països	112.893	15,2	47	66.408,1	21,3	33,6	-46.485	58,8
<i>Rússia</i>	8.085	45,4	3	2.336,5	28,1	1,2	-5.749	28,9
<i>EUA</i>	9.776	15,6	4	7.242,5	21,4	3,7	-2.533	74,1
<i>Japó</i>	2.977	-6,8	1	1.724,3	33,0	0,9	-1.253	57,9
<i>Amèrica Llatina</i>	15.552	19,3	6	11.070,1	19,1	5,6	-4.482	71,2
<i>OPEP</i>	25.110	21,2	10	7.617,7	22,0	3,9	-17.492	30,3
<i>Resta</i>	51.393	9,3	21	36.416,9	21,0	18,4	-14.977	70,9
TOTAL	239.271	10,4	100	197.481,7	16,3	100,0	-41.789	82,5

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

La balança corrent registra el primer superàvit des del 1998

Si ampliem la nostra anàlisi al conjunt de la balança corrent, observem que, a l'octubre del 2011, va assolir un saldo de 456 milions d'euros. Aquesta xifra, que representa el primer superàvit registrat des de l'agost de 1998, representa una millora del saldo corrent de 3.116 milions d'euros en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No obstant això, el desglossament mostra que gairebé dues terceres parts d'aquest ajustament corresponen al bon comportament de la balança de transferències, la qual cosa reflecteix alguna transferència de la Unió Europea a les administracions públiques.

Un altre component que va jugar un paper important en aquesta millora va ser el sal-

do dels serveis, impulsat pel bon comportament dels ingressos del turisme, que, a l'octubre, van créixer el 7,9% interanual. No obstant això, l'alentiment del creixement de les entrades de turistes a Espanya durant els dos últims mesos de l'any anticipa un menor recorregut per als ingressos en el que queda del 2011. Segons el nostre parer, la feblesa de l'economia europea el 2012 mantindrà aquesta tendència durant tot l'any.

A aquest dinamisme menys intens de la balança de serveis, s'afegirà l'augment del dèficit de la balança de rendes, arran de l'increment dels costos de finançament del deute espanyol. Malgrat tot, preveiem que la millora de la balança de béns permetrà reduir el dèficit corrent per sota del 3% del PIB espanyol el 2012, enfront del 4,0% que estímem per al 2011.

La balança de transferències i la de serveis permeten un superàvit corrent a l'octubre.

El dèficit comercial se situarà per sota del 3% del PIB el 2012.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Novembre 2011

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-34.043	-13,2	-41.986	5.564	-11,7
Serveis					
<i>Turisme</i>	27.920	14,2	30.437	3.560	13,2
<i>Altres serveis</i>	3.342	321,1	3.388	2.382	237,0
Total	31.262	23,9	33.825	5.943	21,3
Rendes	-23.726	28,0	-27.130	-3.615	15,4
Transferències	-5.577	-37,6	-3.752	4.100	-52,2
Total	-32.083	-22,6	-39.043	11.991	-23,5
Compte de capital	4.281	-16,0	5.477	-812	-12,9
Balança financera					
Inversions directes	-4.288	167,0	-456	4.602	-91,0
Inversions de cartera	-6.715	-	-12.748	-64.101	-
Altres inversions	-4.408	317,5	-6.451	-1.830	39,6
Total	-15.411	-	-19.655	-61.328	-
Errors i omissions	-9.487	61,5	-6.065	-618	11,3
Variació d'actius del Banc d'Espanya	52.699	478,5	59.287	50.768	-

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Sector públic

El Govern anuncia que el dèficit espanyol supera el 8% del PIB el 2011.

Consolidació fiscal: un llarg camí per recórrer

«L'inici de l'inici». Amb aquestes paraules, la vicepresidenta del Govern va introduir el nou paquet de mesures fiscals per reconduir el dèficit públic espanyol. El missatge és clar: el procés de consolidació serà laboriós. Especialment després d'anunciar que el dèficit públic del 2011 se situaria al voltant del 8,0% del producte interior brut (PIB) espanyol. Una xifra que es desvia de forma significativa de l'objectiu del 6,0% contemplat al programa d'estabilitat.

