NÚMERO 361 • OCTUBRE 2012

Informe Mensual

ESTATS UNITS: EL LIDERATGE NECESSARI

Obama, Romney i la quadratura del dèficit Pàg. 9
Els candidats a la presidència dels Estats Units proposen dues estratègies diferents per reduir el dèficit

L'odissea de l'ocupació als Estats Units Pàg. 11
La lenta recuperació del mercat de treball, generalitzada entre estats, reflecteix obstacles comuns

Beneficis i riscos dels nous instruments de política monetària Pàg. 43
La Fed llança el tercer programa de compra d'actius en ple debat sobre els seus riscos a llarg termini

El sistema bancari dels Estats Units, en fase de reanimació Pàg. 47
Una recuperació sostinguda requereix l'optimització de les despeses d'explotació

ESTUDIS I ANÀLISI ECONÒMICA

"la Caixa"

Previsions

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

	2010	2011	2012	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions					Previsions	
Producte interior brut									
Estats Units	2,4	1,8	2,2	1,6	2,0	2,4	2,1	2,3	1,8
Japó	4,6	–0,7	2,3	–0,7	–0,6	2,8	3,3	1,7	1,7
Regne Unit	2,1	0,7	–0,2	0,5	0,6	–0,2	–0,5	–0,1	0,1
Zona de l'euro	2,0	1,5	–0,5	1,3	0,6	0,0	–0,5	–0,7	–0,5
Alemanya	*3,6*	*3,1*	*0,8*	*2,7*	*1,9*	*1,2*	*1,0*	*0,4*	*0,6*
França	*1,6*	*1,7*	*0,1*	*1,6*	*1,2*	*0,3*	*0,3*	*–0,1*	*–0,1*
Preus de consum									
Estats Units	1,6	3,1	2,1	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	2,0
Japó	–0,7	–0,3	0,2	0,2	–0,3	0,3	0,2	0,1	0,3
Regne Unit	3,3	4,5	2,6	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	1,8
Zona de l'euro	1,6	2,7	2,5	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,2
Alemanya	*1,1*	*2,3*	*2,1*	*2,4*	*2,4*	*2,1*	*2,1*	*2,1*	*1,8*
França	*1,5*	*2,1*	*2,3*	*2,1*	*2,4*	*2,3*	*2,3*	*2,3*	*2,1*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	0,6	–0,8	–1,9	–0,2	–2,4	–1,5	–2,2	–2,1	–1,6
Consum de les AP	1,5	–0,5	–4,4	–2,7	–1,1	–3,6	–3,0	–4,2	–7,0
Formació bruta de capital fix	–6,2	–5,3	–9,8	–4,2	–6,0	–7,7	–9,4	–11,5	–10,6
Maquinària i béns d'equipament	*3,1*	*2,5*	*–8,7*	*3,4*	*–1,6*	*–6,0*	*–7,0*	*–11,4*	*–10,3*
Construcció	*–9,8*	*–9,0*	*–11,4*	*–8,0*	*–8,6*	*–9,5*	*–11,8*	*–12,5*	*–11,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	–0,6	–1,9	–4,0	–1,8	–3,1	–3,3	–3,9	–4,5	–4,5
Exportació de béns i serveis	11,2	7,7	2,0	7,6	5,8	2,8	3,3	0,7	1,1
Importació de béns i serveis	9,3	–0,8	–6,1	–1,2	–4,9	–5,9	–5,4	–7,4	–5,7
Producte interior brut	**–0,3**	**0,4**	**–1,5**	**0,6**	**0,0**	**–0,6**	**–1,3**	**–1,8**	**–2,3**
Altres variables									
Ocupació	–2,6	–1,7	–4,1	–1,6	–2,9	–3,6	–4,6	–4,5	–3,9
Taxa d'atur (% població activa)	20,1	21,6	24,8	21,5	22,9	24,4	24,6	24,8	25,4
Índex de preus de consum	1,8	3,2	2,5	3,1	2,8	2,0	2,0	2,8	3,4
Costos laborals unitaris	–2,0	–1,4	–2,4	–1,6	–1,5	–1,5	–2,1	–3,0	–2,8
Saldo operacions corrents (% PIB)	–4,5	–3,9	–2,6	–2,9	–2,8	–5,5	–2,1	–1,5	–1,3
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–4,0	–3,4	–2,1	–2,4	–2,3	–5,3	–1,6	–0,9	–0,7
Saldo públic (% PIB)	–9,4	–9,4	–6,8	–6,8	–14,8	–5,9	–11,3		
MERCATS FINANCERS			Previsions					Previsions	
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Repo BCE	1,00	1,26	0,88	1,50	1,31	1,00	1,00	0,75	0,75
Bons EUA 10 anys	3,20	2,77	1,79	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,70
Bons alemanys 10 anys	2,77	2,65	1,54	2,30	1,98	1,88	1,50	1,36	1,44
Tipus de canvi									
$/Euro	1,33	1,39	1,27	1,41	1,35	1,31	1,28	1,24	1,26

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
9 Obama, Romney i la quadratura del dèficit
11 L'odissea de l'ocupació als Estats Units
14 Japó
16 Xina
17 Brasil
19 Mèxic
20 Primeres matèries

22 Unió Europea
22 Activitat econòmica
24 Mercat de treball
26 Preus
27 Sector exterior
29 Sector públic
30 Estalvi i finançament
33 Europa emergent

35 Mercats financers
35 Mercats monetaris i de capital
43 Beneficis i riscos dels nous instruments de política monetària
47 El sistema bancari dels Estats Units, en fase de reanimació

51 Conjuntura espanyola
51 Activitat econòmica
56 Mercat de treball
60 Preus
64 Sector exterior
67 Sector públic
69 Estalvi i finançament

Estats Units: el lideratge necessari

«Aquesta vegada necessitem un repunt sostingut, no un rebot. Si aquesta vegada ha de ser diferent, necessitem convicció, no incerteses. Necessitem que els qui prenen les decisions en siguin els impulsors. Necessitem resultats.» Així s'expressava Christine Lagarde, directora gerent del Fons Monetari Internacional, en un discurs davant els membres de l'Institut Peterson d'Economia Internacional. Unes paraules que expressen, clarament, la necessitat d'aconseguir un canvi decisiu en la crisi global.

Cinc anys després de l'inici de la Gran Recessió, l'economia mundial no ha recuperat el ritme d'avanç registrat en anys anteriors. La recuperació mundial presenta fragilitats evidents i és més lenta que en altres episodis de crisi. Però alguna cosa no ha canviat: el paper decisiu dels Estats Units en el concert econòmic mundial. Malgrat l'auge extraordinari dels països emergents, no hi ha dubte que el país nord-americà continua sent la primera locomotora i que, sense la seva empenta, no és possible tancar l'episodi de la crisi. Per aquest motiu és important el resultat de les eleccions presidencials que se celebraran al novembre als Estats Units, en especial tenint en compte que els dos contendents, Obama i Romney, plantegen polítiques econòmiques ben diferents.

Les finances públiques se situen al cor de la batalla electoral. El dèficit del sector públic s'apropa al 8% del producte interior brut i el deute supera el 105% del PIB. Són xifres que, a Europa, abocarien qualsevol estat a la intervenció. Aquesta és la magnitud d'un problema que cal abordar sense demora. L'actual president opta per apujar els impostos. El candidat, per reduir la despesa. En lliça hi ha dos models diferents sobre qüestions com la dimensió de l'administració pública, la composició de la despesa o el *mix* d'impostos que cal aplicar.

Menys discrepàncies planteja la política monetària, comandada per la Reserva Federal de Ben Bernanke. Atesa la impossibilitat de reduir més els tipus d'interès, la Fed ha optat per polítiques expansives no convencionals, entre les quals destaquen els programes de compra d'actius per part del banc central. Es tracta d'un territori poc conegut, que planteja interrogants sobre els possibles efectes inflacionistes futurs o sobre les distorsions que pot generar en termes d'assignació eficient dels recursos financers.

Però la qüestió és fins a quin punt les polítiques monetària i fiscal estan estimulant l'economia. L'evidència disponible reflecteix que, probablement, han evitat una recaiguda de l'activitat, tot i que no estan aconseguint que el mercat de treball arrenqui de forma decidida o que la utilització de la capacitat productiva augmenti. L'aturada de la demanda d'ocupació respon a un to general d'incertesa sobre les perspectives econòmiques en un context de sobreendeutament i d'esgotament dels estímuls fiscals. Però no es tracta, només, d'efectes cíclics, ja que es detecten canvis de caràcter estructural que redueixen la flexibilitat tradicional que ha exhibit el mercat de treball nord-americà per adaptar-se a les conjuntures més diverses.

Amb Europa sumida en la recessió i amb la Xina desaccelerant-se, la resolució d'aquests i d'altres interrogants que té plantejada la primera economia mundial (comerç amb la Xina, immobiliari) marcarà l'evolució no solament dels assumptes propis, sinó que serà determinant per deixar enrere el període de crisi i d'incertesa internacional obert fa un lustre.

RESUM EXECUTIU

Europa, en recessió

Les decisions dels bancs centrals animen una mica les expectatives de l'economia mundial.

El clima econòmic internacional es mostra, en general, apagat, però les expectatives han millorat durant el mes de setembre. Els principals bancs centrals han optat, finalment, per l'ús de mesures extraordinàries de gran importància, que han animat els inversors a decantar-se una mica més pels actius de risc. No obstant això, el panorama econòmic financer de la zona de l'euro continua enterbolit per les dificultats a l'hora de definir els termes de la proposta d'unió bancària i pels problemes dels països perifèrics per complir els compromisos i sanejar les economies. També hi ha preocupació per la dinàmica de desacceleració del creixement en què, pel que sembla, han entrat els països emergents, la persistent feblesa dels quals comença a crear nerviosisme, atesa la possibilitat que desemboqui en un aterratge brusc o en un estancament perllongat.

La Reserva Federal dels Estats Units vol situar la taxa d'atur per sota del 7%.

Als Estats Units, l'economia creix pausadament. No obstant això, la Reserva Federal, el banc central, observa dos impediments que comprometen la recuperació: la persistència de la feblesa del mercat de treball i l'ajust fiscal previst per al 2013. Per a la Fed, l'ocupació és una «preocupació greu», perquè, a més dels costos socioeconòmics a curt termini que comporta, s'hi afegeixen, aquesta vegada, conseqüències estructurals que poden llastar el creixement dels pròxims anys. Atesa aquesta tessitura, l'autoritat monetària va anunciar una tercera ronda d'expansió quantitativa. A la continuïtat de les compres de deute a llarg termini amb vendes de deute a curt termini, s'afegiran compres de titulitzacions hipotecàries fins que es constatin millores substancials al mercat de treball, que significarien situar la taxa d'atur per sota del 7% (ara, en el 8,1%). A més a més, la Fed va declarar que el tipus d'interès de referència continuarà en mínims fins al 2015.

El relaxament de la política monetària és destacable també als països emergents. Les dades recents de conjuntura posen de manifest que, a la gran majoria, l'alentiment de l'activitat és superior al previst inicialment per les autoritats. Sembla que els esforços ja realitzats pels bancs centrals són insuficients per consolidar el creixement econòmic, la qual cosa fa necessaris estímuls monetaris i fiscals addicionals. Aquest és el cas del Brasil, on l'anunci d'un ambiciós pla d'inversions en infraestructures per estimular l'economia s'ha afegit a la nova retallada del tipus d'interès oficial. A la Xina, la continuïtat del deteriorament del ritme de creixement econòmic fa preveure noves accions per part de l'autoritat monetària.

El BCE comprarà deute sobirà de països de la zona de l'euro en dificultats i garanteix la irreversibilitat de la unió monetària.

També a la zona de l'euro els plantejaments de política monetària criden l'atenció. El Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) ha acordat, al setembre, mantenir els tipus oficials en el nivell mínim històric del 0,75%. L'entitat presidida per Mario Draghi va aprovar també el relaxament de les condicions per a la concessió de préstecs als bancs. No obstant això, la decisió més rellevant ha estat l'acord sobre la intervenció directa de l'entitat als mercats secundaris de deute sobirà dels països de la perifèria. Aquest programa és la materialització de la voluntat de la institució, manifestada públicament des del començament de l'estiu, de participar activament en la resolució de la crisi del deute

sobirà. Sota la interpretació que les elevades tensions patides pels bons d'aquests països estaven reflectint, en part, un risc injustificat de ruptura de la unió monetària, el BCE ha acordat la posada en marxa d'un programa pel qual l'institut emissor podrà realitzar compres de deute públic dels països que hagin acceptat la condicionalitat estricta i efectiva vinculada a un préstec dels fons de rescat (FEEF o MEDE). Gràcies a aquest compromís explícit d'actuació, Draghi ha aconseguit transmetre als mercats un senyal poderós sobre la irreversibilitat de la unió monetària.

En aquest marc monetari, el procés d'ajustament a la baixa dels tipus d'interès interbancaris s'ha estès. En el cas concret de la zona de l'euro, la millora de les primes de risc, gràcies als progressos en la resolució de la crisi sobirana de la regió, ha facilitat el descens dels tipus euríbor fins a mínims històrics. Pel que fa al deute públic, tant el dels Estats Units com el d'Alemanya es mouen en rangs mínims històrics, que contrasten amb les elevades rendibilitats que encara s'exigeixen als països europeus subjectes a la pressió o a l'amenaça dels rescats.

El BCE també tindrà un paper medul·lar en la futura unió bancària europea. Segons una proposta realitzada per la Comissió al començament de setembre, l'autoritat monetària assumiria les responsabilitats bàsiques del mecanisme únic de supervisió, en virtut del qual exercirà directament o indirectament el control sobre el conjunt dels bancs de la zona de l'euro.

No obstant això, els esforços per impulsar i per articular els mecanismes necessaris per dotar la zona de l'euro d'una estructura capaç d'afrontar episodis com la crisi actual xoquen constantment amb les resistències i amb les vacil·lacions de diferents països, la qual cosa entorpeix i retarda el procés de desenvolupament de la governança europea i allarga inútilment la tensió als mercats. L'últim cas afecta la recapitalització directa dels bancs per part del fons de rescat, ja que Alemanya, els Països Baixos i Finlàndia s'hi oposen si els problemes s'han gestat amb anterioritat a la posada en marxa del dispositiu comú de supervisió bancària, la qual cosa contradiu la decisió dels líders europeus del final de juny.

El BCE també tindrà un paper decisiu en la futura unió bancària.

Mentrestant, els indicadors disponibles evidencien que la zona de l'euro es troba en recessió. Després de l'estancament de l'activitat durant els tres primers mesos de l'any, el producte interior brut (PIB) va recular el 0,2% en el segon trimestre del 2012 i va situar la taxa de creixement interanual en el –0,5%. La feblesa actual de l'activitat és deguda a la fragilitat de la demanda interna, la contribució de la qual al creixement del PIB va ser de –2,0 punts percentuals. D'altra banda, la demanda externa va mantenir la seva contribució positiva al creixement en 1,6 punts percentuals, tot i que va ser insuficient per contrarestar la caiguda de la demanda interna.

Les resistències i les vacil·lacions dels Estats europeus a l'hora d'avançar en la presa de decisions allarguen inútilment la crisi del deute...

La generalització de les polítiques econòmiques de caràcter restrictiu, destinades a contenir els dèficits públics, condueix a un afebliment de l'activitat de cara a la segona meitat de l'any. Són polítiques ineludibles, però que afecten la demanda interna de consum i d'inversió, de manera que cal modular-les de forma adequada per assolir els objectius de reducció del dèficit. La dificultat d'implementar polítiques expansives a nivell europeu i la lentitud en la reforma dels mecanismes per afrontar de manera eficaç la crisi del deute aboquen, inevitablement, i després de tres anys de durada, a la seva prolongació.

En el cas de l'economia espanyola, el pla de mesures estructurals presentat pel Govern al final d'agost, entre les quals destaca la reforma del sector financer, van ser aplaudides pels líders europeus i per les agències de *rating*, que van decidir mantenir la qualificació d'Espanya. El suport als mercats es va traduir en el descens de la rendibilitat

...i aboquen la zona de l'euro a la recessió.

Les condicions de mercat milloren lleugerament per al Tresor espanyol.

del bo a 10 anys fins al 5,60%, el nivell més baix en cinc mesos. Addicionalment, el pla de suport del BCE a les economies de la perifèria i la legitimació del futur fons de rescat per part del Tribunal Constitucional alemany han servit per mantenir la rendibilitat del deute espanyol per sota del 6%. Aquesta millora de l'entorn sobirà ha estat aprofitada pel Tresor per emetre deute en forma de lletres i obligacions, que han aconseguit un bon nivell d'acceptació entre els inversors estrangers i un cost de finançament menys onerós. No obstant això, malgrat l'efecte beneficiós d'aquests factors, la prima de risc espanyola ha continuat subjecta a tensions. En la recta final de setembre, han augmentat les especulacions sobre la possibilitat que el Govern sol·liciti oficialment un segon rescat de més envergadura (el primer va ser, al juny, la sol·licitud d'assistència financera per a la banca), tot i que l'estratègia de les autoritats espanyoles és negociar i ajornar l'eventual sollicitud de rescat.

Les perspectives de creixement continuen sent pessimistes.

Malgrat que els escenaris més pessimistes s'allunyen cada vegada més, la realitat és que el pols de l'economia espanyola continua sent molt feble. Els indicadors avançats per al tercer trimestre apunten de nou a la baixa. L'índex de sentiment econòmic va patir una important caiguda a l'agost. Pel costat de l'oferta, la confiança va caure a tots els sectors productius, i, en aquest sentit, cal destacar, una vegada més, la reculada del sector de la construcció. Pel costat de la demanda, la confiança del consumidor va mantenir la tendència decreixent i es va aproximar al mínim històric del febrer del 2009. Amb tot plegat, s'espera una intensificació de la contracció del PIB en els pròxims trimestres, fet que ja està incorporat en les nostres previsions de creixement del –1,5% per al 2012 i del –1,5% per al 2013.

El deute públic superarà el 90% del PIB el 2013, més del doble que el 2008.

La contrapartida d'aquesta feblesa de la demanda interna és la caiguda de les importacions de béns, que, juntament amb el to sostingut de les exportacions, ha permès que el saldo comercial acumulat dels dotze últims mesos sigui positiu si s'exclouen els components energètics. Al comerç exterior de serveis, destaca la bona temporada del turisme estranger, ja que les dades sobre l'entrada de turistes durant el juliol i l'agost apunten a nous increments del superàvit de la balança turística. Així, el nombre de visitants estrangers durant aquests mesos va ser 15,6 milions, el 4,7% més que en el mateix període del 2011, percentatge que constitueix un nou rècord històric.

La fragilitat de la conjuntura econòmica complica molt l'assoliment dels objectius de dèficit públic. El dèficit de l'Estat va augmentar fins al 4,8% del PIB al gener-agost, una xifra que supera el límit per al conjunt de l'any, del 4,5% del PIB. L'increment del cost de finançament del deute públic i la reducció de la recaptació dels impostos indirectes, a conseqüència de la recessió econòmica, contraresten els efectes de la retallada en la despesa corrent.

Segons els Pressupostos Generals per al 2013, presentats en l'última setmana de setembre, el dèficit de l'administració central i de la Seguretat Social es reduirà fins al 3,8% del PIB. Però la comptabilització de les ajudes a les entitats financeres ha obligat a incrementar els dèficits del 2011 i del 2012 i és possible que afectin, també, el desequilibri fiscal del 2013, exercici en què el deute públic superarà el 90% del PIB, més del doble que el 2008. La presentació per part del Govern d'un nou programa de reformes i dels pressupostos per al 2013 i la difusió dels resultats de les proves de resistència de la banca haurien d'ajudar a aclarir l'escenari immediat d'una economia que pateix la situació més dramàtica de l'últim quart de segle.

28 de setembre de 2012

CRONOLOGIA

2011

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 liquiditat 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**.
juliol	**5**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial al 0,75%.
	13	El Govern aprova un **important paquet d'ajust**, amb un estalvi estimat de 65.000 milions d'euros fins al 2014, mitjançant diverses mesures fiscals i de retallada de despeses.
	20	El Govern anuncia la **liberalització del transport ferroviari** a partir del juliol de 2013.
agost	**3**	El Govern aprova el **pla pressupostari per al 2013 i el 2014** per complir els compromisos de consolidació fiscal.
	22	Rússia ingressa a l'**Organització Mundial del Comerç**.
setembre	**6**	El **Banc Central Europeu** aprova un **programa per comprar deute sobirà** a curt termini en determinades condicions.
	27	El Govern aprova el projecte de **Llei de pressupostos generals de l'Estat per a 2013**.

