

# Informe Mensual



## EL SECTOR EXTERIOR ESPANYOL

*Objectiu superàvit: realitat o quimera?* Pàg. 17

La correcció recent del dèficit per compte corrent s'explica per la millora del saldo comercial

*Guanys de competitivitat per reactivar el motor exterior* Pàg. 33

Quin és l'efecte d'una millora de la competitivitat sobre les exportacions espanyoles?

*El sector exterior: motor de la recuperació* Pàg. 48

Davant una despesa interna llastada pels ajustaments, la recuperació s'ha de basar en el motor extern

*És sostenible la posició externa d'Espanya?* Pàg. 62

L'endeutament de l'economia espanyola enfront de la resta del món és una font de vulnerabilitat

# Previsions

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

	2010	2011	2012	2011				2012	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Producte interior brut</b>									
Estats Units	3,0	1,7	2,1	2,2	1,6	1,5	1,6	2,0	2,1
Japó	4,5	-0,7	2,1	-0,1	-1,7	-0,6	-0,5	2,7	3,1
Regne Unit	2,1	0,7	0,6	1,5	0,4	0,3	0,5	-0,1	0,6
Zona de l'euro	1,8	1,5	-0,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-0,1	-0,6
<i>Alemanya</i>	3,6	3,1	0,8	4,6	2,9	2,7	2,0	1,2	1,0
<i>França</i>	1,6	1,7	0,1	2,4	1,7	1,5	1,2	0,3	0,3
<b>Preus de consum</b>									
Estats Units	1,6	3,1	2,1	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	1,9
Japó	-0,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,2	-0,3	0,3	0,3
Regne Unit	3,3	4,5	2,7	4,1	4,4	4,7	4,7	3,5	2,9
Zona de l'euro	1,6	2,7	2,2	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,4
<i>Alemanya</i>	1,1	2,3	1,8	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	1,9
<i>França</i>	1,5	2,1	2,1	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3	2,0
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Agregats macroeconòmics</b>									
Consum de les llars	0,7	-0,1	-1,3	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-0,6	-1,4
Consum de les AP	0,2	-2,2	-6,3	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,2	-5,7
Formació bruta de capital fix	-6,2	-5,1	-9,2	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-8,2	-9,3
<i>Maquinària i béns d'equipament</i>	5,5	1,6	-7,6	5,7	1,1	2,2	-2,7	-6,0	-6,3
<i>Construcció</i>	-10,1	-8,1	-10,9	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-10,2	-11,7
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-1,0	-1,8	-4,0	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-3,3	-4,0
Exportació de béns i serveis	13,5	9,1	0,5	13,1	8,8	9,2	5,2	2,2	1,0
Importació de béns i serveis	8,9	-0,1	-7,4	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,2	-7,4
<b>Producte interior brut</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>
<b>Altres variables</b>									
Ocupació	-2,6	-2,0	-4,3	-1,6	-1,3	-2,0	-3,3	-3,8	-4,9
Taxa d'atur (% població activa)	20,1	21,6	24,7	21,3	20,9	21,5	22,9	24,4	24,6
Índex de preus de consum	1,8	3,2	1,8	3,5	3,5	3,1	2,8	2,0	2,0
Costos laborals unitaris	-2,6	-1,9	0,1	-2,0	-1,7	-1,5	-2,5	-2,5	-3,0
Saldo operacions corrents (% PIB)	-4,5	-3,9	-2,4	-6,6	-3,2	-2,9	-2,8	-5,5	-1,7
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-4,0	-3,4	-1,9	-6,1	-2,7	-2,4	-2,3	-5,3	-1,1
Saldo públic (% PIB)	-9,3	-8,5	-6,4	-5,4	-9,8	-6,2	-12,7	-5,5	
<b>MERCATS FINANCERS</b>									
Previsions					Previsions				
<b>Tipus d'interès internacionals</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,3	0,9	1,0	1,3	1,5	1,3	1,0	1,0
Bons EUA 10 anys	3,2	2,8	1,8	3,4	3,2	2,4	2,0	2,0	1,8
Bons alemanys 10 anys	2,8	2,6	1,7	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	1,5
<b>Tipus de canvi</b>									
\$/Euro	1,33	1,39	1,24	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28

## Índex

### 1 Editorial

### 2 Resum executiu

### 6 Conjuntura internacional

6 Estats Units

10 Japó

12 Xina

13 Brasil

15 Mèxic

16 Primeres matèries

### 17 *Objectiu superàvit: realitat o quimera?*

### 21 Unió Europea

21 Zona de l'euro

25 Alemanya

27 França

28 Itàlia

29 Regne Unit

31 Europa emergent

### 33 *Guanys de competitivitat per reactivar el motor exterior*

### 37 Mercats financers

37 Mercats monetaris  
i de capital

### 45 Conjuntura espanyola

45 Activitat econòmica

### 48 *El sector exterior: motor de la recuperació*

51 Mercat de treball

55 Preus

59 Sector exterior

### 62 *És sostenible la posició externa d'Espanya?*

65 Sector públic

67 Estalvi i finançament

## El sector exterior, clau de la recuperació

Al llarg dels anys de bonança que van precedir l'actual crisi econòmica, l'economia espanyola va assistir a un augment extraordinari del dèficit per compte corrent. A partir de les acaballes dels noranta, el superàvit va deixar pas a dèficits cada vegada més elevats, fins a un màxim del 10% del producte interior brut (PIB) el 2007. D'aquesta forma, Espanya es va convertir en el segon país del món pel que fa a nivell de desequilibri amb l'exterior en valor absolut, només per darrere dels Estats Units. La recessió econòmica ha precipitat una correcció abrupta i substancial d'aquest dèficit. L'any passat, va baixar fins al 3,5% del PIB i, enguany, esperem que s'apropi al 2%. Què ha canviat?

En primer lloc, l'enfonsament de les importacions. L'extrema feblesa de la demanda interna, tant del consum com, sobretot, de la inversió, ha frenat gairebé en sec la compra de béns a l'exterior. En segon lloc, cal destacar el bon comportament de les exportacions, que s'alimenta tant de la millora del tipus de canvi efectiu real, un indicador rellevant de l'evolució de la competitivitat exterior, com de l'esforç de les empreses per diversificar-se cap a mercats més dinàmics i amb un potencial econòmic elevat. Pel que fa al tipus de canvi real, l'avanç se situa en el 5% entre el 2008 i el 2011, però encara falta molt per corregir les febleses actuals. Finalment, la millora del superàvit dels intercanvis de serveis també ha contribuït a rescabalar el sector exterior, mitjançant l'exportació de serveis turístics i de serveis empresarials.

Mantenir aquest impuls exportador serà clau per sortir de la crisi. En un context d'ajustaments macroeconòmics i de despallanquejament de les llars i de les empreses, el bon comportament de les exportacions de béns i de serveis és la peça decisiva per al creixement del PIB i de l'ocupació. Per aquest motiu, les exportacions haurien de créixer, aproximadament, a taxes del 7% anual. Sense capacitat de recórrer a les polítiques de tipus de canvi, monetària o comercial, és imprescindible impulsar les reformes estructurals precises per millorar la competitivitat a través de la flexibilitat, de la innovació i del capital humà.

Es tracta d'un repte difícil, però assolible. No oblidem que el comportament de la quota de les exportacions espanyoles, en el conjunt del comerç mundial, ha estat fins ara millor que el de la mitjana de la zona de l'euro. No obstant això, la quota espanyola encara és molt reduïda si tenim en compte la dimensió de l'economia, de manera que el nivell potencial se situa força per damunt de la quota actual.

La millora del sector exterior, a més a més, és fonamental per trencar el cercle viciós que s'ha establert entre els problemes de liquiditat i els dubtes sobre la solvència del país. Els successius dèficits corrents s'han finançat mitjançant un endeutament creixent amb l'exterior, el total del qual ascendia, al final del 2011, a una xifra equivalent al 221% del PIB. El deute net, és a dir, restant els actius enfront de l'exterior, se situava en el 92% del PIB. Es tracta d'una de les posicions deutores més altes del món en relació amb el PIB, superada només, a la zona de l'euro, per Irlanda i per Portugal. La contenció del dèficit corrent ha aconseguit establir el deute net en els últims anys, però la seva reducció exigeix aconseguir superàvits substancials en el comerç de béns i de serveis en els pròxims anys. Només així s'aconseguirà reduir el deute, contenir el cost del servei del deute i recuperar la confiança perduda davant els inversors internacionals.

## RESUM EXECUTIU

### El creixement mundial perd impuls.

### La crisi de l'euro fa perillar la recuperació mundial

L'activitat econòmica internacional mostra una certa feblesa en aquests mesos centrals de l'any. Els informes sobre el sector manufacturer posen en relleu que el creixement dels Estats Units, de la Xina i d'altres emergents és més fràgil del que estava previst, mentre que la zona de l'euro continua sota els efectes de la recessió. Una mostra d'aquest refredament de les expectatives és el descens del preu del barril de petroli fins als 90 dòlars, gairebé el 30% per sota del màxim anual assolit al març. No obstant això, la principal preocupació continua sent la crisi de l'euro, tant pel que fa a les perspectives de creixement com a les tensions en el deute sobirà, a l'impacte dels ajustaments fiscals o a la capacitat d'aconseguir solucions efectives per part dels governs i de les institucions comunitàries. En aquest context, els inversors han reaccionat amb diferents graus de sensibilitat i han optat, en general, per la cautela.

### La recuperació nord-americana s'afebleix i la Fed força un relaxament més intens dels tipus d'interès.

Pel que fa a l'economia nord-americana, s'encamina cap a un escenari més feble del que preveia el consens a la primavera, després de la publicació de l'avanç del producte interior brut (PIB) del primer trimestre. La principal causa d'aquest refredament cal buscar-la en la pèrdua d'impuls en la recuperació del mercat de treball. Un mercat laboral més feble es tradueix, inevitablement, en un estancament dels ingressos de les llars, el qual, al seu torn, acaba repercutint en la despesa de consum privat, motor de l'activitat. No obstant això, la nostra previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2012 es manté prop del 2%, ja que la millora del mercat de l'habitatge i, en especial, el descens del preu del petroli podrien compensar una bona part d'aques-

tes febleses. Els riscos, però, estan esbiaixats a la baixa, ja que la crisi de la zona de l'euro i la pèrdua gradual de ritme d'alguns països emergents es poden perllongar en el temps.

La Reserva Federal (Fed), el banc central dels Estats Units, reconeix la intensificació de la feblesa econòmica i ha rebaixat les previsions de creixement. Conseqüentment, la Fed ha decidit mantenir els tipus d'interès en el rang del 0%-0,25% i, a més a més, ampliar el termini d'aplicació de l'anomenada «Operació Twist» fins al final del 2012. Amb aquest programa, l'acabament del qual estava previst per al juny, l'entitat pretén continuar ampliant la durada mitjana de la cartera de deute i reduir, encara més, els tipus d'interès a llarg termini. Mitjançant la compra de bons del Tresor nord-americà a llarg termini i la venda dels bons amb un venciment inferior a tres anys, la Fed pretén flexibilitzar les condicions de finançament del sector privat i esvair qualsevol amenaça deflacionista sobre l'economia.

A la Xina, els indicadors apunten a un alentiment de l'activitat. De tota manera, les dades del maig van ser millors del que esperaven els analistes i palesen un aterratge suau de l'economia, coherent amb la nostra previsió d'un creixement proper al 8% el 2012. A més a més, les dades d'inflació, per sota de l'objectiu governamental del 4%, han permès mantenir les polítiques expansives. En aquesta línia s'emmarquen la davallada del tipus d'interès oficial en 25 punts bàsics, fins al 6,31% al començament de juny, i la retallada en 50 punts bàsics del coeficient de caixa cap a la meitat de maig. Fins al final d'enguany, preveiem noves davallades del coeficient de caixa, entre 100 i 150 punts bàsics, i una nova retallada del

### La Xina, com altres emergents, aplica mesures d'estímul per contenir l'alentiment de l'activitat.

tipus d'interès al començament del tercer trimestre.

Pel que fa al Brasil, les dades de creixement del primer trimestre van decebre, ja que van mostrar un avanç del 0,2% en relació amb el trimestre anterior, resultat que, en xifra interanual, representa un avanç del 0,8%. Així, l'economia s'instal·la en un creixement molt baix, sense que, ara com ara, s'albiri cap senyal del rebot tan anhelat. Atesa aquesta evidència, les autoritats brasileres han anunciat noves mesures d'estímul, entre les quals figuren més facilitats de crèdit, barreres a les importacions i una nova línia de crèdit fiscal a disposició dels estats. En canvi, l'economia mexicana manté el vigor, gràcies a la renovada fortalesa de la despesa interna, en un entorn de moderació dels preus.

El principal problema que angoixa l'economia mundial, però, continua sent la situació de la zona de l'euro. Sembla que la desconfiança dels inversors no té pal·liatius. La bona notícia de les eleccions gregues amb prou feines ha alterat el nivell de desconfiança. Abans de les eleccions, les apostes sobre la sortida dels grecs de la zona monetària de l'euro s'havien situat en màxims. Però el resultat ha estat un Govern tripartit format pels conservadors de Nova Democràcia, els socialistes del Pasok i el partit de l'Esquerra Democràtica, tots ells a favor de l'euro. A més a més, s'ha anunciat que la Unió Europea podria concedir més temps a Grècia per reduir el dèficit fiscal.

L'anunci de l'ajuda financera a Espanya per un import que pot arribar als 100.000 milions d'euros per recapitalitzar el sistema bancari tampoc no va servir per calmar els mercats. El càstig al deute sobirà dels països de la perifèria europea i, en concret, d'Espanya no s'ha contingut. Les rebaixes de la qualificació creditícia que les principals agències han aplicat al Regne d'Espanya i a una gran part de les entitats financeres nacionals també han contribuït a aquesta penalització. Així, la rendibilitat del bo espanyol a 10 anys va arribar a supe-

rar la barrera del 7% durant diverses sessions, i el diferencial amb el *bund* alemany va tornar a superar els 500 punts bàsics, nivell màxim des de la creació de l'euro. En aquestes condicions, és clar que el finançament no oficial de l'exterior, tant del sector públic com del privat, s'ha reduït fins a nivells mínims.

La cimera que el Consell Europeu celebrarà al final de juny és una nova oportunitat per adoptar solucions viables que frenin la involució actual. Aquest mes, Xipre ha anunciat la seva petició de finançament d'emergència dels fons de rescat europeus i s'ha sumat, així, a Grècia, Irlanda, Portugal i Espanya. Amb la percepció que els mercats podrien provocar problemes de solvència a Espanya i amb Itàlia al punt de mira, el que, en últim extrem, està en joc és la supervivència del projecte de la moneda única, un pilar clau de l'actual construcció europea.

Els caps d'Estat i de Govern que es reuniran a Brussel·les plantejaran passos cap a una integració financera, fiscal i pressupostària més profunda, que hauria d'incloure alguna forma de supervisió bancària supranacional, un mecanisme comú de garantia de dipòsits i de resolució de crisis bancàries i una comunitarització del deute sobirà. Aquestes reformes, però, representen un calendari perllongat i exigeixen un compromís polític molt sòlid, de manera que són una solució a mitjà o a llarg termini. En canvi, si no es vol deteriorar la situació fins a fer-la irreversible, la desconfiança dels mercats exigeix solucions ràpides i contundents, orientades cap a la desconexió del risc sobirà del bancari o cap a la capacitat de finançament dels fons de rescat. Al tancament d'aquesta edició, les primeres notícies apunten a avanços importants en aquesta línia.

Una altra mesura plantejada als líders europeus és el llançament de polítiques orientades al creixement, amb plans d'inversió contundents. El fet és que, si durant el primer trimestre l'economia de la zona

**La crisi de la zona de l'euro s'ha convertit en el principal problema de l'economia mundial.**

**L'acceptable resultat de les eleccions gregues i l'anunci de l'ajuda financera a Espanya no serveixen per esvaïr la desconfiança.**

**Arribarà el Consell Europeu a solucions efectives?**

## La recessió de l'economia espanyola s'intensifica.

de l'euro va presentar un creixement del PIB nul, en el segon trimestre, la contracció podria haver estat significativa, atesos els indicadors econòmics avançats. Això constitueix un nou element de pressió sobre les economies intervingudes, que tenen menys marge d'expansió als mercats exteriors.

En el cas de l'economia espanyola, el perfil recessiu és similar, en la mesura que s'estima que, en el segon trimestre, l'activitat ha caigut més que en el primer (-0,3% intertrimestral). Pel que fa a l'oferta, a més de l'enfonsament del sector de la construcció i de l'immobiliari, la contracció de la indústria manufacturera no cedeix. Per la seva banda, el sector públic frena la despesa, esperonat per l'exigència de reduir el dèficit.

La majoria d'indicadors, tant d'oferta com de demanda, han mantingut una tònica negativa i han empitjorat en relació amb els mesos anteriors. Aquest és el cas de l'índex de confiança dels consumidors i del corresponent a la construcció, que, al maig, van disminuir en 5 i 6 punts, respectivament, en relació amb el mes anterior. A la reculada de la confiança dels consumidors fins als nivells de la primavera del 2009, s'afegeix la caiguda de les vendes al detall, que, a l'abril, van disminuir el 9,5% interanual. Pel que fa al sector exterior, les últimes dades, corresponents al mes d'abril, mostren que les exportacions van recular el 0,8%, per bé que els indicadors de turisme exterior del maig han estat positius. La feblesa econòmica és una característica compartida amb la major part d'Europa, motiu que explica que les exportacions al nostre principal soci comercial hagin caigut el 4,6%.

Els efectes de la recessió es fan notar clarament al mercat de treball. Tot i que els registres d'afiliació i d'atur registrat del mes de maig van mostrar una millora, aquest resultat va ser conseqüència de l'estaciona-

litat pròpia del període, ja que, un cop corregida, el resultat és un empitjorament substancial de les variables. L'ajustament del mercat laboral s'efectua, principalment, per la via del nombre d'ocupats, però els salaris també responen a l'afebliment de l'activitat, tot i que amb menys intensitat. Així, l'enquesta trimestral del cost laboral del primer trimestre del 2012 mostra una intensificació de la contenció salarial, amb uns costos salarials per treballador que es van incrementar l'1,2% interanual, una taxa lleugerament inferior a la registrada en el trimestre anterior. Així mateix, la moderació salarial va afavorir la desacceleració significativa dels costos laborals per treballador, la taxa de creixement interanual dels quals es va situar en l'1,1%.

El replegament de la demanda interna provoca, al seu torn, una reculada dels ingressos tributaris superior a la que s'esperava, de manera que, conseqüentment, es qüestiona la capacitat d'assolir el dèficit públic compromès per a enguany, del 5,3% del PIB. Malgrat les reformes adoptades fins ara i els esforços de les administracions públiques per neutralitzar els desviaments pressupostaris, la veritat és que, com afirma l'informe preliminar del Fons Monetari Internacional, és ineludible adoptar mesures addicionals amb caràcter urgent. Aquestes mesures han de ser capaces d'afrontar els desafiaments d'una doble recessió, d'un atur inacceptablement elevat, d'un deute públic escalant a nivells insostenibles i d'un sector financer que necessita la recapitalització d'alguns dels seus elements. Les properes setmanes seran decisives en aquest sentit, tant pel que fa a eventuais nous paquets de política econòmica com a la resposta i a l'eficàcia de les institucions europees.

28 de juny de 2012

## Feblesa econòmica generalitzada i deteriorament constant del mercat de treball.

## L'incompliment de l'objectiu de dèficit públic exigeix una resposta política ambiciosa.

## CRONOLOGIA

### 2011

- juny** 10 El Govern aprova un decret llei pel qual es **reforma la negociació col·lectiva**.
- juliol** 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial a l'1,50%.  
21 Els països de la zona de l'euro aproven un segon pla d'**ajudes públiques a Grècia** entre d'altres mesures per gestionar la crisi del deute sobirà.
- agost** 16 Els dirigents d'Alemanya i de França, Angela Merkel i Nicolas Sarkozy, proposen un **reforçament de les institucions de la zona de l'euro**, amb un conjunt de mecanismes per a una major coordinació de la política econòmica.  
19 El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica**, amb l'avanç del pagament de l'impost de societats per a les grans empreses, la racionalització de la despesa farmacèutica i la reducció temporal de l'IVA per als habitatges nous.  
30 El Congrés aprova la reforma de la Constitució per introduir el principi d'**estabilitat pressupostària**.
- setembre** 22 El Congrés dels Diputats convalida el reial decret llei 13/2011 que restableix l'**impost sobre el patrimoni** per al 2011 i el 2012.
- octubre** 26 La cimera de l'euro acorda llançar un **nou programa d'ajuda per a Grècia**, amb un quitament del 50% del deute per als inversors privats, l'ampliació substancial de la capacitat financera de la FEEF i l'increment de la **ràtio de capital de màxima qualitat dels bancs** al 9%.
- 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.  
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.
- febrer** 3 El Govern aprova un decret llei de **sanejament del sector financer**.  
10 El Govern aprova un decret llei de mesures urgents per a la **reforma del mercat laboral**.
- març** 2 Vint-i-cinc països de la Unió Europea signen el **Tractat d'Estabilitat, Coordinació i Governança** per reforçar la disciplina fiscal.  
14 L'Eurogrup aprova el finançament del **segon programa d'ajustament de Grècia**.  
30 El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2012**, que inclouen un ajustament total de 27.300 milions d'euros.
- abril** 2 El Govern aprova el **copagament farmacèutic per als pensionistes i l'augment de les taxes universitàries** per retallar 10.000 milions d'euros en sanitat i educació.
- maig** 11 El Govern aprova l'**augment de les provisions per als actius immobiliaris no problemàtics de la banca** per assegurar la solidesa del sistema financer.
- juny** 25 El Govern sol·licita **assistència financera per a la banca espanyola a l'Eurogrup** després que avaluadors independents estimessin unes necessitats de capital que poden arribar als 62.000 milions d'euros en l'escenari més advers.  
**Xipre sol·licita ajuda financera** a la zona de l'euro i, dos dies més tard, també la demana al Fons Monetari Internacional.  
29 El Consell Europeu i l'Eurogrup adopten mesures rellevants per a la **reconducció de la crisi de l'euro**.

## AGENDA

### Juliol

- 3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
- 5 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 6 Índex de producció industrial (maig).
- 13 IPC (juny).
- 16 IPC harmonitzat de la UE (juny).
- 17 Comerç exterior (maig).
- 24 Preus industrials (juny).
- 27 Enquesta de població activa (segon trimestre).  
PIB dels Estats Units (segon trimestre).
- 30 Avanç PIB (segon trimestre). Avanç IPC (juliol).
- 31 Ingressos i despeses de l'Estat (juny).  
Balança de pagaments (maig).  
Comitè de Mercat Obert de la Fed.

### Agost

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 8 Índex de producció industrial (juny).
- 14 IPC (juliol). Avanç del PIB de la UE (segon trimestre).
- 16 Comerç exterior (juny).  
IPC harmonitzat de la UE (juliol).
- 24 Preus industrials (juliol).
- 28 Comptabilitat nacional trimestral (segon trimestre).
- 30 Avanç IPC (agost).
- 31 Ingressos i despeses de l'Estat (juliol).  
Balança de pagaments (juny).

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**L'expansió dels Estats Units perd força per la feblesa de la recuperació de l'ocupació.**

**El baix creixement dels ingressos de les llars i l'endeutament condicionen la recuperació.**

### Estats Units: el creixement flaqueja

L'economia nord-americana deixa enrere el vigor dels primers compassos de l'any i s'encamina cap a un escenari més feble del que ha previst el consens cap al final d'abril, després de la publicació de l'avanç del producte interior brut (PIB) del primer trimestre. La causa principal d'aquest to disminuït cal buscar-la en la pèrdua d'impuls que opera en la recuperació del mercat de treball. Un mercat laboral més feble es tradueix, inevitablement, en un estancament dels ingressos de les llars, que, per tant, acaba repercutint en la despesa de consum privat, que és el motor de l'activitat, en especial si considerem la seva forta contribució al creixement del primer trimestre. No obstant això, la nostra previsió d'avanç

del PIB per al conjunt del 2012 es manté prop del 2,0%, ja que la millora al mercat de l'habitatge i, en especial, el descens del preu del petroli podrien compensar una bona part d'aquestes febleses. Els riscos, però, estan esbiaixats a la baixa, ja que la crisi de la zona de l'euro continua sent un pal a la roda de la recuperació nord-americana i el preu del cru continua subjecte a notables incerteses.

El consum privat difícilment mantindrà el ritme del primer trimestre. La renda disponible de les llars va créixer, en termes reals, el 0,9% interanual a l'abril, molt per sota de l'avanç del 2,1% del consum privat. Amb uns ingressos gairebé estancats, l'altra via per sostenir el creixement del consum és la de l'endeutament, el qual, però,

### ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012			
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny
PIB real	3,0	1,7	1,6	1,5	1,6	2,0	-	...	-
Vendes al detall	5,5	8,0	8,0	8,5	7,4	6,6	5,6	5,3	...
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	61,8	50,3	53,6	67,5	68,7	64,9	...
Producció industrial	5,4	4,1	3,6	3,3	4,1	4,4	5,1	4,7	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	56,6	52,1	52,4	53,3	54,8	53,5	...
Habitatges iniciats	5,7	4,5	-4,9	5,9	25,1	22,5	34,8	28,5	...
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3	8,1	8,2	...
Preus de consum	1,6	3,2	3,4	3,8	3,3	2,8	2,3	1,7	...
Balança comercial (3)	-494,7	-559,9	-527,9	-533,6	-559,9	-573,7	-580,2	...	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	...
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,4	70,9	69,6	69,8	72,4	72,9	72,8	73,9	75,2

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.

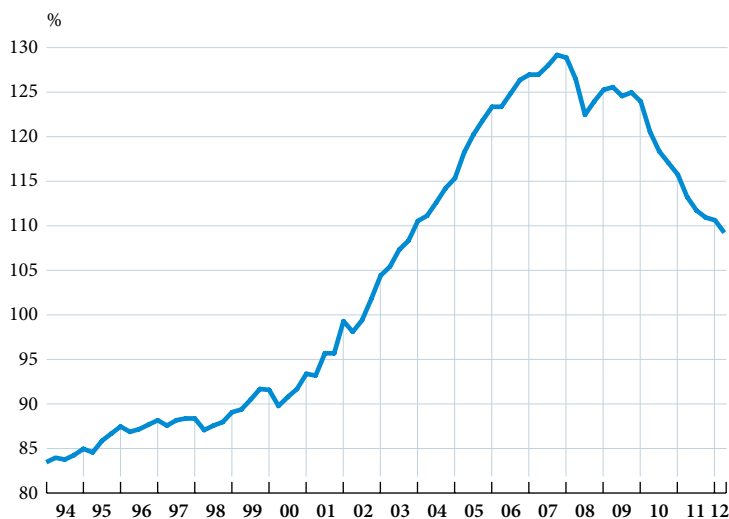
(4) Índex del tipus de canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

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



## ESTATS UNITS: EL DESPALANQUEJAMENT DE LES LLARS, A MIG CAMÍ

Deute brut de les llars en percentatge de la renda disponible



FONTS: BEA, Reserva Federal i elaboració pròpia.

es veu limitat per la situació patrimonial de les llars. Tot i que és cert que la riquesa financera de les famílies s'ha recuperat en els últims mesos, la seva riquesa immobiliària, que és el seu principal actiu tangible, continua per sota de la tendència secular. El principal problema del balanç patrimonial de les llars continua sent l'elevat nivell de deute, que es troba a mig camí de la normalitat. El deute de les llars ascendia al 109,2% de la renda disponible en el primer trimestre del 2012. Això suposa una reducció de 19,9 punts percentuals des del màxim del setembre del 2007, però es manté 17,8 punts per damunt de la cota del 91,4%, que va ser la mitjana del 2000, any previ a l'inici de la bombolla immobiliària.

Les vendes al detall confirmen aquesta desacceleració del consum en relació amb un primer trimestre afavorit per un hivern anormalment suau. Així, el comerç al detall, un cop exclosos els fluctuants cotxes i la benzina, va registrar, al maig, el segon mes de reculada, que va dur el creixement interanual, en termes reals, fins al 2,3%, quan, al març, era del 3,4%. Així mateix, l'índex de confiança dels consumidors del

Conference Board va baixar en 6,8 punts entre el febrer i el maig i es va situar 29,4 punts per sota de la mitjana històrica. Un suport per al consum podria venir, però, de la davallada del preu del petroli. Un descens de 10 dòlars en el barril de cru representa, per la via de l'estalvi en benzina, un augment del pressupost per a la resta de la cistella de la compra equivalent gairebé al 0,3% del PIB. El preu mitjà del petroli, en els quatre primers mesos del 2012, va ser de 118,6 dòlars per barril, de manera que el nivell de 90 dòlars per barril amb què es va tancar aquest informe, si es manté, representa un estalvi del 0,8% del PIB en un any. Així, tot i que la naturalesa fluctuant del preu del cru obliga a la cautela, l'escenari és ara diferent.