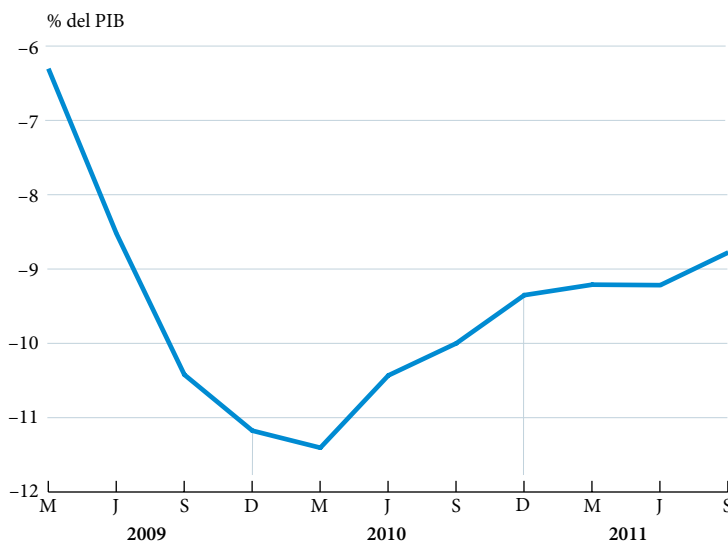
En efecte, les dades de necessitat de finançament de les administracions públiques del tercer trimestre del 2011 van confirmar les sospites sobre l'insuficient ajusta-

ment fiscal de l'any passat. Com ho mostra el gràfic següent, el dèficit acumulat entre l'octubre del 2010 i el setembre del 2011 va representar el 8,8% del PIB d'aquest mateix període. Això significa una reducció de només 5 dècimes en relació amb el saldo del 2010.

De fet, durant els tres primers trimestres del 2011, les administracions públiques només van ajustar el dèficit en 4.432 milions d'euros, lluny dels 34.000 milions necessaris per complir l'objectiu fixat per al conjunt de l'any. L'anàlisi dels fluxos pressupostaris durant aquest període mostra una reducció de la despesa primària, és a dir, de la despesa sense tenir en compte el pagament dels interessos, d'11.000 milions d'euros. No obstant això, el deteriorament

LA NECESSITAT DE FINANÇAMENT DEL SECTOR PÚBLIC NO S'AJUSTA PROU DE PRESSA

Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament del sector públic



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

del context macroeconòmic va neutralitzar una part d'aquesta millora en incrementar el pagament dels interessos i reduir els ingressos.

Pel que fa al quart trimestre, és d'esperar que la contracció de l'economia tampoc no afavorís l'ajustament fiscal. Les dades disponibles de comptabilitat de caixa així ho corroboren. Els ingressos impositius de l'Estat i de les comunitats autònomes, al novembre del 2011, es van reduir l'11,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior. En el cas de l'Estat, va assolir l'objectiu de dèficit per al conjunt del 2011, del 4,8% del PIB, un mes abans del tancament de l'any, de manera que, molt probablement, haurà superat aquesta xifra al final de l'exercici.

Però l'Estat no va ser l'únic que no va complir els objectius. Així, segons el Govern, els comptes de la Seguretat Social van ser deficitaris el 2011 enfront de l'objectiu de superàvit del 0,4% del PIB. De forma similar, les comunitats autònomes van assolir un desequilibri proper al 2,5% del PIB espanyol, que s'allunya de l'1,3% marcat al començament de l'any. Conseqüentment, estimem que la necessitat de finançament del sector públic es va situar en el 8,2% del PIB del 2011, més de 2 punts percentuals per damunt del seu objectiu.

Sens dubte, aquesta desviació dificulta el procés de consolidació de les finances públiques espanyoles el 2012. Per assolir l'objectiu marcat per a enguany, del 4,4% del PIB, és necessari un ajustament proper als 40.000 milions d'euros. Atesa aquesta situació, el nou Govern va anunciar un nou pla d'ajustament que inclou mesures tant de reducció de la despesa com d'increment dels ingressos públics. Entre les primeres, destaquen la congelació del sou dels funcionaris i de la taxa de reposició de la majoria de les plantilles, la reducció en un 20% de les subvencions als partits polítics i als

sindicats i les retallades en recerca i desenvolupament, en préstecs als concessionaris d'autopistes i als pressupostos de RENFE i RTVE. Amb aquestes mesures, s'espera disminuir la despesa pública en 8.900 milions d'euros.

Cal sumar a aquesta xifra els 6.275 milions d'euros amb què el Govern pretén incrementar els ingressos, mitjançant un augment impositiu el 2012 i el 2013 que afecta l'impost sobre els béns immobles (IBI), l'impost sobre l'estalvi i l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF). Aquest últim incrementarà el gravamen entre els 0,75 punts percentuals per a les rendes més baixes i els 7 punts percentuals per a les més altes.