AGENDA

Octubre

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- **4** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **5** Índex de producció industrial (agost).
- **11** IPC (setembre).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- **18** Comerç exterior (agost).
- **24** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **25** Preus industrials (setembre).
- **26** Enquesta de població activa (tercer trimestre). Avanç del PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
- **30** Avanç PIB (tercer trimestre). Ingressos i despeses de l'Estat (setembre). Avanç IPC (octubre).
- **31** Balança de pagaments (agost).

Novembre

- **5** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- **7** Índex de producció industrial (setembre).
- **8** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **13** IPC (octubre).
- **15** Comptabilitat Nacional Trimestral (tercer trimestre). Avanç del PIB de la UE (tercer trimestre). IPC harmonitzat de la UE (octubre).
- **21** Comerç exterior (setembre).
- **23** Preus industrials (octubre).
- **27** Ingressos i despeses de l'Estat (octubre).
- **30** Avanç IPC (novembre). Balança de pagaments (setembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units creixen el 2,3% interanual, però la feblesa de l'ocupació i l'ajust fiscal forcen una tercera expansió quantitativa de la Fed.

Estats Units: l'ocupació i l'ajust fiscal fan que la Fed actuï

L'economia creix amb moderació. La publicació de la primera revisió del producte interior brut (PIB) del segon trimestre va generar una lleugera alça en el creixement, fins al 0,4% intertrimestral. Així mateix, s'espera un tercer trimestre una mica més vigorós, que hauria de deixar l'avanç per al conjunt del 2012 a la vora del 2,3%. Malgrat tot, això no és suficient per a la Reserva Federal, que veu dos impediments que comprometen la recuperació: la persistència de la feblesa del mercat de treball i l'ajust fiscal previst per al 2013. Per a la Fed, l'ocupació és una «preocupació greu», perquè, a més dels costos socioeconòmics a curt termini, aquesta vegada, hi ha conseqüències estructurals que poden llastar el creixement dels pròxims anys. Així, l'autoritat monetària va anunciar la tercera expansió quantitativa d'aquesta anomenada Gran Recessió. A la continuïtat de les compres de deute a llarg termini amb vendes de deute a curt termini, s'afegiran compres de titulitzacions hipotecàries fins que no es vegin millores substancials al mercat de treball, que, en números concrets, significaria que la taxa d'atur se situés per sota del 7,0%. A més a més, s'estableix que el tipus d'interès de referència continuarà en mínims fins al 2015.

I és que la recuperació del mercat de treball perd força. A l'agost, es van crear

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,4	1,8	1,6	2,0	2,4	2,3	–	...
Vendes al detall	5,5	8,0	8,7	7,4	6,6	4,7	3,9	4,7
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	50,3	53,6	67,5	65,3	65,4	60,6
Producció industrial	5,4	4,1	3,3	4,1	4,4	4,8	4,3	2,8
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,1	52,4	53,3	52,7	49,8	49,6
Habitatges iniciats	5,7	4,5	5,9	25,1	22,5	28,5	19,4	29,1
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	9,1	8,7	8,3	8,2	8,3	8,1
Preus de consum	1,6	3,2	3,8	3,3	2,8	1,9	1,4	1,7
Balança comercial (3)	–494,7	–559,9	–533,6	–559,9	–571,0	–568,8	–565,2	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,4	70,9	69,8	72,4	72,9	73,9	75,2	74,2

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.

96.000 llocs de treball nets, per sota del que s'esperava. El que preocupa és que la mitjana de 139.000 nous llocs de treball nets mensuals dels vuit primers mesos del 2012 queda per sota dels 153.000 corresponents al 2011. Al ritme actual de creació d'ocupació, i suposant una força laboral constant, la taxa d'atur, que, a l'agost, va baixar fins al 8,1%, no baixaria del 7,0% fins al juliol del 2013. Però aquesta previsió és optimista, ja que no té en compte els 7,9 milions de subocupats, persones que treballen involuntàriament a temps parcial, que absorbiran una part important de les ofertes de treball que es vagin creant, la qual cosa retardarà el descens de la taxa d'atur. Tot plegat genera una situació de persistència de l'atur, en què, a més a més, el 40,0% de les persones sense feina fa més de mig any que estan en aquesta situació.

A més d'aquesta preocupació manifesta per l'ocupació, el moviment de la Fed obeeix a la intenció de compensar els efectes de l'ajust fiscal previst per al 2013, l'altra ombra que plana sobre una economia com la nord-americana, amb un deute públic que supera el PIB i que espera un dèficit del 8,7% del PIB per al 2012. La combinació del final de les exempcions impositives de l'era Bush amb la reducció de despeses imposada pel fracàs, el 2011, del supercomitè dels dos principals partits per reduir el dèficit públic podria comportar una recaiguda si els republicans i els demòcrates no arriben a un acord. L'escenari més probable és que s'arribi a un acord de mínims per retardar el final de les exempcions impositives i per pal·liar la reducció de les despeses. Això limitaria a poc més de l'1,0% la reducció del creixement del PIB deguda a l'ajust fiscal. El problema és una qüestió de dates. Amb les eleccions presidencials i al Congrés al novembre, queda molt poc marge per assolir un acord abans del primer trimestre del 2013, que és quan els efectes de l'ajust fiscal seran més grans. Així mateix, l'efectivitat de l'expansió quantitativa de la Fed a curt termini serà limitada.

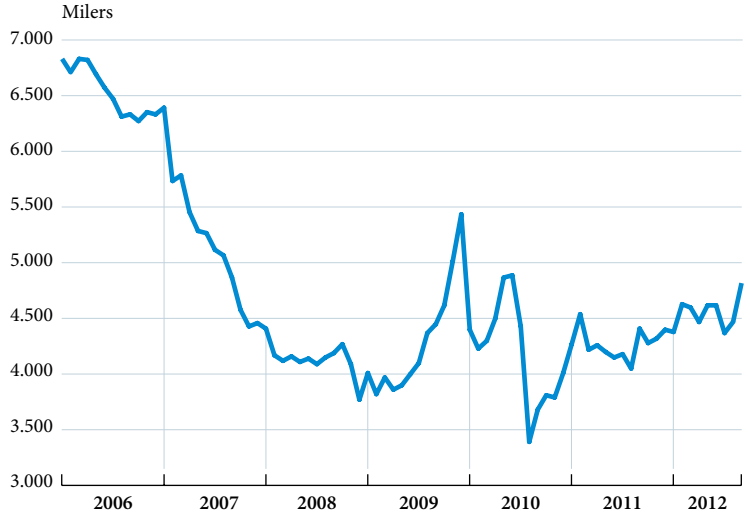
Així i tot, els mercats van acollir favorablement la mesura, en especial els valors borsaris de les empreses del sector immobilia-

La recuperació de l'ocupació s'alenteix, l'atur està en el 8,1% i la taxa d'activitat no millora.

L'ajust fiscal hauria de restar l'1% al creixement del 2013. El temps per arribar a acords s'esgota.

ESTATS UNITS: LA RECUPERACIÓ DE L'HABITATGE ÉS ARA MÉS SOSTINGUDA

Venda d'habitatges existents (en termes anuals)



FONTS: US Census i elaboració pròpia.

El sector de l'habitatge millora, els preus pugen i l'activitat creix, tot i que encara queda camí per recórrer.

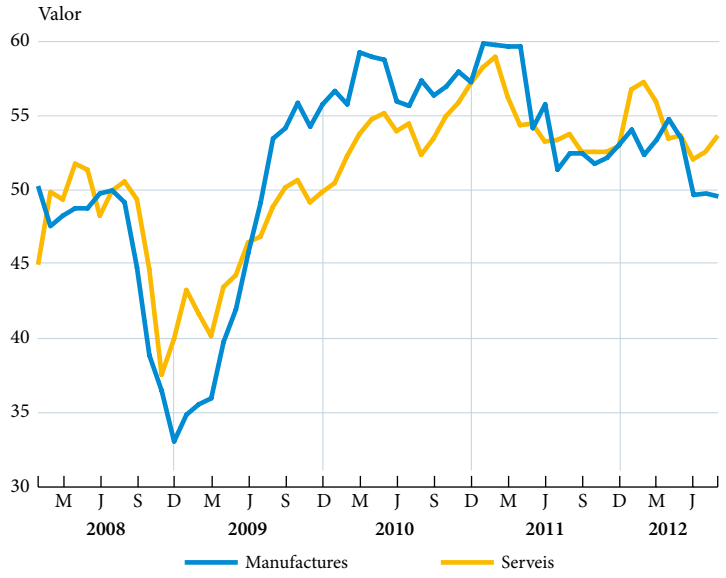
ri. I és que alguna cosa està canviant cap a millor al mercat de l'habitatge. Per començar, els preus ja no baixen. L'índex Case-Shiller d'habitatges de segona mà va continuar superant les expectatives i, al juny, va acumular un avanç del 3,4% des del final de febrer. Així mateix, la venda d'habitatges de segona mà, el 90% del total, va tenir un fort repunt a l'agost, i la percepció dels promotors continua millorant. Pel costat de l'oferta, els 750.000 habitatges iniciats a l'agost, en termes anuals, van representar un increment del 29,1% interanual. Uns guanys que, pel que sembla, continuaran, ja que els permisos de construcció, indicador avançat de l'activitat constructora, també van pujar el 24,5% interanual. Per bé que la sobreoferta persistent i la necessitat de donar una sortida als milions de llars amb un saldo hipotecari pendent que supera el valor de l'immoble hipotecat són un llast, l'augment del nombre de llars previst en els pròxims anys i els preus favorables haurien d'esperonar aquesta recuperació incipient del sector.

Els indicadors d'activitat no ofereixen una direcció clara i la cautela predomina entre els empresaris.

De cara al repunt esperat del tercer trimestre, els últims indicadors d'activitat no ofereixen un veredicte clar. Al costat alcista, els ingressos de les llars i la despesa de consum dels comptes nacionals del juliol van continuar mostrant un vigor apreciable. No obstant això, la confiança dels consumidors i les vendes al detall de l'agost van decebre. L'índex de confiança del Conference Board va baixar de forma inesperada dels 65,4 als 60,6 punts, mentre que les vendes al detall, sense cotxes ni benzina, van patir un estancament en relació amb el juliol i van presentar un creixement interanual del 3,0%. Per la seva banda, la percepció empresarial continua sent cauta. Els índexs d'activitat de l'Institute for Supply Management (ISM) són propis d'etapes de creixement modest, amb un índex ISM de manufactures que, des de

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS, INSTAL·LATS EN LA CAUTELA

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



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

fa tres mesos, es manté gairebé sense canvis en el nivell dels 49,6 punts i amb un ISM de serveis que va mostrar un to una mica més vigorós i va pujar fins al nivell dels 53,7 punts.

Aquesta tercera expansió quantitativa arriba en un moment de moderació inflacionista. Per bé que l'índex de preus al consum (IPC) va repuntar amb una pujada de l'1,7% interanual a l'agost (l'1,4% al juny), influït per efectes de base en el preu del petroli, aquests últims mesos estan marcats per la moderació de l'IPC subjacent, que exclou els preus energètics i els de l'alimentació, amb un increment de l'1,9% interanual (el 2,1% al juliol), i que pateix els efectes de la baixa utilització de la capacitat productiva. L'actuació de la Fed i el recent encariment de les primeres matèries comporten una alça de les expectatives inflacionistes, però la tendència a la baixa de la inflació dels components no energètics, que és més intensa del que sembla, continuarà marcant el pas. Sense l'increment del preu dels lloguers, l'índex subjacent hauria baixat en relació amb el mes previ.

L'IPC està en l'1,7% i l'IPC subjacent es modera fins a l'1,9%.

Pel que fa al sector exterior, la dada del juliol va ser millor del que s'esperava, amb un dèficit comercial de béns i serveis que es va quedar en els 42.002 milions de dòlars i va mantenir el gros de la millora del juny. Malgrat tot, aquest resultat va ser degut més a l'abaratiment del petroli que a les exportacions, que van recular en relació amb el mes anterior. En aquest sentit, el dèficit comercial va augmentar en termes reals, sense l'efecte dels preus energètics. Així i tot, cal esperar que la contribució del sector al creixement sigui lleugerament positiva en la segona meitat del 2012.

El saldo comercial del juliol manté les millores anteriors, però les exportacions flaquegen.

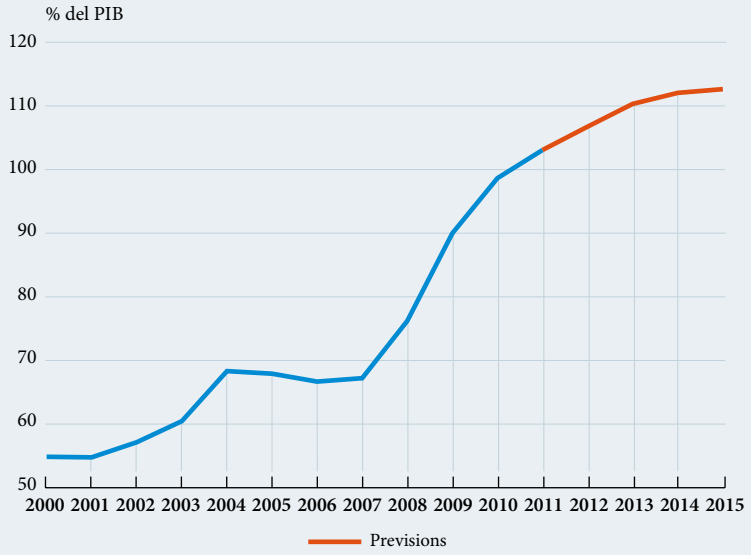
Obama, Romney i la quadratura del dèficit

El 1992, amb els Estats Units en plena recessió i amb les eleccions presidencials a tocar, James Carville, excel·lent assessor, va penjar un cèlebre cartell a l'oficina del candidat demòcrata per assegurar-se que entenia quin havia de ser el focus de la seva campanya: «és l'economia, estúpid!». Bill Clinton s'ho va prendre seriosament i va derrotar el president Bush pare. La resta ja és història. Vint anys després, i quan només falta un mes per al plebiscit, amb el dèficit de les administracions públiques al voltant del 8% del PIB i el deute per damunt del 105% del PIB (vegeu el gràfic següent), l'epicentre del combat electoral torna a ser obvi: és el dèficit! Els Estats Units s'enfronten a un repte majúscul de consolidació fiscal en un entorn econòmic encara llastat per les seqüeles de la gran recessió i els candidats no es posen d'acord en la forma de dur-lo a terme: Obama aposta per apujar els ingressos, Romney per reduir les despeses. En lliça hi ha dos models diferents sobre qüestions fonamentals: la dimensió del Govern, la composició de la despesa i quins impostos utilitzar.

Al començament del 2013, està previst un fort i abrupte ajust fiscal, i, no obstant això, no és creïble, desitjable, ni seria suficient per restaurar la sostenibilitat de les finances públiques. Aquest ajust seria el resultat del final d'un seguit d'estímuls fiscals i de retallades automàtiques de la despesa que van ser legislats a l'estiu del 2011, quan el Congrés va decidir incrementar el límit d'endeutament del Govern Federal. Això implicaria una correcció equivalent al 4% del PIB, la qual cosa provocaria, molt probablement, una recaiguda en recessió de l'economia nord-americana. Això explica que aquest ajust hagi estat anomenat «precipici fiscal» (*fiscal cliff*), i la prioritat número u de la nova administració serà, sens dubte, evitar aquest precipici. El desitjable, a més a més, seria fer-ho en el marc d'un pla que garanteixi la sostenibilitat del deute públic a mitjà termini.

DEUTE PÚBLIC ALS ESTATS UNITS: UNA DINÀMICA EXPLOSIVA?

Deute brut de les administracions públiques



FONT: FMI.

El resultat de les eleccions pot facilitar o dificultar la gestió del «precipici fiscal». La immensa majoria d'analistes (entre els quals ens incloem) preveuen que s'assolirà un acord al Congrés (Càmera de Representants i Senat) per ajornar les retallades automàtiques de la despesa i per ampliar alguns dels estímuls que finalitzen al gener, però la composició del nou Congrés i la identitat del president seran determinants en aquest sentit. Si un dels partits rep un clar mandat per part de l'electorat, és de preveure un acord relativament ràpid per evitar el «precipici». En canvi, un mandat poc clar –amb les càmeres dividides i una victòria per la mínima de qualsevol dels dos candidats a president– podria allargar les negociacions i generar incertesa i desconfiança. Al febrer, a més a més, el Govern Federal necessitarà aprovar un nou augment del límit del deute, la qual cosa afegeix una font d'incertesa addicional.

Un cop esquivat el precipici, la composició de les càmeres i la identitat del president determinaran, òbviament, l'estratègia d'ajust fiscal a curt i a mitjà termini. Obama proposa apujar el pes dels ingressos del Govern Federal (que, en l'actualitat, representen al voltant de la meitat dels ingressos del conjunt de les administracions públiques) del 15,7% del PIB estimat el 2012 al 19,4% del PIB el 2015. Pel que fa a la despesa, proposa reduir-ne el pes del 22,9% del PIB el 2012 al 22,4%. Així, doncs, el dèficit federal cauria del 7,2% estimat per a l'any fiscal 2012 al 3% del PIB el 2015, i el 85% de l'ajust recauria en els ingressos. Romney proposa reduir molt més el pes de la despesa, fins al 20% del PIB, i incrementar els ingressos fins al 18% del PIB (la mitjana dels dos decennis anteriors a la crisi del 2008). L'objectiu del candidat republicà és reduir el dèficit fins al 2% el 2015, i el 55% de l'ajust es faria per la via de les despeses. La caiguda de la despesa s'assoliria mitjançant forts ajustaments en l'anomenada despesa discrecional (inclosa la inversió) i altres mesures, com, per exemple, una reforma del sistema sanitari públic. En el pla dels dos candidats, l'augment d'ingressos es produeix, majoritàriament, o totalment en el cas de Romney, de forma automàtica com a resultat de la recuperació econòmica.

De fet, el candidat republicà proposa una reforma tributària que reduiria els impostos sobre la renda de forma significativa, retallant, per exemple, el tipus marginal màxim en l'impost sobre la renda del 35% al 28%. La pèr-

dua d'ingressos associada a la rebaixa impositiva es compensaria, segons Romney, amb l'eliminació de les deduccions o de les exempcions i amb el major creixement econòmic derivat d'uns nivells impositius menys distorsionadors. No és clar, però, que això sigui possible. La deducció dels interessos sobre els préstecs hipotecaris per a les primeres i les segones residències, amb un capital que arriba fins a 1 milió de dòlars, i l'exempció de les assegurances mèdiques pagades per les empreses als seus empleats, que no tributen com a remuneració en espècie, són les deduccions i exempcions més costoses per al fisc nord-americà, que deixa d'ingressar gairebé un total del 2% del PIB amb les dues mesures, però també són políticament molt populars, de manera que, difícilment, el Congrés s'atreviria a eliminar-les. D'altra banda, tot i que és cert que uns tipus marginals més baixos estimularien l'activitat econòmica, l'efecte net difícilment seria un augment de recaptació, ja que el tipus marginal de partida no és exageradament alt.

Obama, en canvi, aposta per un augment d'impostos sobre les rendes més altes. En particular, apujaria l'impost marginal màxim sobre la renda fins al 39,6% (el tipus vigent abans de les retallades de Bush el 2001) i introduiria l'anomenada «regla Buffet», de manera que totes les persones amb rendes superiors a 1 milió de dòlars haurien de pagar un mínim del 30% al fisc (actualment, les deduccions i les taxes reduïdes sobre els guanys de capital tendeixen a reduir el tipus efectiu pagat per les rendes més altes). No obstant això, tampoc en aquest cas és clar que l'augment de la recaptació derivat d'aquestes pujades d'impostos sigui tan significatiu com ho pressuposa el candidat. Difícilment s'aconseguiria l'augment de recaptació previst sense un augment d'impostos que no afecti les classes mitjanes.

Les propostes dels dos candidats també tenen punts de trobada o, si més no, amb diferències més matisades. Per exemple, els dos defensen una reforma a fons de l'impost de societats, que, en l'actualitat, té la taxa de gravamen més alta de l'OCDE (el 39,2%, enfront d'una mitjana del 25% a la resta de l'OCDE) i una de les recaptacions més baixes (l'1,7% del PIB, enfront del 2,8% a l'OCDE). D'altra banda, cap dels dos candidats s'atreveix a proposar un augment de l'impost federal sobre la benzina, un dels més baixos de l'OCDE.