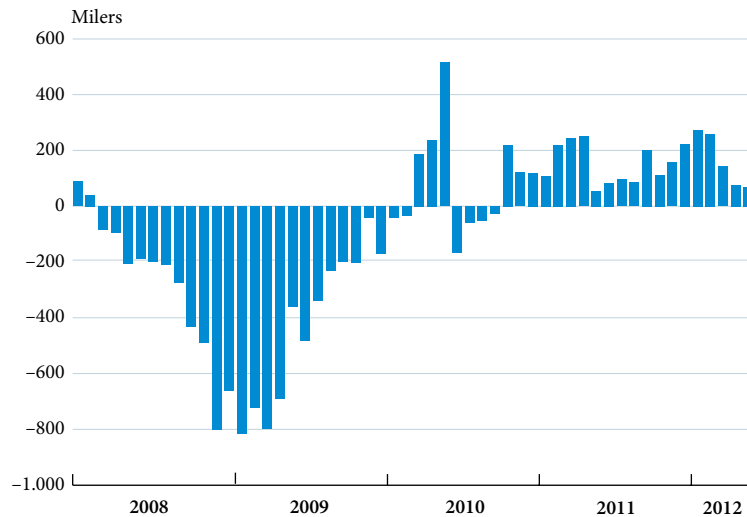
L'alentiment de la recuperació del mercat laboral és el factor que explica millor el replegament del consum. Al maig, es van crear 69.000 llocs de treball nets, un registre molt modest que es va afegir a la negativa dada de l'abril. Així mateix, les hores treballades i les retribucions setmanals també van evolucionar a la baixa. La recuperació és excessivament lenta i el nivell

**Les vendes al detall es continuen desaccelerant, però la reculada del cost de la benzina pot ser un suport per a la despesa del consum.**

**El mercat laboral perd força. La lentitud de la recuperació corre el risc de perpetuar una menor participació al mercat laboral.**

## ESTATS UNITS: LA CREACIÓ D'OCCUPACIÓ PERD FORÇA

Creació (+) o destrucció (-) mensual neta d'ocupació no agrícola



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

**L'atur del 8,2% és degut, en part, a una taxa d'activitat més baixa.**

d'ocupació previ a la crisi difícilment s'assolirà abans del final del 2014. Aquesta persistència de la desocupació fa que la proporció de l'atur de llarga durada es mantingui en nivells rècord. Així, la contractació de treballadors que han estat aturats més de sis mesos presenta problemes de falta d'adequació, ja que el mercat considera que les seves habilitats han quedat desfasades. Això es tradueix en treballadors desanimats que acaben per abandonar el mercat de treball, la qual cosa redueix la població activa i fa que un fenomen cíclic es converteixi en estructural.

La reducció de la població activa fa que un creixement feble acompanyat d'una creació d'ocupació insuficient pugui coexistir amb una reducció de la taxa d'atur. Així, la taxa d'atur del maig es va situar en el 8,2%, 0,8 punts percentuals per sota del mateix període de l'any passat. No obstant això, sense els treballadors que han sortit del mercat per raons no demogràfiques, la taxa d'atur superaria amb escreix el 10,0%. A aquest atur caldria afegir la subocupació, el contingent de treballadors involuntàriament a temps parcial, que ha interrom-

put la tendència de millora dels últims mesos.

En contrast amb aquesta feblesa de l'ocupació i amb la incipient desacceleració de la despesa de consum, el sector inversor presenta un to més positiu. Tot i que l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management (ISM) de manufactures del maig va recular de 54,8 a 53,5 punts, el nivell continua coincidint, però, amb un creixement econòmic robust del conjunt de l'economia superior al 3,0%. Amb una dinàmica una mica menys expansiva, l'ISM de serveis, que va avançar mínimament fins als 53,7 punts, apunta a creixements del 2,0%. La creu cal buscar-la en el component d'ocupació, el 86,4% de l'ocupació privada total, que va patir una intensa reculada.

Pel que fa a la inversió en construcció, arriben aires de millora. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats del maig van mantenir una part del repunt de l'abril i es van situar el 28,5% per damunt del mateix període de l'any anterior. Així mateix, l'increment dels permisos de construcció, que

**La inversió manté un optimisme moderat, però els empresaris encara són cauts pel que fa a l'ocupació.**

## ESTATS UNITS: L'OCUPACIÓ VA PER SOTA DEL CREIXEMENT

Índex ISM de serveis



FONTS: ISM, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

són el seu indicador avançat, permet esperar una continuïtat dels avanços. Per la seva banda, l'índex Case-Shiller d'habitatges de segona mà del març per a les vint ciutats principals va mantenir un lleuger increment, mentre que la venda d'habitatges de segona mà es va continuar animant al maig. Tot plegat fa esperar que el sector contribueixi al creixement al llarg del 2012, tot i que, inicialment, la seva influència estarà limitada pels baixos nivells de partida. Les febleses de l'habitatge encara no estan, ni de bon tros, conjurades, ja que hi ha 12 milions de llars amb un saldo hipotecari pendent que supera el valor de l'immoble hipotecat, malgrat que les últimes dades mostren una tímida disminució de la morositat hipotecària.

Per potenciar el mercat hipotecari i la creació d'ocupació, la Reserva Federal va reactivar, al maig, el programa de compra de deute a llarg termini finançat amb la venda de deute a curt termini. I és que la inflació deixa marge de maniobra a la Fed per a mesures expansives addicionals, en

cas que consideri que són necessàries. L'índex de preus al consum (IPC) es va desaccelerar i va pujar l'1,7% interanual al maig –el 2,3% a l'abril–, a causa d'efectes de base en el preu del petroli. L'IPC subjacent, que exclou els preus energètics i els de l'alimentació, va repetir l'increment del 2,3% interanual, però la tendència és de moderació, ja que els increments de preus es van centrar en components no tendencials com el vestit.

Pel que fa al sector exterior, el dèficit comercial de l'abril va baixar el 8,0% i va quedar en 50.062 milions de dòlars. L'abaratiment del petroli, que és responsable del 55,9% del total del desequilibri comercial, explica una mica menys de la meitat d'aquesta millora, però continuarà tirant a la baixa del dèficit en els tres pròxims mesos. D'altra banda, les exportacions van mantenir una part del repunt del març i auguren contribucions positives del sector al creixement del PIB en el segon i en el tercer trimestre.

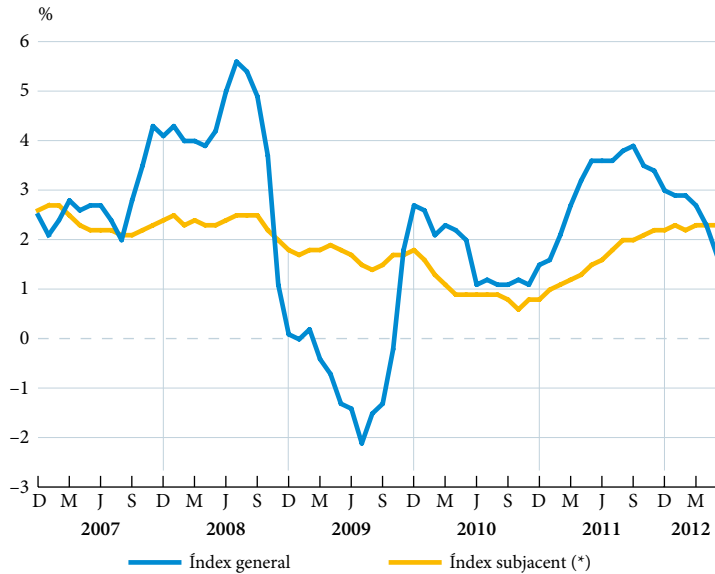
**La construcció confirma la millora, però el nivell de partida és baix.**

**L'IPC, l'1,7%, deixa marge per a polítiques expansives de la Fed.**

**El saldo comercial es beneficiarà del petroli barat en el segon trimestre.**

## ESTATS UNITS: UN IPC QUE DEIXA MARGE

Variació interanual de l'IPC per components



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

**El Japó creix el 2,7%  
gràcies al consum privat.**

### Japó: exportació i inversió, en hores baixes

La revisió a l'alça de les dades del PIB del primer trimestre, que va deixar l'avanç en l'1,2% intertrimestral, el 2,7% interanual, augmenta els dubtes sobre la continuïtat de l'expansió per a la resta de l'any. L'economia basa el seu creixement en l'acumulació d'existències, de naturalesa fluctuant, i, en especial, en un consum privat encoratjat per unes polítiques expansives que no tindran continuïtat, amb un Govern que considera la possibilitat d'incrementar l'impost sobre el consum. No obstant això, els dos pilars tradicionals del creixement nipó es mostren febles. La inversió en equipament recula i el seu indicador avançat de l'abril, les comandes de maquinària, continua mostrant reculades. Per la seva banda, les exportacions del maig van continuar sumides en l'atonía.

**El consum privat  
compensa els colls  
d'ampolla de la indústria.**

El saldo comercial del maig va tornar a ser deficitari, per quinzè mes consecutiu, a

causa de les mancances energètiques derivades de l'aturada nuclear i dels colls d'ampolla en els processos productius, que afecten la competitivitat de les exportacions. En aquest sentit, la producció industrial, que, al Japó, té una influència sobre el PIB superior a la que pugui tenir en altres economies avançades, va recular a l'abril. La recuperació de la segona meitat de l'any passat s'ha diluït, amb un creixement acumulat d'un magre 0,4% en els quatre primers mesos del 2012, que deixa l'índex el 3,1% per sota del nivell previ a la catàstrofe del març del 2011.

No obstant això, les vendes al detall de l'abril i les matriculacions d'automòbils del maig apunten a una continuïtat momentània de la força del consum. Així mateix, l'índex de confiança dels consumidors va pujar, al maig, fins al nivell dels 40,7 punts i es va apropar als nivells del febrer del 2011. Aquesta força del consum privat no aconsegueix esvaïr, però, l'ombra de la deflació. L'IPC de l'abril va pujar el

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	4,5	-0,7	-1,7	-0,6	-0,5	2,7	-	...
Vendes al detall	2,5	-1,2	-1,7	-1,0	0,8	5,2	5,7	...
Producció industrial	16,6	-2,3	-6,7	-0,6	0,0	2,7	12,9	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	-9,0	2,0	-4,0	-4,0	-	...
Habitatges iniciats	2,7	2,6	4,6	8,0	-4,8	3,6	10,5	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,7	4,4	4,5	4,5	4,6	...
Preus de consum	-0,7	-0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5	...
Balança comercial (3)	7,9	-1,6	3,4	1,3	-1,6	-3,6	-3,7	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	106,0	113,5	109,3	115,5	118,6	116,5	113,3	117,0

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

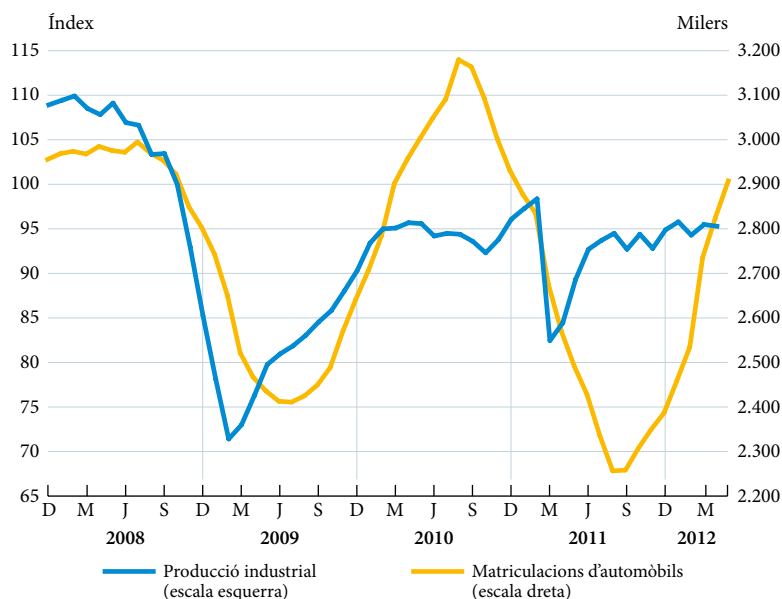
(4) Percentatge.

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

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

## JAPÓ: LA PRODUCCIÓ I LES VENDES, FORTUNES DISPARS

Índex de producció industrial i vendes d'automòbils (\*)



NOTA: (\*) Suma dels dotze últims mesos. Excloso els vehicles de menys de 600 cc.

FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

**Però el creixement no anirà a més. La producció industrial recula i les exportacions patiran els efectes de la feblesa global.**

0,5% interanual gràcies als efectes d'un petroli car, que més recentment ha canviat de rumb i que orientarà l'índex a la baixa en els pròxims mesos. Així, l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, va continuar estancat i va acumular un descens del 0,3% interanual, mentre que els preus de Tòquio, que van tornar a recular al maig, també auguren un retorn a la dinàmica deflacionista.

**El petroli, que va propiciar pujades de preus al començament de l'any, pot afavorir un retorn de la deflació.**

### **Xina: moderació de l'alentiment econòmic**

En un context d'alentiment de l'activitat, la inflació ha caigut. L'IPC del maig es va desaccelerar del 3,4% interanual al 3,0%, ajudat tant pel component alimentació, que representa una mica més d'un terç de l'índex general de preus i que va continuar moderant l'avanç del 7% al 6,5%, com pel component sense aliments, que va passar de l'1,7% de l'abril a l'1,4%.

**La baixa inflació de la Xina, del 3% al maig, va facilitar la retallada en 25 punts bàsics del tipus d'interès oficial.**

L'increment dels preus per sota de l'objectiu governamental del 4% ha permès el manteniment de les polítiques expansives. En aquesta línia s'emmarquen la davallada del tipus d'interès oficial en 25 punts bàsics, fins al 6,31%, al començament de juny

i la retallada en 50 punts bàsics del coeficient de caixa cap a la meitat de maig. Per a la resta d'enguany, preveiem noves baixades del coeficient de caixa, entre 100 i 150 punts bàsics, així com una nova retallada del tipus d'interès al començament del tercer trimestre.

L'anunci de la retallada de tipus, just abans de la sortida dels indicadors d'activitat mensuals, augurava un mal mes de maig. No obstant això, el menor ritme de deteriorament d'alguns d'aquests indicadors i la millora d'uns altres va sorprendre una bona part dels analistes. Les dades del maig palesen un aterratge suau, coherent amb la nostra previsió d'un creixement proper al 8% el 2012. Així, la producció industrial va créixer el 9,6% interanual, 3 dècimes per damunt del registre de l'abril, tot i que queda lluny encara del seu potencial del 15%. Pel costat de la demanda, les vendes al detall van avançar el 13,8% interanual, lleugerament per sota del 14,1% del mes anterior, mentre que la inversió en capital fix acumulada del gener al maig va créixer el 20,1% interanual, 0,1 punts per sota de l'acumulat fins a l'abril.

Al front exterior, tant les exportacions com les importacions van sorprendre de forma

## **XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	10,4	9,2	9,5	9,1	8,9	8,1	-	...
Producció industrial	15,7	13,7	13,9	13,8	12,8	11,6	9,3	9,6
Producció elèctrica	14,0	10,9	12,0	10,8	8,9	6,5	1,5	3,3
Preus de consum	3,3	5,4	5,7	6,2	4,6	3,8	3,4	3,0
Balança comercial (*)	184	156	172	170	156	160	167	172
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,31	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	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.

positiva, contràriament al que havia succeït a l'abril i malgrat la fragilitat de les economies avançades. En particular, les exportacions van avançar el 15,3% interanual en termes corrents, molt per damunt del 4,9% de l'abril, i ho van fer de forma generalitzada en totes les destinacions. Per la seva banda, les importacions van créixer el 12,7% interanual, enfront del 0,3% del mes anterior, i van situar el superàvit comercial en 18.692 milions de dòlars. Una part d'aquesta fortlesa importadora va ser conseqüència del repunt de la demanda externa, tal com ho indica l'avanç de l'activitat exportadora de processament i d'assemblatge, tot i que les importacions de béns finals també van augmentar de forma considerable. Així i tot, hem de ser prudents a l'hora de llegir les xifres de comerç exterior, ja que tenen una alta volatilitat mensual.

De nou, les dades del maig encara són simptomàtiques d'un procés d'alentiment de l'economia xinesa. No obstant això, l'evolució més recent dels indicadors, les mesures monetàries de caràcter expansiu i la clara voluntat i la capacitat de l'executiu de donar suport al creixement allunyen els temors d'un aterratge bruscat del país.

## Brasil: una altra decepció

Tot i que els indicadors conjunturals ja auguraven un alentiment de l'economia brasilera, les dades de creixement del primer trimestre van decebre tothom. El PIB va créixer només el 0,2% en relació amb el trimestre anterior, percentatge que, en xifra interanual, representa un avanç del 0,8%. Si, a més a més, tenim en compte que, en el quart trimestre del 2011, el creixement intertrimestral ja va ser també del 0,2% i que, en el tercer, va ser del 0,3%, és evident que la primera potència de l'Amèrica Llatina s'ha encallat en una via de creixement escàs, sense que, ara com ara, s'albiri cap senyal del rebot tan anhelat.

Per components, i en xifra interanual, destaquen el desastre de la inversió, amb una reculada del 2,0%, i el repunt de la despesa pública, que creix el 3,2%. Pel que fa al consum, va remuntar lleugerament en relació amb el trimestre anterior, esperonat pel bon to del crèdit i de l'ocupació. L'exportació també va millorar el registre en relació amb el quart trimestre del 2011, però no prou per compensar l'avanç de la importació (vegeu el gràfic següent). En

**Els indicadors d'activitat del maig, tot i mostrar-se febles, sorprenen a l'alça.**

**Les exportacions i les importacions repunten al maig, enfront d'un abril feble.**

**L'economia brasilera es continua desacelerant més del que estava previst.**

## BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	7,6	2,7	3,3	2,2	1,4	0,8	-	...
Producció industrial	10,6	0,4	0,7	0,4	-1,7	-3,2	-2,7	...
Confiança del consumidor (*)	159,7	156,4	155,4	153,2	155,2	164,3	165,0	163,0
Taxa d'atur (**)	6,7	6,0	6,3	6,0	5,2	5,8	6,0	5,8
Preus de consum	5,0	6,6	6,6	7,1	6,7	5,8	5,1	5,0
Balança comercial (***)	20,1	29,8	25,2	30,5	29,8	29,1	28,1	27,5
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	12,25	12,00	11,00	9,75	9,00	8,50
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,56	1,88	1,86	1,83	1,91	2,02

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.

**L'efecte dels estímuls es continua demorant.**

conjunt, doncs, es palpa un intens afebliment de la despesa interna privada i una atonia creixent de les exportacions netes, en línia amb la menor apetència global per les primeres matèries.

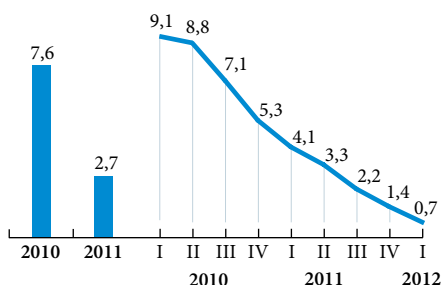
El Brasil se suma, així, al deteriorament generalitzat de les perspectives econòmiques globals, i les últimes dades d'activitat no fan més que augmentar els dubtes sobre el futur immediat del gegant amazònic. Tot i que la confiança dels consumidors

brasilers i l'ocupació mantenen el to, la producció industrial continua en terreny negatiu i l'índex que elabora el Banc Central del Brasil per aproximar el PIB va registrar un augment mínim del 0,22% en relació amb el mes anterior, percentatge que, en xifra interanual, representa una reculada del 0,02% i que és la pitjor anotació des del final del 2009. És cert que aquest indicador no és exacte i que acostuma a diferir de la dada definitiva de creixement del PIB, però, així i tot, és indicatiu

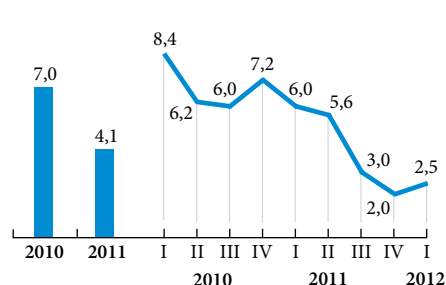
**EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS**

Percentatge de variació interanual en termes reals

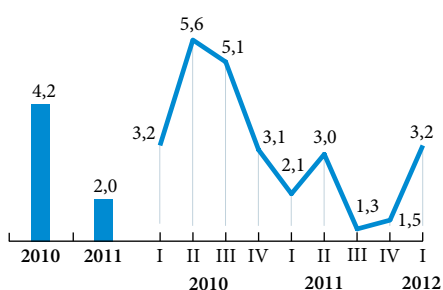
**PIB**



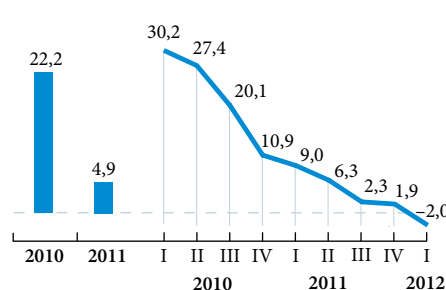
**Consum privat**



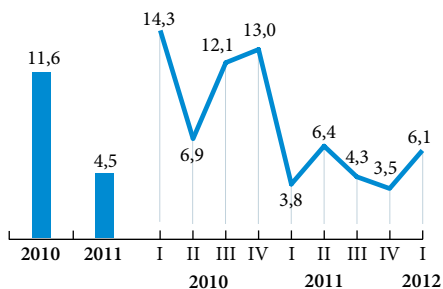
**Consum públic**



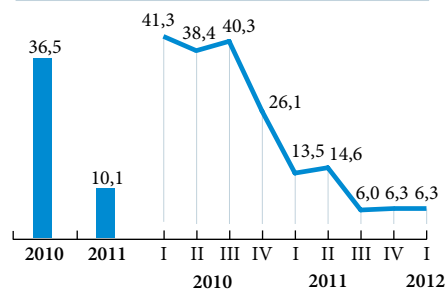
**Formació bruta de capital fix**



**Exportacions de béns i serveis**



**Importacions de béns i serveis**



FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística i elaboració pròpia.



de riscos significatius a la baixa en relació amb el creixement del segon trimestre.

Tot plegat, juntament amb la decebedora dada de creixement del primer trimestre i amb l'expectativa que la moderació del creixement econòmic global es pugui perllongar uns mesos més, ens porta a revisar a la baixa les nostres previsions de creixement de l'economia brasilera tant el 2012 com el 2013. Tot i que continuem contemplant una reactivació de l'activitat econòmica de cara a la segona meitat de l'exercici, quan esperem que els estímuls desplegats des de fa ja gairebé un any comencin a fer efecte, reduïm la nostra previsió d'avanç del 2,5% a l'1,6% enguany i del 4,1% al 3,8% el 2013.

Davant aquesta evidència, la reacció de les autoritats brasileres tampoc s'ha fet esperar, ja que han anunciat ràpidament noves mesures per esperonar l'economia. Aquestes mesures inclouen més facilitats de crèdit, barreres a les importacions i una nova línia de crèdit a disposició dels estats per valor de 20.000 milions de reals (uns 7.700 milions d'euros), perquè els inverteixin en projectes vials, de transport o d'infraes-

tractura en general. La moderació de la inflació també facilitarà els estímuls en l'àmbit de la política monetària (esperem una nova rebaixa de tipus al juliol), tot i que la feblesa persistent del real, perjudicat pel repunt de l'avversió global al risc, frenarà la correcció dels preus i mantindrà l'avanç al voltant del 5% el 2012.

### Mèxic: canvi de terç?

El desglossament per components del PIB del primer trimestre del 2012 confirma que el vigor recent de l'economia mexicana emana de la renovada fortalesa de la despesa interna. El consum privat va ser la partida que més va contribuir al creixement econòmic (2,9 punts percentuals), amb un avanç interanual del 4,3%, seguit de la formació bruta de capital fix, que va contribuir amb 1,9 punts percentuals al creixement del PIB i va créixer el 8,6% en relació amb el primer trimestre del 2011. La despesa pública va avançar el 2,9%. Les exportacions van registrar un creixement del 5,1%, i les importacions, del 8,1%. En net, la demanda externa va restar 0,6 punts percentuals al creixement.

**El real manté el to depreciador.**

**La fortalesa de la despesa interna protegeix l'economia mexicana de la desacceleració global.**

**El peso, en canvi, a mercè de les turbulències.**

## MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	5,6	3,9	3,8	4,2	3,9	4,7	-	...
Producció industrial	6,2	4,0	3,8	3,6	3,7	3,1	4,2	...
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	90,7	93,7	90,3	94,1	97,2	96,3
Índex avançat d'activitat (*)	117,1	117,1	121,0	122,8	123,8	124,4	126,0	...
Taxa d'atur (**)	5,4	5,2	5,2	5,7	4,8	5,0	4,9	4,8
Preus de consum	3,9	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	3,4	3,9
Balança comercial (***)	-3,0	-1,5	-0,1	-1,8	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans per dòlar (*)	12,33	11,90	11,72	13,78	13,94	12,81	13,00	14,32

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

**El petroli s'apropa als 90 dòlars per barril, el mínim des del desembre del 2010.**

Malgrat el bon ritme d'avanç econòmic, els preus continuen mantenint una tònica d'avanç moderada. Tot i que s'espera que la feblesa del peso, arran de les turbulències a Europa, introdueixi certes pressions inflacionistes, també es preveu que l'alentiment global de l'activitat i, en especial, dels Estats Units acabi impactant sobre l'economia domèstica i atenuï aquestes pressions. Això avala la decisió del comitè de política monetària de mantenir sense canvis el tipus d'interès de referència un mes més, tot i haver canviat, explícitament, el to del seu posicionament de pro expansiu a neutral.

Al Govern, s'anticipen més que canvis de posicionament. Al tancament d'aquest informe, amb prou feines uns dies abans de les eleccions presidencials, tot fa pensar que Enrique Peña Nieto (PRI) serà el nou president de Mèxic. Els mateixos sondejos també deixen entreveure una elevada probabilitat que no pugui governar en solitari, de manera que haurà de buscar el suport de l'oposició per impulsar les reformes que necessita l'economia mexicana per guanyar en solidesa i en garanties de futur.

### **El petroli, en caiguda lliure**

El petroli intensifica els descensos. Entre el 18 de maig i el 22 de juny, el cru va recular el 15,8% i va quedar en els 90,49 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes), el nivell més baix des del de-

sembre del 2010. El petroli se situa, així, el 15,5% per sota del nivell del començament del 2012 i el 16,4% per sota del nivell d'un any enrere, de manera que tirarà a la baixa de l'IPC del maig i del juny de la majoria de les economies.

Els descensos en el preu del petroli són fruit de la combinació de la crisi de la zona de l'euro, la desacceleració de la Xina i d'altres economies emergents i l'increment de la producció de l'Àrab Saudita, que es manté en el nivell rècord de 10 milions de barrils diaris, un terç de la producció total dels països de l'OPEP. A partir del 2013, si el creixement global es recupera, hi hauria d'haver un canvi de tendència en el preu del petroli amb pujades moderades.

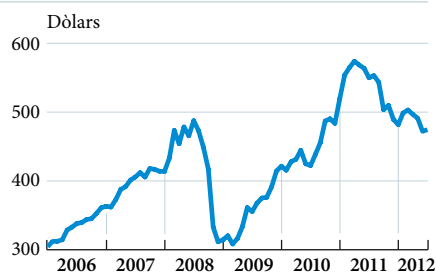
La resta de primeres matèries es va continuar sumant a la tendència a la baixa del cru, tot i que amb menys intensitat. L'índex CRB va recular l'1,2% entre el 18 de maig i el 22 de juny. Entre els metalls, destaca el descens del 10,0% de l'alumini, especialment afectat pels preus de l'energia, atesa la intensitat energètica del seu procés d'obtenció. El coure, el níquel i l'acer van presentar reculades mínimes, després de les caigudes del maig. Entre els metalls preciosos, la plata va cedir el 5,9%, mentre que l'or va perdre el 2,1% i es va situar en els 1.562 dòlars per unça. Entre els aliments, també van predominar les davallades. El blat va baixar el 5,2%; el sucre, el 3,8%, i el cafè, el 14,0%.

**La producció àrab i l'alentiment econòmic fan recular el petroli i la resta de primeres matèries.**

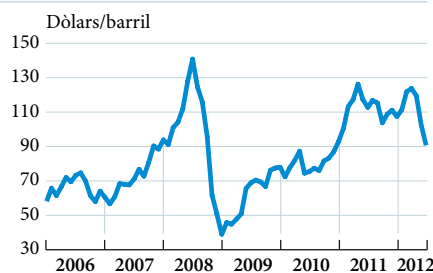
## EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (\*)

Els descensos en la resta de primeres matèries se centren en els metalls, afectats per la desacceleració de la Xina.