A més d'aquestes mesures, el nou executiu va anunciar, al llarg del mes de gener, nous avanços en la redacció de la Llei d'Estabilitat Pressupostària, la qual, a més d'introduir una nova regla fiscal que limiti el dèficit espanyol, pretén establir mesures que augmentin el control dels comptes públics de les comunitats autònomes. A més a més, es va acordar el tancament de 400 empreses públiques al final de l'any. A canvi, el Govern facilita una nova línia de crèdit, a través de l'Institut de Crèdit Oficial (ICO), per resoldre els eventuais problemes de liquiditat de les comunitats.

Totes aquestes mesures han estat ben acoïllides pels mercats de finançament. Això, afegit a la injecció de liquiditat al sector bancari per part del Banc Central Europeu, va permetre col·locar les noves emissions de deute amb tipus d'interès inferiors als registrats durant els mesos precedents. No obstant això, per assolir l'objectiu de dèficit previst per al 2012, encara és necessari un ajustament addicional proper als 25.000 milions d'euros, que comportarà la implementació de noves mesures que no ajudaran a dinamitzar l'economia espanyola en un any de recessió.

L'increment dels costos de finançament i la reducció dels ingressos llasten la correcció de la despesa el 2011.

Per al 2012, és necessari un ajustament del dèficit proper als 40.000 milions d'euros.

Segons el Govern, les noves mesures reduiran el dèficit en 15.000 milions.

Regles fiscals: lligats al pal major?

Narra Homer que, per no sucumbir al cant de les sirenes, Ulisses va decidir lligar-se al pal del seu vaixell i va ordenar que la tripulació es tapés les orelles amb cera. Amb aquesta decisió, l'heroi grec va evitar que l'embarcació s'estavellés contra els esculls i va poder continuar el llarg viatge cap a la seva llar. De forma similar, l'executiu espanyol va aprovar dues noves regles el 2011 que limiten les decisions de política fiscal mitjançant la introducció de límits a la despesa i al dèficit públic. A canvi d'això, espera poder aconseguir la consolidació fiscal i assegurar la sostenibilitat de les finances públiques a llarg termini. Permetran aquestes noves regles fiscals assolir aquests objectius?

A més d'exercir una funció redistributiva i d'assegurar la provisió de béns públics, a la política fiscal se li atribueix la capacitat d'esmoreir les oscil·lacions pròpies dels cicles econòmics. Així, per exemple, l'augment de la despesa pública pot evitar una major caiguda de l'activitat econòmica durant els períodes recessius. Això pot ser compensat, en fases de bonança econòmica, amb reduccions de la despesa, que, al seu torn, alenteixen el ritme de creixement. No obstant això, hi ha alguns factors que incrementen estructuralment en excés la despesa pública. Aquest és el cas, per exemple, de l'increment de les despeses generades amb finalitats electoralistes o de les propiciades per l'optimisme desmesurat en relació amb l'evolució econòmica futura. L'adopció de regles fiscals tracta de corregir aquests desviaments per assegurar la sostenibilitat dels comptes públics a llarg termini i dotar de coherència temporal i de credibilitat les decisions de política fiscal de les administracions públiques.

Segons la literatura econòmica, Suècia va ser, ja en els anys trenta del segle passat, el país pioner en el disseny d'un marc fiscal centrat a assolir la sostenibilitat dels comptes públics a llarg termini sense afectar el caràcter estabilitzador de la política fiscal. De llavors ençà, nombrosos països han adoptat noves regles. Segons un informe del Fons Monetari Internacional (FMI), el 2009 hi havia 57 països amb un límit explícit, com a mínim, per al dèficit o per al deute públic i/o per a algunes de les partides pressupostàries.⁽¹⁾ Entre aquests països, trobem membres de la Unió Europea que, amb la signatura del Pacte d'Estabilitat i Creixement (PEC) el 1992, van introduir un límit al dèficit públic del 3% del producte interior brut (PIB). Però la credibilitat i l'eficàcia d'aquesta norma han quedat seriosament afectades, ja que no va ser capaç d'impulsar la consolidació fiscal durant l'últim cicle expansiu i no va evitar el ràpid deteriorament dels comptes públics després de l'esclat de la crisi. La laxitud de la regla de dèficit en temps d'expansió i la pràctica absència de mecanismes que estimulin la correcció dels desequilibris en cas de superar els límits expliquen el seu escàs èxit. Atesa aquesta situació, els països de la zona de l'euro han iniciat el disseny d'un nou pacte fiscal que aconseguixi redirigir el deute públic fins a nivells més sostenibles.