Malgrat les diferències, els dos candidats són conscients que el país necessita un pla d'ajust creïble. I, efectivament, els Estats Units i l'economia mundial no es poden permetre allargar en excés la incertesa sobre la sostenibilitat de les finances públiques de la primera economia del planeta. Seria il·lús creure que la indulgència amb què fins ara han tractat els inversors aquest tema es mantindrà indefinidament.

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

L'odissea de l'ocupació als Estats Units

La Gran Recessió ha qüestionat la prestigiosa flexibilitat del mercat laboral nord-americà. D'una banda, el salari real mitjà s'ha mantingut relativament estable, malgrat la feblesa persistent de l'activitat. De l'altra, i més preocupant, la durada de l'atur i el decaïment de la recuperació de l'ocupació són inèdites, tant en relació amb les crisis anteriors com en relació amb les altres economies avançades. Ateses les últimes dades d'ocupació, que certifiquen un estancament gairebé absolut del mercat laboral, la Reserva Federal ha optat per incrementar el to expansiu de la política monetària amb l'objectiu explícit de reduir de forma significativa la taxa d'atur. L'efectivitat real

d'aquestes mesures dependrà, però, de quins factors s'amaguen rere l'anèmica trajectòria de l'ocupació. Aquest requadre pretén aclarir una mica aquesta qüestió.

Comencem, doncs, pel principi i remuntem-nos fins a la fase recessiva. Entre el començament del 2007 i el mes d'octubre del 2010, les pessimistes expectatives de creixement posteriors a l'esclat de la bombolla *subprime* van provocar un fort ajust de plantilles que va acabar multiplicant el nombre d'aturats per dos, dels 7,5 milions fins als 15,4, i va empènyer la taxa d'atur del 4,9% al 10,1%. D'altra banda, la destrucció de llocs de treball durant la fase recessiva del cicle va ser molt heterogènia entre els diferents estats. Atesa la naturalesa de la crisi, aquesta heterogeneïtat està estretament vinculada a la severitat de la implosió immobiliària: els estats on els preus de l'habitatge van registrar caigudes més intenses van patir, també, un deteriorament més sever de l'ocupació. Mentre Texas o Louisiana, on el preu de l'habitatge va caure menys del 15%, van acumular una reculada de l'ocupació inferior al 4% des de màxims precrisi a mínims postrecessió, a Califòrnia, Florida o Michigan, on el preu de l'habitatge es va enfonsar més del 40%, l'ocupació va acumular una caiguda superior al 8%.

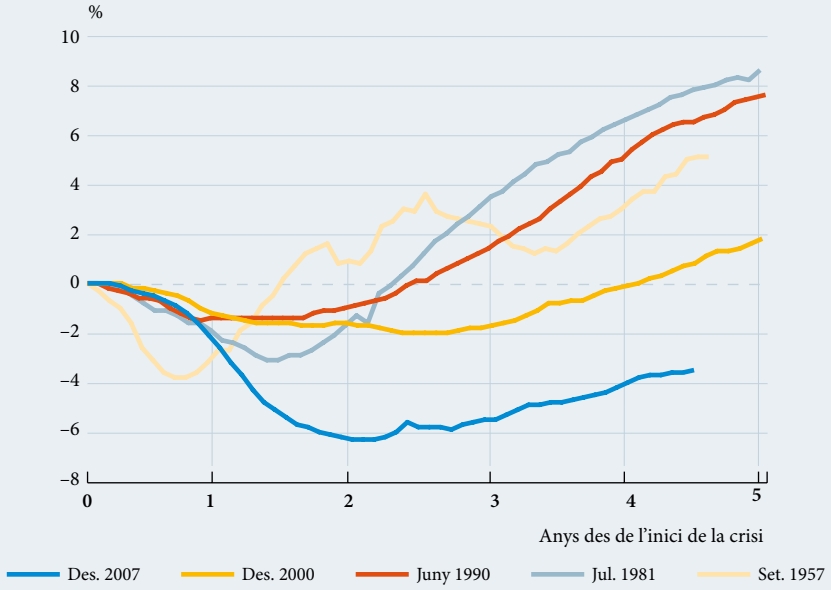
El dràstic i sobtat ajust de l'ocupació durant la recessió i la seva marcada heterogeneïtat interestatal contrasten amb la feblesa de la creació d'ocupació, generalitzada a tot el país, durant la fase de recuperació. Aquesta feblesa ha fet que, a data d'avui, la taxa d'atur es mantingui per damunt del nivell precrisi a tots els estats –fins i tot, en aquells on ha crescut l'ocupació– i que el nombre d'aturats no hagi baixat dels 12,8 milions, una xifra que, a més a més, ofereix una imatge massa benigna de la situació real. En primer lloc, perquè exclou els 8,1 milions de subocupats, persones que voldrien treballar a jornada completa però que ho fan a temps parcial per raons econòmiques, i que també s'han duplicat des de l'inici de la crisi. En segon lloc, perquè s'ha vist mitigada per la caiguda de la taxa d'activitat –la proporció de persones més grans de 16 anys que formen part de la població activa, ja sigui treballant o buscant feina– del 66,4% del febrer del 2007 al 63,5% de l'agost del 2012. Sense el declivi d'aquest període i amb els nivells d'ocupació actuals, la taxa d'atur es podria haver apropat a l'11%.

Aquesta caiguda de la taxa d'activitat obeeix, en part, a factors estructurals, com l'envelliment de la població o una propensió a allargar els anys d'estudis, però, també, a factors cíclics, com l'augment del nombre d'aturats desanimats que han abandonat la població activa. A aquest descoratjament ha contribuït, sens dubte, l'allargament del període d'atur, una tendència que va començar amb la recessió, però que s'ha agreujat durant la fase de recuperació arran de la lenta creació d'ocupació. A més a més, aquest procés es retroalimenta: la feble creació d'ocupació allarga la durada de l'atur i els aturats de llarga durada veuen com les seves habilitats es queden obsoletes, la qual cosa en dificulta la recol·locació i demora encara més la recuperació de l'ocupació. La persistència d'aquest cercle viciós durant la crisi recent ha fet que la proporció d'aturats que fa més de mig any que no tenen feina arribés al 40,0% a l'agost de 2012, gairebé el doble que el màxim precrisi del 1982 (22,8%), malgrat que, durant aquest episodi recessiu, la taxa d'atur va tocar sostre en un nivell superior (el 10,8%, enfront del 10,1%).

La durada creixent de l'atur reflecteix canvis en el mesurament, en les característiques demogràfiques dels aturats i en la disponibilitat de més beneficis per atur. No obstant això, segons les estimacions de la Reserva Federal de San Francisco, el 50% de l'increment de la durada de l'atur en relació amb la crisi dels anys vuitanta s'atribueix a la combinació de la severa destrucció de llocs de treball durant la fase recessiva del cicle i la feblesa persistent de la demanda de treball. De fet, l'extraordinària severitat de la destrucció de llocs de treball durant la recessió explicaria, en part, per què els Estats Units, tot i acumular un creixement més important que el de la zona de l'euro des de l'inici de la crisi (el 3,9%, en relació amb el –0,4%), acumula un deteriorament similar en termes de desocupació: la taxa d'atur es manté 3,4 punts percentuals per damunt del seu nivell precrisi en relació amb els 3,5 punts de la zona de l'euro.

ESTATS UNITS: UNA RECUPERACIÓ MÉS LENTA QUE ANTANY

Pèrdua d'ocupació en crisi



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

De tota manera, el que més preocupa avui és la feblesa de la demanda d'ocupació des de l'inici de la recuperació. Les principals hipòtesis sobre què frena aquesta demanda són: les restriccions de crèdit típiques en un context de despalanquejament privat després de l'esclat d'una bombolla financera; l'esgotament dels estímuls fiscals; la major incertesa sobre les perspectives econòmiques de futur, i un entorn de baixa inflació, que, combinada amb les rigideses a la baixa del salari nominal, redueix la capacitat de les empreses d'ajustar-se a les fluctuacions d'activitat per la via dels salaris. Cal anticipar que la inflació es mantindrà continguda i que la contracció en l'àmbit fiscal prosseguirà, però, en canvi, tot fa pensar que la tendència en termes de crèdit i d'incertesa millorarà i que, lentament, es corregirà l'efecte cíclic sobre la demanda d'ocupació. De tota manera, sembla que aquest procés serà llarg i tediós: al juliol del 2012, l'ocupació es mantenia el 3,5% per sota del nivell precrisi (vegeu el gràfic anterior), i, si continua la mitjana de creació d'ocupació dels dotze últims mesos, aquest nivell només es recuperaria al final del 2015, de manera que estaríem parlant d'una durada de nou anys, molt superior als 2,3 de les crisis anteriors.

Un període tan llarg d'atur elevat no es viu als Estats Units des de la Gran Depressió, i això ha dut un sector d'experts a associar-lo no solament a efectes cíclics, sinó, també, a canvis en l'estructura de l'economia que n'haurien reduït el potencial de creixement i augmentat la taxa d'atur estructural, és a dir la taxa d'atur que no desapareixerà quan torni la normalitat en termes de creixement. En particular, fan referència a rigideses al mercat laboral i a la discordança entre les habilitats dels treballadors i els llocs de treball disponibles en un context de reassignació dels recursos del sistema productiu després de l'esclat de la bombolla immobiliària. Així i tot, l'evidència empírica suggereix que l'elevat i durador nivell d'atur és degut, fonamentalment, a efectes cíclics relacionats amb la severitat de la recessió i amb el seu agut impacte sobre la demanda agregada: s'estima que els factors estructurals relacionats amb les rigideses del mercat laboral només haurien augmentat la taxa d'atur estructural en 1-1,5 punts percen-

tuals, del 5% al 6%-6,5%, dels quals només 0,5 es podrien atribuir a la discordança en les habilitats i tendirien a diluir-se en el temps.[1]

En definitiva, en termes d'atur, aquesta crisi supera en amplitud i en durada les altres cinc fases recessives que ha patit l'economia nord-americana des del 1945, i la mateixa Fed espera que es mantingui per damunt del 7% fins i tot el 2014. Així i tot, tot fa pensar que la persistència de l'atur és deguda, principalment, a factors cíclics relacionats amb la demanda i que la taxa estructural d'atur es manté molt per sota del 8,3% actual. Tot plegat dóna suport a la decisió de la Fed d'engegar una nova ronda d'estímuls, ja que li facilita arguments per defensar que pot afectar l'ocupació sense generar gaires pressions sobre els preus.

(1) Vegeu, per exemple, J.C. Williams (2012), «The slow recovery: It's not just housing», Economic Letter, 2012-2011, Reserva Federal de San Francisco.

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

Japó: els costos de l'apagada nuclear

El Japó es desaccelera i encara una segona meitat del 2012 d'activitat feble.

El Japó creixerà més que la majoria de les economies avançades el 2012, prop del 2,3%. Però això queda molt lluny de ser una descripció fidel de la realitat actual de l'economia japonesa. L'activitat s'alenteix amb més intensitat del que s'esperava, i el Banc del Japó s'ha vist obligat a actuar. Després de la revisió a la baixa dels comptes del segon trimestre, el creixement del PIB va passar de l'1,3% intertrimestral del primer trimestre al 0,2% del segon. El consum privat, que va presentar una embranzida excepcional a l'inici de l'any, gràcies, en gran part, a incentius públics, va perdre força en el segon trimestre, i, atesos els últims indicadors d'activitat, com la venda d'automòbils de l'agost i les vendes al detall del juliol, el creixement serà mínim en la segona meitat de l'any. Aquesta feblesa de la demanda interna es reflecteix també en la persistència de la dinàmica deflacionista. L'IPC del juny va recular el 0,4% interanual, i l'índex subjacent, el general sense els aliments ni l'energia, va cedir el 0,6%.

L'apagada nuclear incrementarà la factura energètica de les importacions.

Però és al sector exterior, el motor del creixement dels últims anys, on hi ha un deteriorament més intens. El sector exterior ha restat, de mitjana, el 0,6% de creixement interanual al conjunt de l'economia després de la tragèdia del març del 2011, quan, anteriorment, hi contribuïa gairebé el 0,8%. Una causa d'aquest deteriorament és l'apagada nuclear. L'energia nuclear desapareixerà del Japó el 2040, data de finalització de la vida útil de les centrals més modernes. La decisió del passat 14 de setembre de prescindir de l'energia nuclear, que, abans de la tragèdia de Fukushima, cobria gairebé el 30% de les necessitats energètiques nacionals, introdueix un canvi d'escenari. En primer lloc, la factura de les importacions energètiques creixerà. Una mostra d'això són les importacions de gas liquat, que van passar de 70 a 77 milions de tones mètriques el 2011 i podrien arribar als 83 milions el 2012. D'altra banda, l'escassetat energètica introdueix costos i colls d'ampolla que redueixen la competitivitat de les empreses.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	4,6	–0,7	–0,7	–0,6	2,8	3,3	–	...
Vendes al detall	2,5	–1,2	–1,0	0,8	5,2	3,1	–0,7	...
Producció industrial	16,6	–2,3	–0,6	0,0	2,7	5,1	–2,2	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	0,0	–1,3	2,0	–4,0	–4,0	–1,0	–	...
Habitatges iniciats	2,7	2,6	8,0	–4,8	3,6	6,7	–9,5	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	...
Preus de consum	–0,7	–0,3	0,1	–0,3	0,3	0,2	–0,4	...
Balança comercial (3)	7,9	–1,6	1,3	–1,6	–3,7	–3,7	–4,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,39	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	106,0	113,5	115,5	118,6	116,5	116,2	119,6	119,4

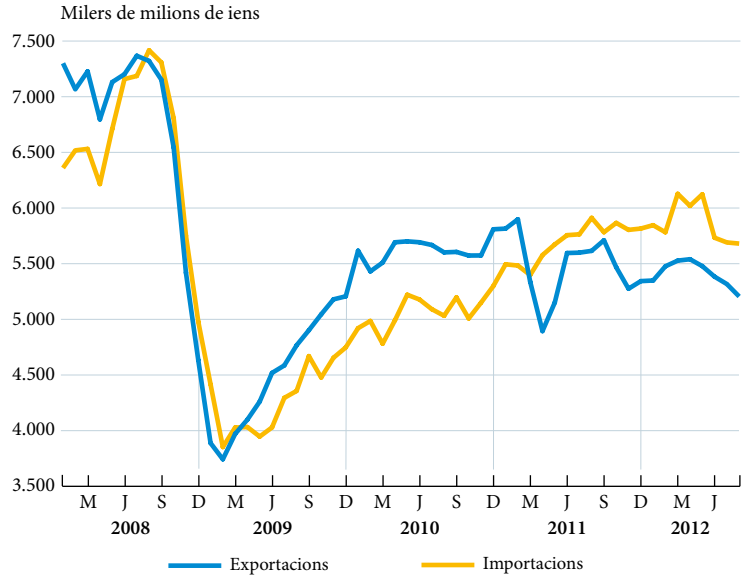
NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Percentatge.
(5) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

L'increment del cost de les importacions energètiques coincideix amb l'apreciació del ien, propiciada per una rendibilitat menys atractiva del deute d'altres economies de la zona i, recentment, per l'expansió quantitativa de la Fed. Un ien fort resta competitivitat als exportadors en un moment de feblesa de la demanda global. Així,

La fortalesa del ien resta competitivitat a les exportacions i el dèficit comercial arriba a l'1% del PIB.

JAPÓ: LES EXPORTACIONS, PER SOTA DE LES IMPORTACIONS

Exportacions i importacions (*)



NOTA: (*) Estadístiques de duanes, dades desestacionalitzades.
FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó i elaboració pròpia.

El Banc del Japó amplia la seva expansió quantitativa per moderar l'apreciació de la divisa.

a l'agost, el Japó va acumular un dèficit comercial rècord de 5,2 bilions de iens en els 12 últims mesos. Mentre les exportacions del període considerat van perdre el 2,1% interanual, les importacions van avançar el 23,6%.

Aquest nou escenari de dèficits comercials fa que el superàvit corrent sigui cada vegada menor, la qual cosa podria arribar a comprometre el finançament del deute públic nipó, que és del 230% del PIB. En aquesta tessitura, el Banc del Japó, la política monetària del qual s'havia situat, fins avui, entre les més restrictives de les economies avançades, va donar llum verd a ampliar la seva expansió quantitativa per apaivagar la pressió alcista sobre el ien. El programa de compres de deute s'allargarà fins al desembre del 2013 i la seva suma passarà de 70 a 80 bilions de iens (del 14,7% al 16,9% del PIB).

Xina: la millora que no arriba

De nou, a la Xina, feblesa de la majoria d'indicadors d'activitat de l'agost.

Les dades de l'agost repeteixen la feble tendència del juliol i mostren que la Xina manté una tònica de desacceleració. De nou, la fragilitat s'estén a bona part dels indicadors d'activitat del país, tot i que alguns indicadors de la demanda interna mostren signes de relativa fortalesa. En aquest context, hem revisat a la baixa les nostres previsions de creixement del gegant asiàtic fins al 7,6% i el 7,8% per al 2012 i el 2013, respectivament.

Així, entre els indicadors anticipats més recents, la producció industrial, que, històricament, manté una forta correlació amb el creixement del PIB, va avançar el 8,9% interanual, per sota del 9,1% del juliol i de la mitjana del segon trimestre. Igualment, l'índex de gestors de compres (PMI) va tornar a baixar i es va situar, per primera vegada des del final de l'any passat, per sota dels 50 punts (49,2), llindar entre la zona expansiva i recessiva de l'activitat industrial. En canvi, les vendes al detall van créixer el 13,2% interanual a l'agost, en línia amb el rang del 13%-14% dels últims mesos. Així mateix, l'avanç de la inversió en capital fix urbà acumulada del gener al juliol es va situar lleugerament per damunt del 20% i va emular el comportament dels mesos anteriors.

Al front exterior, les exportacions van avançar un feble 2,7% interanual a l'agost, percentatge que, tot i superar la xifra del juliol, se situa molt per sota de la mitjana del 10,5% del segon trimestre. Ni tan sols la segona economia mundial ha pogut

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	10,4	9,3	9,1	8,9	8,1	7,6	–	...
Producció industrial	15,7	13,7	13,8	12,8	11,6	9,5	9,2	8,9
Producció elèctrica	14,0	10,9	10,8	8,9	6,5	1,2	2,3	2,6
Preus de consum	3,3	5,4	6,3	4,6	3,8	2,9	1,8	2,0
Balança comercial (*)	184	156	170	156	159	182	175	184
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4

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.

esquivar la recaiguda de la zona de l'euro, que importa el 20% del total de les exportacions del país asiàtic. Per la seva banda, les importacions van recular el 2,7% interanual, de manera que el superàvit comercial es va situar en 26.660 milions de dòlars. De nou, la fragilitat de les exportacions allunya la possibilitat d'una major apreciació del renminbi enfront del dòlar nord-americà.

En aquest entorn de moderació de l'activitat econòmica, la inflació es manté relativament baixa (2%), lleugerament per damunt de la xifra del juliol, a causa del repunt del component alimentació, que es va situar en el 3,4%, enfront del 2,4% del juliol, encara per sota de l'objectiu governamental del 4%. Això hauria de facilitar un major relaxament monetari. No obstant això, cada vegada són més els analistes que comencen a dubtar de noves davallades dels tipus d'interès oficials abans que acabi l'any. La preocupació de l'executiu davant el lleuger rebot del preu de l'habitatge després de diversos mesos de desacceleració, la nova pujada dels aliments i la imminent transició política, que dificulta la presa de decisions, són els motius principals que s'argumenten.

En absència d'un repunt de l'activitat, i després d'haver utilitzat alguns cartutxos de política monetària, les autoritats han aprovat un pla d'inversió en infraestructures per valor d'1 bilió de renminbis (158.000 milions de dòlars, al voltant del 2% del PIB del país) durant els cinc pròxims anys. Per al 2013, amb el nou executiu ja en posició, serà important complementar aquests estímuls amb mesures estructurals que donin suport a la demanda interna i al sector serveis.

El sector exterior es ressent de la recaiguda de la zona de l'euro.

Llum verd a nous projectes d'infraestructures, que ajudaran en la recuperació xinesa, tot i que les reformes estructurals són ineludibles.

Brasil: al tercer cop no falla?

Les dades de creixement del segon trimestre van tornar a decebre amb un avanç del 0,4% en relació amb el trimestre anterior, que, en xifra interanual, representa un creixement del 0,5%. Per components, la principal contribució va provenir de consum i inventaris. D'aquesta manera, després de més d'un any amb l'aixeta dels estímuls oberta, l'anhelat rebot del creixement econòmic al Brasil es continua demorant, si més no un trimestre més.