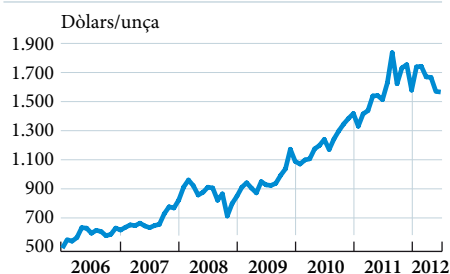
### Índex CRB



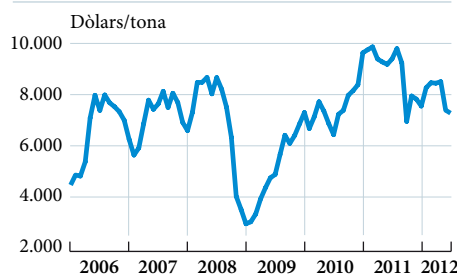
### Petrolí Brent



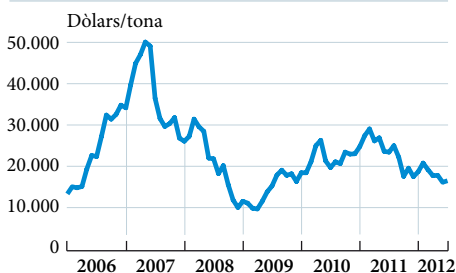
### Or



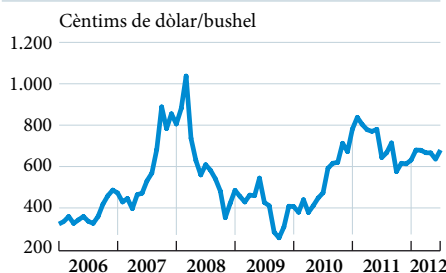
### Coure



### Níquel



### Blat



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

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

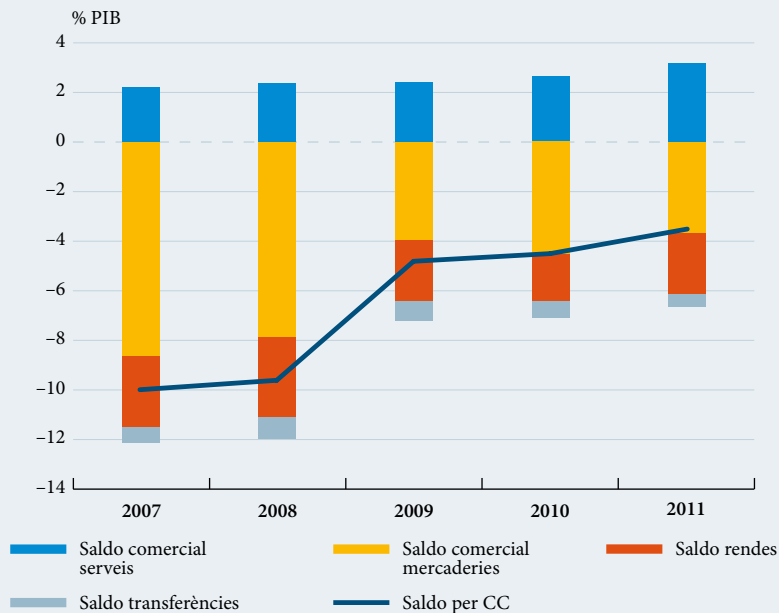
## Objectiu superàvit: realitat o quimera?

Durant el període de bonança econòmica anterior a la crisi, Espanya va multiplicar per quatre el dèficit per compte corrent –des dels 25 mil milions d'euros (el 4% del PIB) de l'any 2000 fins als 105 mil milions (el 10% del PIB) del 2007– i es va convertir, en valor absolut, en el segon país del món pel que fa a nivell de dèficit extern, només per darrere dels Estats Units. Va arribar la crisi i va precipitar una correcció sobtada i substancial d'aquest dèficit, fins a retornar-lo al 3,5% del PIB (38 mil milions d'euros) el 2011. Sens dubte, aquesta correcció contribueix, de forma significativa, a la preuada sostenibilitat externa de l'economia espanyola, però es mantindrà o, quan es reactivi el creixement, tornarem a la tendència anterior? Respondre aquesta pregunta exigeix, en primer lloc, esbrinar què ha propiciat la correcció, i aquest és, precisament, l'objectiu d'aquest requadre.

En aquest sentit, el gràfic següent resulta prou revelador: en desagregar el saldo per compte corrent entre els diferents components, salta a la vista que l'ajustament del desequilibri extern entre el 2007 i el 2011 s'explica, sobretot,

## LA MILLORA DEL SALDO COMERCIAL HA PERMÈS CORREGIR EL DÈFICIT PER COMPTE CORRENT

Components de la balança per compte corrent



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

per la forta caiguda del dèficit de la balança comercial de béns i, amb menys pes, per l'augment del saldo positiu de la balança de serveis. La balança de transferències i la de rendes també hi van ajudar, però molt menys, i, de fet, aquesta última s'ha tornat a deteriorar arran de la persistència de les tensions financeres a la zona de l'euro i de la seva repercussió sobre el cost de finançament del deute espanyol.

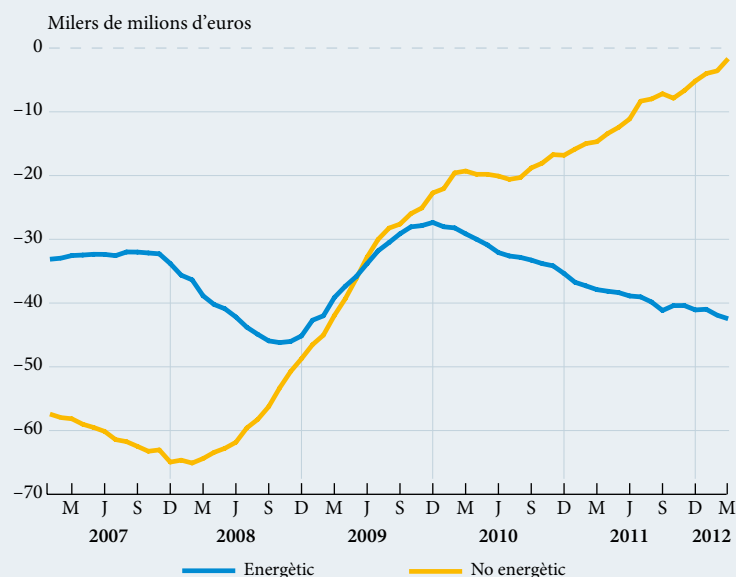
Entrant ja en més detall, la millora de la balança comercial de béns i serveis –que va passar d'un dèficit del 6,5% del PIB a un del 3,5% del PIB– és deguda, fonamentalment, a l'evolució més positiva del comerç de béns: dels 6 punts percentuals corregits, 5 punts corresponen a l'ajustament del dèficit en mercaderies i 1 punt a la millora del superàvit en serveis. A partir d'aquí, cal preguntar-se si l'ajustament del dèficit comercial en mercaderies reflecteix un comportament més positiu de l'exportació o una caiguda dràstica de la importació, coherent amb el tarannà de la despesa interna.

I, efectivament, l'enfonsament de les importacions el 2008 i el 2009 i el seu restabliment moderat de llavors ençà han contribuït força a aquesta millora. En particular, les importacions totals es van reduir en gairebé 20 mil milions d'euros entre el 2007 i el 2011, amb els béns d'equipament, els béns de consum durador, el sector de l'automòbil i les semimanufactures no químiques al capdavant. Tot plegat reflecteix, sens dubte, la feblesa de la despesa de les llars i de les empreses espanyoles –sotmeses a un procés de despallanquejament que disminueix la despesa en inversió i en duradors– i la menor activitat en construcció –destinació principal de les importacions de semimanufactures no químiques– o el col·lapse de la inversió residencial –sector amb un alt contingut en importacions i que va passar de representar el 12,4% del PIB el 2007 al 6,9% el 2011. La menor despesa en impor-

tacions també s'ha assolit, en part, gràcies a una recuperació gradual de la competitivitat al mercat interior: la penetració de les importacions<sup>(1)</sup> ha passat del 26,5% el 2007 a poc més del 23% el 2011.

### MALGRAT EL SALDO ENERGÈTIC, EL SALDO COMERCIAL DE BÉNS ES CORREGEIX

Acumulat de 12 mesos



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

La reculada de les importacions de béns hauria estat fins i tot més intensa si no hagués estat per l'intens repunt del preu del petroli durant el període analitzat (de 72 dòlars per barril Brent el 2007 a 108 el 2011). Això explica que les importacions energètiques passessin de gairebé 42 mil milions el 2007 (el 15% del total d'importacions) a 56 mil milions el 2011 (el 22% del total) i desapareixin el dèficit energètic fins al 3,8% del PIB, malgrat el menor ritme d'activitat intern (vegeu el gràfic anterior). En aquest sentit, cal esperar que el descens recent del preu del cru contribueixi, a curt termini, a corregir aquesta tendència, en especial davant la recaiguda en recessió de l'economia espanyola, tot i que, a mitjà termini, cal apostar per una menor intensitat energètica de l'entramat productiu.

I, malgrat que la reculada de les importacions (de béns) ha contribuït de forma significativa a corregir el dèficit comercial, el bon comportament de les exportacions ha fet tant o més. De fet, l'evolució de les exportacions de mercaderies espanyoles ha estat encomiable des del començament dels dos mil. Durant el període de bonança, van aconseguir mantenir la quota mundial relativament estable, malgrat afrontar pèrdues sostingudes de competitivitat per la via dels preus i l'entrada imparable dels emergents en el comerç mundial (vegeu els requadres «El sector exterior: motor de la recuperació» i «Guany de competitivitat per reactivar el motor exterior»), i, en arribar la crisi, tot i que no es van salvar del col·lapse del comerç mundial del 2008-2009, van ser, juntament amb les alemanyes, les primeres a superar la sotragada.

(1) Mesurada com importacions sobre despesa en consum privat, consum públic, inversió i exportacions, en percentatge.

Aquest vigor s'ha nodrit d'un sector exportador competitiu més enllà dels preus, de la recuperació gradual de la competitivitat externa (vegeu el requadre «Guany de competitivitat per reactivar el motor exterior») i d'un esforç conscient per diversificar-se cap a mercats més dinàmics i amb un potencial econòmic elevat. Malgrat el biaix exportador, encara ampli, cap a la zona de l'euro, destinació del 53% del total de les exportacions de béns el 2011, la seva importància s'ha reduït en benefici, per exemple, de la Xina, l'Índia o Rússia. Això, juntament amb la reculada de les importacions i la correcció en termes de competitivitat, permet explicar, en gran part, el canvi de signe del saldo comercial amb la zona de l'euro i, també, amb la UE-27: mentre que, el 2007, es van registrar sengles dèficits bilaterals en relació amb les dues zones, de 3,7 mil milions i de 3,8 mil milions, respectivament, el 2011, es van obtenir sengles superàvits, d'1,6 mil milions amb la zona de l'euro i de 4,1 amb la UE-27.

Deixant de banda la balança de béns, cal assenyalar que, tot i que a una escala menor, l'augment del superàvit comercial de serveis, que va passar de 23 mil milions d'euros el 2007 a 34 mil milions el 2011, també ha contribuït a la millora de la balança per compte corrent. En aquest cas, les importacions s'han reduït molt lleugerament, mentre que les exportacions –de nou, amb l'excepció de l'any 2009– han anat millorant de forma sostinguda. Per sectors, malgrat que els serveis turístics continuen sent la principal rúbrica d'aquesta balança, el saldo de serveis «no turístics» també ha millorat de manera considerable. Es tracta d'una dada molt positiva, ja que els serveis empresarials tenen un gran potencial de creixement, tant a nivell d'ocupació com de riquesa.

Finalment, la balança de rendes i la de transferències també han aportat el seu gra de sorra a la correcció del dèficit per compte corrent, però no més que això (5 mil milions d'euros entre el 2007 i el 2011). Pel que fa a les rendes –bàsicament, interessos i dividendes–, el seu ajustament s'ha vist frenat per la crisi del deute sobirà a Europa: la millora que hauria derivat dels baixos tipus d'interès oficials s'ha vist erosionada per l'augment de la prima de risc espanyola. A més a més, atesa la persistència de les tensions, cal esperar que aquest saldo es continuï deteriorant a curt termini. Per la seva banda, la balança de transferències –que inclou les remeses dels emigrants, les donacions i les transferències de la Unió Europea– gairebé no ha variat, i el poc que s'ha corregit es pot atribuir a la reculada de les remeses vinculada a la caiguda de l'activitat econòmica, des d'un dèficit del 0,3% del PIB el 2007 a una mica menys del 0,15% del PIB el 2011.

En definitiva, la correcció recent del dèficit per compte corrent s'explica, principalment, per l'evolució més positiva de la balança comercial de béns i serveis. Mantenir la tendència quan remunti l'activitat econòmica exigirà que la correcció assolida, tant en termes d'importació com d'exportació, se sostingui en guanys de competitivitat, que s'intensifiqui l'aposta per diversificar l'exportació cap a mercats més dinàmics i que s'avanci cap a sectors productius amb més valor afegit, menys contingut importador i menys intensitat energètica.

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

## Zona de l'euro: on està el full de ruta?

Un cop transcorregut el primer semestre de l'any, és útil realitzar una reflexió sobre la situació actual de l'economia i les seves perspectives per a la segona part de l'any. Els eixos principals que tracen la via per la qual discorre l'activitat econòmica a la zona de l'euro són dos. En primer lloc, el consens que el disseny institucional és insuficient per fer-se càrrec dels desafiaments presentats per la crisi actual. L'absència dels instruments necessaris per neutralitzar els problemes que genera, periòdicament, la proposta de noves eines. En els últims mesos, la necessitat d'aprofundir en una unió fiscal i la possibilitat d'una unió bancària, amb un supervisor únic per al conjunt dels sistemes financers dels països membres de la zona de l'euro, són dues de les propostes que han rebut més atenció.

En qualsevol cas, aquestes propostes encara estan en un estadi molt embrionari i, ara com ara, l'única cosa que aconseguirien és generar noves preguntes: hi ha prou consens per dur-les a terme?, quant temps es trigaria a implementar-les?, seria això suficient?

En aquest context, s'ha produït una ampliació de les primes de risc a alguns països, en especial a Espanya i a Itàlia. Ni el resultat de les eleccions gregues, que ha permès formar un govern tripartit amb els conservadors de Nova Democràcia, els socialistes del Pasok i el partit de l'Esquerra Democràtica, tots tres partidaris de l'euro, ni l'anunci que la Unió Europea podria revisar el calendari d'ajustaments per concedir més temps a Grècia perquè com-

pleixi el seu compromís fiscal han aconseguit apagar les flames de la desconfiança.

D'altra banda, l'anunci de l'ajuda per un import de 100.000 milions d'euros per recapitalitzar la banca espanyola tampoc no ha proporcionat un descans als esperits desassossegats dels inversors, que no volen adquirir deute públic dels països perifèrics.

El segon gran eix és l'empitjorament de la conjuntura econòmica. Les dades avançades evidencien que, si durant el primer trimestre l'economia va presentar un creixement nul del producte interior brut (PIB), en el segon trimestre, la contracció del PIB podria ser significativa. A més a més, els indicadors econòmics avançats suggereixen que el segon semestre difícilment oferirà sorpreses positives.

És difícil establir la desacceleració econòmica en un context d'augment de la incertesa que retreu la demanda agregada. L'activitat econòmica s'ha estancat en el primer trimestre de l'any amb un creixement negatiu del 0,1% interanual, tal com ho posa de manifest la dada desglossada del producte interior brut del primer trimestre. Prossegueix l'ajustament del consum privat amb una contracció interanual del 0,6%. Addicionalment, la formació bruta de capital fix ha patit una forta caiguda i es contreu a una taxa del 2,2%, mentre que, al final de l'any passat, creixia a l'1,0%. D'altra banda, es manté l'ajustament fiscal a la zona de l'euro amb una lleugera contracció del consum públic del 0,3% interanual. A més a més, les retallades en la despesa pública s'haurien d'intensificar en els pròxims trimestres.

**Sembla que el disseny institucional de la Unió Europea és insuficient per tractar la crisi.**

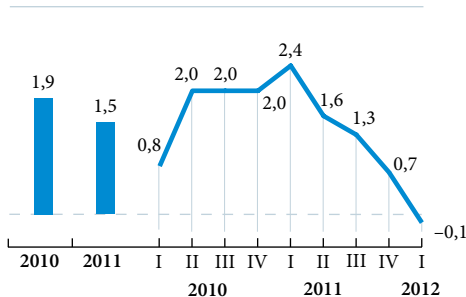
**Es manté la intranquil·litat dels inversors.**

**El creixement a la zona de l'euro s'estanca.**

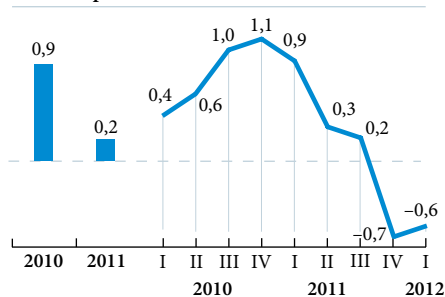
## EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

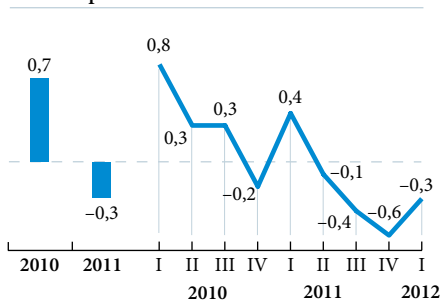
PIB



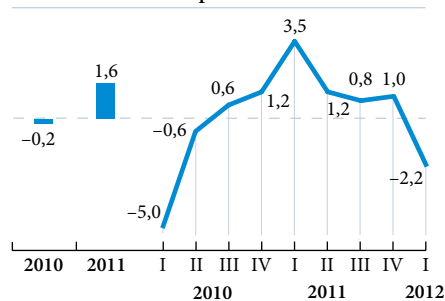
Consum privat



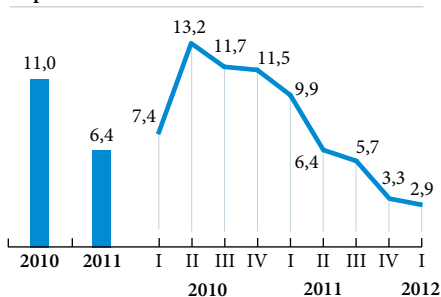
Consum públic



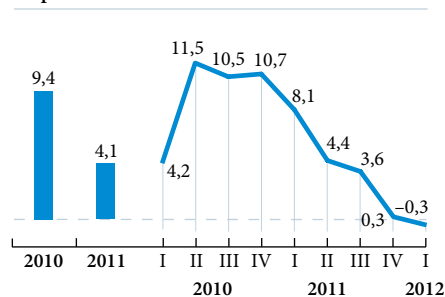
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Imports de béns i serveis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

### La desacceleració del creixement mundial impacta negativament en les exportacions europees.

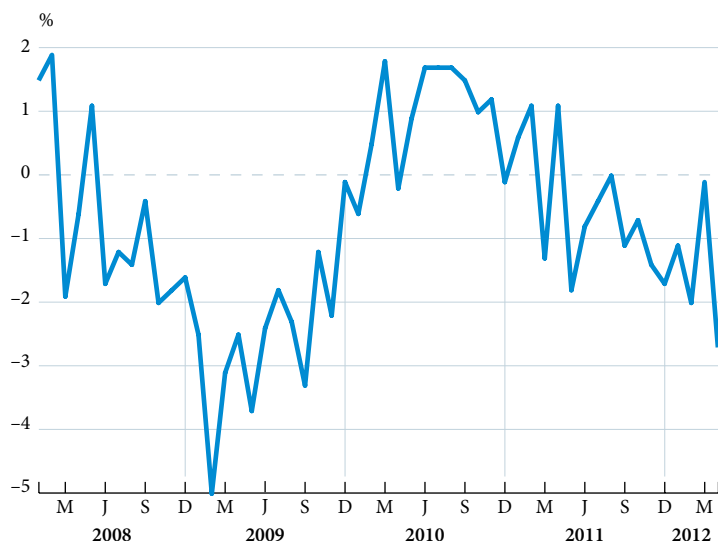
D'altra banda, la moderada desacceleració de la resta del món es deixa entreveure en la reducció en el creixement de les exportacions (2,9%), mentre que les importacions (-0,3%) reflecteixen la feblesa de la demanda agregada interna a la zona de l'euro. Tot i que és necessari puntualitzar que la dada del PIB amaga una forta heterogeneïtat geogràfica. Així, per exemple, mentre que Alemanya presenta un creixement interanual de l'1,2%, Itàlia mostra una contracció interanual de l'1,3%.

Desafortunadament, els indicadors econòmics avançats suggereixen que el creixement del PIB de la zona de l'euro en el segon i en el tercer trimestre hauria de ser negatiu. Des del punt de vista de la demanda, la dada de vendes al detall continua oferint una tendència clarament descendent. En el mes d'abril, van disminuir l'1,0% en relació amb el mes anterior, de manera que la taxa de variació interanual s'endinsa en terreny negatiu i arriba al -2,5%. El descens és generalitzat en tots els



## S'INTENSIFICA LA CAIGUDA DE LES VENDES AL DETALL

Variació interanual de les vendes al detall



FONT: Bloomberg.

components de l'índex, amb reculades en termes interanuals superiors al 2,0%, però és especialment intens en la venda de carburants, que presenta una reducció del 9,8%.

L'evolució de les vendes al detall és un bon indicador per mesurar el pols de la situació econòmica del moment. A diferència de la dada del PIB, aquí sí trobem que les divergències entre les dades de vendes al detall dels diferents països que formen la Unió Europea es redueixen. El desglossament per països mostra una aturada en el cas d'Alemanya, on les vendes al detall de l'abril van passar de l'1,6% del mes anterior al 0,6% intermensual. Les famílies franceses, amb una intensa contracció intermensual de l'1,5%, tampoc no presenten un escenari gaire esperançador. En els dos casos, però, són superats per la contracció a Espanya, del 2,4%.

És previsible que es mantingui la desacceleració o, en el millor dels casos, una certa atonia en les decisions de consum de les

famílies, a causa de la feblesa del mercat laboral i de les incògnites sobre la resolució de la crisi europea. Efectivament, la taxa d'atur del mes d'abril a la zona de l'euro va ser de l'11,0%, quan la taxa del mes anterior ja s'havia revisat del 10,9% a l'11,0%. És un màxim històric des del 1990. A l'abril, va augmentar el nombre d'aturats en 110.000 persones, i el total va arribar als 17,4 milions d'aturats. S'ha ampliat la divergència per països, des del mínim d'Àustria, amb una taxa d'atur del 3,9%, fins al 24,3% d'Espanya.

És cert que l'índex de confiança dels consumidors de la zona de l'euro del mes de maig va pujar des dels -19,9 punts del mes d'abril fins als -19,3, però és una variació mínima, que manté l'índex per sota de la mitjana històrica. Aquest nivell suggereix que les famílies mantindran la prudència a l'hora de prendre decisions de despesa.

Des de l'òptica de l'oferta, la producció industrial de l'abril a Alemanya i a Itàlia es va reduir el 0,7% i el 8,8% interanual, res-

**Els indicadors de conjuntura econòmica suggereixen una desacceleració de l'activitat.**

**S'intensifica la caiguda de les vendes al detall.**

**La taxa d'atur es manté en un màxim històric des del 1990.**

## Cau la producció industrial del mes d'abril.

## La inflació del mes de maig cau dues dècimes, fins al 2,4%.

## L'absència d'un full de ruta per a la zona de l'euro incrementa la incertesa sobre la trajectòria econòmica.

pectivament. En el cas del país germànic, es tracta de la primera caiguda des del 2009. Tenint en compte que, aproximadament, el 45% de les exportacions alemanyes es dirigeixen a la zona de l'euro i que el pes que representa la seva economia per al conjunt de la zona de l'euro se situa al voltant del 27%, aquesta dada és un nou registre de l'agreujament de la desacceleració econòmica i apunta a una clara contracció de l'economia europea en el segon trimestre. L'índex de producció industrial per al conjunt de la zona de l'euro va caure el 0,8% intermensual, i la taxa interanual empitjora en relació amb el mes anterior i se situa en el -2,3%.

En aquest context, és previsible que els empresaris tornin a calibrar a la baixa les decisions d'inversió, tal com ho mostra el deteriorament de la confiança empresarial. Els dubtes sobre Grècia i Espanya i les notícies sobre la desacceleració del creixement a la Xina han deteriorat la percepció sobre la situació actual i les expectatives per als pròxims mesos. Així, per exemple, l'índex de gestors de compres (PMI) ma-

nufacturer per a la zona de l'euro s'ha reduït fins als 45,0 punts, mentre que el PMI de serveis va caure fins als 46,4 punts, en els dos casos per sota dels 50 punts, la qual cosa indica contracció econòmica.

En aquest context de feblesa econòmica, és normal que la dada del maig de l'índex de preus de consum (IPC) a la zona de l'euro presentés un creixement del 2,4% interanual, dues dècimes per sota del registre del mes anterior. El desglossament de la xifra indica que la desacceleració és deguda a la influència de l'aturada en la pujada dels preus dels aliments i de l'energia. Segons la previsió del Banc Central Europeu, l'IPC es mantindrà per damunt del 2%, i, atesa la desacceleració econòmica, sembla difícil un nou tensionament de la inflació.

En definitiva, seria de gran utilitat un full de ruta que, a grans trets, defineixi la seqüència de passos per aconseguir l'objectiu de superació de la crisi. L'absència d'aquest pla estratègic està produint un augment de la incertesa que, en una espiral viciosa, retroalimenta la desacceleració econòmica.

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

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	1,9	1,5	1,6	1,3	0,7	-0,1	-	...
Vendes al detall	0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-1,3	-1,0	-2,7	...
Confiança del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-10,7	-15,9	-20,6	-20,0	-19,9	-19,3
Producció industrial	7,4	4,7	4,0	3,9	-0,2	-1,6	-2,3	...
Sentiment econòmic (1)	100,5	101,0	105,2	98,4	93,6	94,1	92,9	90,6
Taxa d'atur (2)	10,1	10,2	10,0	10,2	10,6	10,9	11,0	...
Preus de consum	1,6	2,7	2,8	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Balança comercial (3)	4,6	-20,6	-17,8	-23,1	-20,6	1,6	17,3	...
Tipus d'interès euríbor 3 mesos (%)	0,8	1,4	1,4	1,6	1,5	1,0	0,8	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,7	103,4	105,2	103,5	102,1	99,5	99,5	98,0

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 més grans impliquen apreciació de la moneda.

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

## Alemanya resisteix la recessió europea

La desacceleració del comerç mundial i l'increment de les tensions a la zona de l'euro han incidit desfavorablement en la recuperació de l'economia alemanya en els últims mesos. Així, nombrosos indicadors, tant reals com d'opinió, han mostrat un empitjorament. D'aquesta manera, és previsible una moderació notable del creixement econòmic en el segon trimestre, després d'una expansió intertrimestral del 0,5% en el període gener-març. Per al conjunt del 2012, situem la nostra previsió en un augment anual del PIB del 0,8%, que contrasta amb la reculada de la zona de l'euro.

L'avanç de l'economia alemanya compta amb l'impuls de la demanda interna. El consum de les famílies es basa en la creació de llocs de treball i en la perspectiva d'un augment de la renda disponible. En efecte, a l'abril, es va continuar incremen-

tant el nivell d'ocupació i la taxa d'atur es va reduir fins al 5,4%, la cota més baixa de les últimes dècades. La demanda de feina, mesurada per l'indicador BA-X, presenta una certa pèrdua d'embranchada, però es col·loca en nivells alts. La inflació, que es va situar per sota de la cota del 2% al maig per primera vegada des del desembre del 2010, també va donar una alegria. D'aquesta manera, la confiança del consumidor va millorar una mica al maig i es va consolidar en una zona sensiblement superior a la mitjana històrica.