D'acord amb el mateix informe de l'FMI, sembla que l'evidència empírica disponible confirma, amb caràcter general, que les regles fiscals són efectives per aconseguir la disciplina pressupostària i augmenten la probabilitat d'èxit dels processos de consolidació fiscal. No obstant això, el mateix cas europeu posa de manifest la importància dels detalls d'aquestes regles per al seu bon funcionament. Així, una norma mal definida pot restar a la política fiscal la flexibilitat necessària per esmoreir els cicles econòmics, pot intensificar les recessions (que es poden convertir en procíclics) i pot restar capacitat de reacció als gestors públics davant la crisi. A més de flexible, però, una regla fiscal eficaç ha de ser precisa i fàcil d'implementar i ha de mostrar una relació directa amb l'objectiu desitjat final, generalment la sostenibilitat dels comptes públics. La definició d'un procediment corrector en cas de no compliment és també imprescindible.

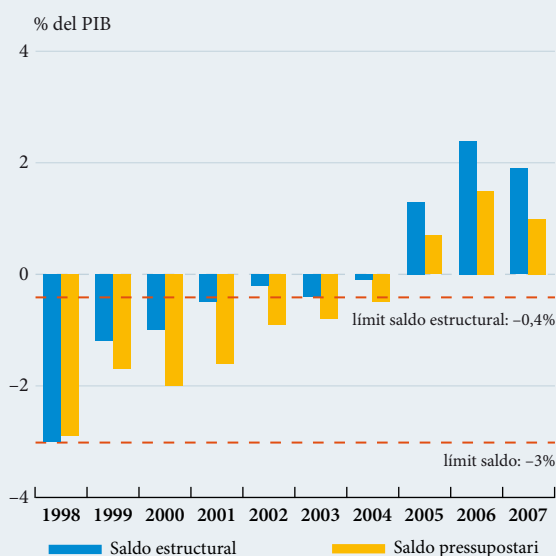
(1) Vegeu FMI (2009), *Fiscal rules – Anchoring expectations for sustainable public finances*.

En el cas espanyol, les dues reformes aprovades el 2011 regulen la despesa i el dèficit públic. En el cas de la despesa pública, no pot superar l'increment del PIB nominal a mitjà termini si no va acompanyada d'augments discrecionals dels ingressos públics. Dins aquesta partida de despesa, s'exclouen els pagaments per interessos del deute i la despesa no discrecional per prestacions d'atur. Pel que fa a la segona regla, al setembre del 2011, es va aprovar una reforma de la Constitució que limita el dèficit estructural del sector públic, és a dir, el dèficit total un cop corregit per l'efecte del cycle econòmic. El dèficit estructural no podrà superar els marges definits per la Unió Europea, en el cas d'estar explicitats. Així mateix, el límit del dèficit estructural al qual es fa referència en la Carta Magna serà establert en una llei orgànica pendent d'aprovació i, probablement, se situarà al voltant del 0,4% del PIB a partir del 2020. D'aquesta xifra, 0,26 punts del PIB correspondran al dèficit estructural de l'Estat i els 0,14 punts percentuals restants correspondran a les comunitats autònomes.⁽²⁾ Aquestes restriccions només es podran superar en cas de recessió econòmica o en situacions excepcionals.

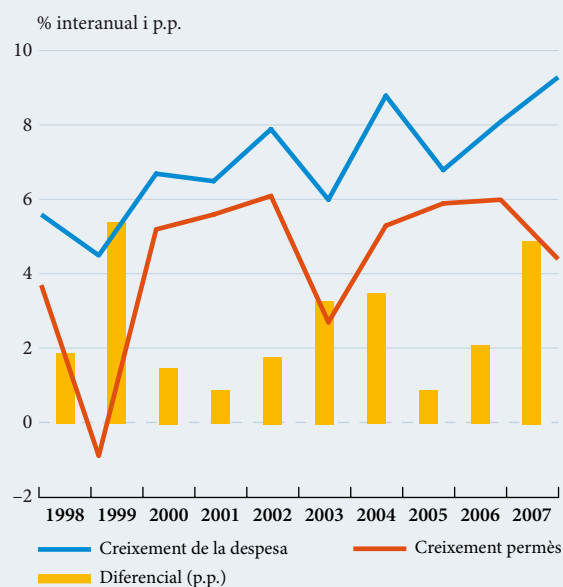
A priori, les dues regles compleixen la majoria de condicions assenyalades anteriorment, les quals en propicien el correcte funcionament. L'ús del dèficit estructural i del creixement del PIB a mitjà termini per computar la despesa pública permet ajustar el component cíclic de les sèries i fa més flexibles les regles. Així, en períodes de bonança econòmica, l'esforç per complir aquestes normes és major que si les dues variables no s'ajustessin pel cycle. Anàlogament, el deteriorament dels fluxos pressupostaris associats a les contraccions econòmiques, provocat, per exem-