Els indicadors conjunturals suggereixen que el tercer trimestre serà millor que el

L'economia brasilera va créixer el 0,5% en el segon trimestre.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	7,5	2,7	2,2	1,4	0,7	0,5	...	–
Producció industrial	10,6	0,4	0,4	–1,8	–3,5	–4,5	–4,3	...
Confiança del consumidor (*)	159,7	156,4	153,2	155,2	164,3	163,5	160,6	156,3
Taxa d'atur (**)	6,7	6,0	6,0	5,2	5,8	5,9	5,4	5,3
Preus de consum	5,0	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,2
Balança comercial (***)	20,1	29,8	30,5	29,8	29,1	23,9	23,7	23,0
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	12,00	11,00	9,75	8,50	8,00	7,50
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,88	1,86	1,83	2,01	2,06	2,03

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.

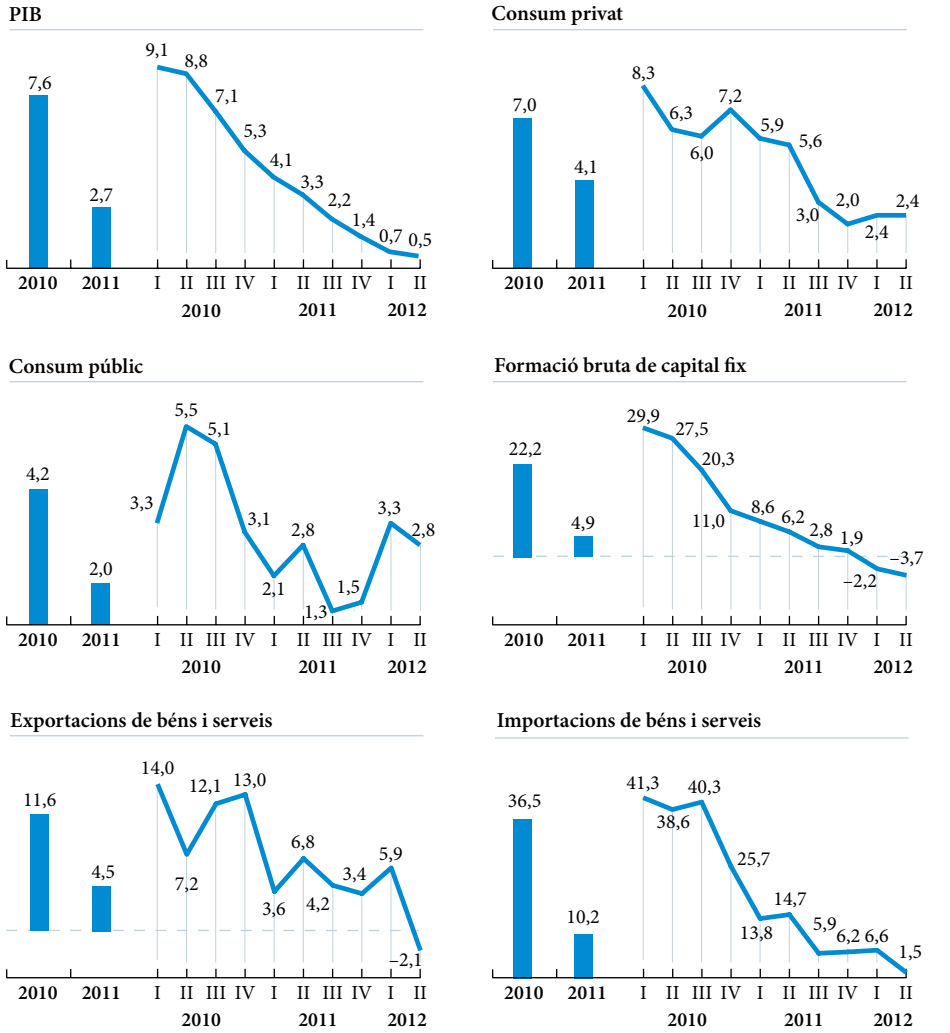
Esperem un repunt de l'activitat a partir del tercer trimestre, però la pressió sobre els preus també serà més gran.

primer i que el segon junts: la producció industrial encarrila dos mesos seguits de creixement intermensual al juny i al juliol, després de les reculades successives entre març i maig; les vendes al detall van tornar a créixer al juny, després de retreure's al maig, i l'índex d'activitat econòmica, que aproxima el creixement mensual del PIB real, va tornar a créixer al juny i al juliol, després de mantenir-se gairebé invariat al maig. A més a més, tot fa pensar que el ritme d'activitat s'hauria accelerat a l'agost. Aquest escenari dóna suport a la nostra previsió d'un avanç intertrimestral proper a l'1% en el tercer trimestre de l'any i d'un creixement proper a l'1,5% en el conjunt de l'any.

De tota manera, per si de cas, i frisoses per veure una acceleració de l'activitat, les autoritats brasileres no deixen d'apuntalar l'economia amb noves palanques i passen a complementar les polítiques macroeconòmiques expansives amb mesures per impulsar-ne el potencial de creixement, com un nou pla d'infraestructures. Així,

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Institut Brasiler de Geografia i Estadística, Banc Central del Brasil i elaboració pròpia.

doncs, en la seva obstinació per reactivar la despesa interna, ja que la demanda externa es mantindrà feble, el Banc Central del Brasil va rebaixar la taxa SELIC en 50 punts bàsics més a l'agost, fins a deixar-la en un altre mínim històric del 7,5%. A més a més, s'intueix que, si no es percep prou millora, podríem fins i tot contemplar una altra rebaixa a l'octubre, tot i que possiblement menor, ja que no esperem que la taxa de referència baixi del 7,25%. D'altra banda, la màxima autoritat monetària brasilera també va optar, per sorpresa, per reduir els requisits de reserva per impulsar al crèdit. En l'àmbit fiscal, els estímuls en marxa es van reforçar, a l'agost, amb una extensió de les exempcions de l'IVA sobre els béns duradors, fins al final de 2012, i sobre els béns de capital, fins al final del 2013, i, també, amb una acceleració del calendari de depreciacions per als béns de capital (de 48 a 12 mesos).

En un escenari en què les tensions a Europa tendeixen a moderar-se i l'entorn global s'estabilitza, el gros d'aquests estímuls hauria de començar a tenir més efecte sobre l'activitat en els pròxims mesos. En contrapartida, les actuacions pel costat de l'oferta trigaran temps a donar fruits, i, a més a més, queda molt camí per recórrer en termes de reformes estructurals que flexibilitzin l'entramat econòmic de la primera economia de l'Amèrica Llatina. Per aquest motiu, cal esperar que les pressions sobre els preus vagin en augment des d'ara i al llarg del 2013, de manera que, al final del pròxim exercici, es podrien tornar a apropar perillosament a la meta del 4,5% ± 2%. Això ens porta a anticipar un nou gir en la política monetària de cara a la segona meitat del 2013, tot i que, abans d'apujar els tipus, es retirarien els estímuls macroprudencials engegats durant l'últim any.

L'economia mexicana avança gràcies a l'impuls del consum i de l'exportació.

Mèxic: vents de canvi per a una economia bimotor

El desglossament per components indica que el creixement del PIB durant el segon trimestre, del 4,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior, va derivar, principalment, del bon comportament del consum privat i de les exportacions, amb sengles contribucions de dos punts percentuals. D'aquesta manera, es confirma que, després del lideratge inicial del sector

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	5,6	3,9	4,2	3,9	4,6	4,1	...	–
Producció industrial	6,2	4,0	3,5	3,7	3,1	3,6	4,5	...
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	93,7	90,3	94,1	96,4	98,9	97,6
Índex avançat d'activitat (*)	117,1	117,1	122,8	123,8	124,3	126,1	...	...
Taxa d'atur (**)	5,4	5,2	5,7	4,8	5,0	4,8	5,0	...
Preus de consum	3,9	3,2	3,4	3,5	3,9	3,9	4,4	4,6
Balança comercial (***)	–3,0	–1,5	–1,8	–1,5	–1,6	–1,3	–0,6	...
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	13,78	13,94	12,81	13,43	13,27	13,21

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

El comitè de política monetària alerta d'una possible pujada de tipus si persisteixen les pressions sobre els preus.

exterior i del seu progressiu relleu per part de la despesa interna, l'economia mexicana es beneficia, per fi, de l'impuls a l'uníson dels dos motors, l'intern i l'extern.

Malgrat el bon ritme de l'activitat, la possibilitat d'un deteriorament econòmic global més intens del que estava previst i, en especial, la incertesa relativa en l'evolució econòmica i política dels Estats Units continuen imposant riscos substancials pel flanc extern. El Comitè de Política Monetària, al corrent d'aquests riscos, va optar per mantenir sense canvis el tipus d'interès de referència, tot i que va deixar entreveure una major preocupació per l'evolució recent dels preus i va alertar de la possible necessitat d'apujar els tipus si les recents pressions inflacionistes persisteixen. No obstant això, el sorprenent repunt inflacionista dels últims mesos s'atribueix, bàsicament, a xocs d'oferta relacionats amb els preus alimentaris, l'efecte dels quals s'estima que serà transitori, de manera que continuem sense contemplar canvis en el tipus d'interès de referència a curt termini.

En contrapartida, sí esperem avanços, i aviat, en l'àmbit legislatiu. Esgotant els seus últims mesos com a president de Mèxic, Felipe Calderón ha pitjat l'accelerador reformista per deixar encarrilada una reforma que flexibilitzi el funcionament del mercat de treball. Sens dubte, les reformes tenen una transcendència especial per a la segona economia de l'Amèrica Llatina, atesa la necessitat de donar un impuls definitiu al seu potencial de creixement, un dels més baixos de la regió. Avançar el programa de reformes és un dels principals reptes que afronta Enrique Peña Nieto (del PRI) a partir del proper dia 1 de desembre, quan reculli el testimoni de Calderón (del PA), i, atesa la seva limitada majoria al Congrés, necessitarà el suport de l'oposició per avançar en aquest front. Per aquest motiu, li convé donar suport a la iniciativa de l'actual mandatari, no solament per canalitzar la modernització del mercat de treball i empènyer, així, la competitivitat, sinó, també, per establir una base de consens que li permeti impulsar la resta de reformes pendents. Conscient d'això, ha instat els membres del seu partit al Congrés a donar suport a la proposta del president Calderón, i, en breu, sabrem si els ha convençut, ja que la decisió de donar llum verd o rebutjar la proposta de reforma és imminent.

El petroli baixa, de moment

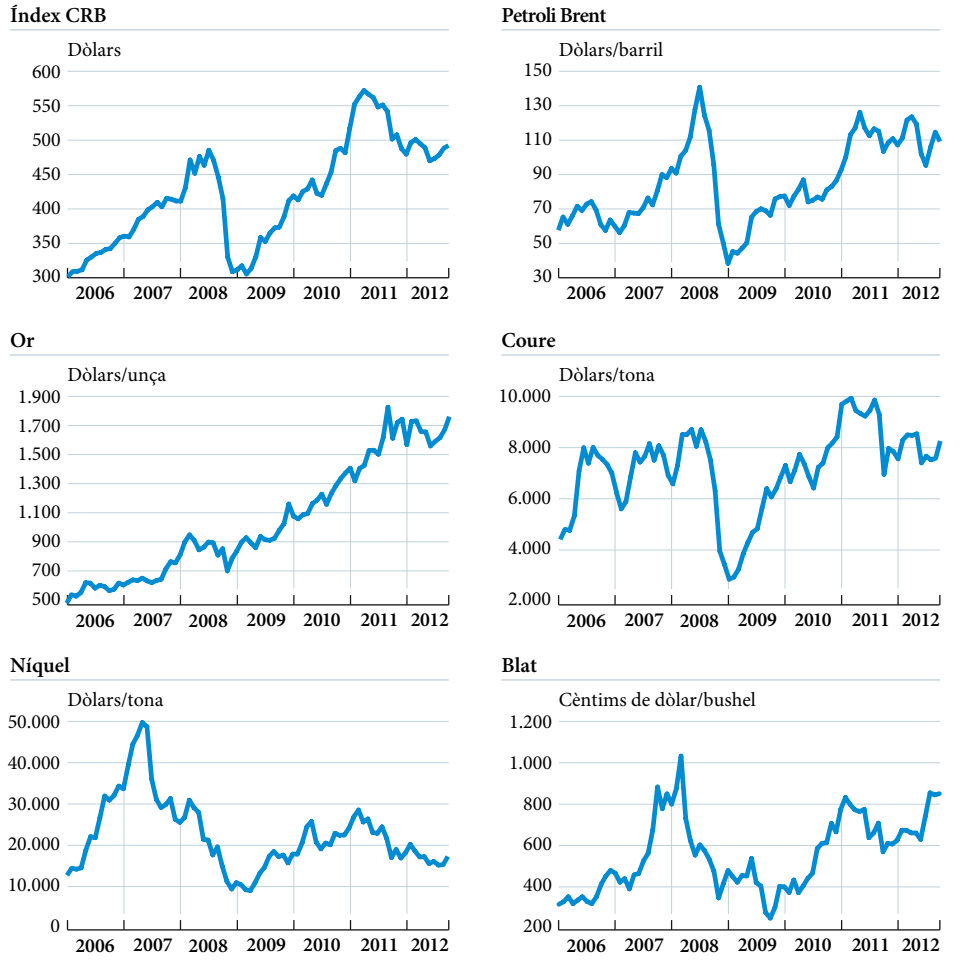
El petroli atura la tendència alcista. Entre el 20 d'agost i el 20 de setembre, el cru es va abaratir el 4,5% i va recular fins als 109,10 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes). El petroli se situa, així, l'1,9% per damunt del nivell de l'inici de l'any i és un 2,9% més barat que un any enrere.

El petroli baixa dels 110 dòlars per barril i se situa per sota dels nivells de l'any passat.

L'augment de la producció de l'Aràbia Saudita, el major productor mundial, i l'imminent desbloqueig de les reserves estratègiques nord-americanes van fer recular el preu del petroli i van compensar les apreciacions causades pel contenciós del programa nuclear iranià. La volatilitat és alta, amb l'Aràbia Saudita en el difícil equilibri de prevenir una apreciació excessiva que afecti la demanda de les economies avançades, que són els seus principals socis comercials, i, al mateix temps, evitar un conflicte obert amb l'Iran, que pressiona contra els augments de la producció.

L'evolució de la resta de primeres matèries va estar marcada pel canvi de rumb dels metalls, amb un índex CRB que va avançar un tímid 0,9% entre el 20 d'agost i el 20 de setembre. Els metalls bàsics es van recuperar amb força de les abruptes davallades del mes anterior. El ferro va cedir el 4,2%, després d'haver arribat a perdre més del 26%, i el coure es va encarir l'11,1%. L'alumini, afectat pels vaivens del petroli, per la intensitat energètica de la seva producció i

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 20 de setembre).
FONTS: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

per components especulatius, va avançar el 17,1%, igual que el níquel. Esperonats per l'expansió quantitativa de la Fed, els metalls preciosos també van pujar. La plata es va apreciar el 23,5% i l'or, un més moderat 7,4%. Entre els aliments, el blat va guanyar el 5,2% i el cafè, el 6,1%.

L'Aràbia Saudita augmenta la producció i reverteix, momentàniament, la pujada del petroli.

UNIÓ EUROPEA

La dinamització de la demanda interna és clau per a la recuperació

L'agenda política europea s'intensifica.

En les últimes setmanes, s'han pres importants decisions per avançar cap a una Unió Europea (UE) més forta i resistent a llarg termini. Això és imprescindible per a la resolució de la crisi del deute sobirà a curt termini. Malgrat aquests avanços en l'àmbit institucional, encara planeja una gran incertesa sobre l'economia europea.

El dinamisme del sector exterior no ha estat suficient per compensar la fragilitat de la demanda interna.

En efecte, les estadístiques publicades recentment evidencien que la zona de l'euro s'endinsa en la recessió. Després de l'estancament de l'activitat durant els tres primers mesos de l'any, el producte interior brut (PIB) real va baixar el 0,2% en el segon trimestre del 2012 i va situar la taxa de creixement interanual en el –0,5%. La feblesa actual de l'activitat és deguda a la fragilitat de la demanda interna, la contribució de la qual al creixement del PIB va ser de –2,0 punts percentuals. D'altra banda, la demanda externa va mantenir la seva contribució positiva al creixement en 1,6 punts percentuals, insuficient, però, per contrarestar la caiguda de la demanda interna.

Pel que fa als diferents components de la demanda interna, el consum privat va caure el 0,2% intertrimestral de l'abril al juny, la mateixa reculada que en el primer trimestre. Per a la segona meitat de l'any, les perspectives són que el consum privat continuï reculant, tal com ho indica la caiguda de l'indicador de confiança del mes de setembre.

Pel que fa a la inversió, va recular per cinquè mes consecutiu i es va situar en el –3,0% interanual. També s'estima que la inversió empresarial es continuarà contraient en els pròxims trimestres, a causa de l'alta incertesa i de les restrictives condicions d'accés al crèdit en alguns països. Els

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			
			III	IV	I	II	Agost	Setembre
PIB	2,0	1,5	1,3	0,6	0,0	–0,5	...	...
PIB Alemanya	*4,0*	*3,1*	*2,7*	*1,9*	*1,2*	*1,0*	...	...
PIB França	*1,6*	*1,7*	*1,5*	*1,2*	*0,3*	*0,3*	...	...
PIB Itàlia	*1,8*	*0,5*	*0,4*	*–0,5*	*–1,5*	*–2,6*	...	...
PIB Espanya	*–0,3*	*0,4*	*0,6*	*0,0*	*–0,6*	*–1,3*	...	...
Vendes al detall	0,9	–0,6	–0,5	–1,4	–1,1	–1,7	...	...
Confiança del consumidor (*)	–14,2	–14,6	–15,9	–20,6	–20,0	–19,7	–24,6	–25,9
Producció industrial	7,4	4,6	3,8	–0,2	–1,8	–2,4	...	...
Sentiment econòmic (*)	100,5	101,0	98,4	93,6	94,1	91,1	86,1	...
Índex d'activitat empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	109,8	106,9	109,2	107,3	102,3	...

NOTA: (*) Valor.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

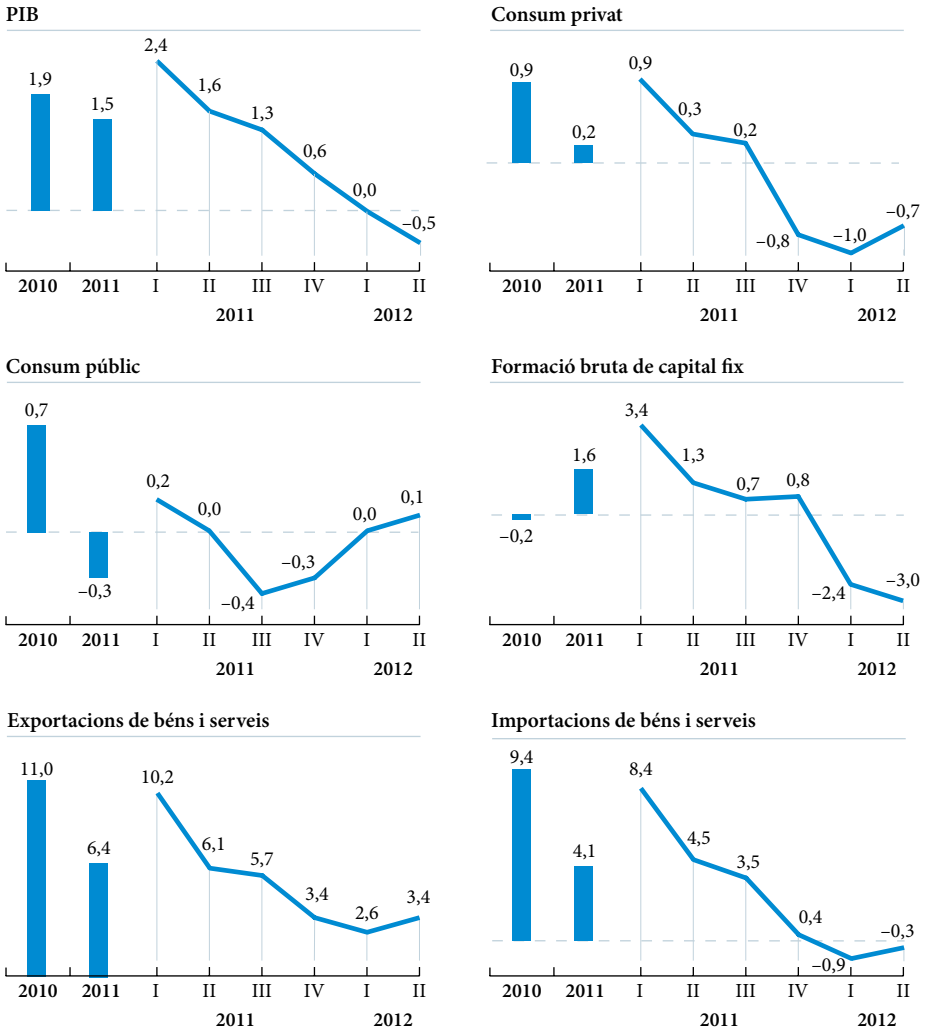
indicadors avançats d'activitat apunten en aquesta direcció. Així, l'índex de gestors de compres (PMI) del mes de setembre va disminuir de forma significativa en relació amb el mes anterior i va passar dels 46,3 punts de l'agost als 45,9, a causa, en bona part, de la forta davallada del PMI francès, que va passar dels 48,0 als 44,1 punts.