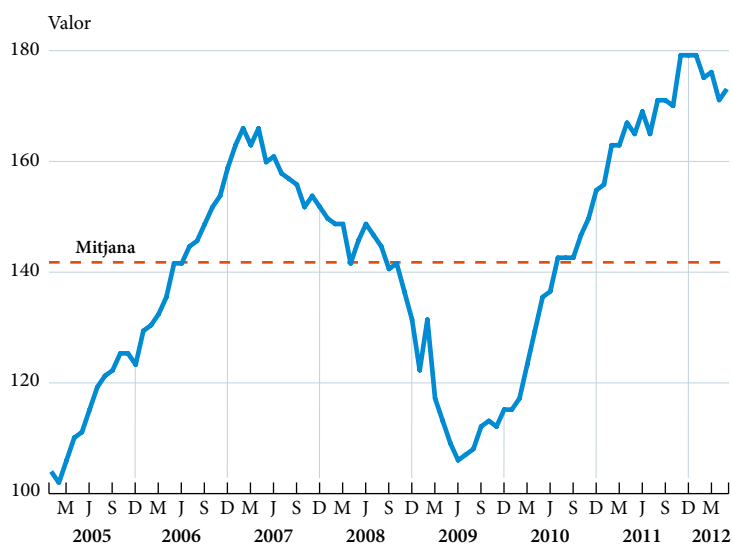
Així, les vendes al detall van augmentar el 0,6% a l'abril en relació amb el mes anterior en termes reals, desestacionalitzats i corregits de calendari. No obstant això, al maig, les vendes d'automòbils van caure el 4,8% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. En conjunt, cal esperar que el consum de les llars continuï creixent, però bé que a un ritme lent. Pel que fa a la inversió, tot i que els baixos nivells de tipus d'interès l'estimulen, la intensificació de la

**És previsible que l'economia germànica es desacceleri notablement en el segon trimestre.**

**La taxa d'inflació alemanya baixa per sota del 2% i reforça la confiança del consumidor.**

### LA DEMANDA D'OCCUPACIÓ PERD VIGOR, PERÒ CONTINUA DONANT SUPORT AL CONSUM

Índex d'ocupació BA-X (\*)



NOTA: (\*) Dades desestacionalitzades.

FONTS: Bundesagentur für Arbeit i elaboració pròpia.

## ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	3,6	3,1	2,9	2,7	2,0	1,2	-	...
Vendes al detall	1,5	1,2	2,4	0,9	0,7	2,5	0,9	...
Producció industrial	10,1	8,0	8,0	8,2	3,4	1,0	-0,7	...
Índex d'activitat empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,1	109,7	106,9	109,3	109,9	106,9
Taxa d'atur (**)	7,1	6,0	6,0	5,9	5,6	5,5	5,4	...
Preus de consum	1,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,1	2,1	1,9
Balança comercial (***)	154,9	158,1	158,7	159,0	158,1	162,7	166,3	...

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.

### Un augment dels salaris a Alemanya podria contribuir a la reactivació del creixement europeu.

incertesa en l'últim període tendeix a frenar-la. A l'abril, la producció industrial de béns d'equipament va mostrar un ascens interanual de l'1,3%, amb tendència a alentir-se.

El vessant exterior continua reflectint la fortalesa competitiva de l'economia alemanya, a la qual han contribuït les reformes adoptades en els últims anys. Així, a l'abril, les exportacions de mercaderies van augmentar el 3,4% interanual, enfront d'un descens de l'1,0% de les importacions. En relació amb el mes anterior, les vendes a l'exterior van baixar l'1,7% en termes desestacionalitzats i corregits de calendari, mentre que les compres van disminuir el 4,8%. D'aquesta manera, el superàvit comercial va ser de 14.400 milions d'euros en el mes, amb una alça interanual del 33,3%. Per la seva banda, el superàvit per compte corrent va augmentar el 49,3% en relació amb l'abril del 2010.

Des del punt de vista de l'oferta, a l'abril, es va constatar una contracció de la producció industrial en relació amb el mes precedent. Durant el bimestre març-abril, la producció del sector secundari va pujar el 0,4% en relació amb el mateix període

de l'any passat. Per la seva banda, les entrades de comandes van recular l'1,9% a l'abril en relació amb el mes previ, però al març-abril van anotar un augment del 2,6% en relació amb els dos mesos anteriors, gràcies, sobretot, a la demanda procedent de l'exterior de la zona de l'euro. A l'abril, la construcció va baixar el 6,0% en relació amb el març, després del fort rebot en aquest mes. No obstant això, les entrades de comandes van registrar, al març, una pujada interanual del 6,0% en termes reals. Al maig, la confiança es va deteriorar a la indústria, a la construcció i als serveis. No obstant això, es va mantenir per damunt dels nivells normals en tots aquests sectors.

D'altra banda, en les últimes setmanes, s'han intensificat les veus que suggereixen una major contribució de l'economia germànica a la reactivació del creixement europeu, la qual cosa, al seu torn, també beneficiaria Alemanya. Així, s'ha proposat un augment dels salaris, en la mesura que els increments de la productivitat ho permeten, per augmentar la demanda i perquè puguin incrementar-se les vendes de productes dels socis comercials de la zona de l'euro.

## Canvi d'orientació de la política econòmica francesa

Els indicadors d'opinió han tendit a empitjorar en els últims mesos, afectats per la incertesa que envolta la resolució de la crisi de la zona de l'euro, el major soci comercial de l'economia francesa. Així, al juny, el clima de negocis es va afeblir lleugerament i es va allunyar encara més del seu nivell mitjà a llarg termini. En aquest context, després de l'estancament del PIB gal en el primer trimestre, en el segon, preveiem la continuïtat d'una tònica similar, com a màxim amb un creixement molt modest. En el conjunt de l'exercici, mantenim la projecció d'una lleugera expansió.

Pel costat de la demanda, el consum de les famílies es mostra feble en els primers mesos del segon trimestre. El consum de béns va pujar el 0,6% en termes reals a l'abril en relació amb el mes anterior, però va ser a causa de l'energia, ja que el component de les manufactures va baixar l'1,3% intertrimestral. Al maig, la xifra de vendes al detall va disminuir el 0,6% en relació amb el mes precedent en valors constants, i, en el mateix mes, les matriculacions d'automòbils es van reduir l'11,0% en relació amb dotze mesos abans. No obstant això, la confiança del consumidor, ajudada pel descens gradual de la inflació, va

continuar millorant al maig, per bé que es va situar per sota del nivell normal. D'altra banda, les perspectives de la inversió no són bones, atès que, a més a més, la taxa d'utilització de la capacitat productiva va continuar caient en el segon trimestre.

Pel que fa al sector exterior, la demanda d'exportacions va ser impulsada, sobretot, pels països no comunitaris. D'aquesta manera, durant el període febrer-abril, les vendes a l'exterior de mercaderies van augmentar el 0,3% en relació amb els tres mesos previs. No obstant això, la taxa registrada per les importacions va ser del 2,5%. En relació amb un any abans, però, les exportacions van augmentar, en els tres últims mesos disponibles, el 5,8%, enfront del 3,4% de les importacions.

Des de l'òptica de l'oferta, el panorama és similar. La producció industrial es va incrementar l'1,5% a l'abril en relació amb el mes anterior, però el component de manufactures va baixar el 0,7%. Durant el període febrer-abril, la producció manufacturera es va contreure també el 0,7% en relació amb els tres mesos precedents. Les comandes industrials van anotar un augment intertrimestral de l'1,7% a l'abril, gràcies, principalment, a la demanda exterior, però es van deteriorar al maig. La producció de la construcció es va incrementar el

**El consum de les famílies gal·les es mostra feble en els primers mesos del segon trimestre, però la confiança es recupera.**

**La demanda d'exportacions franceses és impulsada, sobretot, pels països no comunitaris.**

### FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	1,6	1,7	1,7	1,5	1,2	0,3	-	...
Consum de manufactures per les llars	1,7	1,6	2,1	-0,2	0,3	-2,4	-1,8	...
Producció industrial	4,6	2,4	1,9	2,9	0,4	-1,6	0,9	...
Taxa d'atur (*)	9,8	9,6	9,6	9,6	9,8	10,1	10,2	...
Preus de consum	1,5	2,1	2,1	2,1	2,4	2,3	2,1	2,0
Balança comercial (**)	-52,2	-70,6	-65,4	-69,7	-70,6	-68,4	-68,3	...

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.

**El crèdit a les empreses no financeres es continua desaccelerant a França.**

2,3% a l'abril en relació amb el març, però la confiança del sector es va continuar reduint al juny. Per la seva banda, els habitatges iniciats a l'abril van registrar una caiguda interanual del 25,0%. La confiança dels serveis va empitjorar al juny i va ampliar la diferència amb la mitjana històrica. Les perspectives per a la indústria i per als serveis només eren moderadament favorables a curt termini.

En aquest context, l'atur va continuar pujant i la seva taxa va arribar al 10,2% a l'abril. En contrapartida, el cost salarial del sector privat no agrícola es va alentir i va anotar una alça interanual del 2,1% en el primer trimestre.

Cal assenyalar que la intensificació de la crisi del deute dels països perifèrics de la zona de l'euro amb prou feines ha afectat els bons de l'Estat francès en l'últim període. Així, al final de la quarta setmana de juny, el diferencial de rendiment entre el deute sobirà francès a deu anys i l'homòleg alemany es va situar en uns 110 punts bàsics, força per sota del nivell del començament de l'exercici i lluny del rècord de 189 punts bàsics marcat al novembre del 2011. No obstant això, el crèdit a les empreses no financeres en general es va continuar desaccelerant i, a l'abril, va anotar un creixement interanual del 3,2%, 0,7 punts menys que al març.

L'àmplia majoria parlamentària aconseguida pel Govern després de les eleccions legislatives reforça la política econòmica anunciada, que ha posat l'accent en la reorientació cap al creixement. No obstant això, es planteja el problema de conciliar-la amb l'assoliment de l'objectiu d'un dèficit públic del 3,0% el 2013 i del 0% el 2017. S'ha proposat una nova política de finançament de l'economia al servei del creixement, articulada al voltant de tres eixos: la creació d'una banca pública d'inversió, la reforma de l'estalvi reglamentat i la re-

forma del sistema bancari. D'altra banda, però, els empresaris han manifestat la seva preocupació pel fet que els augments d'impostos previstos i les possibles restriccions a les empreses puguin representar un risc per a les inversions.

### **Les exportacions frenen la caiguda de l'activitat a Itàlia**

Les dades detallades de la comptabilitat nacional transalpina del primer trimestre van confirmar la retracció intertrimestral del 0,8%, per bé que la taxa de variació interanual va ser revisada a la baixa en una dècima fins al -1,4%. La demanda nacional va tenir una contribució a la variació intertrimestral del PIB de -1,7 punts percentuals, amb la inversió aportant-ne -0,7 i el consum de les famílies, -0,6. En canvi, el consum públic hi va contribuir amb 0,1 punts. No obstant això, l'aportació més significativa va provenir de la demanda exterior, que va totalitzar 0,9 punts.

En els últims mesos, s'ha produït un empitjorament dels indicadors econòmics en general. Així, el clima econòmic es va deteriorar al maig fins a la cota mínima des de l'abril del 2009. D'aquesta manera, és previsible que continuï la recessió. En aquest context, revisem lleugerament a la baixa la nostra previsió de variació del PIB per al 2012 fins al -1,8%.

Pel que fa a l'evolució de la demanda interna, el consum de les famílies es continua mostrant feble. Així, les vendes d'automòbils van caure el 14,3% al maig en relació amb el mateix mes de l'any anterior. A més a més, la confiança del consumidor va continuar disminuint al juny i va marcar un nou nivell mínim de les últimes dècades. Aquesta deriva s'explica per la preocupació que genera l'evolució del mercat de treball. A l'abril, l'ocupació va baixar el 0,1% en relació amb el mes anterior en ter-

**Complicada conciliació de l'orientació al creixement i de l'assoliment dels objectius de dèficit públic.**

**Empitjoren els indicadors econòmics, i revisem lleugerament a la baixa la previsió del PIB italià per al 2012 fins al -1,8%.**

## ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	1,8	0,5	1,0	0,4	-0,5	-1,4	-	...
Vendes al detall	0,1	-1,1	-0,4	-1,5	-1,9	-0,1	...	...
Producció industrial	6,7	0,3	2,0	-0,2	-3,1	-5,4	-8,8	...
Taxa d'atur (*)	8,4	8,4	8,1	8,5	9,1	9,8	10,2	...
Preus de consum	1,5	2,7	2,6	2,8	3,4	3,3	3,3	3,2
Balança comercial (**)	-30,0	-24,6	-34,1	-32,1	-24,6	-14,9	-12,3	...

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.

mes desestacionalitzats i la taxa d'atur va continuar pujant, fins al 10,2%. Conseqüentment, la retribució salarial per hora treballada tendeix a alentir-se i la seva variació interanual es va situar en l'1,4% a l'abril. Les perspectives de la inversió tampoc no són favorables a curt termini, ja que la confiança de les empreses està en hores baixes.

En aquest entorn, el sector exterior es configura com la taula de salvació, però els problemes estructurals de competitivitat de l'economia subalpina en limiten la capacitat d'arrossegament. A l'abril, el dèficit de la balança de pagaments per compte corrent va ser de 1.138 milions d'euros, amb una reducció del 76,5% en relació amb dotze mesos abans. Cal assenyalar que la subbalança de mercaderies va anotar un superàvit de 596 milions d'euros, enfront d'un dèficit de 2.066 a l'abril del 2011.

D'altra banda, cap a la meitat de juny, la rendibilitat de les obligacions de l'Estat a 10 anys va tornar a superar el 6% i el diferencial amb les homòlogues alemanyes va repuntar, a causa del contagi generat per Grècia i per Espanya. No obstant això, les mesures comunitàries van rebaixar la tensió i, al final de la quarta setmana de juny, la prima de risc es va situar en 411 punts

bàsics, lluny del rècord de 550 assolit al novembre del 2011. És important que els rendiments del deute públic no es disparin, ja que la càrrega pels interessos podria ser insostenible.

Per ajudar a assolir els objectius pressupostaris i per propiciar el creixement econòmic, amb la vista posada en aconseguir la confiança dels mercats, el Govern presidit per Mario Monti va aprovar un nou paquet de mesures el 15 de juny. Entre les decisions figuren: privatitzacions empresarials i immobiliàries, desgravacions fiscals per a les empreses que contractin treballadors altament qualificats, facilitats per a la reactivació de la construcció, relaxament de la llei concursal, facilitats per al finançament de les infraestructures, reforçament del sector energètic, major transparència de les despeses públiques i agilitació dels processos judicials.

### Regne Unit: compra d'actius financers per part del banc central?

La publicació de la dada desglossada del producte interior brut del primer trimestre de l'any va generar dubtes sobre el procés de recuperació de l'activitat econòmica al Regne Unit. El PIB va ser revisat en una

**La subbalança de mercaderies transalpina registra un superàvit a l'abril.**

**Nou paquet de mesures de política econòmica per assolir els objectius pressupostaris i propiciar el creixement.**

## El deteriorament de l'economia del Regne Unit es confirma.

dècima a la baixa, fins al -0,3% intertrimestral, i va deixar el creixement interanual en el -0,1%. La seva descomposició indica que el consum privat es desaccelera des del 0,4% intertrimestral del trimestre anterior fins al 0,1%. La sorpresa la provoca l'augment de la despesa pública amb l'1,6% intertrimestral. Situació que hauria de revertir en els pròxims trimestres, arran de les polítiques d'austeritat implementades pel Govern.

Un tema preocupant el trobem a l'epígraf de formació bruta de capital fix, amb una caiguda de -0,3% intertrimestral. Amb aquest, ja són dos trimestres consecutius de reculada en la inversió al Regne Unit. Així i tot, les exportacions van sorprendre positivament amb un augment del 0,1% intertrimestral, i això malgrat la fortalesa de la lliura i el deteriorament del creixement dels principals socis comercials del Regne Unit. No obstant això, les importacions van créixer el 0,4% intertrimestral.

Si observem els quatre últims trimestres, l'economia del Regne Unit ha experimentat una lleugera recessió. La caiguda del PIB reflecteix obstacles interns (com, per

exemple, l'ajustament fiscal i el deteriorament de la renda disponible de les famílies, entre d'altres), l'impacte de la situació a la Unió Europea i la desacceleració econòmica a nivell mundial. Pel que fa als sectors econòmics que s'han mostrat més febles, cal destacar les manufactures i la construcció, mentre que el sector de serveis ha aportat creixement en l'últim trimestre.

Alguns indicadors econòmics conviden a l'esperança, com, per exemple, la dada de les vendes al detall del mes de maig, que, després del daltabaix de l'abril, va presentar un creixement de l'1,4% intermensual. No obstant això, és difícil pensar que aquesta millora sigui sostenible, ja que la majoria d'indicadors avançats apunten en sentit contrari. Un bon exemple d'això és l'índex de gestors de compres de manufactures (PMI) del mes de maig, que va baixar fins als 45,9 punts, per sota del nivell de 50, que indica contracció econòmica. De fet, si el conjunt d'indicadors macroeconòmics manté la tendència actual, ens veuríem obligats a corregir a la baixa la nostra previsió de creixement del PIB per a enguany, que, actualment, se situa en el 0,6%. Atesa

### REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	2,1	0,7	0,4	0,3	0,5	-0,1	-	...
Vendes al detall	-0,3	0,7	0,4	-0,5	1,1	1,7	-1,1	2,4
Producció industrial	1,9	-1,2	-1,4	-1,6	-2,9	-3,0	-1,0	...
Taxa d'atur (1)	4,5	4,7	4,6	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9
Preus de consum	3,3	4,5	4,4	4,7	4,7	3,5	3,0	2,8
Balança comercial (2)	-96,3	-101,1	-98,7	-100,7	-101,1	-101,3	-105,0	...
Tipus d'interès líbor 3 mesos (3)	0,7	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (4)	80,4	78,4	78,6	77,1	79,4	80,4	81,5	82,7

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 més grans signifiquen apreciació de la moneda.

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



la gravetat del deteriorament econòmic, el Govern britànic, en combinació amb el Banc d'Anglaterra, va anunciar plans per a la creació d'una línia de 10.000 milions de lliures esterlines per donar suport a la concessió de crèdit a les petites i mitjanes empreses i a les famílies.

D'altra banda, es van publicar les actes d'una reunió de política monetària del Banc d'Anglaterra en què es van prendre dues decisions. En primer lloc, van mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,5%. A més a més, cinc dels nou membres van votar en contra d'una proposta del governador del banc central, Mervyn King, d'incrementar el programa de compra d'actius. L'acta va recollir que la majoria de membres creuen que serà necessari un major estímul monetari en els pròxims mesos, però també destaca que aquests membres preferien esperar els resultats de les eleccions legislatives a França i a Grècia. Tots coincideixen que una de les amenaces més greus per a l'economia del Regne Unit és la interacció entre la incertesa generada per la crisi europea i el seu impacte sobre els mercats financers, que, en última instància, es pot acabar traduint en una reducció del crèdit per a les empreses i les famílies.

Els membres del comitè de política monetària tindran marge de sobres per augmentar el programa de compres d'actius, ja que la dada de la inflació del mes de maig manté la tendència a la baixa. L'índex de preus al consum va recular dues dècimes i es va situar en el 2,8% interanual, el nivell més baix dels últims dos anys i mig.

### **Europa emergent: tres qüestions crítiques en el pas de l'equador del 2012**

Un cop finalitzada la primera meitat del 2012, tres qüestions continuen sent les fonamentals per establir un cert balanç de

la situació a l'Europa emergent: la intensitat del contagi financer que comporta la crisi del deute, la situació d'Hongria i el grau d'alentiment de l'activitat.

Començant pel primer d'aquests interrogants, l'evolució de la prima de risc, mesurada per la cotització dels *credit default swaps* del bo sobirà a tres anys, indica que el fort estrès financer generat per la combinació dels dubtes sobre les eleccions gregues i la incertesa sobre la situació d'Espanya i d'Itàlia (per tant, entre el començament de maig i l'actualitat) ha estat més apreciable en els casos d'Hongria i de Romania i més moderat en els de Polònia, la República Txeca i Eslovàquia. La situació d'aquests tres últims països reflecteix una preocupació mínima en matèria de solvència del sector públic i uns vincles directes (tant comercials com financers) amb Grècia reduïts. Romania contrasta, precisament, en aquest últim aspecte, ja que la notable importància dels bancs grecs al seu mercat bancari nacional i uns vincles comercials estrets es reflecteixen negativament en la prima de risc del país.

El cas d'Hongria és més complex. Com és conegut, arran d'unes necessitats de finançament exterior per al 2012 relativament elevades (lluny, així i tot, d'una incapacitat immediata per afrontar-los), ja, al novembre passat, el Govern va sol·licitar l'assistència financera de la Unió Europea i del Fons Monetari Internacional (FMI). A més a més, en un horitzó a més llarg termini, preocupava als mercats financers una situació d'endeutament públic que se situa entre les més elevades de la regió (de l'ordre del 80% del PIB).

Després de sol·licitar el finançament multilateral, les negociacions es van aturar perquè, al final del 2011, el Govern va sorprendre amb l'adopció d'una nova normativa restrictiva de la independència del banc central hongarès. Així mateix, es va

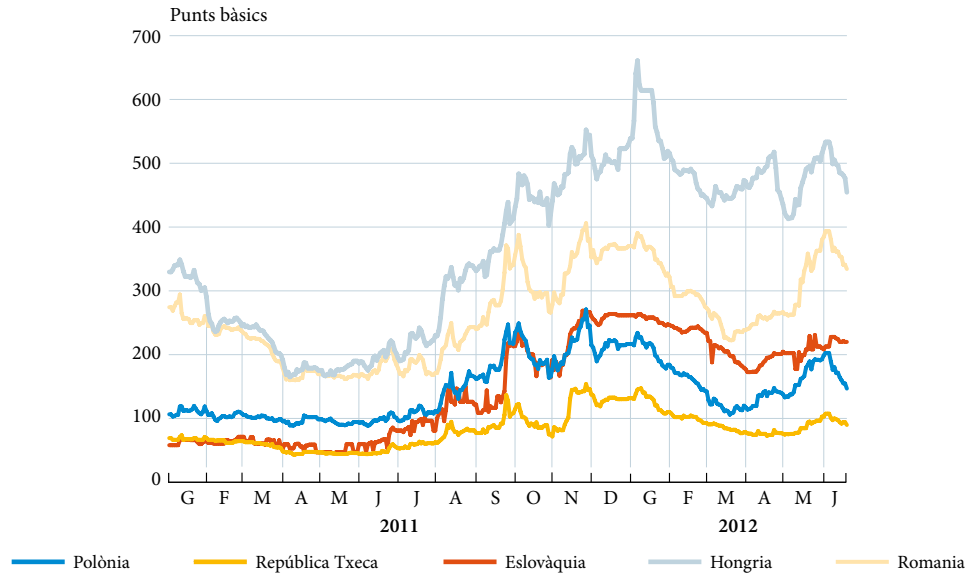
**A l'Europa emergent, preocupen el contagi de la crisi del deute, la situació d'Hongria i la desacceleració econòmica.**

**Hongria i Romania es veuen més afectades per l'episodi d'estrès financer viscut després de les primeres eleccions gregues.**

**Les negociacions d'Hongria amb els organismes internacionals poden ser a punt de començar...**

## LA CRISI DEL DEUTE EUROPEU AFECTA EL RISC-PAÍS D'HONGRIA I DE ROMANIA

Cotitzacions del *credit default swap* del deute sobirà a 3 anys



FONT: Thomson Reuters Datastream.

**...després de canvis legals relacionats amb el banc central i amb l'anunci de noves mesures d'ajustament fiscal.**

constatar una evolució pressupostària sense ajustar, que va provocar que les institucions comunitàries, en el marc del procediment de dèficit excessiu, decidissin retirar una part del fons de cohesió a partir de l'1 de gener del 2013.

Després de mesos sense gaires concrecions, en les últimes setmanes, s'han produït dos fets rellevants que poden aplanar el camí de l'ajuda financera. En primer lloc, les converses entre el banc central i el Govern han propiciat una esmena de la legislació que serà remesa al parlament hongarès, com a màxim, al començament de juliol. Aquesta legislació restitueix competències clau en matèria de política monetària al banc central. Sense esperar la plena adopció de la nova normativa, el Govern sol·licitarà de forma immediata a l'FMI i a les institucions comunitàries el reinici de les negociacions formals.

El segon canvi rellevant és l'anunci d'un seguit de mesures pressupostàries per al 2012 i per al 2013 que la Comissió consi-

dera adequades per garantir que el dèficit públic se situarà en nivells inferiors al 3% del PIB. Conseqüentment, recomana la suspensió del procediment de dèficit excessiu i la no aplicació de la multa comentada anteriorment. Tot plegat ha confirmat l'escenari dominant entre els inversors financers que, al final de l'estiu, Hongria disposarà d'assistència financera internacional.

Sota aquesta interpretació, s'entén que, des de mitjan març (quan el reinici de les negociacions va ser descomptat als mercats financers) i fins al 7 de maig, la prima de risc magiar hagi reculat gairebé 100 punts bàsics. Desafortunadament, en aquesta data, es va conèixer el resultat de les primeres eleccions gregues i es va obrir un període de forta aversió al risc. En aquest context, l'evolució de la prima de risc indica que els inversors inclouen l'economia magiar entre les baules febles de la Unió, a causa de la situació fiscal del país i de les expectatives de recaiguda en recessió.

**L'activitat continua a la baixa en el segon trimestre, de manera que s'intensifica la recessió de Romania, d'Hongria i de la República Txeca.**

Aquest últim factor ens remet al tercer dels interrogants amb què obríem aquest apartat. Atès un escenari macroeconòmic a la zona de l'euro notablement incert, i amb els indicadors d'activitat de les economies centrals de la Unió clarament deteriorats, la qüestió d'establir l'abast del procés d'aturada de l'activitat a l'Europa emergent és especialment difícil. Cal recordar que les xifres de creixement del primer trimestre situen en recessió (entesa com dos trimestres consecutius amb el PIB en reculada) Romania i la República Txeca i gairebé en aquesta situació, Hongria. Només defugen la tònica de feblesa Polònia i Eslovàquia.

Els últims indicadors d'activitat suggereixen que, difícilment, el segon trimestre serà millor que els tres primers mesos de

l'any. El més sintètic de tots, el de sentiment econòmic, ha empitjorat a l'abril i al maig a tots els països que ressenyem aquí, llevat de Romania, que ha registrat una millora moderada. El deteriorament és més intens en el cas d'Hongria i de la República Txeca. Tot plegat fa pensar que, en el segon trimestre, la República Txeca continuarà en recessió i que Hongria entrarà plenament en aquesta mateixa situació. Romania podria haver sortit de la recessió en el segon trimestre, mentre que Polònia i Eslovàquia creixeran en termes intertrimestrals, però a cotes reduïdes. A partir d'aquí, caldria esperar una millora gradual (certament, lenta) a tots els països, amb la probable excepció d'Hongria, que hauria de notar plenament els efectes de l'ajustament fiscal en marxa durant la segona meitat del 2012.

## Guany de competitivitat per reactivar el motor exterior

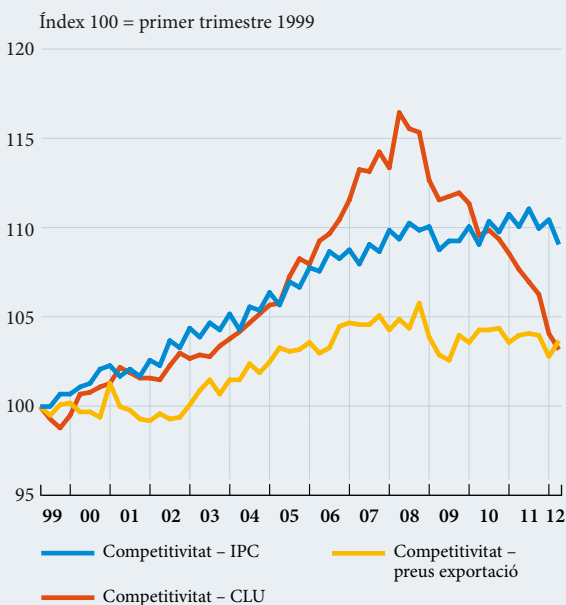
Atesa la feblesa de la demanda interna prevista per als pròxims anys, tota l'atenció se centra en el comportament del sector exportador espanyol. El seu dinamisme marcarà la capacitat de recuperació de l'economia. Sens dubte, en un mercat cada vegada més globalitzat, el guany de competitivitat serà un factor clau per impulsar les exportacions. Després d'anys d'intens deteriorament, recentment s'han observat avanços en aquest sentit. Però el recorregut de millora de la competitivitat encara és ampli. Fins on poden impulsar les exportacions aquests guanys de competitivitat?

Els indicadors de competitivitat més freqüents se solen computar a partir de l'evolució dels preus o dels costos laborals per unitat de producte. Un augment d'aquestes variables per damunt del registrat a la resta d'economies deteriora la capacitat d'exportar d'un país i facilita l'entrada de productes estrangers al seu mercat domèstic. Conseqüentment, la seva rellevància en el comerç internacional es pot veure reduïda a llarg termini.