LES NOVES REGLES FISCALS HAURIEN EXIGIT UN MAJOR EQUILIBRI PRESSUPOSTARI ENTRE EL 1998 I EL 2007

Regla del dèficit estructural



Regla de la despesa pública



FONTS: IGAE, Fons Monetari Internacional, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

(2) Això implica un equilibri estructural dels comptes de les corporacions locals i de l'Administració de la Seguretat Social. No obstant això, en el cas de la Seguretat Social, és possible que la llei orgànica de desenvolupament detalli un objectiu d'estabilitat pressupostària en funció de les previsions d'evolució demogràfica i econòmica a mitjà i a llarg termini.

ple, per l'increment de la despesa vinculada a les prestacions per atur, no afecta al component estructural del dèficit i redueix les necessitats d'un ajustament pressupostari. A més a més, el fet d'elevat a rang constitucional el límit del dèficit pot millorar l'efectivitat de la regla, ja que en dificulta la modificació. No obstant això, el disseny correcte de les dues mesures s'haurà d'avaluar després del tancament del pacte fiscal europeu i de la llei d'estabilitat pressupostària estatal. Els detalls de la seva redacció són els que en determinaran l'eficàcia, ja que s'hi establiran els mecanismes correctors que caldrà seguir en cas d'incompliment de les normes. D'altra banda, la poca concreció en la definició de les excepcions que permeten que se superi el límit del dèficit estructural i la demora de la seva entrada en vigor fins al 2020 deixen entreveure algunes incògnites sobre el seu bon funcionament.

Un exercici interessant per tractar d'analitzar l'efectivitat de les noves regles fiscals consisteix a estimar-ne l'efecte en cas d'haver estat vigents durant l'últim cicle expansiu. Al gràfic de l'esquerra, observem l'evolució del saldo públic espanyol entre el 1998 i el 2007. Com es pot apreciar, no va superar el límit del 3% del PIB recollit al PEC i va arribar a registrar importants superàvits durant els tres últims anys. En contraposició, la nova regla definida sobre el dèficit estructural només s'hauria complert entre el 2005 i el 2007, situació que hauria obligat les administracions públiques a realitzar un esforç més gran per no superar el dèficit estructural del 0,4% del PIB. De forma similar, com ho mostra el gràfic de la dreta, el límit a la despesa introduïda en el marc pressupostari hauria estat superat durant tots aquests anys. Segons el Banc d'Espanya, el creixement de la despesa pública mitjana va ser, durant aquest període, del 7,0% anual, enfront del 4,6% que hauria permès aquesta regla fiscal.⁽³⁾

L'ús de les dues regles hauria propiciat una menor despesa pública entre el 1998 i el 2007 i hauria forçat les administracions públiques a aprofitar els períodes expansius per sanejar els comptes. La taula següent mostra el saldo pressupostari anual necessari per complir les noves regles fiscals en el període analitzat. Com es pot observar, el límit al dèficit estructural hauria estat la regla més restrictiva durant els primers anys. Així, el 2001, aquesta norma

QUÈ HAURIA PASSAT ENTRE EL 1998 I EL 2007 AMB LES NOVES REGLES FISCALS?