L'únic component de la demanda interna amb un creixement positiu va ser el consum públic, que va augmentar el 0,1%. Aquesta última dada va ser una mica inesperada, sobretot si es tenen en compte els esforços de consolidació fiscal que han de dur a terme diversos països de la zona de l'euro. En aquest sentit, s'espera que l'impuls d'aquesta partida sigui molt més limitat en els pròxims mesos, ja que la majoria dels governs haurien d'intensificar la contenció de la despesa pública per complir els objectius de dèficit.

Les principals economies de la zona de l'euro mostren una demanda interna molt feble.

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

El BCE revisa a la baixa les previsions de creixement.

L'anàlisi del desglossament del PIB en el segon trimestre dels quatre països que, conjuntament, representen el 70% del PIB de la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia i Espanya, mostra que la feblesa de la demanda interna va ser la tònica general. Això va ser així també a Alemanya, l'únic país que va registrar una taxa de creixement positiva durant aquest període. Per la seva banda, la demanda externa va presentar contribucions positives. Això confirma que el sector exterior va ser el motor del creixement. No obstant això, en els pròxims mesos, les expectatives són que hi hagi un alentiment de l'economia mundial, la qual cosa podria frenar la demanda externa. Si això s'acaba materialitzant, la dinamització de la demanda interna serà clau perquè l'economia es recuperi.

Així, doncs, les perspectives econòmiques de la zona de l'euro són clarament a la baixa. Efectivament, segons les projeccions del Banc Central Europeu (BCE) per a la zona de l'euro, el creixement mitjà anual del PIB real se situarà en un interval comprès entre el –0,6% i el –0,2% el 2012. Les previsions són una mica millors de cara al 2013 i se situen entre el –0,4% i l'1,4%.

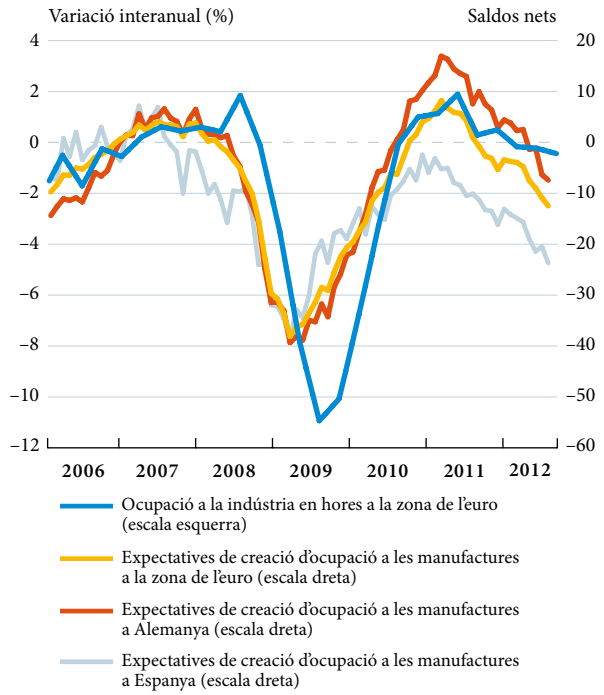
L'ocupació de la zona de l'euro, camí de la recaiguda

El nombre de persones ocupades es manté constant en el segon trimestre de 2012...

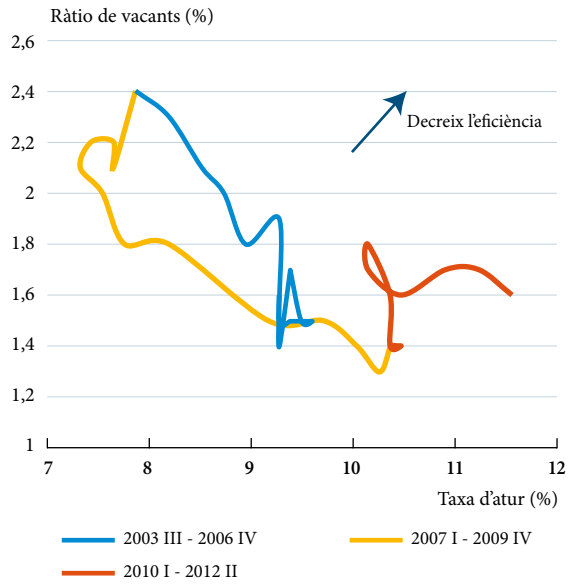
Les dades sobre l'evolució del mercat laboral de la zona de l'euro mostren que, després de tres trimestres consecutius de caigudes moderades en el nombre de persones ocupades, es va mantenir gairebé inalterat en el segon trimestre.

L'OCUPACIÓ DE LA ZONA DE L'EURO ES CONTRAURÀ EN ELS PRÒXIMS MESOS, MENTRE ES PERD EFICIÈNCIA EN EL PROCÉS D'APARELLAMENT DEL MERCAT DE TREBALL

Indicadors d'ocupació



Corba de Beveridge a la zona de l'euro



NOTA: Saldos nets (diferència entre respostes positives i negatives, en percentatge). Enquesta de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació durant els tres pròxims mesos. Els valors oscil·len entre –100 (tots els entrevistats escullen l'opció negativa) i +100 (tots escullen la positiva). La corba de Beveridge mostra el grau d'eficiència en l'aparellament del mercat laboral.
FONTS: Eurostat, enquestes d'opinió de la Comissió Europea i elaboració pròpia.

La contracció de l'ocupació al conjunt de l'economia durant el segon trimestre es va fer més palpable en el total d'hores treballades, que van caure el 0,3% en relació amb els tres primers mesos de l'any. En termes interanuals, el ritme de deteriorament de l'ocupació en nombre d'hores es va situar en el 0,8% i va superar el descens registrat en treballadors, del 0,6%.

Les perspectives per a la segona meitat de l'any no són optimistes. Així, doncs, els indicadors d'opinió de la Comissió Europea de l'agost sobre la voluntat de creació d'ocupació en els tres pròxims mesos anticipen que la destrucció d'ocupació continuarà, en especial, a la construcció i a la indústria.

D'altra banda, la taxa d'atur del juliol va romandre estable en l'11,3%, després d'un registre del juny que va ser revisat en una dècima a l'alça. D'aquesta manera, va presentar un increment d'1,2 punts percentuals en comparació amb la xifra d'un any enrere i es va mantenir, així, en nivells màxims.

En aquest context, és interessant examinar la trajectòria de la taxa d'atur i de les vacants a l'economia, és a dir, la corba de Beveridge (vegeu el gràfic anterior). La posició, el pendent i els desplaçaments d'aquesta corba són indicatius de la fase del cicle econòmic i del grau d'eficiència en l'aparellament del mercat laboral. Moviments al llarg de la corba, en què les va-

...però es produeix un ajust en el total d'hores treballades, que cauen el 0,3%.

La taxa d'atur de la zona de l'euro se situa en l'11,3%.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS DEL MERCAT DE TREBALL

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Ocupació								
Persones	–0,5	0,2	0,3	–0,1	–0,5	–0,6	...	...
Hores	0,1	0,1	0,1	–0,2	–0,8	–0,8	...	...
Expectatives de creació d'ocupació (*)								
Manufactures	–7,7	2,6	1,6	–3,7	–3,7	–7,1	–10,9	–12,5
Serveis	1,5	6,3	6,2	3,2	3,0	–2,9	–3,6	–4,0
Costos laborals unitaris per països								
Zona de l'euro	–0,9	0,9	1,2	1,4	1,5	1,5	...	...
Alemanya	–1,0	1,3	1,6	2,2	2,5	2,5	...	...
França	0,7	1,6	1,9	2,1	2,1	1,7	...	...
Itàlia	–0,5	0,9	1,4	1,3	1,4	3,4	...	...
Espanya	–2,0	–1,5	–1,6	–1,4	–1,5	–2,2	...	...
Taxa d'atur per països (**)								
Zona de l'euro	10,1	10,2	10,2	10,6	10,9	11,2	11,3	...
Alemanya	7,1	6,0	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	...
França	9,7	9,6	9,6	9,8	10,0	10,1	10,3	...
Itàlia	8,4	8,4	8,5	9,2	10,0	10,6	10,7	...
Espanya	20,1	21,7	22,0	23,0	23,8	24,7	25,1	...

NOTES: (*) Saldos nets (diferència entre respostes positives i negatives, en percentatges). Enquestes de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació durant els pròxims tres mesos. Els valors oscil·len entre –100 (tots els entrevistats escullen l'opció negativa) i +100 (tots escullen la positiva).
(**) Percentatge sobre població activa.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, OCDE i elaboració pròpia.

La inflació a la zona de l'euro roman ancorada en el 2,4%.

cants i l'atur es mouen en direccions oposades, mostren les fluctuacions cícliques de l'activitat econòmica. D'aquesta forma, una economia en expansió es caracteritza per tenir una taxa d'atur baixa i una ràtio de vacants elevada, mentre que, durant una etapa recessiva, s'observa el contrari. D'altra banda, un desplaçament cap a l'exterior de tota la corba, és a dir, una taxa d'atur més elevada i una ràtio de vacants igual, indica un possible deteriorament en el procés d'aparellament. Això pot ser degut a factors estructurals, com, per exemple, el funcionament incorrecte de les institucions del mercat laboral, o a un xoc del model productiu que genera canvis en la intensitat de contractació en alguns sectors i dificulta l'aparellament a curt termini.

La corba de Beveridge per a la zona de l'euro posa de manifest que, des de l'any 2009, la relació entre atur i vacants s'ha desplaçat cap a fora, de manera que és molt probable que, durant aquest període, hi hagi hagut una pèrdua d'eficiència en l'aparellament del mercat de treball. Una anàlisi més detallada de la corba de Beveridge per als països més grans de la zona de l'euro mostra que aquesta orientació combina, sobretot, una millora d'eficiència a Alemanya amb un comportament més negatiu d'Espanya i, amb menys intensitat, de França.

S'interromp la tònica a la baixa de la inflació

L'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) del mes d'agost a la zona de l'euro va presentar un creixement del 2,6% en taxa interanual, un increment de dues dècimes en relació amb el mes anterior. Aquest increment és el primer repunt de la inflació en els onze últims mesos. Un cop exclosos els components més volàtils, l'alimentació i l'energia, la inflació subjacent va augmentar en el mes d'agost l'1,7% interanual, dues dècimes menys que al juliol.

Els grups amb un major impacte positiu en la taxa de variació de l'IPCH han estat els relacionats amb l'increment del preu del petroli: els carburants per a transport, el gasoil per a calefacció, el gas i l'electricitat. Addicionalment, dos apartats més, el tabac (per la repercussió de les pujades impositives que graven el tabac en alguns països) i la fruita fresca, han impulsat la inflació. Tot i que l'epígraf que ha tingut més impacte ha estat el primer, els carburants per a transport, que van augmentar

ZONA DE L'EURO: ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM HARMONITZAT

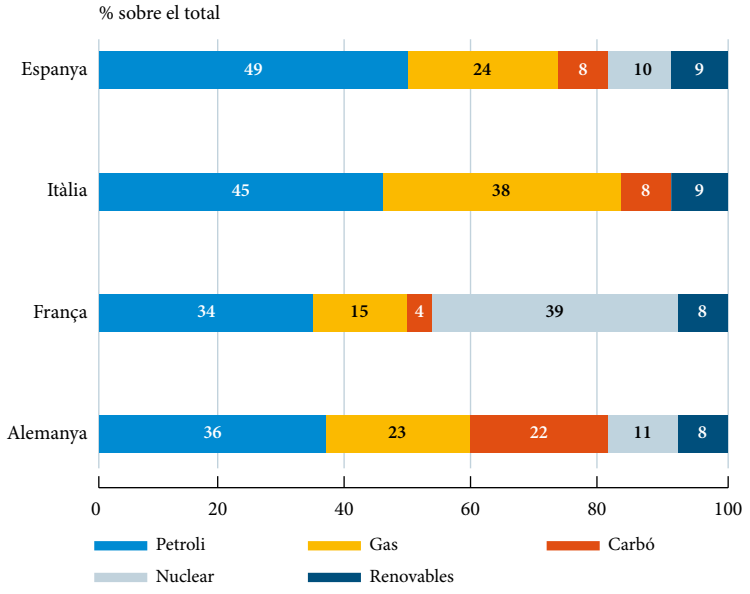
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Zona de l'euro								
IPCH	1,6	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4	2,6
IPCH subjacent	1,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,8	1,9	1,7
Índexs de preus de consum harmonitzat dels principals països								
Alemanya	1,1	2,5	2,7	2,7	2,4	2,1	1,9	2,2
França	1,7	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2	2,4
Itàlia	1,7	2,9	2,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,3
Espanya	2,0	3,1	2,9	2,7	1,9	1,9	2,2	2,7

FONT: Thomson Reuters Datastream.

ESPANYA I ITÀLIA ESTAN MÉS EXPOSADES A VARIACIONS EN EL PREU DEL PETROLI

Consum brut energètic per tipus d'energia, 2009



FONT: Eurostat.

el 4,2% intermensual, van situar el creixement interanual en el 10% i van repercutir una pujada de 3,8 dècimes en la variació de la taxa interanual de l'IPCH.

Geogràficament, a Alemanya, l'IPCH va augmentar en tres dècimes, fins al 2,2% interanual, mentre que, a França, ho va fer en dues dècimes, fins al 2,4%. A Espanya, la pujada va ser més intensa, de cinc dècimes, fins al 2,7%. L'excepció va ser Itàlia, ja que la seva inflació, en relació amb el juliol, va baixar tres dècimes, fins al 3,3%. En el cas italià, el fort impacte del preu del petroli va ser neutralitzat amb escreix per la intensa caiguda en vestit i calçat, que va fer disminuir el preu interanual del 6,9% al 2,4%. Addicionalment, també hi van ajudar les reculades, tot i que menys significatives, d'alimentació i begudes no alcohòliques, mobles i articles per a la llar i, finalment, restaurants.

Per què, a Itàlia i a Espanya, l'augment del preu del petroli repercuteix amb més virulència en els índexs de preus? La resposta és senzilla: a causa de la seva major dependència del petroli en el mix de consum energètic. A Itàlia, el 83% del consum d'energia es basa en petroli i gas. En el cas d'Espanya, aquest percentatge se situa en el 73%, mentre que, a Alemanya i a França, ho fa en el 59% i en el 49%, respectivament. És a dir, les economies italiana i espanyola estan més exposades a les variacions en el preu del cru.

Resumint, l'alça experimentada pels preus energètics durant els últims mesos ha interromput la tònica a la baixa de l'IPCH a la zona de l'euro i ens obliga a revisar a l'alça en dues dècimes la nostra previsió d'inflació a la zona de l'euro per al conjunt de l'any, fins al 2,5%.

El superàvit corrent augmenta, tot i que l'horitzó no és del tot clar

La demanda externa es manté com a suport de l'economia europea.

El sector exterior va tornar a ser el principal suport de l'economia de la zona de l'euro durant el segon trimestre del 2012.

SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Zona de l'euro								
Importacions	21,6	14,0	11,4	6,3	4,0	1,2	2,1	...
Exportacions	20,1	13,3	10,0	9,3	8,6	8,1	11,3	...
Balança comercial (1)	0,7	–9,2	–21,6	–9,2	9,5	39,1	52,5	...
Saldos corrents (2)								
Zona de l'euro	0,1	0,0	–0,2	0,0	0,1	0,5	0,6	...
Alemanya	*6,0*	*5,7*	*5,9*	*5,7*	*5,7*	*6,1*	*6,2*	...
França	*–1,6*	*–2,0*	*–2,2*	*–2,0*	*–1,9*	*–2,0*	*–1,9*	...
Itàlia	*–3,5*	*–3,3*	*–3,7*	*–3,3*	*–2,6*	*–1,9*	*–1,8*	...
Espanya	*–4,5*	*–3,5*	*–3,8*	*–3,5*	*–3,3*	*–3,2*	*–2,7*	...
Tipus de canvi euro/dòlar (3)	**1,33**	**1,40**	**1,45**	**1,43**	**1,35**	**1,32**	**1,26**	**1,23**
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	**103,68**	**103,40**	**105,3**	**103,6**	**102,1**	**99,4**	**95,30**	**95,20**

NOTES: (1) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(2) Saldo acumulat de 12 mesos en percentatge del PIB dels 4 últims trimestres.
(3) Valors superiors indiquen una apreciació de la moneda.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.
FONT: Eurostat.

El superàvit corrent arriba als 59.555 milions d'euros, prop del màxim del 2004.

La seva contribució al creixement intertrimestral del producte interior brut, de 2 dècimes, va permetre neutralitzar, parcialment, la feblesa de la demanda interna. El major dinamisme de les exportacions, que, amb un augment de l'1,3% intertrimestral, van superar en 4 dècimes el registrat per les importacions, explica aquesta nova aportació positiva de la demanda externa, la novena consecutiva.

En termes nominals, el bon comportament del sector exterior es va traduir en una nova millora del saldo de la balança corrent durant el segon trimestre de l'any. Les dades del juliol mostren el manteniment d'aquesta tendència. Així, el superàvit corrent es va multiplicar per 4,7 en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Conseqüentment, el superàvit acumulat durant els dotze últims mesos ha arribat als 59.555 milions d'euros, una xifra molt propera al màxim del 2004. Com ho mostra el quadre anterior, aquesta millora del saldo corrent també va tenir lloc als principals països de la zona de l'euro.

No obstant això, hi ha dos factors que podrien afeblir la recent tendència del saldo corrent i, fins i tot, revertir-la: l'evolució del preu del petroli i el tipus de canvi de l'euro. Pel que fa al primer factor, el preu del Brent en euros va augmentar el 29,2% entre el juny i l'agost del 2012. En conseqüència, l'encariment de les importacions energètiques de la zona de l'euro durant els mesos d'estiu va frenar, molt probablement, el ritme d'avanç del superàvit corrent. L'impacte de l'encariment del petroli serà més intens als països amb una major dependència energètica dels combustibles fòssils, entre els quals destaquen Itàlia, Irlanda i Espanya, on el consum energètic procedent del gas o del petroli es va situar al voltant del 70% el 2010. No obstant això, l'apreciació de l'euro enfront del dòlar durant l'agost i, sobretot, el setembre podria alleujar lleugerament aquesta pressió.

Però la recent apreciació de la moneda única també tindrà un cert impacte sobre les exportacions europees, ja que en reduirà la competitivitat dels productes i, per tant, la demanda. Segons un estudi del Banc Central Europeu, un augment del 10% del tipus de canvi efectiu real provoca una contracció de les exportacions de l'1,2%. Tot i que no disposem de les dades del tercer trimestre sobre el tipus de canvi real, esperem que hagi repuntat durant aquest període. De fet, en termes nominals, observem que l'euro es va apreciar, entre el final de juliol i el final de setembre, el 3,2% en relació amb una cistella de 20 divises estrangeres. Sens dubte, la intensa apreciació enfront del dòlar nord-americà i del ien japonès va contribuir de forma significativa a aquesta revaloració de l'euro.

En conseqüència, el bon to del sector exterior mostrat durant el segon trimestre del 2012 i el començament del tercer es podria afeblir durant l'últim tram de l'any.