Aquest ha estat el cas de la competitivitat espanyola a partir de la incorporació a la zona de l'euro. Com ho mostra el gràfic següent de l'esquerra, els índexs basats en l'evolució relativa dels preus i en els costos evidencien una clara pèrdua de competitivitat en relació amb la resta de països de la Unió Monetària Europea (UME) entre el 1999 i el 2008. No obstant això, s'observen algunes diferències. Concretament, l'evolució dels costos laborals unitaris (CLU) relatius manifesta una major volatilitat que la dels indicadors de preus. Pel que fa a aquests últims, s'aprecia un increment del preu dels béns espanyols el 10% superior al dels europeus fins al 2008. Aquest diferencial es va reduir fins al 5% en el cas del preu dels productes exportats, de manera que, durant els anys d'expansió, la pèrdua de competitivitat dels béns no comercialitzables va ser més intensa que la dels comercialitzables.

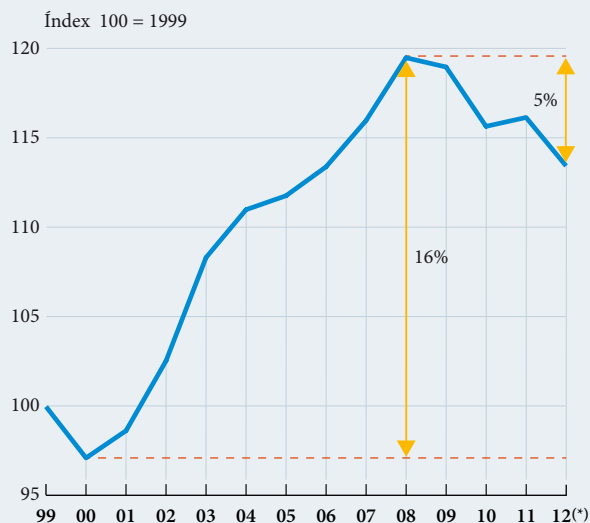
## PÈRDUA DE COMPETITIVITAT DE L'ECONOMIA ESPANYOLA DES DE LA INCORPORACIÓ A LA UME

Indicadors de competitivitat en relació amb la zona de l'euro



FONT: Banc d'Espanya

Tipus de canvi efectiu real basat en l'IPC en relació amb els països industrialitzats



FONT: Bruegel.

Això explica que, atesa la importància de poder reflectir amb més precisió la competitivitat real d'una economia, alguns estudis proposin l'ús de mesures de competitivitat desagregades que permetin tenir en compte la diferent composició dels béns comercialitzats.<sup>(1)</sup> Al mateix temps, altres procediments permeten refinar el càlcul de competitivitat, ja que distingeixen les destinacions de les exportacions d'un país i els seus competidors. Aquest és el cas dels tipus de canvi efectius reals que ponderen els preus –o els costos– relatius i dels tipus de canvi en funció de la presència de cada país a les principals destinacions exportadores. L'evolució d'aquestes mesures més complexes mostra també una pèrdua de competitivitat durant gran part de la dècada passada.

En aquest context, però, no deixa de sorprendre l'evolució relativament favorable de la quota de les exportacions espanyoles en el conjunt del comerç mundial. Des de la incorporació a la Unió Monetària Europea (UME), el 1999, la presència exportadora d'Espanya en el comerç mundial s'ha reduït amb prou feines en 2 dècimes i s'ha situat en l'1,7%. Aquesta contracció, propera al 10%, va ser gairebé la meitat de la registrada per la quota exportadora del conjunt de la zona de l'euro, que, el 2011, es va situar en el 26,3%, enfront del 32,7% de la dècada anterior. Aquest comportament més positiu es podria explicar per l'existència d'altres factors, a més de la competitivitat-preu, que també influeixen en la quota exportadora d'un país, com la qualitat de les exportacions, l'especialització sectorial o la destinació geogràfica.

(1) Vegeu A. Crespo Rodríguez *et al.* (2011), «Indicadors d'activitat: la importància de l'assignació eficient dels recursos», Banc d'Espanya, Butlletí Econòmic (desembre), i M. de Broeck *et al.* (2012), «Assessing Competitiveness Using Industry Unit Labor Costs: an Application to Slovakia», IMF Working Paper.

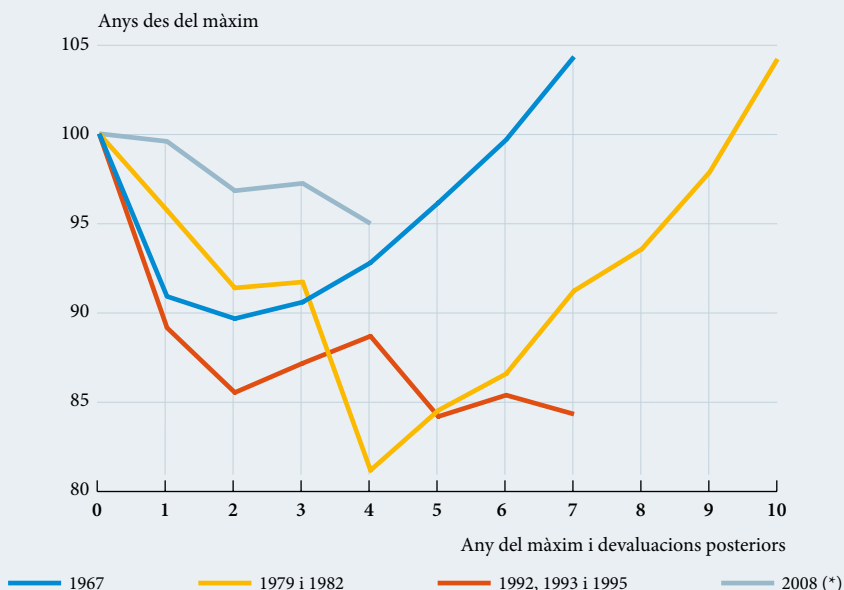
Aquest resultat, però, no ha d'ocultar que les vendes espanyoles a l'exterior continuen per sota del seu nivell potencial. Un clar exemple és el reduït pes de les nostres exportacions de béns en relació amb el PIB, concretament del 20,6% el 2011. Aquesta xifra és la més baixa entre les quatre principals economies de la zona de l'euro, lluny del 43,0% que representa Alemanya o del 34,0% del conjunt de la unió monetària.

El marge de creixement de les nostres exportacions és, per tant, ampli. Sens dubte, una millora de la competitivitat hi ajudaria. En efecte, segons els principals models econòmics, la competitivitat és, després de l'evolució del comerç mundial, un dels principals factors explicatius del comportament de les exportacions espanyoles.<sup>(2)</sup> De fet, segons aquestes estimacions, un increment de la competitivitat en relació amb els països industrials de l'1%, mesurat mitjançant la taxa de canvi efectiva real dels preus, representa un augment del nivell de les exportacions reals a llarg termini entre el 0,6% i l'1,3%. Això significa, per exemple, que, si l'índex de competitivitat tornés al nivell precedent a la incorporació a la zona de l'euro, les exportacions reals augmentarien entre el 8,4% i el 18,3% en relació amb el nivell del 2011. En aquest cas, el pes de les exportacions de béns s'enfilaria fins a una forquilla compresa entre el 22,3% i el 24,4% del PIB, un nivell superior al francès i igual a l'italià.

Aquest escenari es basa en una millora de la competitivitat del 16% en relació amb el nivell del 2008. Però és possible una correcció d'aquesta magnitud? Durant els 50 últims anys, s'han observat importants reduccions de l'índex de competitivitat, que, en alguns casos, han superat el 15%. En les ocasions precedents a la caiguda iniciada el 2008, aquests descensos van ser el resultat de devaluacions de la pesseta, concretament el 1967, el 1979 i

### LA MILLORA DE LA COMPETITIVITAT ÉS MÉS LENTA QUE EN EPISODIS ANTERIORS

Tipus de canvi efectiu real basat en l'IPC en relació amb els països industrialitzats (índex 100 = valor màxim)



NOTA: (\*) L'última dada del 2012 mostra la caiguda registrada en el mes de gener.

FONT: Bruegel.

(2) Vegeu C. García *et al.* (2009), «Una actualització de les funcions d'exportació i importació de l'economia espanyola», Banc d'Espanya, document de treball 0905.

el 1992. No obstant això, els guanys de competitivitat van ser transitoris. A mitjà termini, eren neutralitzats per l'elevada inflació resultant de la pèrdua de valor de la moneda. Aquest fenomen s'observa clarament durant els anys posteriors a les devaluacions del 1967 i del 1982. Després de la devaluació del 1995, en canvi, no s'observa aquest efecte. La inflació controlada a nivells confortables, a causa, en gran part, de la major disciplina fiscal, explicaria aquesta diferència.

En l'actualitat, la presència d'una política monetària europea independent no permet utilitzar les devaluacions com a mecanisme de guany ràpid de competitivitat. Les reduccions de l'indicador són, conseqüentment, més lentes que abans. El gràfic anterior així ho confirma. Entre el 2008 i el gener del 2012, la correcció del tipus de canvi efectiu va ser del 5%, lluny de les caigudes observades amb anterioritat. No obstant això, com respon a factors estructurals, és probable que l'efecte de la correcció sigui més durador.

En definitiva, el marge de millora és ampli. No obstant això, per continuar avançant en aquesta direcció és necessari emprendre reformes estructurals. Els últims informes de la Comissió Europea i del Fons Monetari Internacional insisteixen, especialment, en aquest aspecte. Entre les mesures que proposen, destaquen les que augmenten la competència als mercats de béns i de serveis, faciliten la reassignació de recursos cap als sectors de béns comercialitzables, potencien la innovació, ajuden al creixement de les empreses i eliminen friccions al mercat laboral. Sens dubte, no és una tasca fàcil, però els seus beneficis, a través de la consolidació del sector exterior com a motor econòmic del país, poden ser molt grans.

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

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

### Continuen les dificultats

Finalitza el primer semestre de l'any i les claus dels mercats financers internacionals continuen sent les mateixes que al seu inici: la crisi polièdrica de la zona de l'euro i la feblesa del ritme de creixement de l'economia global. Aquests dos fronts han anat alternant, des de fa temps, fases de pessimisme i fases d'esperança a un ritme desigual. En l'últim mes, els dos han evolucionat de manera preocupant. En el cas de la zona de l'euro, les vicissituds de les eleccions presidencials a Grècia i l'evolució del sistema bancari espanyol han acaparat el flux quotidià de notícies. Però, al rerefons, el que aflora és la intensificació dels riscos econòmics per al conjunt de la regió i la sensació de falta de rumb dels polítics per solucionar la crisi. En aquest sentit, al llarg del mes de juny, s'han multiplicat les trobades entre els líders dels diferents països, pendents, al capdavant, del Consell Europeu dels dies 28 i 29 de juny. Pel que fa a l'activitat a les principals economies mundials, han predominat les sorpreses negatives. Els inversors han reaccionat amb prudència i moderació, en part gràcies al fet que les autoritats monetàries estan fent ús de polítiques expansives per reduir la probabilitat d'una caiguda brusca del creixement.

### Els bancs centrals, de nou a escena

A l'escenari econòmic global que es perfila, el paper de les autoritats monetàries torna a guanyar protagonisme. No obstant això, i tenint en compte l'excepcional situació derivada de l'acumulació de deute

en alguns països, és necessari que els respectius governs desenvolupin polítiques coherents per assegurar l'estabilitat financera, monetària i econòmica. Per aquest motiu, els bancs centrals de regions clau com els Estats Units i la zona de l'euro estan transmetent als mercats un missatge clar de compromís i de voluntat d'adaptació de les mesures a l'entorn, però, al mateix temps, urgeixen els líders polítics a afrontar els propis desafiaments.

En el cas de la zona de l'euro, l'actitud del Banc Central Europeu (BCE) es caracteritza per la cautela. Les declaracions dels membres de l'entitat se centren a explicar i defensar l'estratègia vigent de política monetària i a realitzar repetides crides a l'esforç dels governs per progressar en la integració bancària i fiscal de la regió. Aquest va ser, precisament, el missatge que el president del BCE, Mario Draghi, va voler transmetre amb motiu de la reunió periòdica de la institució. En aquest sentit, el discurs de Draghi va satisfer les expectatives creades, atès que va servir per reiterar amb detall el missatge ferm i clar de les últimes setmanes. Segons va explicar, sobre la base de l'anàlisi de la situació econòmica i monetària de la regió, el BCE va decidir que no hi ha motius per alterar el tipus d'interès de referència, situat en l'1%. No obstant això, tot i que les estimacions de creixement de l'entitat per a enguany es mantenen als nivells ja establerts al març, els responsables del BCE són conscients de l'existència de diversos riscos que amenacen l'estabilitat, entre els quals destaquen l'increment de les tensions als mercats financers (alimentades per la incertesa sobre les necessitats de recapitalització de

**La incertesa sobre la zona de l'euro centra l'atenció.**

**El paper dels bancs centrals és crucial en el context actual.**

**El BCE es mostra ferm a l'hora d'exposar la seva posició davant la crisi sobirana.**

**El BCE no desvetlla si tornarà a comprar deute sobirà de la perifèria.**

la banca europea) i l'eventual encariment, a mitjà termini, de les primeres matèries. Per aquest motiu, l'entitat, en paraules de Draghi, «vigila molt de prop» tots els esdeveniments i «està llesta per actuar». No obstant això, sembla baixa la probabilitat d'una retallada dels tipus d'interès a curt termini, ja que amb prou feines afectaria la dinàmica en què està immersa l'economia de la regió. Pel que fa a la participació del BCE al mercat secundari de deute, el banc central va mantenir la posició d'abstenir-se, llevat que la situació financera de la zona de l'euro es torni extremadament negativa. Igualment, va descartar la realització d'una altra subhasta de liquiditat a 3 anys, però, en canvi, va ampliar fins al gener del 2013 les facilitats de finançament a 1 i a 3 mesos per a la banca europea.

**Des del BCE, s'incentiva la creació de la unió bancària europea.**

Arran dels esdeveniments de les últimes setmanes relacionats amb el sector bancari, el BCE ha animat la creació de la unió bancària i d'un fons de garantia de dipòsits unificat a la regió, que permetin afrontar adversitats creditícies futures i restaurar la confiança dels inversors sobre la solvència del sistema. A més a més, apel·la a la flexibilització de les capacitats dels fons de rescat europeus (FEEF i MEDE) per injectar fons a la banca de forma directa i evitar, així, la intermediació dels governs i el seu impacte sobre els comptes públics. El BCE reconeix que aquests passos no són fàcils, atès que requereixen que els líders polítics adoptin mesures políticament ambicioses i desenvolupin estratègies amb objectius a llarg termini.

**La Fed persegueix estimular l'economia amb l'ampliació de l'«Operació Twist».**

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha saldat el debat sobre la necessitat de nous estímuls monetaris ampliant la vida de l'«Operació Twist». La modesta evolució de les principals partides del PIB en els últims mesos i la feblesa que es percep en el context econòmic i financer global han determinat una rebaixa de les estimacions que realitza la institució per al creixement

dels pròxims trimestres (des del 2,7% al 2,2% el 2012). Segons apunta, és previsible que, en aquest entorn, la dinàmica del mercat laboral també es vegi afectada negativament, de manera que la taxa d'atur es mantindria per damunt del 8% fins al final d'enguany. Sobre la base d'aquestes projeccions, la Fed ha mantingut els tipus d'interès en el rang del 0%-0,25%. Addicionalment, ha decidit ampliar el termini de durada del que es coneix com «Operació Twist» fins al final del 2012. Amb aquest programa, l'acabament del qual estava previst per al juny, l'entitat pretén continuar ampliant la durada mitjana de la cartera de deute i reduir (encara més) els tipus d'interès a llarg termini. Mitjançant la compra de bons del Tresor nord-americà a llarg termini i la venda dels bons amb un venciment inferior a 3 anys, la Fed persegueix flexibilitzar les condicions de finançament del sector privat. Així mateix, intenta esvaïr qualsevol amenaça deflacionista sobre l'economia. L'ús d'aquesta eina permet a la Fed mantenir la dimensió del balanç i eludir els increments que es produïrien amb l'aplicació d'altres mesures de caràcter quantitatiu.

En el terreny dels països emergents, la fase de desacceleració que travessen la majoria d'economies empeny els responsables dels bancs centrals a transmetre missatges més agressius als mercats financers que en el cas de la Fed i del BCE. L'actuació ordenada i previsible de les autoritats és ben rebuda pels inversors, que poden adaptar les expectatives de rendibilitat sobre la base de la informació econòmica rebuda. La publicació de dades d'activitat febles de les últimes setmanes i la moderació gradual de la inflació són els principals arguments que justifiquen la continuïtat del caràcter expansiu de les mesures monetàries d'aquests països. Al juny, s'han produït nous moviments a dues de les principals economies emergents, la Xina i el Brasil. Per primera vegada des que va començar l'etapa de relaxament



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

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
<b>2011</b>									
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	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Desembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
<b>2012</b>									
Gener	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrer	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Març	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Maig	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Juny (1)	1,00	0,66	1,21	0,25	0,47	0,20	0,50	0,92	0,14

NOTES: (1) Dia 22.

(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.

(protagonitzada, fins ara, per mesures quantitatives), el banc central xinès va retallar el tipus d'interès oficial en 25 punts bàsics, fins al 6,31%, en un intent de combatre la flaqueza de l'economia i dinamitzar els fluxos de crèdit cap al sector privat. Igualment, l'autoritat brasilera va ajustar per setena vegada consecutiva els tipus d'interès fins al nivell mínim del 8,5%.

En aquest context, els tipus d'interès interbancaris dels Estats Units i de la zona de l'euro amb prou feines han registrat variacions de consideració. En l'entorn europeu, les turbulències derivades de la incertesa política a Grècia i de la necessitat de recapitalització de la banca espanyola han

estat compensades per la xarxa de seguretat disposada pel BCE (a través de les LTRO del desembre i del febrer) i pels governs. Gràcies a aquesta protecció, els tipus d'interès euríbor a 12 mesos han mantingut una suau trajectòria a la baixa i s'han situat, de nou, en els nivells de l'abril del 2010 (previ a la comunicació, per part del BCE, de l'inici d'una normalització monetària que després va ser avortada).

### Les rendibilitats dels deutes espanyol i italià, en «alerta vermella»

Com ja va succeir al maig, els dubtes sobre la solidesa i l'estabilitat de la zona de l'euro

**La Xina abaixa el tipus per primera vegada en quatre anys.**

**Els tipus d'interès interbancaris mostren una gran estabilitat.**

## Pressions severes sobre el deute sobirà espanyol.

han dominat el sentiment dels inversors durant una gran part del juny. El mes va començar amb un augment sobtat de les tensions, arran de la possible sortida de Grècia de l'euro i dels recels creixents sobre la salut del sistema bancari d'Espanya. En el transcurs de les setmanes, i seguint les múltiples cites polítiques que han tingut lloc, el grau de nerviosisme ha anat fluctuant, però sempre s'ha mantingut en cotes altes. Pel que fa a Grècia, el partit guanyador de les eleccions ha aconseguit formar un govern de coalició que dona suport a la permanència del país a la Unió Monetària. Quant a Espanya, el Govern ha obtingut el suport de l'Eurogrup per afrontar les necessitats de recapitalització del sector bancari. El crèdit acordat, sota unes condicions que es determinaran al llarg del mes de juliol, puja fins als 100.000 milions d'euros. Tot i que aquests dos esdeveniments representen la superació d'uns obstacles que, inicialment, semblaven problemàtics, la veritat és que la reacció positiva dels mercats ha estat efímera,

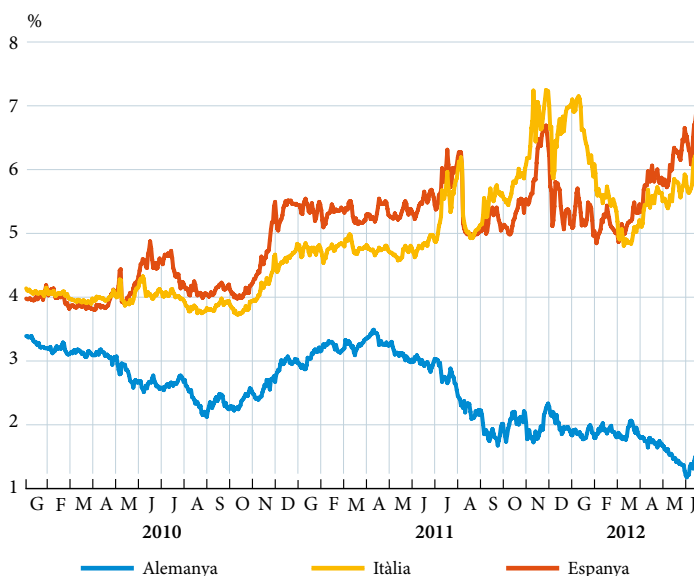
de manera que les tensions (en forma d'ampliació de les primes de risc) no han trigat a tornar. L'explicació cal buscar-la en la desconfiança que continua planant sobre la viabilitat, a llarg termini, de la Unió Monetària. Això explica la rellevància que ha adquirit el debat sobre les fórmules per millorar-ne el funcionament, en particular les propostes per avançar cap a una unió fiscal, una unió bancària i, en última instància, una unió política.

Lògicament, en aquest context, l'ànim dels inversors s'ha caracteritzat per la prudència, que, finalment, s'ha traduït en un nou càstig al deute sobirà dels països de la perifèria europea i, en concret, d'Espanya. Les rebaixes de la qualificació creditícia que les principals agències van realitzar tant del Regne d'Espanya com de gran part de les entitats financeres locals també han contribuït a aquesta penalització. Així, la rendibilitat del bo espanyol a 10 anys va arribar a superar la barrera del 7% durant diverses sessions, i el diferencial

## Espanya continua patint rebaixes de qualificació.

### LA YIELD DEL DEUTE D'ESPANYA EN MÀXIMS HISTÒRICS

Rendibilitat del deute públic a 10 anys



FONT: Bloomberg.

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

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
<b>2011</b>								
Maig	3,0	3,4	5,4	4,8	3,1	1,2	3,3	1,8
Juny	3,0	3,4	5,4	4,9	3,2	1,1	3,4	1,7
Juliol	2,5	3,2	6,1	5,9	2,8	1,1	2,9	1,4
Agost	2,2	2,9	5,0	5,1	2,2	1,0	2,6	1,1
Setembre	1,9	2,6	5,1	5,5	1,9	1,0	2,4	0,9
Octubre	2,0	3,1	5,5	6,1	2,1	1,0	2,4	1,0
Novembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Desembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
<b>2012</b>								
Gener	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrer	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Març	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Maig	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Juny (*)	1,60	2,68	6,74	5,78	1,63	0,82	1,74	0,60

NOTA: (\*) Dia 22.

FONT: Bloomberg.

amb el *bund* alemany va superar amb escreix els 500 punts bàsics, nivell màxim des de l'entrada de l'euro.

Arran de la recerca de seguretat per part dels inversors, les taxes de rendibilitat del deute sobirà de les economies més solvents, com els Estats Units, Alemanya i el Regne Unit, van continuar immerses en la tendència a la baixa iniciada fa diversos trimestres i van arribar a marcar nous mínims. En el cas de les obligacions nord-americanes a 10 anys, la *yield* va baixar fins a l'1,60%. Aquesta circumstància es justifica per la preferència dels inversors particulars per actius financers considerats segurs i per altres factors, com la compra de deute per part dels bancs centrals (tant de països desenvolupats com emergents) i el canvi del marc regulador al sector financer, que promou polítiques d'acotació de riscos.

### L'euro, al centre de tots els debats

Tal com s'ha assenyalat, l'evolució dels esdeveniments polítics a Grècia, l'ajuda al sistema bancari espanyol i el debat sobre la refundació de la UEM han alimentat oscil·lacions en les primes de risc de múltiples actius financers, que s'han vist ben reflectides en la cotització de l'euro. Al llarg del mes, el tipus de canvi de l'euro s'ha mogut, amb un to de feblesa, al voltant d'1,25 dòlars i ha consolidat, per tant, la intensa depreciació experimentada al maig. De fet, adoptant una perspectiva més àmplia de l'evolució de la divisa europea, s'aprecia clarament que, des del febrer, s'ha intensificat la tendència de depreciació de l'euro enfront del dòlar. Factors com l'aversion al risc vinculada a la crisi del deute de la zona de l'euro, la sortida de fluxos de capitals d'actius denominats en euros i la millora comparativa de les projeccions

**L'aversion al risc redueix les *yields* dels països més solvents.**

**L'euro no es recupera de la forta depreciació del maig.**

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

22-06-12

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	80,3	0,5	4,3	0,0
Lliura esterlina	0,641	-1,1	0,3	-3,1
Franc suís	0,956	0,9	1,9	12,2
Dòlar canadenc	1,028	0,7	0,6	5,2
Pes mexicà	13,836	-0,5	-0,7	14,8
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,256	1,0	3,1	12,5
Ien japonès	100,9	-0,5	1,2	-14,2
Franc suís	1,201	0,0	-1,3	-0,3
Lliura esterlina	0,806	0,1	-3,4	-10,9
Corona sueca	8,801	-3,3	-1,3	-3,8
Corona danesa	7,434	0,0	0,0	-0,3
Zloty polonès	4,255	-2,3	-5,0	6,4
Corona txeca	25,77	1,9	0,7	5,7
Forint hongarès	287,1	-4,3	-9,7	6,8

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

FONT: Bloomberg.

### El repunt de les tensions a Europa genera temor entre els inversors i entre els emissors de renda fixa privada.

econòmiques en altres àrees geogràfiques han contribuït a aquest procés de pèrdua de valor de l'euro.

En altres àmbits del mercat de divises, destaca la continuïtat del procés de depreciació enfront del dòlar de la majoria de monedes emergents, atribuïble a la fase de desaceleració econòmica i al relaxament monetari que travessen. En un fet especialment remarcable, les autoritats xineses han situat el canvi oficial entre el iuan i el dòlar en nivells clarament més depreciats que els prevalents al començament de l'any.

### Els mercats de renda corporativa pateixen els efectes de la crisi

Com en els dos mesos anteriors, el clima dels mercats de deute privat ha continuat

dominat per la inestabilitat de la perifèria europea. Com era previsible, el repunt de les tensions al si de la zona de l'euro va ser secundat, inicialment, per un increment dels *spreads* de crèdit a nivell global, que va anar seguit, posteriorment, després de la marxa favorable dels esdeveniments, d'una fase de relaxament moderat als principals índexs. Dues tendències combinades han confluït en aquest escenari. D'una banda, els inversors confusos davant el flux de notícies provinents de la zona de l'euro. De l'altra, les companyies receloses d'acudir als mercats a la recerca de fons per temor a enfrontar-se a uns costos de finançament elevats. Aquesta situació ha derivat, al seu torn, en dos efectes. El primer ha estat la sortida neta de fluxos de capital en fons de renda fixa europea cap a altres mercats menys exposats a la conjuntura de la crisi sobirana. I el segon, la diàspora d'emissors als mercats nord-ameri-

cans, atrets pels seus reduïts tipus d'interès de finançament.

Des del punt de vista sectorial, el sector financer europeu ha estat, de nou, el més castigat per la conjuntura actual. A les dificultats creditícies suscitades per la crisi de la regió i per l'enduriment de la regulació del sector, es van unir les revisions a la baixa de la qualificació de moltes entitats de la zona de l'euro, entre les quals destaquen els descensos de qualificació efectuats sobre la banca espanyola.

L'altra cara de la moneda està representada pels mercats de renda corporativa dels països del sud-est asiàtic. L'impacte dels en-surts de la crisi de la zona de l'euro i del temor a la caiguda del creixement econòmic als Estats Units i a la Xina ha estat relativament moderat. La resistència d'aquests mercats ha provocat l'afluència d'inversors estrangers, atrets pel binomi de rendibilitat i seguretat que ofereixen les noves emissions, tant de bons sobirans com corporatius.

## Les borses amb prou feines trampegen les adversitats

Tot i que el primer semestre de l'any ha finalitzat amb un balanç negatiu per a la majoria de les borses internacionals, el mes de juny s'ha caracteritzat per la millora relativa dels índexs. La reducció dels temors a la sortida de Grècia de l'euro i l'assistència de la zona de l'euro en la recapitalització del sistema bancari espanyol van marcar un punt d'inflexió en la trajectòria de l'apetència pel risc dels inversors. Malgrat que, a la zona de l'euro, encara queden aspectes d'especial rellevància per resoldre, els agents han sabut valorar els esforços dels dirigents polítics en matèria fiscal i financera. Aquesta consideració ha aconseguit, en gran part, contrarestar l'efecte negatiu de l'empitjorament de les dades de l'activitat econòmica global.

L'evolució dels índexs borsaris ha variat en funció de l'exposició de les companyies cotitzades a les ingerències de la crisi euro-

**Les agències de rating revisen a la baixa la qualificació creditícia del sector bancari europeu.**

**Les borses internacionals recuperen terreny, tot i que ho fan en precari.**

### CONTINUA EL CÀSTIG A LA BANCA EUROPEA A LES BORSES

Índexs EuroStoxx 50 i EuroStoxx Banca



FONT: Bloomberg.