	Saldo públic observat	Saldo necessari per complir la regla (*)	
		Segons límit al dèficit estructural	Segons límit a la despesa pública
1998	-3,0	-0,5	-2,3
1999	-1,2	0,1	0,8
2000	-1,0	0,6	-0,4
2001	-0,5	0,7	-0,2
2002	-0,2	0,3	0,4
2003	-0,4	0,0	0,8
2004	-0,1	0,0	1,1
2005	1,3	0,2	1,6
2006	2,4	0,5	3,1
2007	1,9	0,5	3,7

NOTA: (*) En negreta, la regla que exigeix un ajustament del saldo públic més gran perquè es pugui complir.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

(3) Vegeu Banc d'Espanya (2011), «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico*, setembre del 2011.

hauria exigit un superàvit estructural del 0,7% del PIB, enfront del dèficit del 0,5% observat. De llavors ençà, seria la regla sobre la despesa la que hauria obligat a una major contenció pressupostària. L'efecte que la implementació d'aquestes regles hauria tingut sobre el deute públic no és menyspreable, ja que s'hauria apropat al 25% del PIB al començament de la crisi econòmica. Una xifra, 9,1 punts percentuals, inferior al mínim del 2007, la qual cosa hauria atorgat més marge de maniobra als gestors públics davant la crisi del deute sobirà.

En definitiva, tant des del punt de vista teòric com mitjançant un exercici hipotètic, sembla que el disseny de les noves regles fiscals espanyoles està ben encaminat en el seu objectiu d'assegurar la sostenibilitat dels comptes públics a llarg termini sense perdre el caràcter estabilitzador de la política fiscal. Per aquest motiu, és molt important que tant el pacte fiscal europeu com la llei d'estabilitat pressupostària espanyola que s'aprovaran en els pròxims mesos acabin de definir aspectes importants per al seu correcte funcionament. Això enfortiria els lligams al pal de la coherència fiscal i permetria continuar el viatge cap a la consolidació dels comptes públics espanyols.

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

Estalvi i finançament

Es manté el despallanquejament del sector privat

El sector privat no financer redueix el deute en 50.000 milions d'euros.

El finançament al sector privat resident a Espanya es va reduir el 2011. Aquesta contracció va ser, en gran part, conseqüència de la feblesa de l'activitat econòmica i del profund procés de reestructuració dut a terme pel sistema bancari espanyol. Tot plegat en un context d'elevades tensions als mercats europeus de finançament. El 2012 s'ha iniciat amb l'alleujament d'aquestes turbulències, bàsicament per la injecció de liquiditat per part del Banc Central Europeu (BCE) al desembre passat. No obstant això, les previsions per al conjunt de l'any no auguren una recuperació del crèdit.

En efecte, durant els tres primers trimestres del 2011, el sector privat no financer va accelerar el procés de despallanquejament iniciat cap a la meitat del 2010, amb una reducció del deute superior als 50.000 milions d'euros. Malgrat tot, la ràtio de deute privat en relació amb el producte interior brut (PIB) se situava en un nivell encara molt elevat, del 217,3%. Conseqüentment, s'espera que l'ajustament d'aquest desequilibri es mantingui en els pròxims anys. Tot el contrari del que succeirà amb el comportament del deute del sector públic, que, a causa de les necessitats de finançament, continuarà augmentant de forma gradual.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Novembre 2011

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	%
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	participació
Sector privat	2.147.183	-61.342	-2,1	75,0
Empreses no financeres	1.268.985	-40.976	-2,2	44,3
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	850.784	-46.691	-4,5	29,7
<i>Valors diferents d'accions</i>	65.467	4.520	6,0	2,3
<i>Préstecs de l'exterior</i>	352.734	1.195	2,5	12,3
Llars (4)	878.197	-20.366	-2,1	30,7
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	667.935	-12.024	-1,2	23,3
<i>Altres (3)</i>	207.194	-8.091	-5,0	7,2
<i>Préstecs de l'exterior</i>	3.068	-252	4,4	0,1
Administracions públiques (5)	715.875	73.992	13,7	25,0
TOTAL	2.863.057	12.649	1,2	100,0

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les dades del mes de novembre del 2011 van mostrar una tendència coherent amb aquestes previsions. Així, el finançament al sector privat es va situar el 2,1% per sota del nivell registrat un any enrere. Aquesta caiguda va afectar de forma molt similar les llars i les empreses no financeres. D'altra banda, si ens fixem només en la variació del saldo viu del crèdit als altres sectors residents, es va contreure el 2,9% interanual al novembre.

Tot i que amb menys intensitat, la feblesa del crèdit durant els últims mesos del 2011 també es va fer palesa al conjunt de la zona de l'euro, amb un discret creixement de l'1,0% al novembre. Atesa aquesta situació, el BCE va decidir proveir de prou liquiditat el sector bancari europeu perquè el crèdit als diferents agents econòmics tornés a fluir. En el cas espanyol, com s'observa al gràfic següent, això va augmentar el recurs del sistema bancari a l'eurosistema fins als 118.861 milions d'euros, xifra que s'aproxima al màxim assolit al juliol del 2010.