El Banc Central Europeu alleuja temporalment les tensions

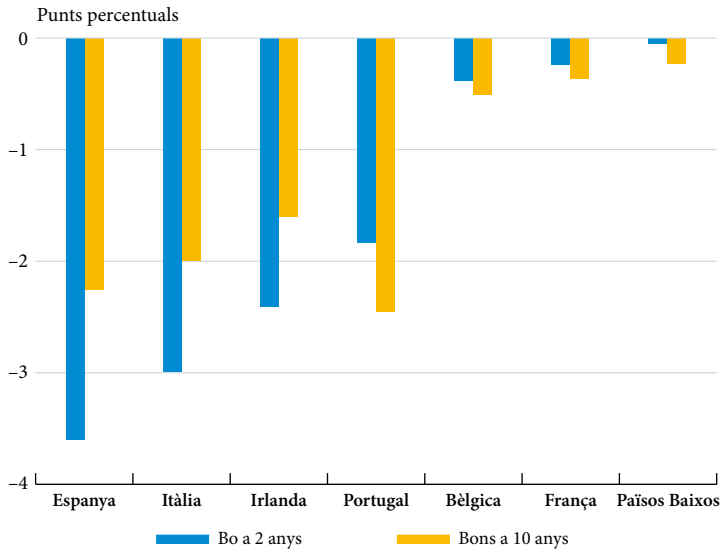
Al començament de setembre, el Banc Central Europeu va anunciar un programa de compra il·limitada, tot i que condicionada, de deute sobirà. L'efecte d'aquesta mesura, que ha estat interpretada com un avanç important cap a l'estabilitat a la zona de l'euro, s'ha vist reforçat pel bon resultat d'altres esdeveniments polítics i institucionals que han tingut lloc durant aquest mes. Així, el temor a una escalada de l'euroescepticisme s'ha vist frenat per la clara victòria dels partits europeistes en els comicis dels Països Baixos i per la sentència favorable del Tribunal Constitucional alemany sobre el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE), que estarà operatiu a partir del 8 d'octubre, tot i que la seva actuació directa en la recapitalització bancària encara és una incògnita. Tot plegat permet que la zona de l'euro inicii la tardor amb forces renovades per consolidar les

L'encariment del petroli i l'apreciació de l'euro podrien frenar el ritme de creixement del superàvit corrent.

El BCE anuncia la creació d'un programa de compra de deute públic.

LA PRIMA DE RISC ALS MERCATS DE DEUTE SOBIRÀ EUROPEUS ES REDUEIX

Variació del diferencial de la rendibilitat dels bons en relació amb els homòlegs alemanys entre el màxim de juliol i el 19 de setembre



FONT: Bloomberg.

Les rendibilitats del deute públic espanyol i italià es redueixen intensament.

bases de la unió econòmica, monetària i fiscal.

El programa dissenyat pel BCE formalitza les declaracions del seu president, Mario Draghi, al final de juliol i pretén alleujar les tensions als mercats de deute sobirà europeus. Per aquest motiu, la màxima autoritat monetària adquirirà bons de deute públic amb venciments entre 1 i 3 anys als mercats secundaris. No obstant això, a diferència del que ha succeït amb els programes de compra de deute anteriors, aquesta ajuda discrecional estarà supeditada a certes condicions exigides als països beneficiaris. Concretament, hauran de sol·licitar ajuda als fons europeus de rescat i, a més a més, hauran de complir estrictes programes de consolidació fiscal i de reformes estructurals.

Els primers ministres de França i de Portugal anuncien nous ajustos per al 2013.

Aquesta mesura ha permès esvair temporalment els dubtes dels inversors sobre el mercat de deute públic europeu. Arran d'això, la rendibilitat addicional exigida als bons a 2 i a 10 anys dels principals països europeus en relació amb la dels homòlegs alemanys s'ha vist reduïda. Al gràfic anterior, s'observa que aquesta disminució ha estat més intensa als països amb més opcions de beneficiar-se de la compra de deute per part del BCE, principalment Itàlia i Espanya. A més a més, en els dos casos, el disseny del programa de compra de deute ha provocat una caiguda superior de la rendibilitat en el cas dels bons a 2 anys.

No obstant això, el compliment de la via de consolidació fiscal a alguns dels països de la zona de l'euro és qüestionat. Segons l'últim butlletí del BCE, el 2012, es podrien observar desviacions de l'objectiu de dèficit a Espanya, Itàlia, Grècia i Portugal. A més a més, de cara a l'any vinent, considera necessària l'adopció de noves mesures d'ajust fiscal a diversos països. En aquest sentit, la publicació, al final d'aquest mes, dels pressupostos públics del 2013 a Espanya, França i Portugal il·luminarà les estratègies d'aquests països per complir els respectius objectius de dèficit. De fet, el primer ministre francès i el primer ministre portuguès ja han avançat alguns detalls sobre les noves mesures de consolidació.

El supervisor bancari únic podria ser una realitat al gener del 2013.

La proposta del supervisor bancari europeu ja està damunt la taula

El passat 12 de setembre, la Comissió Europea va presentar la proposta de mecanisme de supervisió per a tots els bancs de la zona de l'euro. Aquesta proposta integra el Banc Central Europeu en el Sistema Europeu de Supervisió Bancària i n'amplia notablement les funcions. En particular, se li atorguen, en exclusiva, competències per supervisar el risc de les entitats de crèdit, el compliment dels requeriments de capital, de liquiditat i palanquejament i el control dels mecanismes de govern. Per la seva banda, els supervisors nacionals mantenen les funcions de supervisió no conferides al BCE, com la protecció dels consumidors, el procés d'informació comptable i la supervisió d'entitats estrangeres de fora de la Unió Europea.

També es confirmen totes les competències de l'Autoritat Bancària Europea (EBA) i, en particular, l'homogeneïtzació del marc regulador per assegurar la convergència i la consistència de les pràctiques de supervisió a tota la UE. En conseqüència, les decisions de l'EBA són vinculants per al BCE i per a les autoritats nacionals.

Una de les qüestions més sensibles fa referència als conflictes potencials que puguin sorgir entre els objectius de la política monetària i la vigilància del sistema bancari. En aquest sentit, la proposta defineix nombrosos mecanismes de governança per garantir la independència de la política monetària. En concret, s'estableix el Consell de Supervisió, que serà l'encarregat de dirigir i de controlar les tasques de supervisió, i el Consell de Govern del BCE, que

serà el responsable últim en l'adopció de decisions.

La proposta contempla un calendari d'execució probablement massa ambiciós. Es pretén que els bancs intervinguts siguin supervisats pel BCE al gener del 2013 i que, al juny del 2013 i al gener del 2014, també ho siguin, respectivament, els bancs sistèmics i la totalitat d'entitats de la zona de l'euro. Atès que la proposta ha de ser consultada al Parlament Europeu i aprovada per unanimitat per l'Ecofin, no serà estrany que es produeixin dilacions en la implementació.

La creació d'una autoritat supervisora supranacional és una peça clau per a la resolució de la crisi del deute de la zona de l'euro, ja que l'adopció del supervisor europeu és considerada, per molts països, com una condició necessària perquè els bancs amb problemes puguin ser recapitalitzats directament pels fons de rescat europeus (FEEF i/o MEDE) i es pugui trencar, així, el vincle existent entre risc bancari i risc sobirà.

Aquests avanços en l'àmbit institucional haurien de contribuir a alleujar les tensions als mercats financers i, per tant, haurien d'ajudar a incrementar l'oferta de crèdit. No obstant això, la caiguda de l'activitat econòmica i el despalanquejament en curs dels balanços de les llars i de les empreses mantenen la demanda de crèdit molt feble, la qual cosa ha contribuït a la reducció del finançament al sector privat. En concret, el creixement interanual del crèdit a les societats no financeres i a les llars va ser, al juliol, del –0,2% i de l'1,1%, respectivament.

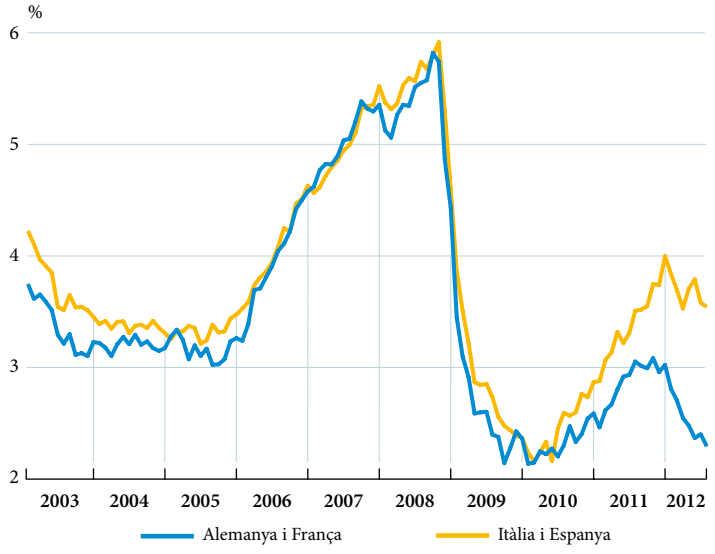
Es redueix el finançament als sectors no financers.

Els préstecs a les empreses i a les llars van continuar experimentant una reducció del tipus d'interès durant el mes de juliol al conjunt de la zona de l'euro. Així, el tipus d'interès dels crèdits a les societats no financeres va passar del 3,0% del final del

S'amplia el diferencial de tipus d'interès entre els països de la zona de l'euro.

DIVERGÈNCIA EN ELS COSTOS DE FINANÇAMENT DE LES EMPRESES

Mitjana del tipus d'interès efectiu dels préstecs a societats no financeres diferents de línies de crèdit i descobert fins a un any



FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: FINANÇAMENT I DIPÒSITS DELS SECTORS NO FINANCERS

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Finançament al sector privat (1)								
Societats no financeres	–0,9	2,0	2,3	1,9	0,7	0,2	–0,2	...
Llars (2)	2,7	2,8	2,7	2,2	1,9	1,3	1,1	...
Dipòsits (1)								
Dipòsits a la vista	8,8	1,3	0,9	0,9	1,7	2,3	4,2	...
Altres dipòsits a curt termini	–5,2	2,7	3,3	2,2	2,9	2,7	2,2	...
Instruments negociables	–7,3	1,2	3,8	2,5	4,1	4,6	6,4	...
Tipus d'interès del mercat monetari (%)								
Repo BCE	1,00	1,25	1,42	1,42	1,00	1,00	1,00	0,75
Euríbor a 3 mesos	0,80	1,38	1,57	1,54	1,14	0,71	0,65	0,38
Euríbor a 12 mesos	1,34	1,99	2,15	2,08	1,76	1,32	1,21	0,94
Tipus d'interès de préstecs i dipòsits (%)								
Crèdit a les societats no financeres (3)	2,2	2,8	2,9	3,0	2,7	2,6	2,4	...
Préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge (4)	2,7	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2	3,1	...
Dipòsits fins a 1 any de les llars	2,1	2,6	2,7	2,8	2,9	2,7	2,8	...

NOTES: (1) Dades ajustades d'efectes estacionals, calendari, vendes i titulitzacions.
(2) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
(3) Crèdits superiors a un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.
(4) Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus inicial.
FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

2011 al 2,4%. Els tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatges també s'han reduït des del començament de l'any, però amb menys intensitat, i s'han situat en el 3,1%. Aquesta evolució dels tipus d'interès és deguda, en gran part, a la política monetària expansiva del BCE.

No obstant això, la reducció dels costos de finançament es produeix de forma desigual als diferents països de la zona de l'euro. Tal com s'observa al gràfic anterior, des de l'estiu del 2010, s'ha iniciat una divergència en els tipus d'interès que suporten les empreses no financeres als diferents països de la zona de l'euro. Aquest diferencial de tipus d'interès s'ha ampliat en els últims mesos, fet que evidencia les dificultats a les quals s'enfronta la màxima autoritat monetària europea perquè la política monetària sigui efectiva.

En aquest sentit, és de summa importància la decisió que va adoptar, el passat 6 de setembre, de realitzar compres il·limitades de deute públic al mercat secundari, sempre que se sol·liciti ajuda dels fons de rescat europeus i es compleixin les seves condicions. Aquestes compres haurien de reduir les tensions als mercats financers, un pas indispensable per mitigar els diferencials de tipus d'interès que suporten les llars i les empreses. Unes condicions d'accés al crèdit similars són un element imprescindible per avançar cap a una major integració financera de la zona de l'euro.

Europa emergent: feblesa de l'activitat i inflació enquistada, un tàndem perillós

Amb el flanc financer en vies d'estabilització, l'atenció s'ha centrat, en les últimes setmanes, en el procés de deteriorament de l'activitat, preocupant tant perquè la intensitat del procés s'està ampliant com pel fet que les perspectives immediates de la zona de l'euro no són positives. Addicionalment, la situació de la inflació, sense revestir un dramatisme excessiu, complica les decisions de política monetària i augmenta la incertesa sobre els desenvolupaments futurs que cal esperar a l'Europa emergent.

Així, d'entrada, la notícia més visible de la regió ha estat que, durant les últimes setmanes, s'ha assistit a una reducció notable de les tensions financeres en matèria de prima de risc. Després de l'aclariment del Banc Central Europeu (BCE) sobre les modalitats d'intervenció al mercat de deute públic, de la decisió del Tribunal Constitucional alemany sobre la constitucionalitat del Mecanisme Europeu d'Estabilitat i de l'anunci de la Reserva Federal sobre noves mesures d'estímul monetari (el que es coneix com *Quantitative Easing 3* o QE3), la prima de risc de Polònia, Hongria, Romania, la República Txeca i Eslovàquia s'ha distès de forma notable. Ja s'havia produït un primer moviment en aquesta línia al juliol passat, quan el BCE va anunciar la seva intenció de ser més actiu als mercats de deute.

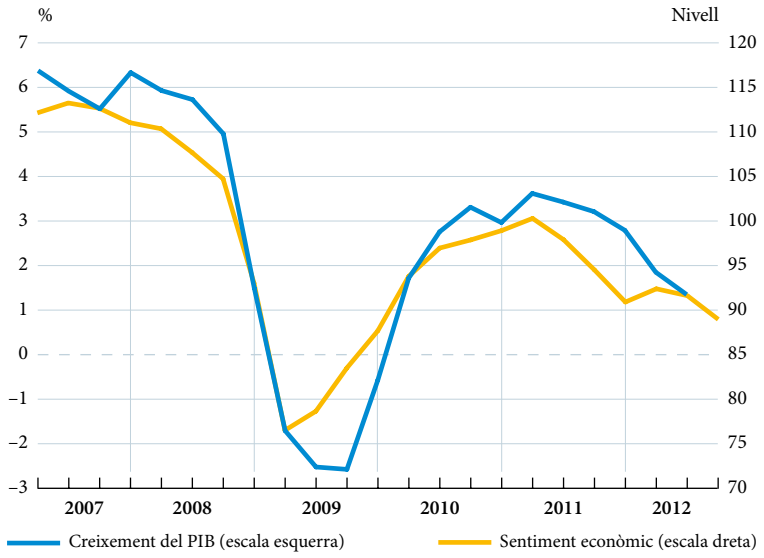
A l'Europa emergent, les tensions financeres han remès...

Amb el front financer internacional menys estressat, l'aspecte que ara adquireix més protagonisme és el que fa referència, estrictament, a l'evolució de l'activitat. Les dades de comptabilitat nacional del segon trimestre van confirmar que la feblesa econòmica s'estava agreujant a tots els països. La posició diferent en matèria d'activitat no s'explicava tant pel to de la demanda interna (amb l'excepció, parcial, de Polònia) com pel diferent grau de creixement que aporta el sector exterior en aquests països.

...i han deixat, com a principal focus de preocupació, l'alentiment econòmic.

MÉS FEBLESA EN EL TERCER TRIMESTRE A L'EUROPA EMERGENT

Indicador de sentiment econòmic i variació interanual del PIB real (*)



NOTA: (*) Mitjana ponderada de Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania. La dada del tercer trimestre del 2012 del sentiment econòmic és la corresponent a la mitjana de juliol i agost.
FONTS: Eurostat, Comissió Europea, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Durant el tercer trimestre, l'activitat ha continuat perdent força, i tot fa pensar que encara falta molt per finalitzar aquest procés.

Atès que l'evolució prevista per a la zona de l'euro, principal destinació de les exportacions dels països de l'Europa emergent, és negativa (i no s'espera un creixement intertrimestral del PIB fins al primer trimestre del 2013), cal esperar que la tònica futura de les exportacions continuï sent a la baixa en els pròxims temps. De fet, i com es pot observar al gràfic precedent, els indicadors de sentiment econòmic del tercer trimestre (es disposa de dades del juliol i de l'agost) apunten a un nou alentiment de l'activitat. Si s'extrapola aquesta tendència a la variació del producte interior brut (PIB) del conjunt de la regió, el PIB creixeria, en el tercer trimestre, per sota de l'1% interanual, enfront de l'1,4% interanual del període abril-juny.

Malgrat la feblesa de la demanda, la inflació es manté en el 4% interanual des del 2011, i hi ha riscos a l'alça rellevants.

Un factor que complica, addicionalment, la conjuntura és la inflació. Tot i que, ara com ara, no té sentit una alarma excessiva, la veritat és que el creixement interanual dels preus està enquistat en el 4%, aproximadament, des de la meitat del 2011. Aquesta xifra es pot considerar elevada, atesa la tònica de feblesa de la demanda que les economies de l'Europa emergent estan experimentant. A més a més, el més probable és que, en els pròxims mesos, els components més volàtils de l'índex tendeixin a accelerar-se de forma apreciable.

Els bancs centrals de la regió prioritzen el suport al creixement i estan iniciant un procés de rebaixa dels tipus d'intervenció.

El component d'alimentació ja reflecteix, de fet, el notable tensionament de les primeres matèries alimentàries, com ho evidencia la seva acceleració fins al 5,4% interanual a l'agost (a l'abril, la taxa d'avanç era, només, del 2,4%). I, malgrat que el component energètic s'ha desaccelerat de forma apreciable, fonamentalment perquè els preus del petroli es van situar, a l'agost, el 9% per sota d'un any abans, és probable que, en els pròxims mesos, la tendència es reverteixi parcialment. Cal esmentar, finalment, que aquesta valoració general que situa la inflació més com un risc futur que com una amenaça present té la seva excepció a Hongria, un país on la inflació es va situar, a l'agost, en el 6% interanual i on el component alimentari es va col·locar per damunt del 9%.

En aquesta tessitura, que combina la pèrdua de ritme econòmic amb una inflació enquistada i amb riscos a l'alça, els bancs centrals de la regió han començat a moure fitxa des de fa uns mesos i han resolt el dilema entre un major rigor antiinflacionista o un suport més clar a l'activitat a favor d'aquest segon objectiu. Al juny passat, el banc central de la República Txeca va reduir en 25 punts bàsics el tipus d'intervenció, fins al 0,5%. Hongria va fer moviments similars a l'agost i al setembre i va situar el tipus d'intervenció en el 6,25%.

Després d'aquests moviments, s'esperen nous descensos del tipus d'interès en els pròxims mesos. Polònia, fins avui inactiva en aquest front, podria iniciar a l'octubre, amb un descens, també, de 25 punts bàsics, una tònica de reducció del tipus d'interès. Fins i tot la República Txeca, on el reduït nivell del tipus d'interès de referència limita la capacitat en aquest àmbit (tot i que es preveu que redueixi fins al 0,25% el tipus de referència al final del 2012), ha anunciat que està estudiant mesures excepcionals d'expansió monetària.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Passos cap al final del túnel

El clima financer internacional ha experimentat una millora prometedora durant el mes de setembre. Diversos bancs centrals s'han decantat, finalment, per l'ús de mesures extraordinàries de gran importància, circumstància sempre ben rebuda pels inversors. Així mateix, en l'àmbit de la zona de l'euro, els líders polítics han assolit avanços destacats en una via que, amb determinació, esforç i sort, hauria de conduir a una unió monetària més estable. Aquests dos factors han contribuït a aturar el deteriorament de les expectatives de creixement econòmic i a recompondre la confiança dels inversors, situació que ha propiciat un augment de l'apetència pels actius amb risc. No obstant això, aquest optimisme de les últimes setmanes s'enfronta a obstacles immediats, la superació dels quals no serà fàcil. En primer lloc, els inversors globals segueixen atentament els moviments del Govern d'Espanya en relació amb l'apel·lació al fons de rescat europeu per a un segon pla d'ajuda i amb els seus termes si, finalment, s'arriba a produir. D'altra banda, és crucial la dinàmica que adopti la desacceleració del creixement global, molt especialment als països emergents, la feblesa persistent dels quals comença a crear nerviosisme, atesa la possibilitat que pugui desembocar en un aterratge brusc o en un estancament perllongat. Finalment, s'esperen amb impaciència les decisions que les autoritats polítiques dels Estats Units adoptin en matèria de política pressupostària després de les eleccions del novembre.

Els bancs centrals despleguen l'«artilleria pesant»

Els bancs centrals i els polítics de la zona de l'euro centren l'atenció dels mercats.