**Els inversors vigilen el procés de rescat de la banca espanyola.**

pea. Així, l'S&P 500 ha aconseguit establir la trajectòria gràcies a la continuïtat de les bones perspectives de beneficis empresarials i a les garanties de liquiditat de la Fed. En el cas de les borses dels països emergents, l'evolució dels índexs ha estat vinculada als diferents episodis de flexibilització monetària de les economies i a la recerca de rendibilitats més segures per part dels inversors estrangers.

Pel que fa a la zona de l'euro, al juny, s'ha produït una millora neta de la majoria d'índexs, tot i que des de nivells de capitalització que continuen sent molt baixos. L'Ibex 35 va experimentar una pujada propera al 10% des dels mínims del maig, circumstància que no ha evitat l'extrema vigilància dels inversors. A més del dete-

riorament de la confiança sobre la capacitat de l'economia espanyola per complir els compromisos pressupostaris imposats per la Unió Europea, cal tenir en compte els danys sobre la salut dels balanços de les entitats financeres locals (on la presència de deute públic i d'actius immobiliaris és molt elevada) i les rebaixes de qualificació creditícia d'Espanya i de gran part dels bancs. No obstant això, la confirmació del suport dels socis comunitaris al sistema bancari espanyol, amb un préstec de 100.000 milions d'euros, i el posterior anunci de les necessitats de capitalització del sector per part de les empreses de valoració externes, per un import de 62.000 milions d'euros, van donar un respir a la deteriorada cotització del sector.

## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

22-06-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	12.573,6	0,6	2,9	3,8
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.325,5	0,7	5,4	3,0
<i>Nasdaq</i>	2.859,1	0,7	9,7	7,1
Tòquio	8.798,4	0,8	4,1	-8,6
Londres	5.524,6	2,2	-0,9	-4,3
Zona de l'euro	2.195,4	0,1	-5,2	-21,5
<i>Frankfurt</i>	6.297,9	-2,1	6,8	-13,5
<i>París</i>	3.098,0	0,5	-2,0	-20,0
<i>Amsterdam</i>	299,1	1,1	-4,3	-10,5
<i>Milà</i>	13.816,9	2,7	-8,4	-31,0
<i>Madrid</i>	6.891,0	3,4	-19,6	-32,6
Zuric	5.995,2	1,4	1,0	-1,9
Hong Kong	18.995,1	-0,2	3,0	-13,1
Buenos Aires	2.311,4	3,2	-6,1	-30,7
São Paulo	55.957,4	1,7	-1,4	-8,6

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.

## Activitat econòmica

### Rescat?

Segons la Reial Acadèmia Espanyola, rescatar és l'acció d'alliberar d'un perill, dany, molèstia o opressió. Davant el recel que el resultat de les eleccions gregues pogués, eventualment, conduir a la sortida de l'economia hel·lena de l'euro, fet que hauria dificultat la viabilitat de les importants necessitats de finançament d'Espanya i d'Itàlia en els pròxims mesos, l'Eurogrup va decidir, davant la petició espanyola, habilitar un préstec de fins a 100.000 milions d'euros per recapitalitzar la banca espanyola i poder esvaïr, almenys, l'altre gran focus d'incertesa a Europa: la capacitat del

sistema financer espanyol per afrontar un escenari advers.

El préstec de l'Eurogrup allibera l'Estat espanyol de posar una quantitat tan elevada a disposició dels bancs que necessitin capital. A més a més, en l'hipotètic cas que Espanya ho hagués fet tota sola, probablement hauria hagut d'acudir als mercats. Ateses la incertesa sobre les eleccions gregues i les necessitats de capital de la banca espanyola, l'Estat hauria hagut de pagar, abans del rescat, una rendibilitat molt elevada. Per exemple, el tipus d'interès del bo a 10 anys se situa per damunt del 6%, un nivell prohibitiu si es manté en el temps.

**Europa habilita un préstec per recapitalitzar la banca espanyola.**

### INDICADORS DE DEMANDA

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
<b>Consum</b>								
Producció de béns de consum (*)	0,8	-1,0	-0,8	0,7	-2,2	-3,6	-7,7	...
Importació de béns de consum (**)	-9,5	-2,2	-8,7	1,2	0,4	-6,1	...	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	-17,7	-26,4	-0,7	-5,5	-1,9	-21,7	-8,2
Crèdit al consum de béns duradors	-12,3	-9,9	-10,1	-4,4	-10,4	-12,8	-	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-20,9	-17,1	-16,1	-15,8	-16,8	-24,6	-28,6	-33,2
<b>Inversió</b>								
Producció de béns d'equipament (*)	-3,3	0,8	2,5	2,6	-4,8	-10,3	-14,9	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	-3,1	-4,9	-1,5	-7,2	-11,5	...	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	-6,6	-11,2	5,8	-15,1	-19,1	-25,1	-28,4
<b>Comerç exterior (**)</b>								
Importacions no energètiques	10,3	1,0	-0,7	0,8	-3,1	-8,7	...	...
Exportacions	15,6	10,1	9,0	10,9	5,4	-0,3	...	...

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.

**La falta de detalls sobre l'acord no permet esvair la incertesa.**

Això explica el vincle entre les necessitats del sector privat (bancs) i les del sector públic (Estat).

Un dels grans avantatges del préstec és que, en principi, el tipus d'interès que es fixarà serà significativament inferior, entre el 3% i el 4%. No obstant això, si, finalment, és articulada a través del Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB), computaria com a deute públic (ja que el Regne d'Espanya en seria el garant últim), i els interessos, com a dèficit (tot i que es pot donar la possibilitat que es faciliti un període de carència pel qual no caldria pagar interessos en els primers anys). Atès que, pre-

cisament, el deute i el dèficit són dues variables clau per determinar la solvència d'un país, els inversors van exigir més rendibilitat als bons espanyols (més del 7%) i la prima de risc va augmentar fins als 575 punts bàsics, la qual cosa dificulta les properes emissions de deute de l'Estat.

El paràgraf anterior il·lustra la importància de la lletra petita de l'acord, que es coneixerà, previsiblement, el 9 de juliol. El que sembla clar, segons les anàlisis de la Comissió Europea i del Fons Monetari Internacional (FMI), és la necessitat de trencar el vincle entre el deute privat i el deute públic. Almenys, en principi, la incertesa

## INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
<b>Indústria</b>								
Consum d'electricitat (1)	2,9	-1,1	0,5	-1,1	-4,0	-2,1	-1,0	-3,2
Índex de producció industrial (2)	0,8	-1,4	-1,1	-1,4	-5,0	-5,8	-8,3	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-13,8	-12,5	-10,7	-14,4	-16,5	-14,8	-17,5	-15,6
Utilització capacitat productiva (4)	72,0	73,3	74,7	73,3	72,7	72,5	73,4	-
Importació béns interm. no energ. (5)	24,6	3,1	3,8	0,9	-4,0	-9,6	...	...
<b>Construcció</b>								
Consum de ciment	-15,4	-16,2	-15,7	-21,0	-26,8	-31,3	-41,1	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	-29,7	-55,4	-55,4	-58,6	-53,6	-50,4	-50,9	-56,6
Habitatges (visats obra nova)	-17,3	-14,6	-19,5	-5,3	-26,1	-35,2	...	...
Licitació oficial	-38,0	-46,2	-35,0	-45,2	-59,7	-50,6	...	...
<b>Serveis</b>								
Vendes comerç minorista (6)	-1,0	-5,4	-5,1	-4,2	-6,5	-4,9	-9,5	...
Turistes estrangers	1,0	7,2	9,6	8,5	6,1	2,6	-1,7	...
Ingressos turisme	3,9	8,6	12,2	8,8	5,7	0,5	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	1,8	7,7	-9,8	-12,6	-8,9	...
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	10,6	6,2	1,5	-5,4	-7,2	-3,8
Consum de gasoil automoció	-1,2	-3,7	-4,6	-3,1	-5,6	-4,6	...	...

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.



hauria de disminuir, ja que, a Grècia, els partits partidaris de romandre en l'euro van formar govern i, a Espanya, les dues auditories independents sobre l'estat del sistema financer van fixar en un màxim de 62.000 milions les necessitats de capital per al conjunt d'entitats bancàries en un escenari molt advers, xifra significativament inferior als 100.000 milions del préstec.

En aquest context, l'activitat econòmica continua mostrant símptomes de feblesa. L'índex PMI de la indústria fa més d'un any que es manté per sota del llindar de 50, indicador de la persistència de la contracció manufacturera, i es desmarca a la baixa dels indicadors homòlegs d'Itàlia, França i Alemanya. Un altre indicador, l'índex de producció industrial, també va certificar les dificultats del sector i es va contreure el 8,3% interanual a l'abril.

La majoria d'indicadors, tant d'oferta com de demanda, van mantenir una tònica ne-

gativa i van empitjorar en relació amb el mes anterior. En aquest sentit, destaquen l'índex de confiança dels consumidors i el corresponent a la construcció, que, al maig, van disminuir en 5 i en 6 punts, respectivament, en relació amb el mes anterior. Aquesta caiguda situa la confiança dels consumidors en nivells similars als de la primavera del 2009 i s'uneix a la davallada de les vendes al detall, les quals van disminuir el 9,5% interanual a l'abril.

Pel que fa al sector exterior, les últimes dades, corresponents al mes d'abril, mostren que les exportacions van disminuir el 0,8%. La feblesa econòmica és una característica compartida amb la major part d'Europa, motiu que explica que les exportacions al nostre principal soci comercial hagin disminuït el 4,6%.

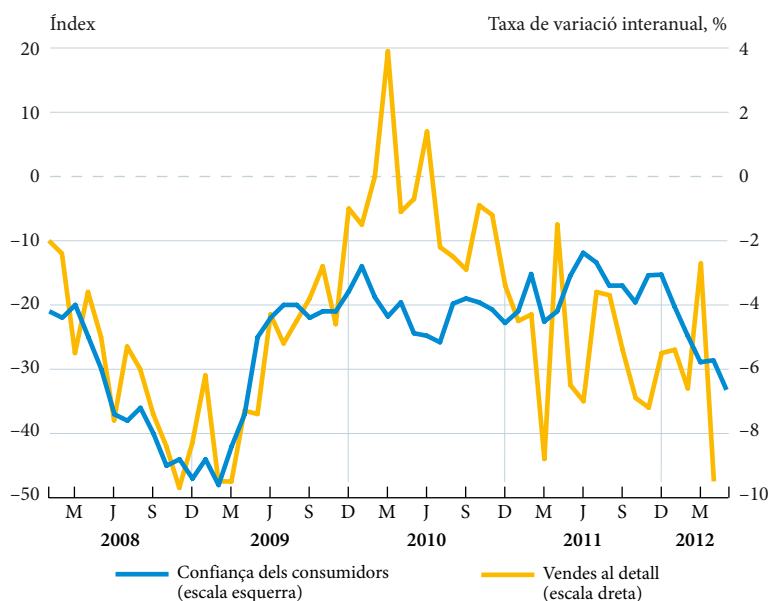
Si, ara com ara, la demanda interna és incapaç de reactivar l'activitat, haurà de ser el sector exterior el que impulsi el creixe-

**La majoria d'indicadors d'oferta i de demanda empitjoren mes rere mes.**

**Cauen les exportacions per la feblesa europea.**

## LES VENDES AL DETALL ES RESISTEIXEN A LA FALTA DE CONFIANÇA DELS CONSUMIDORS

Índex de confiança dels consumidors i vendes minoristes



FONTS: INE, Comissió Europea i elaboració pròpia.

ment. Per aconseguir-ho, és necessari que Europa concreti els detalls dels acords financers i que avanci en l'esfera institucional i en el procés d'integració fiscal. Els avanços en aquest sentit repercutiran de forma positiva sobre el creixement d'Espa-

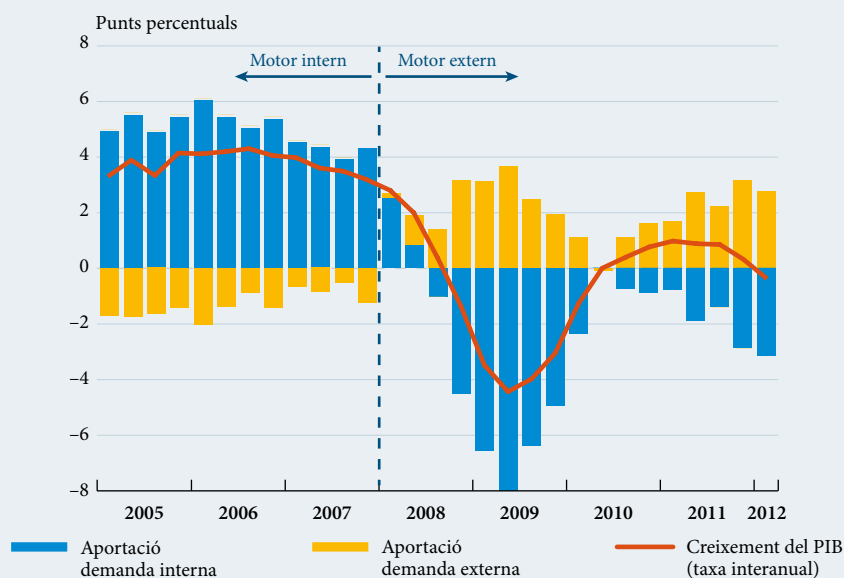
nya i d'Europa. Segons el diccionari de la Reial Acadèmia, una altra accepció del verb rescatar és recobrar el temps o l'ocasió perduts. És hora que Espanya i Europa es rescatin a si mateixes.

## El sector exterior: motor de la recuperació

Les perspectives per a l'economia espanyola el 2012 no conviden a l'optimisme. Les llars, les empreses i les administracions públiques no solament han d'avançar en el procés de despallanquejament, sinó que ho han de fer en un entorn de recaiguda econòmica. Aquests ajustaments continuaran llastant la demanda interna durant diversos exercicis, motiu pel qual encarrilar una via de recuperació que permeti crear ocupació passarà, sí o sí, per la via de l'exportació. Però pot el motor extern, aïllat, reactivar aquesta recuperació?

### CANVI DE MOTOR: LA CRISI OBLIGA A REPLANTEJAR EL MODEL DE CREIXEMENT

Contribució a l'evolució del PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Per respondre aquesta pregunta, necessitem dilucidar, en primer lloc, a quin ritme han d'avançar les exportacions perquè l'economia pugui créixer prou per crear llocs de treball. Tradicionalment, a Espanya, la reactivació sostinguda de l'ocupació ha exigut taxes de creixement del PIB properes al 2%, i aquesta serà la xifra que utilitzarem en la següent simulació. Partint del supòsit que la contribució de la despesa interna fos completament nul·la, aquest 2% hauria de venir, en la seva totalitat, de l'avanç de les exportacions netes –netes del contingut importat, és a dir, de la part del valor dels béns i serveis exportats que correspon a consum intermedi d'importacions i que, per aquest

motiu, no contribueix al creixement de la producció interna-. El Banc d'Espanya estima que aquest contingut importat de les exportacions espanyoles és del 39% del seu valor. Així, doncs, perquè la contribució de les exportacions netes al creixement final del PIB sigui de 2 punts percentuals, la seva aportació bruta ha de ser de 3,3 punts percentuals: 2 punts per aportar al creixement de l'economia i 1,3 punts per compensar el 39% del valor exportat que s'importa. Atès que el pes de les exportacions en el PIB espanyol es va situar al voltant del 30,5% el 2011, aquesta contribució requereix un creixement de les vendes externes de béns i serveis espanyols del 10,8%. Si es donés aquesta circumstància, les importacions totals creixerien el 4,2% (resultat de combinar un creixement del 10,8% en les importacions vinculades a les exportacions i del 0% en les importacions vinculades a la demanda interna).

En definitiva, per créixer al 2% sense l'ajuda de la despesa interna, les exportacions han d'avançar gairebé l'11% en termes reals (vegeu la taula següent). Tenint en compte que, durant el període de bonança anterior a la crisi (2000-2007), van créixer, de mitjana, al 5,4% anual, aquest 11% sembla massa ambiciós. No obstant això, quan tenim en compte que, el 2011, les exportacions van créixer el 9% i, el 2010, el 13,5%, ja no sembla tan exagerat. A més a més, si la demanda interna contribuís una mica al creixement, ni que fos de forma mesurada, les exportacions podrien créixer una mica menys i, així i tot, el creixement del PIB podria assolir el 2%.

Així, per exemple, si la despesa interna cresqués a l'1%, contribuiria en 1 punt percentual al creixement del PIB (ja que el pes de la demanda interna en el PIB és proper al 100%), de manera que l'aportació exigida a les exportacions netes es reduiria a 1 punt percentual. En aquest escenari, l'augment de les importacions no solament correspondria al contingut importat de les exportacions, sinó també al contingut importat dels diferents components de la despesa interna (consum privat, consum públic i inversió) i a la despesa interna final en béns i serveis importats.<sup>(1)</sup> Així, doncs, en aquest cas, l'avanç exigít a les vendes externes de béns i serveis es moderaria, en relació amb l'escenari anterior, fins al 6,9%, amb el consegüent augment de les importacions del 3,6% (vegeu la taula següent).

És raonable esperar que les exportacions creixin gairebé al 7% anual? Tal com argumentarem tot seguit, sí ho és: l'experiència històrica, el provat saber fer de l'empresa exportadora espanyola, la recuperació de la competitivitat i el potencial de mercat encara per explotar així ho avalen. Per començar, mirem de nou enrere: ja hem dit que,

### A QUIN RITME HAN DE CRÉIXER LES EXPORTACIONS PER SOSTENIR LA RECUPERACIÓ?

Creixement i contribució al PIB (% i punts percentuals, respectivament)

	Escenari 1		Escenari 2	
	Creixement	Contribució Δ PIB	Creixement	Contribució Δ PIB
Demanda interna	0,0%	0,0 p.p.	1,0%	1,0 p.p.
Exportacions	10,8%	3,3 p.p.	6,9%	2,1 p.p.
Importacions	4,2%	-1,3 p.p.	3,6%	-1,1 p.p.
Contribució neta Demanda externa		2,0 p.p.		1,0 p.p.
<b>Δ PIB = +2%</b>				

FONT: Estimacions pròpies.

(1) El contingut importat estimat del consum privat és del 29%; el del consum públic, del 13%, i el de la inversió, del 36%.

abans de la crisi, el volum exportat creixia gairebé al 6% anual. Tot i que, d'entrada, aquesta xifra pot semblar poc espectacular, cal considerar-la un èxit tenint en compte que es va assolir en un context doblement advers: d'una banda, es perdia competitivitat en costos –entre el 10% i el 14% en funció de l'indicador que s'esculli (vegeu el requadre «Guanys de competitivitat per reactivar el motor exterior», a la pàgina 33)– i, de l'altra, va coincidir amb l'entrada dels grans emergents en el comerç mundial –la Xina va passar d'exportar el 3% del total global el 1999 al 8% el 2008–. Malgrat afrontar aquest doble repte, l'exportació espanyola va aconseguir mantenir gairebé estable la quota d'exportació mundial, tant en béns (al voltant de l'1,7%) com en serveis (al voltant del 3,5%).

Aquesta fita es va assolir, d'una banda, gràcies al posicionament de l'exportació espanyola de mercaderies en sectors de tecnologia mitjana-alta, on la competència no es dirimeix tant en preus com per la via de la marca o de la qualitat. De l'altra, l'empresa exportadora espanyola va aconseguir mantenir un nivell de competitivitat superior a la mitjana del país –la pèrdua de competitivitat mesurada en termes de preus d'exportació va ser del 5%, gairebé un terç del seu equivalent en termes de costos laborals unitaris– i un nivell de productivitat similar al de les competidores estrangeres (vegeu el requadre «Exportació forta, competitivitat feble: una estranya parella?» del mes de juny del 2011).

Aquest fons de fortlesa avala la capacitat del nostre sector exportador per liderar la recuperació. Més, fins i tot, quan els avanços en el terreny de la competitivitat són substancials (vegeu el requadre de la pàgina 33) i quan la feblesa del tipus de canvi de l'euro –en relació amb el període precrisis o, fins i tot, amb el 2011– també contribuirà a millorar els termes d'intercanvi fora de la zona de l'euro.

Aquesta millora és especialment benvinguda, ja que el potencial més elevat de mercat de l'exportació espanyola es troba fora d'Europa. El gros del creixement mundial es concentra i es concentrarà en economies emergents i en alguns països avançats on l'exportació espanyola encara té molt recorregut. De fet, dades recents de comerç exterior revelen que, precisament, la feblesa econòmica, tant a Espanya com a la zona de l'euro, s'ha constituït en l'empenta necessària perquè moltes empreses espanyoles es decidissin a abordar definitivament aquests mercats i aprofitessin el gran potencial que ofereixen. A la Xina, l'Índia i Rússia, per exemple, la quota d'exportació espanyola ha anat augmentant des de l'any 2000, mentre que altres competidors més directes cedien terreny –Itàlia ha perdut quota als tres països, mentre que Alemanya l'ha vist reduir a l'Índia; al Brasil tots ells, inclosa Espanya, han perdut quota de mercat–.

En definitiva, en un entorn com l'actual, en què el creixement de la despesa interna es veu limitat pels ajustaments, és necessari que la recuperació es basi en l'exportació, aprofitant al màxim les oportunitats de negoci en altres mercats més dinàmics. Espanya no pot devaluar ni recórrer a la política monetària o comercial per millorar la competitivitat, però sí disposa de marge per impulsar reformes estructurals que esperonin aquesta competitivitat per la via de l'eficiència, de la inversió, de la innovació i de la qualitat del capital humà i que en potenciïn l'atractiu com a base exportadora. Els àmbits d'aquestes reformes passen per millorar la regulació i la burocràcia, per augmentar la competència o per facilitar el comerç exterior per la via de la inversió en infraestructures.

I, malgrat que, des de l'àmbit institucional, es poden emprendre iniciatives que promoguin aquesta internacionalització, el seu veritable motor d'impuls cal buscar-lo en la pròpia empresa i en els seus directius. A curt termini, el motor de la recuperació espanyola també està a les seves mans... i difícilment podria estar en unes de millors.

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

## Mercat de treball

### Ni l'estacionalitat favorable dona un respir al mercat laboral

Els efectes de la recaiguda en recessió es fan notar clarament al mercat de treball. Tot i que els registres d'afiliació i d'atur del mes de maig van mostrar una millora, aquest resultat va ser generat per l'estacionalitat propícia del període, ja que, un cop corregida, el resultat va ser d'un empitjorament substancial de les dades. D'aquesta manera, l'augment del total d'afiliats de 77.431 persones va ser molt escàs en un mes tradicionalment bo per a l'ocupació, i això va fer que el ritme de caiguda d'aquesta variable s'intensifiqués en dues dècimes fins al 3,4% interanual. El mateix passa amb el nombre d'aturats registrats, ja que la reculada de 30.113 persones va comportar que la taxa de creixement interanual

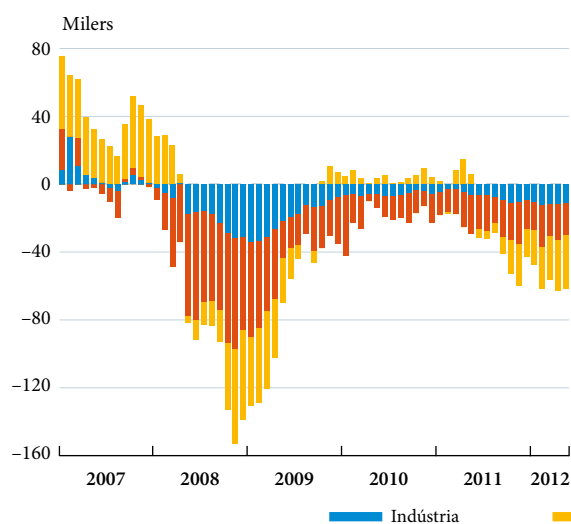
augmentés fins al 12,5%, una cota que no s'assolia des del maig del 2010. Per tant, l'evolució de les dades del mercat laboral en termes desestacionalitzats deixa entreveure que la caiguda de l'activitat econòmica durant el segon trimestre del 2012 ha estat més intensa que la registrada en el trimestre anterior.

El to de feblesa també afecta el sector turístic i, per tant, el sector serveis en general, el qual, fins fa pocs mesos, havia ofert una certa capacitat de resistència. Al maig, el nombre d'ocupats al sector serveis va presentar un descens de l'1,8% interanual, 3 dècimes per sota del registre del mes anterior. Aquestes dades contrasten amb l'avanç que es va produir l'any passat, quan va assolir el 0,6% interanual al maig. El menor dinamisme econòmic als princi-

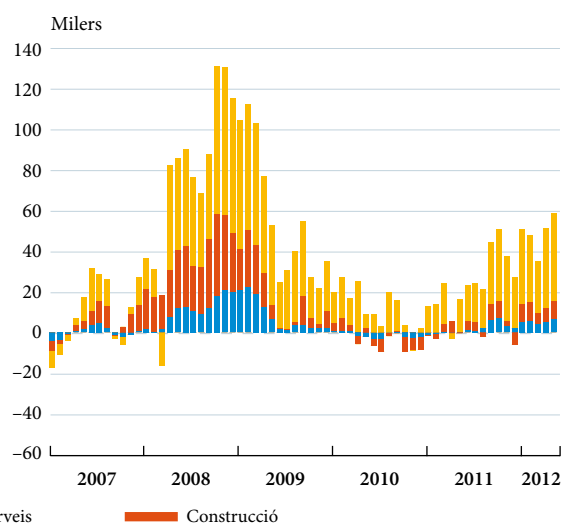
**L'atur torna a créixer fins a taxes del 2010.**

### CONTINUA LA SAGNIA DEL MERCAT DE TREBALL A TOTS ELS SECTORS

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



Variació mensual del nombre d'aturats registrats (\*)



NOTA: (\*) Variació mensual corregida de variacions estacionals.

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

## Mal comportament del sector serveis.

pals països d'origen dels turistes que visiten Espanya, principalment països europeus, i l'estabilització dels conflictes del nord d'Àfrica fan molt difícil que es pugui repetir una campanya turística com la de l'any passat. De tota manera, cal preveure que el nombre de turistes que visitaran Espanya i el nivell d'ingressos per turisme es mantindran en cotes relativament elevades en els pròxims mesos.

En els altres dos sectors, el procés d'ajustament continua guanyant tracció. Tot i que, l'any passat, va reduir el 12,2% el nombre d'ocupats, el sector de la construcció encara no ha tocat fons. Mentre l'estoc d'habitatges acabats per vendre no es redueixi de forma considerable, la construcció es mantindrà molt feble. Una bona mostra d'això és la tendència clarament a la baixa dels habitatges iniciats, que, entre l'abril del 2011 i el març del 2012, amb prou fei-

nes van arribar als 80.000, un registre clarament inferior als dels anys 2009 i 2010, de 159.000 i de 124.000, respectivament.

El sector de la indústria, que, durant el 2010 i la primera meitat del 2011, s'havia estabilitzat, pateix de nou una recaiguda important. Al maig, el nombre d'ocupats va recular a un ritme del 5,1%, una dècima més que en el mes anterior.

L'empitjorament del mercat laboral també es fa patent, en el segon trimestre, amb l'evolució dels contractes registrats, que van baixar el 6,6% interanual al maig. Aquest resultat contrasta amb l'augment del 9% que va experimentar la contractació en el mateix mes de l'any anterior. Aquesta reculada va ser més intensa entre els contractes indefinits, que van caure el 7% interanual, mentre que els temporals van recular el 6,4% en relació amb el mateix mes de l'any

## INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
<b>Afiliats a la Seguretat Social (1)</b>								
Sectors d'activitat								
<i>Indústria</i>	-4,8	-2,7	-2,4	-2,4	-3,3	-4,2	-5,0	-5,1
<i>Construcció</i>	-13,4	-12,2	-11,4	-13,0	-14,9	-16,4	-17,3	-17,3
<i>Serveis</i>	0,0	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,9	-1,5	-1,8
Situació professional								
<i>Assalariats</i>	-1,8	-1,4	-1,0	-1,3	-2,1	-2,9	-3,6	-3,8
<i>No assalariats</i>	-2,8	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4
<b>Total</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,4</b>
<b>Població ocupada (2)</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,0</b>	-	-
<b>Llocs de treball (3)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,8</b>	-	-
<b>Contractes registrats (4)</b>								
Indefinits	-6,4	-9,6	-5,0	-8,4	-22,8	-19,3	-6,4	-7,0
Temporals	3,8	1,0	3,9	0,9	-1,2	-6,7	-5,9	-6,5
<b>Total</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

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

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

(4) 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.

## ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Maig 2012

	Aturats	Variació sobre desembre 2011		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>						
Agricultura	160.200	14.239	9,8	24.097	17,7	3,4
Indústria	538.339	28.869	5,7	47.922	9,8	11,4
Construcció	796.569	20.641	2,7	57.576	7,8	16,9
Serveis	2.805.203	192.674	7,4	357.396	14,6	59,5
Primera ocupació	413.811	35.340	9,3	37.472	10,0	8,8
<b>Per sexes</b>						
Homes	2.337.116	127.378	5,8	272.535	13,2	49,6
Dones	2.377.006	164.385	7,4	251.928	11,9	50,4
<b>Per edats</b>						
Menors de 25 anys	490.329	29.768	6,5	39.392	8,7	10,4
Resta d'edats	4.223.793	261.995	6,6	485.071	13,0	89,6
<b>TOTAL</b>	<b>4.714.122</b>	<b>291.763</b>	<b>6,6</b>	<b>524.463</b>	<b>12,5</b>	<b>100,0</b>

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

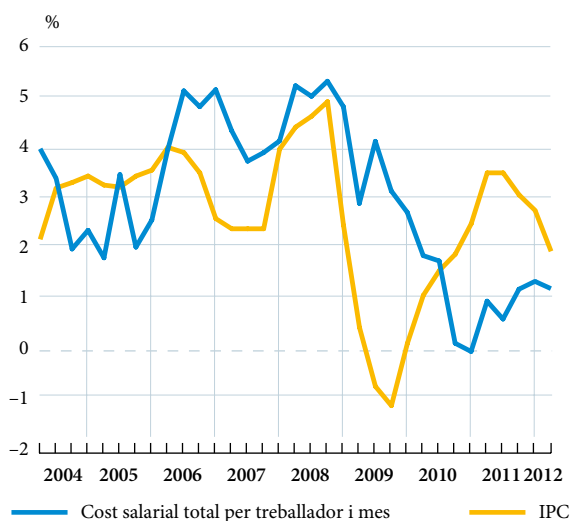
anterior. Cal destacar que el ritme de caiguda de la contractació temporal està assolint taxes similars a la reculada de la contractació indefinida, un resultat molt

diferent del registrat en els dos anys anteriors, quan els contractes temporals van créixer.

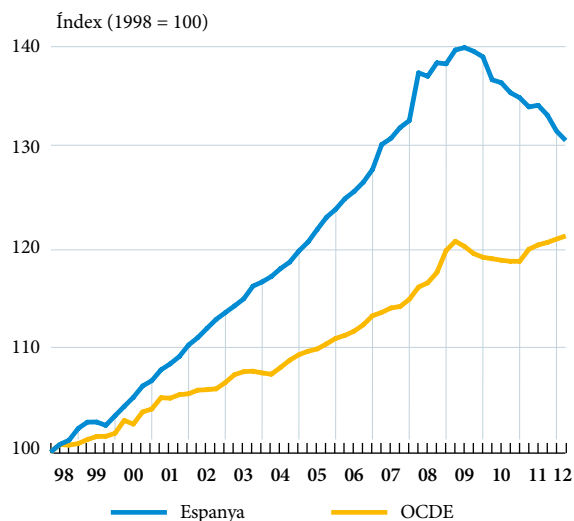
**Els contractes registrats cauen el 6,6% interanual al maig.**

## LA MODERACIÓ SALARIAL CONTRIBUEIX A MILLORAR ELS NIVELLS DE COMPETITIVITAT

Variació interanual



Costos laborals unitaris (\*)



NOTA: (\*) Variació mensual corregida de variacions estacionals.  
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, OCDE i elaboració pròpia.

## Es modera el creixement dels costos laborals.

L'ajustament del mercat laboral s'efectua, principalment, per la via del nombre d'ocupats, però els salaris també responen a l'afebliment de l'activitat econòmica, tot i que ho fan amb menys intensitat. Efectivament, coincidint amb la recaiguda en recessió, l'enquesta trimestral del cost laboral (ETCL) del primer trimestre del 2012 mostra una intensificació de la contenció salarial després de dos períodes en què s'havia frenat aquesta tendència. Així, els costos salarials per treballador es van incrementar l'1,2% interanual, una taxa lleugerament inferior a la registrada en el trimestre anterior. Així mateix, la moderació salarial va contribuir a la significativa desacceleració dels costos laborals per treballador, la taxa de creixement

interanual dels quals es va situar en l'1,1%.

Atès que els costos salarials van continuar creixent menys que la inflació en el primer trimestre, els salaris van perdre poder adquisitiu. En aquest sentit, sembla que s'està executant el difícil camí de devaluació interna necessari per millorar els nivells de productivitat. Una altra mostra d'això l'ofereix l'evolució de l'índex de cost laboral per unitat de producció, o cost laboral unitari, que publica trimestralment l'OCDE per a tots els països membres. L'evolució d'aquesta variable mostra que, mentre Espanya acumula deu trimestres de caigudes, al conjunt de l'OCDE la tendència és positiva.

### INDICADORS DE SALARIS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	
<b>Increment pactat en convenis (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Enquesta trimestral de cost laboral</b>							
Costos salarials							
Total	0,9	1,0	1,0	0,6	1,2	1,4	1,2
Indústria	2,9	2,8	3,0	3,1	2,8	2,3	1,9
Construcció	0,8	2,5	2,3	3,2	1,9	2,4	1,3
Serveis	0,5	0,5	0,3	-0,2	0,8	1,1	1,0
Guany mitjàns per hora treballada	1,1	2,1	0,2	1,3	4,5	2,2	1,5
Altres costos laborals	-1,1	1,6	0,4	1,5	2,2	2,2	0,9
Jornada laboral (***)	-0,3	-0,9	0,8	-0,6	-3,2	-0,8	-0,3
<b>Jornals agraris</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Cost laboral a la construcció</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>

NOTES: (\*) No inclou clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.

(\*\*) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(\*\*\*) Hores efectives per treballador i mes.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.



## Preus

### Qüestió d'equilibris

Després de la pujada de dues dècimes experimentada en el mes d'abril, la inflació va reprendre la cota de l'1,9% al maig. Tot i que els components que van justificar l'últim repunt de l'índex de preus al consum (IPC) encara van pressionar a l'alça la inflació, el descens del preu del petroli i dels aliments va superar aquest efecte i va impulsar en dues dècimes a la baixa la taxa anual de l'IPC.

El repunt de l'abril tenia un caràcter espuri, perquè l'increment de la inflació no estava impulsat pel pols de l'activitat econòmica, sinó per la intervenció del Govern en els preus de l'electricitat, el gas i el tabac. Atès que una part de l'increment imposi-

tiu es va traslladar per la via dels preus al consumidor, al maig, aquests tres elements van exercir conjuntament una pressió a l'alça de gairebé una dècima.

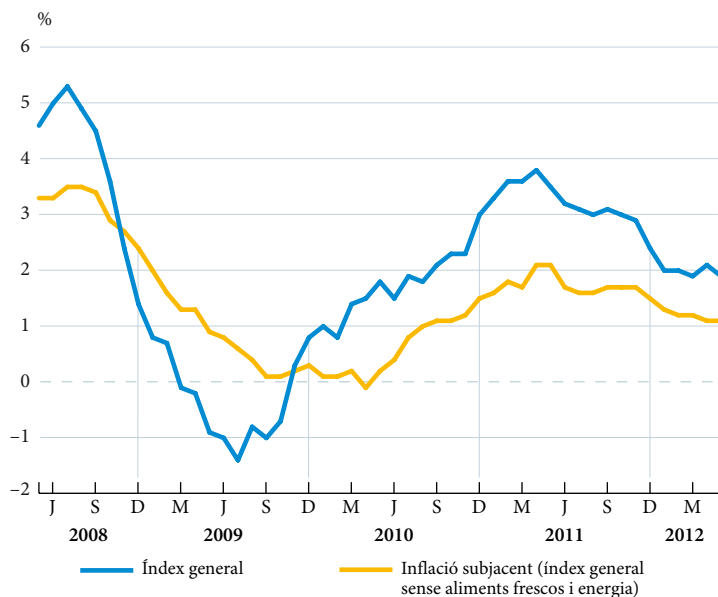
No obstant això, dos dels elements més volàtils de la inflació, el petroli i els aliments, van jugar un paper decisiu i van registrar importants caigudes, que van acabar determinant el descens de la taxa anual de variació de l'IPC. Al maig, només en un mes, el preu del petroli de qualitat Brent es va reduir el 14% i es va apropar als 100 dòlars per barril. A causa de la depreciació del 7% del tipus de canvi euro-dòlar en aquest mateix període, els consumidors espanyols només es van beneficiar d'una caiguda del 8% en el preu del petroli. Tot i que la feblesa de l'euro encareixi les impor-

**L'IPC recula dues dècimes i se situa en l'1,9%.**

**El preu del petroli en euros disminueix el 8% en un mes.**

### EL PETROLI I ELS ALIMENTS IMPULSEN A LA BAIXA LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística (INE).

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Maig

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
<b>Per classes de despesa</b>							
Aliments i begudes no alcohòliques	101,6	0,3	-0,2	0,8	0,5	2,5	1,8
Begudes alcohòliques i tabac	106,7	0,0	1,1	2,5	4,5	14,7	6,2
Vestit i calçat	106,8	2,1	2,1	-2,2	-2,0	0,5	0,5
Habitatge	104,7	-0,1	0,3	4,1	3,5	7,6	5,1
Parament	101,0	0,4	0,3	0,4	0,0	1,4	0,7
Medicina	97,6	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	-2,8
Transport	104,2	-0,8	-1,4	4,1	3,4	7,9	4,2
Comunicacions	96,8	0,0	0,1	0,0	-2,2	0,3	-3,8
Oci i cultura	99,3	-1,7	-1,6	-1,2	-2,1	-0,6	0,4
Ensenyament	102,1	0,0	0,0	0,0	0,1	2,2	2,9
Hotels, cafès i restaurants	100,7	-0,1	-0,2	0,9	0,7	1,8	0,9
Altres	101,7	0,2	-0,1	2,0	1,0	3,1	1,7
<b>Agrupacions</b>							
Aliments amb elaboració	102,9	0,2	0,3	1,6	1,4	4,7	3,0
Aliments sense elaboració	101,0	0,4	-0,6	-0,1	0,3	2,7	1,1
Conjunt no alimentari	102,3	-0,1	-0,2	1,4	0,9	3,4	1,8
Béns industrials	103,8	0,1	-0,1	2,0	1,5	4,8	2,5
<i>Productes energètics</i>	<i>108,1</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,9</i>	<i>8,7</i>	<i>6,6</i>	<i>15,3</i>	<i>8,3</i>
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>107,9</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,6</i>	<i>8,9</i>	<i>6,1</i>	<i>15,5</i>	<i>7,8</i>
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>102,0</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>0,2</i>
Serveis	100,8	-0,3	-0,3	0,9	0,3	2,0	1,1
Inflació subjacent (**)	101,6	0,1	0,2	0,5	0,2	2,1	1,1
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>102,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>1,9</b>

NOTES: (\*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

### Els carburants presenten la caiguda més important des del 2008.

tacions de cru, la magnitud de la caiguda del preu d'aquest hidrocarbur és suficient per superar aquest efecte i per convertir-lo en la partida que més ha contribuït al descens de la inflació.

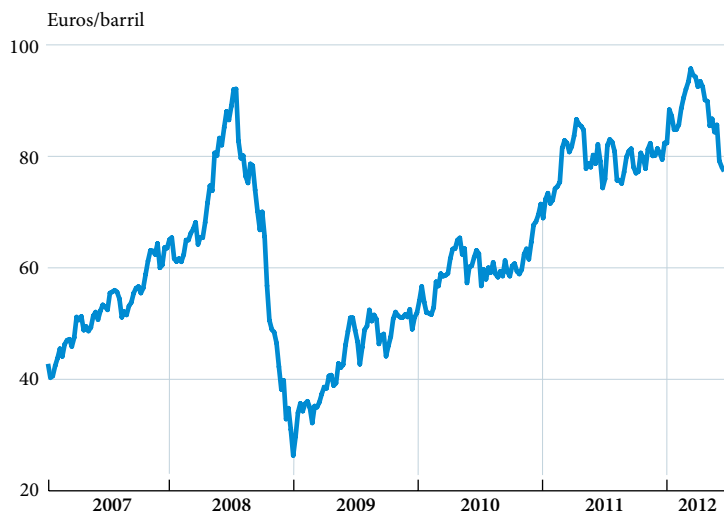
El descens mensual dels carburants i lubricants va ser del 3,7%, la caiguda més important d'aquest component des del desembre del 2008. No obstant això, si la taxa de variació anual dels carburants i lubricants va recular en gairebé dos punts, la partida que l'engloba, el transport, amb

prou feines ho va fer en 6 dècimes, a causa de la pujada dels preus d'altres serveis de transport, la taxa anual dels quals, impulsada per l'augment dels bitllets combinats, es va incrementar en més de 10 punts. Des del començament de l'any, el transport públic urbà s'ha incrementat el 7,8%.

De cara als pròxims mesos, el petroli jugarà un paper fonamental i contribuirà al descens de la inflació. La tendència a la baixa es justifica per la crisi de la zona de l'euro, per un creixement inferior a l'es-

## EL PETROLI JUGARÀ UN PAPER DECISIU EN LA INFLACIÓ DELS PRÒXIMS MESOS

Preu del barril de petroli de qualitat Brent



FONT: Thomson Reuters Datastream.

perat a la Xina, per la feblesa d'alguns mercats emergents (com el Brasil o l'Índia) i per les negatives dades d'ocupació als Estats Units. De fet, en els 20 primers dies de juny, el preu del petroli de qualitat Brent en dòlars va disminuir un altre 6%, descens que arriba al 8% si es valora en euros.

L'altre gran component responsable de la caiguda de la inflació són els aliments, la variació anual dels quals va disminuir en cinc dècimes i se situa en l'1,8%. Els aliments es caracteritzen per ser una partida formada per alguns components extremadament volàtils. Així, mentre que el preu dels ous s'ha encarit el 18,3% en els 12 últims mesos, el preu de les patates i dels seus derivats ha reulat el 15,2%. Un altre exemple és el preu dels llegums i de les hortalisses fresques, que, en termes mensuals, han reulat el 4,2% i mostren que la volatilitat dels preus d'alguns aliments és, fins i tot, superior a la del petroli.

Atès que el descens de la inflació general és degut, en gran part, a l'energia i als aliments frescos, la inflació subjacent, que exclou aquests dos components, va roman-

dre estable en l'1,1%. A curt termini, la previsió és que la inflació general mantingui la tònica descendent, impulsada per la caiguda dels preus del petroli i per la feblesa de la demanda interna. Segons les nostres previsions, la inflació se situarà en cotes properes a l'1,6% al final de l'any, i la mitjana del 2012 quedarà al voltant de l'1,8%.

No obstant això, aquesta previsió d'inflació pot oscil·lar significativament si la conjuntura actual es modifica de forma substancial. Els riscos poden derivar tant d'un desviament de les previsions sobre el preu del petroli com d'un empitjorament de l'activitat econòmica més intens del que indiquen les previsions. A més a més, cal tenir en compte els efectes sobre la formació de preus derivats de canvis reguladors.

En aquest sentit, destaca la recomanació del Fons Monetari Internacional, que ha instat Espanya perquè dugui a terme sense dilació una pujada de l'impost sobre el valor afegit (IVA), per complir, així, l'objectiu de dèficit el 2012 i accelerar la recuperació de l'economia espanyola. En un exercici hipotètic, es pot intentar estimar quin se-

**La inflació se situarà al voltant de l'1,8% en el conjunt del 2012.**

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2011			2012		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2010	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2011	% variació anual
Gener	-0,7	-0,7	3,3	-1,1	-1,1	2,0
Febrer	0,1	-0,6	3,6	0,1	-1,0	2,0
Març	0,7	0,1	3,6	0,7	-0,3	1,9
Abril	1,3	1,4	3,8	1,4	1,1	2,1
Maig	0,0	1,3	3,5	-0,1	0,9	1,9
Juny	-0,1	1,2	3,2			
Juliol	-0,5	0,7	3,1			
Agost	0,1	0,8	3,0			
Setembre	0,2	1,0	3,1			
Octubre	0,8	1,8	3,0			
Novembre	0,4	2,2	2,9			
Desembre	0,1	2,4	2,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ria l'efecte sobre la inflació d'una nova pujada.

Les estimacions mostren que els increments, el 1995, d'un punt en l'IVA general (del 15% al 16%), en el reduït (del 6% al 7%) i en el superreduït (del 3% al 4%) es van traduir en un increment de la inflació de 0,25 punts percentuals. No obstant això, tot i que, el 2010, el tipus superreduït de l'IVA no es va modificar, el tipus general es

va incrementar en dos punts, fins al 18%, i el reduït, en un punt, fins al 8%. S'estima que aquesta alça impositiva va propiciar un increment de 0,5 punts de la inflació. L'experiència històrica permet concloure que és molt difícil anticipar quin seria l'efecte sobre la inflació d'una hipotètica pujada de l'IVA, ja que els preus són molt sensibles a la quantia de la pujada impositiva i als diferents règims (general, reduït i superreduït) sobre els quals s'aplica.

## Sector exterior

### La feblesa de la demanda europea redueix les exportacions

L'alentiment de l'economia europea durant el segon trimestre del 2012 passa factura al sector exterior. La feblesa de la demanda del vell continent va arrossegar, de nou, l'evolució de les exportacions de l'abril cap a taxes negatives, del 0,8% interanual. No obstant això, el deteriorament més intens de les importacions permet que la contribució neta del sector exterior al creixe-

ment continuï sent positiva i que el dèficit comercial es continuï reduint.

Sens dubte, les dades de les exportacions i de les importacions del mes d'abril estan marcades per la feblesa de la demanda, tant a nivell mundial com espanyol. D'una banda, les exportacions reals van registrar la tercera contracció consecutiva a l'abril, del 0,5% interanual. Els indicadors més avançats d'activitat, en especial al mercat europeu, no permeten preveure un canvi

### Les exportacions de l'abril es redueixen el 0,8% interanual.

## COMERÇ EXTERIOR

Gener-abril 2012

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
<b>Per grups de productes</b>								
Energètics	21.391	16,1	25,0	4.721	15,4	6,6	-16.669	22,1
Béns de consum	18.913	-4,2	22,1	23.625	0,6	33,0	4.712	124,9
<i>Alimentaris</i>	4.897	-1,6	5,7	9.592	8,0	13,4	4.695	195,9
<i>No alimentaris</i>	14.016	-5,1	16,4	14.033	-3,8	19,6	16	100,1
Béns de capital	5.012	-11,3	5,9	5.743	-6,9	8,0	731	114,6
Béns intermedis no energètics	40.343	-6,2	47,1	37.554	3,3	52,4	-2.789	93,1
<b>Per àrees geogràfiques</b>								
Unió Europea	42.971	-6,9	50,2	46.566	-0,5	65,0	3.595	108,4
<i>Zona de l'euro</i>	34.732	-7,8	40,5	37.160	-1,5	51,9	2.428	107,0
Altres països	42.688	5,0	49,8	25.078	7,8	35,0	-17.611	58,7
<i>Rússia</i>	2.591	-12,5	3,0	907	21,7	1,3	-1.684	35,0
<i>EUA</i>	3.371	-7,2	3,9	2.716	-2,9	3,8	-655	80,6
<i>Japó</i>	1.051	-11,0	1,2	670	15,3	0,9	-382	63,7
<i>Amèrica Llatina</i>	7.638	40,7	8,9	4.206	4,0	5,9	-3.432	55,1
<i>OPEP</i>	10.697	18,3	12,5	3.141	20,5	4,4	-7.556	29,4
<i>Resta</i>	17.339	-5,8	20,2	13.438	7,6	18,8	-3.901	77,5
<b>TOTAL</b>	<b>85.659</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>	<b>71.644</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>	<b>-14.015</b>	<b>83,6</b>

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

**La feblesa de les importacions disminueix el dèficit fins als 43.621 milions d'euros.**

de signe en l'evolució de les exportacions a curt termini. Durant aquest mateix període, el deteriorament de les importacions reals va ser considerablement superior, concretament del 7,2% interanual.

En el cas dels fluxos comercials nominals, la contracció de les importacions també va superar la de les exportacions. Això va representar una nova correcció del saldo comercial, del 15,3% interanual, la qual cosa va reduir el dèficit acumulat dels dotze últims mesos fins als 43.621 milions d'euros i el va situar en nivells del 2003. Una anàlisi més detallada d'aquestes sèries ens permet distingir els factors de fons que determinaran l'evolució del sector exterior en els pròxims mesos.

Una vegada més, el deteriorament de les exportacions dirigides a la Unió Europea, del 4,6% en relació amb l'abril del 2011, va enterbolir el bon comportament del comerç amb la resta del món. Destaca la intensa caiguda de la demanda de països com Portugal, el Regne Unit i Itàlia. Aquesta contracció fa que es continuï reduint la

importància relativa de les exportacions destinades al mercat comunitari, que, actualment, representa el 65% dels béns espanyols, enfront del 75% assolit vuit anys enrere. Aquesta ràtio encara és elevada, motiu pel qual la contracció de l'economia europea mantindrà l'evolució de les exportacions en cotes negatives.

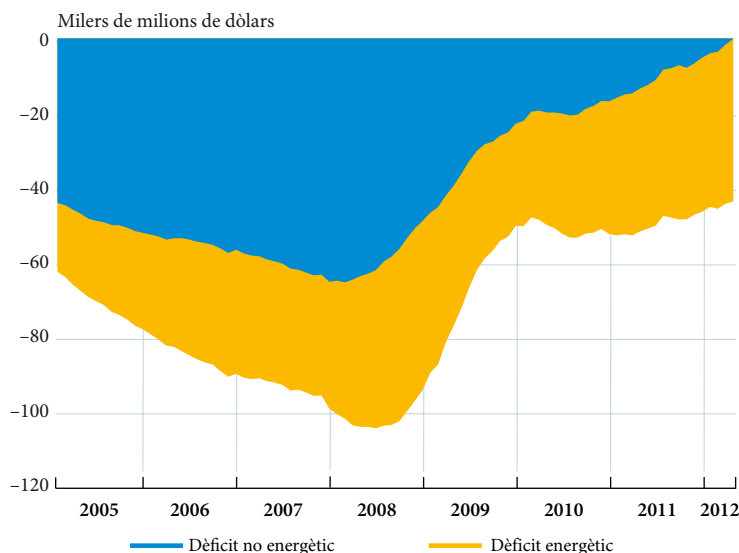
No obstant això, difícilment es revertirà la tendència de correcció del dèficit de la balança de béns. D'una banda, la contracció de la demanda interna espanyola continuarà millorant el saldo no energètic, que es va mantenir gairebé en equilibri a l'abril, situació que no es donava des de l'any 1986. Pel que fa al dèficit energètic, va tornar a augmentar a l'abril i es va apropar als nivells màxims assolits el 2008.

Preveiem, però, que la caiguda registrada del preu del petroli al maig i al juny corregirà aquest desequilibri en els pròxims mesos. Una situació similar es va donar el 2009, quan la caiguda dels preus energètics, del 44,2% entre el màxim i el mínim, es va materialitzar en una correcció

**Les exportacions cap a la Unió Europea representen el 65% del total.**

#### EQUILIBRI DEL SALDO NO ENERGÈTIC A L'ABRIL QUE CORREGeix EL DÈFICIT COMERCIAL

Saldos acumulats dels dotze últims mesos



FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

del dèficit del 40,8% des del màxim. Entre el febrer i el juny del 2012, la caiguda del preu del petroli en euros ha estat del 26,2%. Això significa que, si es manté la relació observada en el passat, el dèficit energètic es podria reduir al voltant de 8 dècimes del producte interior brut (PIB).

Aquest bon comportament del saldo de béns podria afavorir la millora del dèficit corrent i podria agafar el relleu de la balança de serveis. En efecte, segons les dades del Banc d'Espanya, els ingressos originats pel turisme estranger es van estancar i es van mantenir en el 2,9% del PIB en el mes de maig. No obstant això, el repunt de les entrades de turistes al maig, del 5,8% inter-annual, convida a l'optimisme. Si es registren nous augments en els pròxims mesos, la millora del saldo de serveis podria neu-

tralitzar l'increment progressiu del dèficit de rendes, que respon a l'increment del cost de finançament del deute espanyol en un context de severa desconfiança dels inversors internacionals.

De fet, en aquest context de tensions, la composició del finançament espanyol ha patit un canvi important. Com s'observa al compte financer, el recurs a l'Eurosistema es va convertir en la principal via d'entrada neta de capitals durant el primer trimestre de l'any, en augmentar en 101.055 milions d'euros. Aquest increment va respondre a les elevades injeccions de liquiditat per part del Banc Central Europeu al sistema bancari. Conseqüentment, les necessitats de finançament a través d'altres canals més tradicionals s'han vist reduïdes dràsticament.

**La caiguda recent del preu del petroli podria reduir el dèficit comercial en 8 dècimes.**

**La injecció de liquiditat del BCE desplaça el finançament a través d'altres canals.**

## BALANÇA DE PAGAMENTS

Març 2012

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
<b>Balança corrent</b>					
Balança comercial	-8.832	-20,7	-37.394	10.439	-21,8
Serveis					
<i>Turisme</i>	5.061	3,7	30.786	3.335	12,2
<i>Altres serveis</i>	862	-	4.925	4.783	-
<b>Total</b>	5.923	40,7	35.711	8.138	29,5
Rendes	-7.464	27,2	-27.730	-6.253	29,1
Transferències	-4.477	10,4	-6.348	772	-10,8
<b>Total</b>	<b>-14.850</b>	<b>-11,9</b>	<b>-35.760</b>	<b>13.096</b>	<b>-26,8</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>630</b>	<b>-59,7</b>	<b>4.554</b>	<b>-1.402</b>	<b>-23,5</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	7.940	-	5.033	14.515	-
Inversions de cartera	-34.385	-	-81.150	-137.847	-
Altres inversions	-70.646	-	-117.168	-105.068	-
<b>Total</b>	<b>-97.091</b>	<b>-</b>	<b>-193.285</b>	<b>-228.400</b>	<b>-</b>
Errors i omissions	5.738	5,4	-1.274	-7.550	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	105.572	-	225.765	224.255	-

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 les omissions.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

## És sostenible la posició externa d'Espanya?

Des de l'adopció de l'euro, Espanya ha acumulat 666 mil milions d'euros en dèficits externs. De fet, ens hem de remuntar a la meitat dels anys vuitanta per trobar l'últim rastre de superàvits. Com no podia ser de cap altra manera, els dèficits s'han finançat amb capital estranger i han generat un augment considerable dels passius enfront de la resta del món, en la seva major part en forma de deute. Aquesta posició externa constitueix, en aquests moments, una de les vulnerabilitats clau de l'economia espanyola, ja que suscita dubtes sobre la solvència del país i, al mateix temps, exigeix un accés continuat als mercats de finançament internacionals.

Al final del 2011, la posició inversora internacional neta (PIIN) d'Espanya va assolir un saldo passiu equivalent al 92% del PIB. Aquesta posició combina uns actius a l'exterior equivalents al 129% del PIB i uns passius del 221% del PIB (vegeu la taula següent). La xifra pot preocupar per diferents motius: es tracta d'una de les posicions deutores més altes del món, només superada, a la zona de l'euro, per Irlanda i per Portugal, motiu pel qual cal preguntar-se si el seu cost és assumible; una proporció elevada del total de passius són en forma de deute, el qual, en obligar a una sèrie de pagaments per amortització i per interessos, genera més vulnerabilitat que altres tipus de passius, com les accions i altres formes de participació en el capital de les empreses, i, finalment, la posició passiva neta s'ha multiplicat per tres des de l'adopció de l'euro, la qual cosa podria suggerir que està instal·lada en una dinàmica explosiva. Totes aquestes preocupacions es poden matisar.

### POSICIÓ INVERSORA INTERNACIONAL D'ESPANYA

Desembre 2011, en % del PIB

	Actius	Passius	Posició neta
Total exclouent el Banc d'Espanya	120	205	-84
Inversió directa	46	45	2
Inversió de cartera (accions, bons, obligacions, etc.)	24	81	-57
Altres inversions (préstecs, dipòsits, etc.)	37	66	-29
Derivats financers	13	13	0
Banc d'Espanya	9	16	-8
<b>Total</b>	<b>129</b>	<b>221</b>	<b>-92</b>

FONTS: Banc d'Espanya i estimacions pròpies.