Per bé que la intervenció de la màxima autoritat monetària europea va permetre suavitzar les tensions als mercats de finançament, es dubta que aconseguixi dinamitzar el saldo creditici del 2012 a Espanya. Les raons se centren, principalment, en el menor pols de l'economia espanyola i en la nova reforma del sector bancari, que serà aprovada, molt probablement, al mes de febrer. Pel que fa al primer factor, la contracció de l'activitat econòmica i el conseqüent deteriorament del mercat laboral espanyol reduiran la demanda solvent de crèdit durant el 2012 i pressionaran a l'alça la ràtio de morositat, que, al novembre, ja representava el 7,51% del total de la cartera creditícia espanyola, nou punts bàsics per damunt de la ràtio del mes anterior.

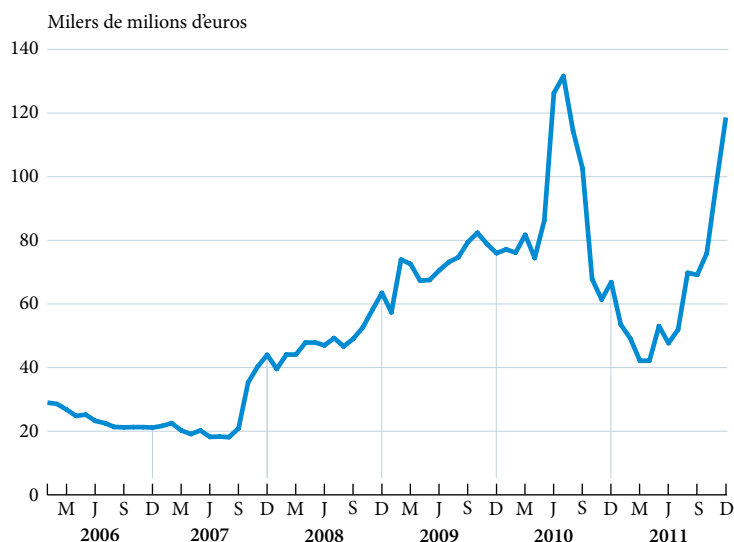
De forma similar al que va succeir durant els mesos anteriors, el crèdit immobiliari es perfila com el principal responsable d'aquest augment de la morositat. Atès que aquest component representava el 22,8% del crèdit total al setembre, no és estrany

El crèdit al sector privat no financer es va reduir el 2,9% interanual al desembre.

La contracció econòmica i la nova reforma del sector financer afebliran l'evolució del crèdit el 2012.

ELS PRÉSTECES DEL BCE AL SISTEMA FINANCER ESPANYOL ES VAN APROPAR ALS NIVELLS MÀXIMS DEL 2010

Recurs a l'eurosistema per part del sector bancari espanyol



FONT: Banc d'Espanya.

El Govern obligarà a incrementar les provisions per cobrir les pèrdues de la cartera immobiliària.

que el risc immobiliari sigui considerat la principal amenaça per a la solvència del sector bancari espanyol. Atesa aquesta tèsitura, el nou Govern prepara un nou pla que pretén eliminar tots els dubtes sobre la salut dels balanços de les entitats bancàries espanyoles. Les últimes informacions descarten la creació d'un «banc dolent» que aglutini els actius immobiliaris problemàtics del sector financer. En canvi, sembla que s'apostarà per endurir les provisions que han de realitzar les entitats per cobrir les possibles pèrdues de la cartera immobiliària, en especial les vinculades al sòl adjudicat. Aquestes provisions reduiran els resultats dels exercicis 2011 i 2012.

Nova reducció de la taxa d'estalvi de les llars fins al 12,0%.

A llarg termini, aquesta mesura pot enfortir la solvència del sector bancari espanyol sense requerir una intervenció important de l'administració pública. No obstant això, unes condicions massa estrictes també poden afectar-ne la capacitat creditícia. A més a més, és possible que les entitats amb un pes més gran d'actius immobiliaris als seus balanços tinguin dificultats per ampliar les provisions. Això podria impulsar un nou procés de reestructuració del sector bancari espanyol.

Els passius bancaris de les empreses i de les famílies es redueixen el 3% interanual al novembre.