Durant les últimes setmanes, els principals bancs centrals han complert amb escreix el que la majoria d'observadors anticipaven. Embrancats en la tasca de proporcionar impulsos a l'economia ranquejant, el Banc Central Europeu, la Reserva Federal i el Banc del Japó han anunciat l'adopció de noves mesures monetàries de caràcter extraordinari. Per bé que els procediments difereixen en aspectes de contingut i de forma, comparteixen l'objectiu intermedi de relaxar les condicions financeres i el propòsit final d'impulsar l'activitat econòmica.

Les autoritats monetàries opten per incrementar encara més els estímuls.

A la zona de l'euro, el Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) va acordar, al setembre, mantenir els tipus oficials en el nivell mínim històric del 0,75%. Les pressions inflacionistes recents, derivades de l'encariment de l'energia i de les expectatives sobre el creixement econòmic de la regió, han estat arguments suficients per donar suport a aquesta decisió. No obstant això, l'entitat presidida per Mario Draghi va aprovar el relaxament de les condicions per a la concessió de préstecs als bancs. En concret, s'han eliminat els requisits de qualificació mínima per als actius emesos o garantits pels Estats membres i s'admetran també, com a actius de garantia, els denominats en dòlars, en lliures i en iens.

El BCE manté els tipus oficials i relaxa les regles sobre els col·laterals.

La decisió més rellevant de la reunió, però, va ser l'acord sobre la intervenció directa

El banc central es compromet a comprar deute dels països que hagin sol·licitat ajudes al FEEF/MEDE.

de l'entitat als mercats secundaris de deute sobirà dels països de la perifèria. Aquest programa és la materialització de la voluntat de la institució, manifestada públicament des del començament de l'estiu, de participar de forma activa en la resolució de la crisi del deute sobirà. Sota la interpretació que les elevades tensions patides pels bons d'aquests països reflectien, en part, un risc injustificat de ruptura de la unió monetària, el BCE ha acordat la posada en marxa d'un programa anomenat Operacions Monetàries de Compravenda (OMC). La finalitat de les OMC és salvaguardar l'adequada transmissió de la política monetària i el seu caràcter únic. Mitjançant aquestes operacions, el BCE podrà realitzar compres de deute públic dels països que hagin acceptat la condicionalitat estricta i efectiva continguda en un programa amb el FEEF o el MEDE (els fons de rescat constituïts pels Estats membres). Tot i que no s'han establert límits quantitatius a les actuacions, sí se sap que se centraran en els terminis més curts de la corba de rendibilitats (entre 1 i 3 anys). Els paràmetres per a la presa de decisions sobre la compra de deute es basaran en els nivells de rendibilitat, en els diferencials del deute, en la volatilitat i en la liquiditat dels mercats. Per eliminar les distorsions que les OMC podrien generar en el sistema, el BCE es compromet, també, a esterilitzar (drenar) íntegrament la liquiditat aportada per la compra de bons. Així mateix, pel que fa als bons emesos pels països de la zona de l'euro, el banc central ha acceptat rebre el mateix tracte (*pari passu*) que la resta de creditors. Gràcies a aquest compromís explícit d'actuació, Draghi ha aconseguit transmetre als mercats un senyal poderós sobre la irreversibilitat de la unió monetària.

El BCE serà el supervisor únic en la futura unió bancària europea.

En paral·lel a aquesta funció de màxima autoritat monetària, cal destacar, igualment, la tasca essencial que, amb tota probabilitat, se li encomanarà al BCE en la futura unió bancària europea. Segons una proposta realitzada per la Comissió Europea al començament de setembre, el BCE assumiria les responsabilitats bàsiques en el mecanisme únic de supervisió, en virtut de les quals exercirà directament o indirectament el control sobre el conjunt de bancs de la zona de l'euro.

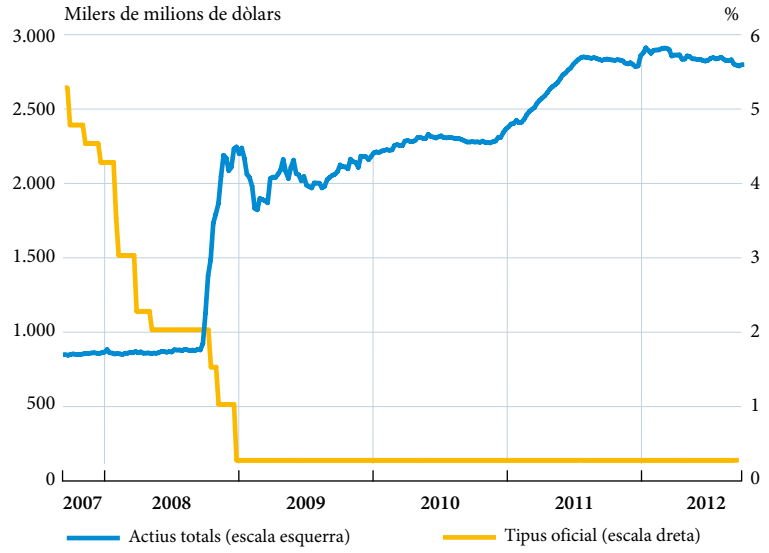
La Fed aprova la tercera ronda de compra d'actius.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) també ha donat un impuls destacat a l'estratègia monetària. Atesa la lenta creació d'ocupació, derivada d'una taxa de creixement del PIB situada al voltant del 2%, l'entitat va acordar, en la seva última reunió, dues actuacions que incrementen, encara més, el grau de laxitud de la seva política. En primer lloc, i amb l'objectiu de donar suport a la recuperació econòmica i de mantenir estable la inflació, la Fed ha engegat la tercera ronda d'expansió quantitativa (*Quantitative Easing,* QE3). En aquesta ocasió, l'entitat centrarà l'actuació en l'adquisició de titulitzacions hipotecàries per valor de 40.000 milions de dòlars al mes. La durada no ha estat prefixada, ja que queda supeditada al fet que l'economia s'hagi recuperat completament. A més d'aquest programa, la Fed mantindrà vigent, fins al final de l'any, l'Operació Twist, així com la política de reinversió del principal i els interessos del deute que té a la seva cartera. En conseqüència, mitjançant aquestes operacions, la institució continuarà augmentant a un ritme notable el volum o la dimensió del seu balanç. Segons Ben Bernanke, president de l'entitat, amb aquesta bateria de mesures es pretén relaxar els tipus d'interès a llarg termini (tipus de referència per a les hipoteques), donar suport al mercat immobiliari i permetre la millora de les condicions financeres.

En segon lloc, i conjuntament amb aquestes mesures quantitatives, el Comitè de la

LA RESERVA FEDERAL ANUNCIA MESURES DE FLEXIBILITZACIÓ MONETÀRIA

Tipus d'interès oficial de la Fed i actius totals en balanç



FONT: Bloomberg.

Reserva Federal ha anunciat el propòsit de mantenir els tipus oficials en el rang actual (0%-0,25%) fins a mitjan 2015, una data posterior a la del final del 2014 comunicada anteriorment. Aquest ajornament de la data d'inici de les pujades de tipus d'interès és coherent amb la revisió a la baixa de les estimacions de creixement realitzades per la Fed, que espera un increment del PIB entre l'1,7% i el 2% per al 2012 i, per tant, una reducció més lenta de l'*output gap*.

Per la seva banda, el relaxament de la política monetària ha continuat dominant, també, el context econòmic dels països emergents. Les dades recents de conjuntura posen de manifest que, a gran part d'aquests països, el procés d'alentiment de l'activitat és superior al que les autoritats havien previst inicialment. Sembla que els esforços ja realitzats pels bancs centrals són insuficients per consolidar el creixement econòmic, la qual cosa fa necessaris estímuls monetaris i fiscals addicionals. Aquest és el cas del Brasil, on l'anunci d'un ambiciós pla d'inversions en infraestructures per estimular l'economia s'ha unit a la nova retallada del tipus d'interès oficial (fins al 7,50%). A la Xina, la continuïtat del deteriorament del ritme de creixement econòmic fa preveure noves accions per part de l'autoritat monetària. La implementació d'algunes d'aquestes mesures estarà vinculada, probablement, al canvi estructural del model econòmic.

La Fed mantindrà els tipus en nivells excepcionalment baixos fins a mitjan 2015.

En aquest marc monetari, el procés d'ajust a la baixa dels tipus d'interès interbancaris s'ha estès. En el cas concret de la zona de l'euro, la millora de les primes de risc, gràcies als progressos en la resolució de la crisi sobirana de la regió, i l'estabilització de la banca dels països en dificultats han facilitat el descens dels tipus euríbor fins a mínims històrics. Al mercat nord-americà, l'anunci de la nova ronda de compra de bons per part de la Fed i l'ampliació del període de tipus oficials reduïts han propiciat la caiguda dels tipus d'interès líbor, que s'apropen de nou als seus mínims històrics.

Els bancs centrals dels països emergents mantenen el signe expansiu de les seves polítiques.

L'euríbor baixa fins a mínims històrics.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2011									
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
2012									
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	1,00	0,65	1,21	0,25	0,46	0,20	0,50	0,90	0,09
Juliol	0,75	0,39	0,95	0,25	0,44	0,20	0,50	0,74	0,08
Agost	0,75	0,28	0,81	0,25	0,42	0,19	0,50	0,68	0,00
Setembre (1)	0,75	0,23	0,70	0,25	0,37	0,19	0,50	0,62	0,05

NOTES: (1) Dia 24.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%), 5-07-12 (0,75%).

(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.

La rendibilitat del deute sobirà dels països de la perifèria baixa.

Millora la prima de risc de la perifèria europea

Com era d'esperar, durant el mes de setembre, l'evolució dels mercats de deute públic ha estat marcada pels esdeveniments relacionats amb la crisi de la zona de l'euro i per les actuacions dels bancs centrals. A l'escena europea, la marxa de l'economia espanyola i l'impacte de les decisions comunitàries sobre ella han dominat l'ànim dels inversors. Les mesures estructurals adoptades pel Govern, entre les quals destaca la reforma del sector financer, van ser aplaudides pels líders europeus i per les agències de *rating*, que van decidir mantenir la qualificació d'Espanya. El suport als mercats es va traduir en el descens de la *yield* del bo a 10 anys fins al 5,60%, el nivell més baix en cinc mesos. Addicionalment, altres factors s'hi han sumat per mantenir la rendibilitat del deute espanyol per sota del 6%. Un és el pla de suport del BCE a les economies de la perifèria, tot i que sota la condicionalitat de la sol·licitud prèvia d'un programa de rescat. Un altre, la legitimació del MEDE per part de la Cort Constitucional alemanya. I, un tercer, el triomf dels partits pro euro en les eleccions legislatives d'Holanda. Aquesta millora de l'entorn sobirà ha estat aprofitada pel Tresor d'Espanya per emetre gairebé 9.400 milions d'euros en lletres i obligacions, que han aconseguit un bon nivell d'acceptació entre els inversors estrangers, així com un cost de finançament menys

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2011								
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
2012								
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	1,58	2,69	6,33	5,82	1,64	0,84	1,73	0,67
Juliol	1,29	2,06	6,75	6,08	1,47	0,79	1,47	0,48
Agost	1,33	2,16	6,86	5,85	1,55	0,80	1,46	0,52
Setembre (*)	1,57	2,30	5,76	5,10	1,73	0,79	1,82	0,59

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

onerós. No obstant això, malgrat l'efecte beneficiós d'aquests factors, la prima de risc espanyola ha continuat mostrant dificultats per emprendre una via ferma cap a la normalització. En la recta final de setembre, han augmentat els rumors sobre la possibilitat que el Govern sol·liciti oficialment un rescat de més envergadura. Igualment, les reticències mostrades per alguns Estats membres de la Unió Europea, com Alemanya, a la proposta de la unió bancària europea i a la funció del BCE com a supervisor bancari únic han plantejat nous obstacles a la capacitat efectiva del MEDE per donar suport a Espanya i, pel que sembla, retardaran el compliment del calendari de compromisos europeus.

Per la seva banda, les *yields* del deute públic de les economies amb més solvència creditícia, és a dir, Alemanya i els Estats Units, han experimentat lleugers moviments a l'alça durant el mes de setembre, tot i que sempre dins els rangs mínims històrics. En el cas d'Alemanya, a mesura que s'han reduït els riscos de ruptura de l'euro i les probabilitats de reestructuració del deute dels països de la perifèria, el preu dels títols a 10 anys ha cedit. L'establiment d'un full de ruta per a l'estabilitat financera de la zona de l'euro i el desenvolupament d'iniciatives governamentals per resoldre la crisi han generat, entre els inversors, un augment de la preferència pels valors amb un perfil de risc i de rendibilitat superior a la que ofereix el *bund* alemany. En el cas dels Estats Units, el comportament dels bons del Tresor ha estat semblat, però les raons han estat unes altres. Com era d'esperar, l'anunci de les mesures de la Fed i el seu compromís d'actuació a favor del creixement han impulsat lleugerament a l'alça les expectatives a llarg termini sobre el binomi creixement/inflació. També hi ha incidit el curs dels fluxos d'inversió dels *mutual funds* nord-americans, que han sortit del deute públic per dirigir-se cap al deute corporatiu i cap a la renda variable.

El Tresor d'Espanya aprofita la millora de l'entorn financer per realitzar noves emissions de bons.

Atesa l'escassa rendibilitat dels bons de països AAA, els inversors prefereixen actius amb més risc.

La política de la Fed deprecia el tipus de canvi del dòlar enfront de les principals divises.

L'euro avança posicions arran de les mesures institucionals

Els mercats de divises han assistit a un repunt de la volatilitat arran dels esdeveniments viscuts a les dues bandes de l'Atlàntic. Seguint la tendència iniciada cap a la meitat d'agost, el canvi dòlar-euro s'ha decantat a favor de la divisa europea durant una gran part de setembre. El tipus de canvi de l'euro ha arribat als 1,31 dòlars. Els factors que justifiquen aquest moviment són dos. El primer, l'anunci de la Fed d'un programa de compra de bons (QE3) més ampli del que s'esperava i l'allargament del període dels tipus oficials en el rang mínim fins al 2015. El segon, la millora de l'entorn financer a la zona de l'euro. La successió d'esdeveniments favorables propiciats pels Estats membres i per la màxima autoritat monetària ha propiciat el descens dels riscos de ruptura de l'euro o de l'abandonament d'algun país i ha afavorit les perspectives de recuperació econòmica de la regió.

No obstant això, l'altra cara de la moneda la representen les divises dels països emergents. La laxitud monetària anunciada per la Reserva Federal impulsa la depreciació del dòlar, no solament enfront de l'euro, sinó també de la gran majoria de monedes internacionals. Aquesta circumstància comporta l'encariment dels béns i dels serveis exportats per les economies emergents i fa perillar-ne la recuperació econòmica. En aquest sentit, diversos governadors de bancs centrals emergents han mostrat la seva disconformitat amb les mesures de la Fed i han advertit de l'amenaça que representen per a les seves taxes de creixement econòmic.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

24-09-2012

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	78,0	–0,8	1,4	2,2
Lliura esterlina	0,617	2,4	4,1	3,9
Franc suís	0,937	–2,4	–0,1	3,8
Dòlar canadenc	0,981	–1,1	–4,1	–4,5
Pes mexicà	12,938	–1,8	–7,7	–4,7
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,291	–3,1	0,4	4,6
Ien japonès	100,7	2,3	1,0	–2,6
Franc suís	1,209	0,7	–0,6	–0,9
Lliura esterlina	0,797	0,7	–4,6	–9,1
Corona sueca	8,509	2,9	–4,8	–8,2
Corona danesa	7,456	0,1	0,3	0,2
Zloty polonès	4,157	1,6	–7,4	–6,3
Corona txeca	24,94	0,2	–2,6	1,2
Forint hongarès	283,0	1,7	–11,3	–2,4

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

Tornen les emissions de bons corporatius de la perifèria

El gir favorable de l'entorn financer i econòmic a la zona de l'euro i als Estats Units ha estat ben rebut als mercats de renda fixa corporativa. Seguint la tendència iniciada en el mes anterior, el setembre s'ha caracteritzat per un volum elevat d'emissions de bons corporatius. Aquesta intensa activitat del mercat primari de crèdit s'ha beneficiat, principalment, de les facilitats ofertes pels respectius bancs centrals. En efecte, l'augment de la demanda es basa, en bona part, en la perspectiva de tipus d'interès molt baixos per als actius monetaris segurs. Al mercat nord-americà, les emissions de bons de baixa qualitat creditícia i elevada rendibilitat (*high yield*) han estat les grans protagonistes, fins al punt d'assolir els tipus d'interès més baixos en 12 anys. A Europa, la notícia més destacada és el retorn de les emissions dels països de la perifèria als mercats, després de diversos mesos d'ostracisme.

El compromís recent del BCE d'adquirir deute sobirà dels països en dificultats, sota l'activació prèvia dels ajuts del MEDE, ha suscitat la reducció de les primes de risc sobiranes d'aquestes economies. Aquesta circumstància ha estat aprofitada per les companyies no financeres, que han acudit als mercats primaris de deute per obtenir recursos que escassegen a través del canal bancari. En el cas d'Espanya, diverses empreses han aprofitat aquesta conjuntura per realitzar noves emissions i han obtingut ràtios satisfactòries de demanda per part dels inversors, com és el cas de Telefónica, Iberdrola i Gas Natural. Però, probablement, ha estat al sector bancari on les mesures del BCE han estat més ben rebudes. L'elevada exposició de les entitats al deute dels seus governs havia representat, fins al moment, un gran obstacle per a l'accés al finançament als mercats de capitals. El fet que el banc central hagi relaxat les regles sobre el col·lateral que accepta (i hagi eliminat les limitacions del *rating*) representa un alleujament per a molts bancs, que amb prou feines disposaven d'actius escollibles com a col·lateral descomptable o que tenien força dificultats d'accés als mercats majoristes de finançament. Gràcies a aquesta norma, diverses entitats d'Espanya i d'Itàlia han rellançat les emissions de bons i han aprofitat la reducció dels *spreads* del deute financer sènior.

Els mercats de renda fixa aprofiten la conjuntura de tipus d'interès baixos.

En el context dels països emergents, els mercats de renda fixa corporativa han continuat mostrant un comportament favorable, independentment dels esdeveniments als països desenvolupats. El setembre ha estat un bon mes per a les noves emissions, on destaquen les realitzades per les companyies del sud-est asiàtic i, en concret, de la Xina. A la intensa activitat creditícia de les seves empreses, cal afegir les mesures introduïdes per les autoritats monetàries per donar més profunditat i liquiditat a aquests mercats.

Les companyies dels països de la perifèria europea tornen als mercats primaris.

Les borses aplaudeixen els canvis de l'entorn financer

Igual que a la resta de mercats, l'evolució de la renda variable també ha estat un reflex dels canvis que s'han produït en els escenaris monetari i polític generals. La reducció dels riscos procedents d'Europa i l'augment de la laxitud de les condicions monetàries globals han estat raons suficients per donar continuïtat a la recuperació que les borses van iniciar cap a la meitat d'agost. Aspectes com l'alentiment contemporani de l'economia global o les qualificacions creditícies de les agències de *rating* han passat a un segon pla en les percepcions dels inversors durant les últimes setmanes. La gran majoria d'índexs borsaris dels països desenvolupats recullen guanys des del començament de l'any. En

Les borses mantenen un pols estable.

L'Ibex 35 encara registra pèrdues des del començament de l'any.

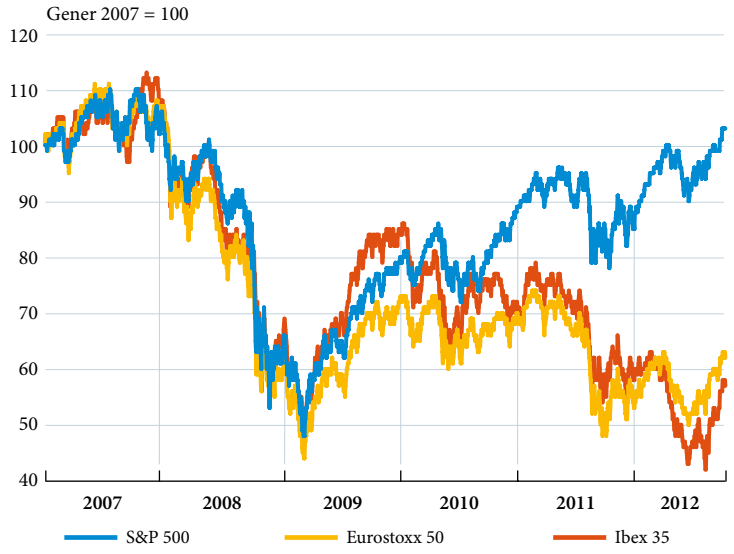
aquest sentit, aquí cal fer un esment especial a l'S&P 500, que ha superat els nivells corresponents a la fallida de Lehman Brothers. No obstant això, i malgrat haver experimentat un fort ascens, l'Ibex 35 encara acumula pèrdues properes al 5% des del gener. Un altre aspecte significatiu, i que dóna suport a la tendència alcista de les borses, és la reducció gradual de la incertesa. Mesurada mitjançant la volatilitat implícita dels índexs, s'observa que els anuncis dels bancs centrals i les diferents aproximacions a l'estabilitat financera de la zona de l'euro han propiciat un descens de la volatilitat, tant als Estats Units com a Europa.