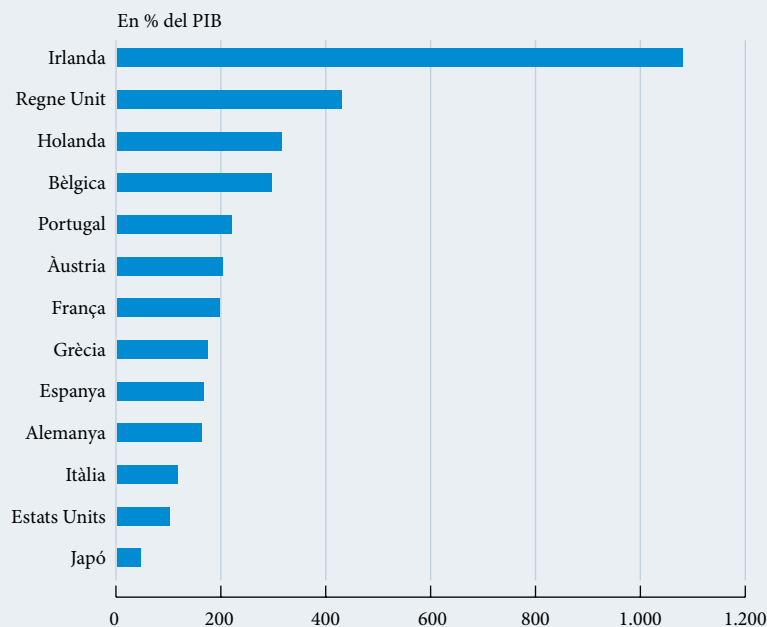
En primer lloc, tot i que la PIIN és relativament alta, el cost de finançar-la és relativament modest. El compte de rendes de la balança de pagaments, que reflecteix, fonamentalment, els pagaments nets per interessos i per dividends, va presentar un dèficit del 2,4% del PIB el 2011 –una xifra similar a la mitjana dels cinc anys anteriors. El cost mitjà sobre els passius es va limitar al 2,9%, gràcies al baix nivell dels tipus d'interès oficials, que influeixen sobre els tipus a curt termini als quals està referenciada una proporció significativa del deute extern, i a la moderació en els pagaments per dividends. A més a més, l'impacte de l'augment de la prima de risc va ser moderat, ja que es trasllada de forma molt gradual al cost mitjà (el ritme el marca, principalment, la renovació del deute que venç). Per la seva banda, els actius externs van rebre un retorn mitjà del 3,0%, lleugerament superior al dels passius, gràcies als beneficis de les multinacionals espanyoles.



En segon lloc, tot i que és cert que tres quartes parts de tots els passius són en forma de deute, el nivell de deute extern d'Espanya, equivalent al 165% del PIB, no es compara desfavorablement amb el d'altres països del nostre entorn (vegeu el gràfic següent). En particular, el deute extern de les administracions públiques (el 26% del PIB) és dels més baixos de la zona de l'euro. El deute extern privat (el 139% del PIB) és relativament més alt, però el seu pes en el PIB és similar al de països com França o Àustria i inferior al de Portugal i altres països on el sistema financer té una activitat internacional considerable (el Regne Unit, Irlanda, Bèlgica o Holanda).

### EL NIVELL DEL DEUTE EXTERN D'ESPANYA NO ES COMPARA DESFAVORABLEMENT

Deute extern, 2011 o última dada disponible



FONTS: Bancs centrals nacionals i càlculs propis.

Finalment, sembla que la posició inversora neta s'ha estabilitzat en els últims anys. Des del 2009, els passius nets s'han situat al voltant del 90% del PIB, mentre que el deute extern ha fluctuat al voltant del 165% del PIB. Aquest resultat es pot atribuir, fonamentalment, al fort ajustament del dèficit comercial, que va passar del 6,5% del PIB el 2007 al 0,5% del PIB el 2011 (situació que va permetre ajustar el dèficit per compte corrent del 10,0% al 3,5% del PIB; vegeu el requadre «Objectiu superàvit: realitat o quimera?» de la pàgina 17). No obstant això, els efectes de les revaloracions d'actius i de passius també hi han contribuït de forma significativa. En particular, les majors caigudes relatives de la borsa espanyola i l'augment de la prima de risc han reduït el valor de mercat dels passius enfront dels no residents i han ajudat a contenir l'augment dels passius nets.

Atès que no podem esperar que les revaloracions ajudin a sostenir el nivell de passius any rere any, el dèficit extern s'haurà de continuar ajustant per poder estabilitzar de forma duradora, i encara millor reduir, la posició deutora

neta de l'economia espanyola. L'ajustament necessari dependrà, en gran part, del tipus d'interès que Espanya hagi de pagar pel seu deute extern.<sup>(1)</sup> Per exemple, en un escenari en què la rendibilitat mitjana exigida pels passius nets augmentés fins al 4,0% (a conseqüència, per exemple, de la persistència d'una prima de risc elevada) i el creixement nominal del PIB fos del 3,0% (un supòsit conservador si tenim en compte el creixement potencial de l'economia espanyola a mitjà termini), es necessitaria un superàvit comercial del 0,9% del PIB per establitzar la posició deutora neta en el 90% del PIB. Una exigència gens escabellada, ja que, per al 2012, ja preveiem que el superàvit comercial s'apropi a aquesta xifra. Ara bé, per reduir la posició deutora neta fins al 70% del PIB en 10 anys, hauríem de registrar superàvits comercials gairebé del 3% del PIB cada any. Per tant, la correcció canalitzada per la balança comercial en els últims anys ha de prosseguir, tenint en compte, a més a més, que, com més gran sigui el diferencial entre el tipus d'interès del deute extern i la taxa de creixement de l'economia, més elevat haurà de ser el superàvit comercial per establitzar o reduir el deute extern.

La dinàmica de la posició inversora, gairebé establitzada, i el cost del servei del deute, assumible si la prima de risc no es dispara, suggereixen que el principal problema de la posició externa està més relacionat amb qüestions de liquiditat que de solvència. Liquiditat i solvència, però, són dos conceptes íntimament lligats: una crisi de liquiditat que dispara les primes de risc i imposa un despallanquejament accelerat limita la capacitat de refinançar una part del deute que venç i, d'aquesta manera, qüestiona, la solvència del deutor; d'altra banda, en un entorn d'aversiò al risc generalitzada com l'actual, els dubtes sobre la solvència d'un deutor, tot i que siguin pocs, poden provocar una crisi de liquiditat.

Trencar el cercle viciós entre problemes de liquiditat i dubtes sobre la solvència exigeix capgirar les expectatives dels inversors, i això només s'aconseguirà amb mesures d'actuació simultànies als dos fronts. Actuar al front de la liquiditat requereix que algú exerceixi el rol de prestador d'última instància, amb capacitat d'injectar liquiditat a entitats financeres i d'adquirir deute públic. Això s'ha de complementar, sí o sí, amb accions que esvaeixin els dubtes sobre la solvència dels sectors públic i privat del país, i, en aquest sentit, la clau està en: atorgar una major credibilitat als objectius de reducció del dèficit, accelerar el sanejament i la reestructuració del sistema financer i continuar millorant la competitivitat de la nostra economia. Tot i que és cert que els avanços per reforçar els dos fronts –liquiditat i solvència– han estat substancials, no hi ha dubte que queda molt camí per recórrer.

(1) L'equació que descriu la dinàmica de la posició deutora externa és:  $d_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} d_{t-1} - p_t$ , on  $d$  denota la posició deutora com a percentatge del PIB (en el període designat pel subíndex);  $i$  fa referència a la rendibilitat mitjana a pagar;  $g$  és el creixement nominal del PIB, i  $p$  és el saldo de la balança comercial per béns i serveis més les transferències netes corrents i de capital. A Espanya,  $p$  va ser equivalent al -0,6% del PIB el 2011 (coincidint, bàsicament, amb el saldo comercial per béns i serveis, ja que el superàvit en transferències de capital gairebé va compensar el dèficit en transferències corrents; per això, al text, fem referència a  $p$  com el saldo comercial).

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

## Sector públic

### Europa surt al rescat

El passat 18 de juny, la rendibilitat exigida al deute públic espanyol va assolir nivells màxims des de la incorporació a la zona de l'euro. De llavors ençà, la decisió de l'Eurogrup d'atendre la petició d'ajuda financera d'Espanya, per un import màxim de 100.000 milions d'euros per sanejar les entitats que ho necessitin i la formació d'un Govern pro europeista a Grècia han relaxat una mica les tensions. Els resultats de la intensa agenda institucional de les properes setmanes i les noves dades sobre el grau de compliment de l'ajustament fiscal espanyol determinaran si el respir és temporal o si ens trobem al començament del procés de normalització.

Una vegada més, les expectatives que ha despertat la reunió del Consell Europeu

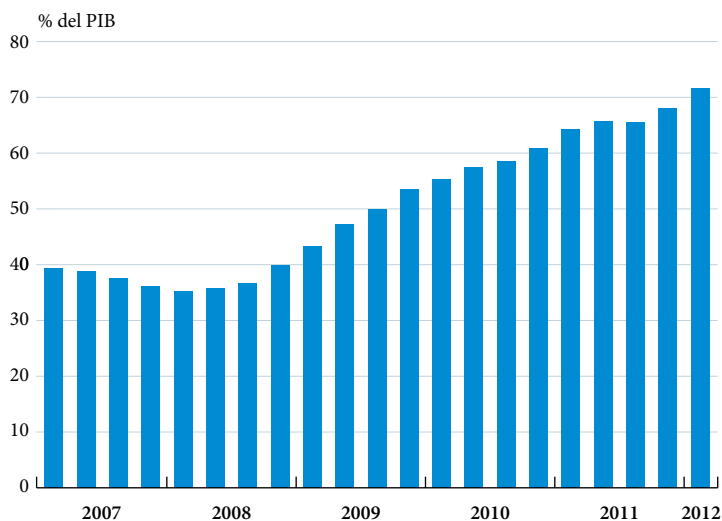
del final de juny són màximes. Temes tan delicats, però tan importants, com la unió bancària i la unió fiscal es van tractant cada vegada amb més serietat. Aquest procés difícilment es tancarà a curt termini, però petits avanços que mostrin una major voluntat de reforçar els fonaments de la zona de l'euro poden tenir un fort impacte sobre la confiança.

L'ajuda a la banca per cobrir les necessitats de recapitalització també hauria de propiciar que la confiança sobre la solvència del deute públic espanyol es vagi recuperant. Encara no es coneixen els detalls sobre la vehiculació de l'ajut a les entitats que la necessitin, però és de preveure que permetrà garantir-ne la solvència sense que representi una càrrega massa costosa per a l'erari públic. El tipus d'interès se situarà, molt probablement, al voltant del 3%, una

**La zona de l'euro presta 100.000 milions d'euros per garantir la solvència de la banca espanyola.**

### EL DEUTE PÚBLIC ES DOBLA DES DEL MARÇ DEL 2008

Deute públic en relació amb el PIB



FONT: Banc d'Espanya.

**La prima de risc assoleix un màxim de 575 punts bàsics al juny.**

xifra molt inferior al cost actual de finançament del deute públic. Concretament, si ens fixem en els bons a 10 anys, la rendibilitat va assolir el 7,2% al juny, 575 punts bàsics per damunt del *bund* alemany.

Els últims esdeveniments han permès reduir aquesta diferència fins als 483 punts bàsics al tancament d'aquest informe. Una xifra que, malgrat tot, es manté en cotes anormalment elevades. Els venciments de deute públic per a la segona meitat de l'any, de 83.686 milions d'euros només amb deute de l'Estat, mantindran la tònica de creixement dels tipus mitjans de finançament. A això s'afegeix l'increment de l'endeutament públic. En només 4 anys, el deute del conjunt del sector públic s'ha doblat i ha passat del 35,5% del producte interior brut (PIB) fins al 72,1% del PIB al març del 2012. Preveiem que aquesta xifra superarà, lleugerament, el 85% del PIB al final de l'any, impulsada pel dèficit, del 6,4% del PIB, i per l'efecte del rescat bancari sobre el deute públic. Tot plegat mantindrà la tònica creixent de la càrrega financera espanyola i dificultarà el procés de consolidació fiscal.

L'execució pressupostària de l'Estat reflecteix aquest encariment. Segons les dades de comptabilitat nacional, la despesa per pagament d'interessos va augmentar en 1.263 milions d'euros entre el gener i l'abril, el 18,4% més que en el mateix període del 2011. Així mateix, l'increment dels costos salarials i les transferències corrents a altres administracions públiques van créixer el 2,3% i el 30,7% interanual, respectivament. No obstant això, aquest últim cas respon, en gran part, a l'avançament de les transferències a les comunitats autònomes i a la Seguretat Social. Addicionalment a l'augment de les despeses de l'Estat, els ingressos es van reduir el 4,8% interanual en el primer quadrimestre.

Conseqüentment, el dèficit de l'Estat acumulat durant els quatre primers mesos de l'any representa el 2,4% del PIB esperat per

al 2012. Segons els càlculs del Govern, si excloem l'avanç de les transferències a altres administracions públiques, aquesta ràtio es redueix fins a l'1,4% del PIB, 2 dècimes menys que l'any passat. No obstant això, fins avui, no sembla que aquesta millora sigui suficient per assolir l'objectiu de dèficit de l'Estat fixat al Programa d'Estabilitat, del 3,5% del PIB al final d'enguany, 1,6 punts percentuals per sota del nivell del 2011.

De forma similar, els saldos de la Seguretat Social i de les comunitats autònomes també s'allunyen dels objectius. En el primer cas, un cop exclòs el major ritme de transferències rebudes de l'Estat, el superàvit es va deteriorar lleugerament, arran de la caiguda de les cotitzacions socials. Per la seva banda, les comunitats autònomes van ajustar en 3 dècimes el dèficit, fins al 0,45% del PIB en el primer trimestre. Malgrat aquesta millora, sembla difícil que aconseguixin reduir el desequilibri fiscal en més de la meitat, del 3,3% del 2011 a l'1,5% fixat per a enguany.

En definitiva, tal com conclouen el Fons Monetari Internacional i la Comissió Europea, l'objectiu de dèficit, del 5,3% del PIB, probablement no es podrà assolir enguany. En aquest sentit, l'informe mensual de recaptació tributària mostra una clara caiguda dels ingressos durant el primer quadrimestre, del 3,3% interanual. Durant aquest període, la feblesa de la demanda interna va reduir el 8,2% interanual la recaptació de l'impost sobre el valor afegit (IVA). Només l'impost de societats va augmentar lleugerament, a causa de les mesures d'ajustament fiscal aprovades enguany. Segons l'Agència Tributària, l'impacte dels canvis fiscals ha generat un ingrés addicional de 1.261 milions d'euros fins a l'abril. Una xifra sens dubte insuficient. Això explica que els organismes supranacionals proposin l'adopció de noves mesures, en especial l'increment dels impostos indirectes.

**El deute públic assolirà el 85% del PIB al final del 2012.**

**El dèficit de l'Estat se situa en l'1,4% del PIB a l'abril i qüestiona el compliment de l'objectiu de dèficit.**

## Estalvi i finançament

### Un baló d'oxigen per a la banca espanyola

El 25 de juny, el Govern va sol·licitar assistència financera a l'Eurogrup per sanejar les entitats que ho necessitin. Aquesta petició tanca un primer semestre farcit de canvis normatius en el marc financer espanyol. Amb anterioritat, les reformes bancàries aprovades al febrer i al maig, amb l'objectiu de sanejar la cartera immobiliària de les entitats, no van ser suficients per esvaïr els dubtes sobre la solvència del sector. Els interrogants que s'obren davant aquest nou escenari són nombrosos. Durant les pròximes setmanes, esperem conèixer els detalls d'un ajut que marcarà el futur del sector bancari del país.

L'ajuda al sector arribarà a través d'una línia de crèdit de 100.000 milions d'euros al Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB). Tot i que encara falta concretar els termes de concessió, és molt probable que els préstecs siguin a llarg termini i amb un tipus d'interès entre el 3% i el 4%, és a dir, per sota del cost de finançament del deute públic a 10 anys.

El principal focus d'atenció es continua centrant en la quantitat demandada per recapitalitzar la banca espanyola. Segons els informes realitzats pels dos avaluadors externs, les necessitats de capital de la banca espanyola en un escenari de sever deteriorament econòmic oscil·larien entre els 51.000 i els 62.000 milions d'euros. Aquestes xifres se situen força per sota de la dotació màxima de la línia de crèdit. No obstant això, la quantitat definitiva podria variar després dels resultats de les auditories més detallades dels balanços bancaris

de cada entitat, que es presentaran el 31 de juliol.

En aquest sentit, tant els avaluadors externs com el Fons Monetari Internacional coincideixen que els bancs més grans estan prou capitalitzats. La resta d'entitats és probable que necessitin ajuts públics. Les que, en l'actualitat, estan intervingudes pel FROB i les nacionalitzades seran les que necessitin una major injecció de capital. A canvi de l'assistència financera, l'Eurogrup imposarà condicions per al conjunt del sector i, en especial, per a les entitats rescatades. Entre les més probables, destaca la creació d'una entitat («banc dolent») en què segregar els actius immobiliaris problemàtics dels balanços bancaris.

L'impacte d'aquest rescat té dos vessants ben clars: d'una banda, augmentarà el deute i el dèficit públic, aquest últim mitjançant el pagament dels interessos de la línia de crèdit. A llarg termini, però, l'efecte sobre l'erari públic no serà necessàriament negatiu, ja que els guanys del diferencial positiu entre el tipus d'interès prestat i el pagat per part del FROB poden ser substancials. Una cosa similar va succeir als Estats Units amb el programa d'alleujament d'actius problemàtics (TARP). De l'altra, les condicions imposades a la banca podrien dur el sector a un nou procés de reestructuració.

És probable, a més a més, que la incertesa sobre les necessitats de capital i les condicions de l'ajut acceleri el ritme de contracció del crèdit en els pròxims mesos, en especial en el cas de les entitats rescatades. En aquest sentit, el crèdit al sector privat es va reduir el 3,5% interanual a l'abril, la qual

**Europa podria imposar la creació d'un «banc dolent» a canvi del rescat a la banca.**

**El crèdit al sector privat resident es redueix el 3,5% interanual a l'abril.**

## FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Abril 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.103.202	-25.791	-2,1	73,3
Empreses no financeres	1.247.362	-10.644	-1,6	43,4
Préstecs d'entitats residents (3)	825.451	-15.436	-4,0	28,7
Valors diferents d'accions	68.012	2.904	8,4	2,4
Préstecs de l'exterior	353.899	1.888	2,7	12,3
Llars (4)	855.840	-15.147	-2,9	29,8
Préstecs per a l'habitatge (3)	660.098	-6.768	-2,2	23,0
Altres (3)	192.642	-8.423	-5,5	6,7
Préstecs de l'exterior	3.100	45	5,1	0,1
Administracions públiques (5)	768.035	33.074	13,7	26,7
<b>TOTAL</b>	<b>2.871.237</b>	<b>7.284</b>	<b>1,6</b>	<b>100,0</b>

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

### El finançament a les activitats immobiliàries es redueix el 12,2% interanual en el primer trimestre del 2012.

cosa en va intensificar el procés de despa-lanquejament. D'acord amb l'enquesta de préstecs bancaris del primer trimestre, aquesta caiguda respon també a factors de demanda. Així, entre el gener i el març del 2012, es va reduir de manera significativa el nombre de peticions de crèdits.

El desglossament del crèdit per sectors i per activitats productives mostra que aquesta caiguda va ser gairebé generalitza-da. Així, en el primer trimestre de l'any, el crèdit a les llars es va reduir el 2,7% inter-anual, impulsat per la reducció del finan-çament al consum de béns duradors, del 12,8% en el mateix període. Per la seva banda, els préstecs bancaris a les empreses es van reduir el 3,8% en relació amb el pri-mer trimestre del 2011. Destaca la intensa contracció del finançament a les activitats immobiliàries, és a dir, construcció i pro-moció, amb una caiguda del 12,2% inter-anual. Per la seva banda, el crèdit al sector de serveis, exclosa la promoció immobi-liària, es va mantenir gairebé constant.

### La morositat repunta fins al 8,72% a l'abril.

Aquesta caiguda del crèdit ha anat acom-panyada d'un nou repunt de la morositat a l'abril, fins al 8,72%, 36 punts bàsics per damunt del nivell de març. El desglossa-ment per sectors mostra que els que han patit més el deteriorament de la morositat durant l'últim any han estat també els que han registrat una caiguda més intensa del finançament. Sens dubte, destaca l'intens deteriorament de la cartera promotora, taló d'Aquil·les del sector bancari espa-nyol, que, al març, ja va assolir una ràtio de morositat del 22,1%, 7,4 punts percentuals per damunt del nivell de l'any anterior. A una gran distància, el segueix el sector de l'agricultura, la morositat del qual es va situar en el 7,0%, que representa un incre-ment de 2,7 punts percentuals en un any.

Pel que fa al crèdit a les llars, la taxa de mo-rositat va arribar al 3,8% al març. Aquesta ràtio és relativament reduïda, en especial si tenim en compte l'elevat deteriorament del mercat laboral. Un dels motius pot ser la renegociació de les condicions hipote-

## CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Primer trimestre de 2012

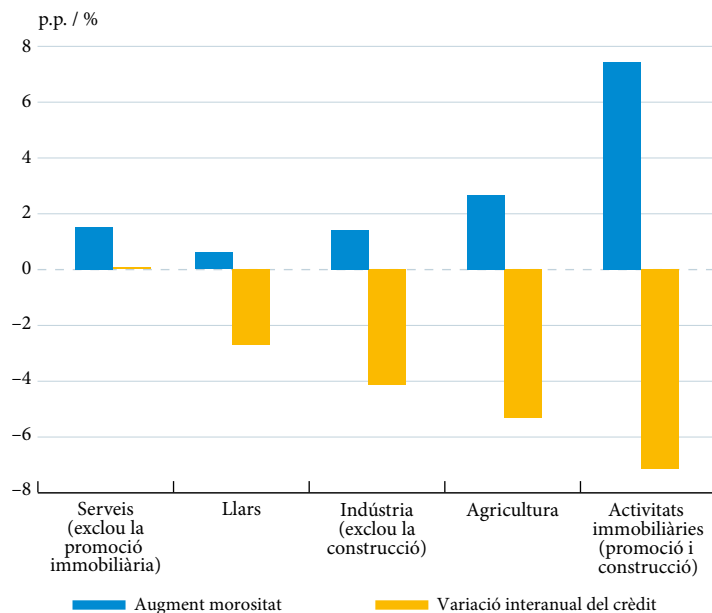
	Saldo (*)		Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
<b>Finançament d'activitats productives</b>						
Agricultura, ramaderia i pesca	21.416	-341	-1,6	-1.202	-5,3	
Indústria	139.850	-3.380	-2,4	-5.945	-4,1	
Construcció	96.193	-2.312	-2,3	-13.389	-12,2	
Serveis	677.716	-2.497	-0,4	-16.250	-2,3	
<b>Total</b>	<b>935.176</b>	<b>-8.530</b>	<b>-0,9</b>	<b>-36.786</b>	<b>-3,8</b>	
<b>Finançament a persones físiques</b>						
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	649.602	-6.929	-1,1	-8.531	-1,3	
Adquisició de béns de consum durador	35.835	-1.850	-4,9	-5.237	-12,8	
Altres finançaments	97.004	-2.494	-2,5	-7.819	-7,5	
<b>Total</b>	<b>782.441</b>	<b>-11.273</b>	<b>-1,4</b>	<b>-21.587</b>	<b>-2,7</b>	
<b>Altres</b>	<b>50.836</b>	<b>5.708</b>	<b>12,6</b>	<b>2.572</b>	<b>5,3</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.768.454</b>	<b>-14.095</b>	<b>-0,8</b>	<b>-55.802</b>	<b>-3,1</b>	
<b>Adquisició d'habitatges i activitats immobiliàries</b>	<b>915.878</b>	<b>-9.018</b>	<b>-1,0</b>	<b>-24.412</b>	<b>-2,6</b>	

NOTA: (\*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

## LA CAIGUDA DEL CRÈDIT AFECTA ELS SECTORS MÉS DETERIORATS PER LA MOROSITAT

Variació del crèdit i de la morositat entre el març del 2011 i el març del 2012



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

**El saldo viu dels pagarés de les entitats bancàries es multiplica per 2,6 entre setembre i abril.**

càries per facilitar, d'aquesta manera, el pagament del deute. Segons les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, el nombre d'hipoteques que van modificar les condicions a l'abril va pujar fins a les 26.494, el 16,4% més que en el mateix mes del 2011. D'aquestes hipoteques, el 36,4% va canviar les condicions del tipus d'interès, presumiblement a la baixa.

En aquest sentit, l'evolució de l'euríbor a 12 mesos, tipus de referència de la major part d'hipoteques a Espanya, també ha col·laborat a mantenir la morositat de les llars en nivells controlats. Al maig, aquest indicador es va situar en l'1,27% i es va apropar força als mínims registrats el 2010.

Malgrat aquesta menor càrrega hipotecària per a les llars, les xifres de dipòsits no augmenten. A l'abril, els dipòsits bancaris de les famílies i de les empreses es van reduir el 5,4% en relació amb el mateix mes del 2011. Destaca la caiguda dels productes a termini i a la vista, del 5,6% i del 7,3% in-

teranual, respectivament. No obstant això, aquesta reducció no explica, necessàriament, una caiguda dels estalvis a causa de la major competència amb productes que presenten una rendibilitat superior, com el deute públic o els pagarés de les entitats bancàries.

En aquest últim cas, segons les dades del Banc d'Espanya, el saldo viu de pagarés s'ha multiplicat per 2,6 entre el setembre del 2011 i l'abril del 2012 i s'ha situat en els 43.175 milions d'euros. Aquest augment neutralitza una part de la reducció dels passius bancaris. No obstant això, esperem que els nous repunts de la rendibilitat del deute sobirà espanyol en els últims mesos mantinguin la substitució de dipòsits per altres productes a curt termini.

En resum, la banca espanyola afronta un procés de profunda renovació, però l'ajuda prestada per Europa permet encarar-lo amb garanties d'èxit. Es tracta d'un camí llarg, però que permetrà, al final, gaudir d'un sector bancari, en conjunt, solvent.

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

Abril 2012

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	262.713	-6.998	-2,6	-472	-0,2	19,7
D'estalvi	195.471	-7.478	-3,7	-15.303	-7,3	14,7
A termini	687.845	-9.892	-1,4	-40.580	-5,6	51,6
En moneda estrangera	16.166	-1.553	-8,8	-3.536	-17,9	1,2
<b>Total dipòsits</b>	<b>1.162.194</b>	<b>-25.921</b>	<b>-2,2</b>	<b>-59.891</b>	<b>-4,9</b>	<b>87,2</b>
<b>Resta del passiu (*)</b>	<b>171.133</b>	<b>-13.831</b>	<b>-7,5</b>	<b>-16.114</b>	<b>-8,6</b>	<b>12,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.333.328</b>	<b>-39.751</b>	<b>-2,9</b>	<b>-76.005</b>	<b>-5,4</b>	<b>100,0</b>

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.





# Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

## Publicacions

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

### ■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia
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 Noguer
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
25. Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea Àlex Ruiz

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

### ■ DOCUMENTS DE TREBALL

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

- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech

- 04/2011. Noves regulacions de capital en banca: una reflexió crítica Jordi Gual

- 05/2011. Offshoring and Intellectual Property Rights Reform Claudia Canals i Fuat Sener

- 06/2011. Turquia: ajustament macroeconòmic en any electoral? Àlex Ruiz

- 07/2011. Quant capital necessita el sistema financer espanyol? Maria Pilar Buil i Matthias Bulach

- 08/2011. La responsabilitat limitada en els crèdits hipotecaris: mites i realitats Maria Pilar Buil i Anna Mialet

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

- 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

- 01/2012. Spanish Public Debt: Myths and Facts Oriol Aspachs i Joan Daniel Pina

- 02/2012. Hongria i l'ajuda financera de la UE i l'FMI: canvi en el mapa de riscos? Àlex Ruiz

- 03/2012. El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes? Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez Carrascal

### ■ 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:

- Pol Antras  
Harvard University
- Philippe Bachetta  
Université de Lausanne
- Ramon Caminal  
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells  
Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- María Paz Espinosa  
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza  
Universidad Autónoma de Madrid
- Massimo Motta  
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart  
IESE Business School
- Xavier Sala-Martin  
Columbia University
- Jaume Ventura  
CREI - Universitat Pompeu Fabra

## Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual  
Economista en cap
- Joan Elias  
Director de Coordinació i Publicacions
- Enric Fernández  
Director d'Economia Internacional
- Oriol Aspachs  
Director d'Economia Europea
- Avelino Hernández  
Director de Mercats Financers

## INFORME MENSUAL

Juliol-Agost 2012

### ”la Caixa”

#### 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 2011

### ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	248.326
Crèdits sobre clients	182.661
Resultat atribuït al Grup	975

### PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	28.529
Oficines	5.196
Terminals d'autoservei	8.011
Targetes (milions)	10,3

### OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2012

Milions €

Socials	331
Ciència i medi ambient	68
Culturals	69
Educatives i investigació	32
<b>TOTAL PRESSUPOST</b>	<b>500</b>



## ”la Caixa” Research a Twitter

@laCaixaResearch

Connecta't a la nostra pàgina i segueix-nos al Twitter. T'informarem puntualment de les últimes publicacions de la nostra Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, així com d'altres novetats i innovacions.

El nostre objectiu és la creació i difusió de coneixement en els àmbits econòmic i social per contribuir al desenvolupament de la societat espanyola i europea.

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.