S'intensifica el ritme de caiguda dels dipòsits bancaris

La taxa d'estalvi de les llars va mantenir, en el tercer trimestre del 2011, el perfil descendent que va iniciar un any i mig enrere, fins a situar-se en el 12,0% de la renda disponible en termes acumulats de quatre trimestres. Aquesta xifra s'allunya del màxim del 2009, quan l'estalvi de precaució de les famílies va augmentar en més de cinc punts percentuals, fins al 18,5%. De fet, aquest increment va intensificar la reducció del consum privat en aquest any i, per extensió, va aprofundir la contracció de l'economia. Atès el nou deteriorament de l'activitat econòmica previst per al 2012, el comportament de la taxa d'estalvi es converteix en una de les principals incògnites per resoldre.

Segons les nostres previsions, la taxa d'estalvi mantindrà la tònica de reducció durant els pròxims trimestres, tot i que a un ritme significativament inferior. Això permetrà suavitzar la disminució del consum privat. Les dades sobre els passius de les entitats són coherents amb aquest escenari. Així, els passius bancaris en mans de les

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

Novembre 2011

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	263.937	2.171	0,8	11.891	4,7	19,3
D'estalvi	198.708	-12.580	-6,0	-7.533	-3,7	14,6
A termini	707.764	-35.884	-4,8	-29.994	-4,1	51,8
En moneda estrangera	16.882	-2.500	-12,9	-4.901	-22,5	1,2
Total dipòsits	1.187.291	-48.793	-3,9	-30.537	-2,5	87,0
Resta del passiu (*)	178.156	-24.856	-12,2	-11.500	-6,1	13,0
TOTAL	1.365.448	-73.649	-5,1	-42.037	-3,0	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

famílies i de les empreses van registrar una contracció interanual del 3,0% en el mes de novembre, impulsada per la reculada dels dipòsits a termini.

L'anàlisi de l'evolució dels dipòsits de les famílies i de les empreses mostra un ràpid deteriorament a partir del juny del 2011. Els motius d'aquesta reducció són tres. En primer lloc, l'estancament i la posterior contracció de l'economia espanyola a partir del tercer trimestre de l'any passat. En segon lloc, la introducció d'un decret llei que limitava la rendibilitat dels dipòsits oferts per les entitats bancàries, les quals, consegüentment, han utilitzat altres instruments financers exempts d'aquesta limitació, com els pagarés, per captar els fons minoristes. I, finalment, destaca l'in-

tens repunt dels tipus d'interès del deute de l'Estat, que va atreure, durant els últims mesos del 2011, un important volum de petits inversors.

En clau de futur, s'espera que les subhastes a tres anys del BCE satisfacin les necessitats de liquiditat de la banca europea i, en particular, de l'espanyola. Això reduirà la necessitat de finançar-se a través dels dipòsits minoristes i evitarà un nou capítol d'intenses pujades dels tipus d'interès. A més a més, l'augment del gravamen a les rendes de l'estalvi, entre 2 i 7 punts percentuals, introduït en el nou pla d'ajustament del dèficit públic espanyol, no facilitarà la recuperació dels dipòsits en els pròxims trimestres.

L'augment del gravamen a les rendes de l'estalvi no afavorirà la recuperació dels dipòsits.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet: www.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic: publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

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

■ 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"

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 Noguera

22. Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible? Pere Miret

23. Perspectives de despallanquejament a Espanya Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

24. Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari Jordi Gual

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

7. Capital requirements under Basel III and their impact on the banking industry Jordi Gual

■ DOCUMENTS DE TREBALL

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

01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

01/2011. Creixement *versus* progrés Jordi Gual

02/2011. Sobreescalfament emergent: causes, conseqüències i riscos Claudia Canals i Marta Noguera

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 Míale

09/2011. Tensions de liquiditat i gap comercial: efectes sobre el sistema bancari espanyol Sandra Jódar-Rosell

10/2011. La crisi de l'euro: causes últimes i solucions duradores Jordi Gual

11/2011. Quan es recuperaran els preus de l'habitatge als Estats Units? Jordi Singla

■ ESTUDIS ECONÒMICS

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
- Enric Fernández
Director d'Economia Internacional
- Oriol Aspachs
Director d'Economia Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL

Febrer 2012

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2010

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

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

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



Informe Mensual edició iPad

L'economia des del teu sofà

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

Més informació a www.laCaixa.es/estudis

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

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2012

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.