El sector bancari és una peça clau de l'escenari borsari europeu.

En l'àmbit de la zona de l'euro, la clarificació del posicionament del BCE ha beneficiat tots els sectors econòmics, però, en especial, el sector bancari, que havia patit durament el càstig dels inversors per la seva vinculació a la crisi del deute sobirà. Com en el cas dels mercats de renda fixa corporativa, el relaxament de les regles sobre el col·lateral escollible permet a les entitats accedir a majors línies de finançament i millorar els balanços. Un dels factors que, a curt termini, influirà en la cotització d'aquest sector serà l'anunci de les necessitats de capitalització dels bancs espanyols. La consultora Oliver Wyman ha realitzat, per encàrrec del Govern, l'estimació *bottom-up* d'aquestes necessitats, i s'espera que la xifra final s'apropi als 60.000 milions d'euros estimats al començament de l'estiu. En qualsevol cas, i considerant la situació d'Espanya en conjunt, les pròximes setmanes seran molt importants. Des del juliol, el Govern està sent sotmès a una pressió creixent perquè, finalment, accedeixi a sol·licitar alguna classe d'ajuda als mecanismes de rescat europeus. Les elevades necessitats de finançament a les quals s'haurà d'enfrontar l'Estat en els pròxims mesos i l'augment de les dificultats per complir els objectius de dèficit imposats per Brussel·les podrien actuar com a detonants d'aquesta petició.

LES BORSES RECUPEREN EL POLS DES DE L'AGOST

Índexs borsaris



FONT: Bloomberg.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

24-09-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*13.579,5*	*3,2*	*11,1*	*26,1*
Standard & Poor's	*1.460,2*	*3,5*	*16,1*	*28,5*
Nasdaq	*3.180,0*	*3,6*	*22,1*	*28,1*
Tòquio	9.069,3	0,0	7,3	5,9
Londres	5.818,4	0,7	4,4	14,8
Zona de l'euro	2.550,7	4,8	10,1	25,9
Frankfurt	*7.403,9*	*6,2*	*25,5*	*42,5*
París	*3.489,4*	*1,6*	*10,4*	*24,2*
Amsterdam	*331,4*	*0,5*	*6,0*	*25,2*
Milà	*15.765,3*	*5,9*	*4,5*	*15,4*
Madrid	*8.104,3*	*10,9*	*–5,4*	*1,3*
Zuric	6.580,8	1,6	10,9	24,2
Hong Kong	20.694,7	4,1	12,3	17,1
Buenos Aires	2.531,8	3,0	2,8	2,0
São Paulo	61.320,1	5,0	8,0	15,2

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

Beneficis i riscos dels nous instruments de política monetària

La cruesa de la recent crisi financera ha evidenciat les limitacions d'utilitzar el tipus d'interès a molt curt termini com a únic instrument de política monetària. En efecte, aquest tipus d'interès ha assolit, materialment, el seu límit inferior (*zero lower bound*) als Estats Units i a altres països desenvolupats, de manera que no és possible proporcionar més estímuls per aquesta via. En aquest context, s'ha requerit l'ús d'un ampli ventall d'instruments no convencionals, entre els quals destaquen els programes de compres d'actius per part del banc central, també anomenats «Quantitative Easing» (QE),[1] que expandeixen directament la base monetària.

L'experiència dels bancs centrals amb aquests instruments de política monetària no convencionals és més aviat limitada, amb l'excepció notable del Banc del Japó. Però ja han passat gairebé 4 anys des que la Reserva Federal va respondre de forma contundent a la crisi financera iniciant el primer programa de compra d'actius a gran escala (LSAP1) al novembre del 2008. Al quadre següent, es detalla la seqüència temporal, la dimensió i els actius que han estat objecte de compres en els successius programes que ha dut a terme.[2] Davant l'anunci del passat 13 de setem-

(1) Oficialment, s'anomena Programa de compra d'actius a gran escala o «Large Scale Asset Purchases» (LSAP). La Reserva Federal finança la compra d'actius mitjançant la creació de reserves als comptes que els bancs comercials tenen al banc central. Això implica que la dimensió del balanç de la Reserva Federal augmenta en la mateixa quantitat que les compres d'actius.
(2) Cal destacar que la Reserva Federal també va iniciar un conjunt de programes d'emergència (CPFF, AMLF, TALF, etc.) per proporcionar liquiditat a certs mercats, com el del paper comercial o els fons del mercat monetari. Aquests programes no són l'objecte d'aquest requadre.

SEQÜÈNCIA TEMPORAL DELS PROGRAMES DE COMPRES D'ACTIUS A GRAN ESCALA DE LA RESERVA FEDERAL

Programa	Data	Descripció
LSAP1 (QE1)	25 de novembre de 2008	Compra de deute de GSE fins a 100 milers de milions de dòlars i fins a 500 milers de milions de dòlars en actius recolzats per hipoteques amb garantia de les GSE (Agency MBS).
Extensió d'LSAP1	Març de 2009	Compra de deute públic a llarg termini fins a 300 milers de milions de dòlars, deute de GSE fins a 200 milers de milions de dòlars i actius recolzats per hipoteques fins a 1.250 milers de milions de dòlars.
Reinversió	Agost de 2010	Reinversió dels pagaments de principal i interessos (de les tinences de deute públic i MBS) en deute públic a llarg termini.
LSAP2 (QE2)	4 de novembre de 2010	Compra de deute públic a llarg termini fins a 600 milers de milions de dòlars (finalitza al juny del 2011).
MEP1 (Operació Twist 1)	21 de setembre de 2011	Compra de 400 milers de milions de dòlars de deute públic entre 6-30 anys i venda de la mateixa quantitat de 3 anys o menys.
MEP2 (Operació Twist 2)	20 de juny de 2012	Compra de 267 milers de milions de dòlars de deute públic entre 6-30 anys i venda de la mateixa quantitat de 3 anys o menys.
LSAP3 (QE3)	13 de setembre de 2012	Compra de 40 milers de milions de dòlars d'actius recolzats per hipoteques amb garantia de les GSE cada mes, sense data de finalització.

FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

bre d'una nova actuació sense data de finalització explícita (LSAP3), cal preguntar-se: quina és l'efectivitat d'aquestes polítiques?, i encara més rellevant: quins riscos poden comportar per a l'economia a mitjà i a llarg termini?

Per poder avaluar l'efectivitat dels programes de compres d'actius financers a gran escala, és necessari definir primer quins objectius es persegueixen. En realitat, els objectius finals no són diferents dels que es busquen quan s'utilitzen instruments de política monetària convencional. Es tracta de relaxar les condicions financeres per estimular la demanda agregada i aconseguir un creixement econòmic prop del seu potencial, per, en definitiva, arribar a la plena ocupació en un context d'estabilitat de preus. En conseqüència, l'eficàcia d'aquests programes s'ha d'avaluar, en primer lloc, en la seva capacitat per millorar l'accés al finançament de les empreses i de les famílies i, en segon lloc, en la seva contribució al creixement econòmic. No obstant això, els canals que permeten la transmissió de la política monetària són diferents. Amb els tipus d'interès a curt termini gairebé en el nivell zero, els programes de compres d'actius pretenen afectar els tipus d'interès a mitjà i a llarg termini i aplanar la corba de tipus d'interès.

Diversos estudis analitzen l'impacte de les compres d'actius en els tipus d'interès. Empíricament, distingir entre els efectes de la política monetària d'altres factors econòmics rellevants no és una tasca senzilla, de manera que s'han utilitzat diferents metodologies per intentar aïllar les conseqüències d'aquests programes. Segons aquests estudis, els tipus d'interès del deute públic a 10 anys van baixar entre 40 i 100 punts bàsics durant el primer programa de compra d'actius (LSAP1) i es van continuar reduint amb menys intensitat, entre 15 i 45 punts bàsics addicionals, durant el segon programa (LSAP2). L'efecte acumulat d'aquestes dues actuacions, juntament amb el programa d'extensió de maduresa (MEP),[3] se situa entre uns 80 i 120 punts bàsics. S'estimen efectes similars per

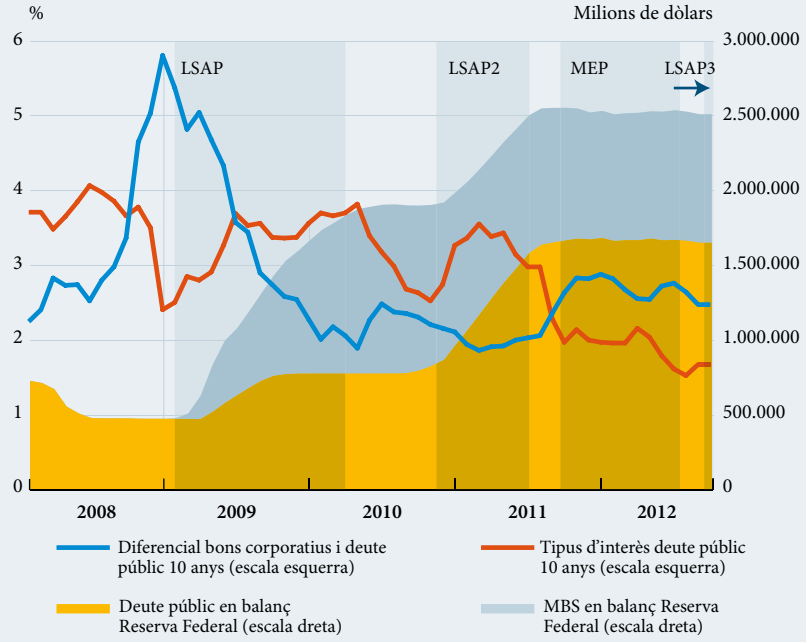
(3) Per afectar els tipus d'interès a llarg termini, la Reserva Federal va introduir una variant als programes de compres ja anunciats al setembre del 2011, conegut com programa d'extensió de maduresa (MEP) o «Operació twist». Aquesta operació no implica cap canvi en la dimensió del balanç del banc central, sinó que consisteix a comprar deute públic a llarg termini al mateix temps que ven deute públic a curt termini per la mateixa quantitat.

als actius recolzats per hipoteques («MBS», en les sigles en anglès), actuació amb què s'ha intentat estimular el mercat de l'habitatge. No obstant això, atesa la magnitud de les compres de deute públic i d'MBS sota aquests programes, que han arribat a superar el 20% i el 25% del saldo en circulació, respectivament, no és sorprenent que el seu preu s'hagi vist afectat. Sens dubte, una prova més contundent de la seva efectivitat s'ha de basar en l'anàlisi dels tipus d'interès d'actius que no hagin estat objecte directe de compres. Els estudis disponibles en aquest camp no són tan concloents, ja que és més difícil determinar quins serien els tipus d'interès dels diferents actius sense les intervencions de política monetària. En qualsevol cas, sembla que l'evidència disponible indica que s'ha produït una reducció dels tipus d'interès d'hipoteques minoristes i dels bons corporatius (vegeu el gràfic següent), la qual cosa suggereix que s'ha aconseguit reduir els costos de finançament de les famílies i de les empreses.

Aquestes polítiques poden haver evitat una recaiguda de l'activitat. De fet, la Reserva Federal estima que els programes de compres d'actius podrien haver incrementat el nivell del PIB en gairebé 3 punts percentuals i podrien haver propiciat l'incrementat de l'ocupació privada en més de 2 milions de llocs de treball. No obstant això, la veritat és que l'economia continua molt deprimida. Sembla que la considerable expansió de la base monetària i els baixos tipus d'interès no han aconseguit fer fluir el crèdit cap a l'economia real. La utilització de la capacitat productiva continua molt per sota del seu potencial i la taxa d'atur es manté en nivells molt alts. De fet, alguns economistes, com el professor Rajan, de la Universitat de Chicago, argumenten que, probablement, s'hagi esgotat la via d'unes condicions creditícies de baixos tipus d'interès per estimular el creixement. Mentre que els diferents agents econòmics, les llars, les empreses i les entitats financeres estan sumides en un procés d'ajustament dels balanços,

ELS PROGRAMES DE COMPRES D'ACTIUS HAN REDUÏT ELS TIPUS D'INTERÈS

Tipus d'interès i actius al balanç de la Reserva Federal



NOTA: Les àrees ombrejades representen els programes de compres d'actius: LSAP1 (del gener del 2009 al març del 2010), LSAP2 (del novembre del 2010 al juny del 2011), MEP (del setembre del 2011 al juny del 2012) i LSAP3 (anunciat al setembre del 2012).

s'ha d'acceptar que l'economia creixerà a un ritme menor durant un període llarg de temps. En canvi, altres economistes, com el professor Michael Woodford, de la Universitat de Columbia, argumenten que les eines de política monetària utilitzades només són efectives si s'utilitza una estratègia de comunicació més agressiva que inclogui, a més de les decisions actuals, declaracions sobre la previsió de decisions futures (*forward guidance*). La comunicació és crucial per indicar que els tipus d'interès a curt termini continuaran baixos en el futur. Així s'aconsegueix modificar les expectatives de les empreses i de les famílies, que, en esperar uns tipus d'interès baixos durant un temps prou llarg, tendeixen a anticipar les decisions de consum i d'inversió.

No obstant això, cada vegada són més els advertiments sobre els riscos potencials que aquestes polítiques poden comportar a llarg termini. En primer lloc, s'adverteix que una expansió de la base monetària a gran escala pot generar riscos inflacionistes. Tot i que cal esmentar que la Reserva Federal ha dissenyat estratègies de sortida per extreure l'excés de liquiditat dels mercats, és possible pensar en un escenari de desancoratge de les expectatives d'inflació a llarg termini que podria dificultar la capacitat del banc central de mantenir l'estabilitat dels preus. A més a més, la Reserva Federal s'ha compromès a mantenir una política monetària expansiva fins que el mercat de treball no millori de forma substancial. El professor Martin Feldstein, de la Universitat de Harvard, adverteix que aquest compromís amb l'estabilització de l'ocupació podria restringir la seva capacitat de controlar la inflació. L'argument és que, amb un atur de llarga durada històricament elevat, és probable que, quan l'economia es comenci a recuperar, es generin pressions inflacionistes sense que el mercat laboral millori. Arribada aquesta situació, la Reserva Federal es pot enfrontar a fortes pressions per no apujar els tipus d'interès.

Probablement, les crítiques que aglutinen més oponents són les que adverteixen sobre les distorsions als mercats financers generades per les compres massives d'actius financers, la qual cosa podria comportar una assignació incorrecta dels recursos, amb conseqüències desestabilitzadores a llarg termini. En reduir els tipus d'interès gairebé a zero per als actius sense risc a curt termini, els inversors han de reequilibrar les carteres cap a actius més arriscats per obtenir el mateix retorn de les seves inversions. De fet, aquest és el mecanisme a través del qual els programes de compres d'actius han d'afectar el preu de la resta d'actius financers. No obstant això, institucions com el Banc de Pagaments Internacional i reconeguts economistes, com el professor John Taylor, de la Universitat d'Stanford, adverteixen que l'adopció excessiva de riscos podria tornar a generar bombolles en alguns actius i fer perillar l'estabilitat financera.

En resum, l'economia continua sense guanyar tracció després de més de 4 anys de política monetària expansiva. Les actuacions audaces de la Reserva Federal en els pitjors moments de la crisi financera, probablement, hagin evitat els pitjors escenaris que es podien albirar. No obstant això, dur la política monetària al límit de la seva funció pot comportar alts riscos, en termes d'estabilitat de preus i d'estabilitat financera, difícils de contenir. En aquest sentit, és important subratllar el rol que han de jugar altres instruments de política econòmica per generar un creixement fort, sostenible i equilibrat a llarg termini.

Aquest requadre ha estat elaborat per Judit Montoriol-Garriga
Departament d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

El sistema bancari dels Estats Units, en fase de reanimació

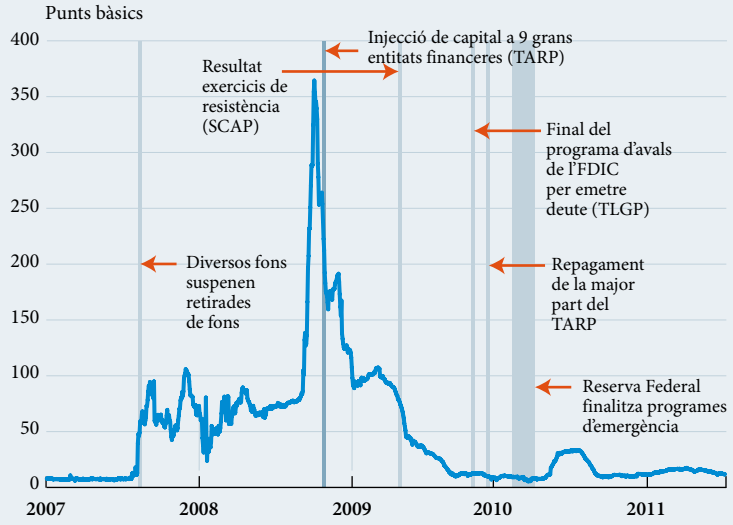
En el primer semestre del 2012, els beneficis dels bancs nord-americans han superat les expectatives dels analistes i han assolit una xifra similar a la del mateix període del 2007. Després de registrar, el 2009, els valors més baixos des del 1985, la rendibilitat ha mantingut una millora sostinguda i generalitzada, que ha reduït el nombre de bancs en pèrdues,[1] les entitats amb problemes de viabilitat i les fallides.[2] Aquests desenvolupaments positius s'estenen, amb caràcter general, als més de 7.200 bancs minoristes[3] i als 5.000 grups bancaris del país.[4]

Els factors que han impulsat la rendibilitat són diversos (vegeu el segon gràfic). El primer, i més rellevant, és la reducció de les provisions en un context de reactivació econòmica. L'augment de la qualitat creditícia dels actius ha permès que les provisions hagin passat de consumir més del 100% del benefici el 2009 al 24% en el primer semestre del 2012.[5]

El segon factor positiu és l'elevada resistència del marge d'interessos obtinguda a partir d'una estructura de finançament més equilibrada, que ha estat possible gràcies, en part, a les mesures especials de suport al sector financer, entre les quals destaquen l'habilitació de garanties, la realització d'exercicis de resistència i les injeccions

LES PRINCIPALS MESURES D'ESTABILITAT FINANCERA I EL SEU EFECTE EN EL MERCAT INTERBANCARI

Spread líbor 3 mesos-OIS



SCAP: Supervisory Capital Assessment Program.
TARP: Troubled Asset Relief Program.
FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.
TLGP:Temporary Liquidity Guarantee Program.

FONT: Bloomberg.

(1) Es passa del 30,8% el 2009 al 10,9% al juny del 2012. Estadístiques FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation).
(2) Les fallides van passar de 157 el 2010 a 31 en el primer semestre del 2012. Estadístiques FDIC.
(3) Entitats de crèdit supervisades per l'FDIC.
(4) Els grups bancaris (*Bank Holding Companies*) solen integrar un banc comercial amb altres filials no bancàries.
(5) La morositat de les entitats de crèdit assegurades per l'FDIC era del 5,5% al començament del 2010 i del 3,9% al juny del 2012.

públiques de capital. Així, s'han moderat els costos de finançament i s'han pogut obtenir marges d'interessos substancials, fins i tot en un context de despalanquejament i de tipus de referència propers a zero. En concret, entre el 2005 i el 2012, el nivell mitjà dels marges s'ha mantingut al voltant del 3% dels actius.(6) Aquest comportament respon, parcialment, a la substitució de finançament majorista per dipòsits de baix cost assegurats. Als grups bancaris, els dipòsits han passat de representar, aproximadament, el 45% dels actius el 2008 al 65% al juny del 2012. Aquest increment obeeix a l'aversió al risc d'alguns inversors institucionals, però també a la major cobertura de l'assegurança de dipòsits. Al desembre del 2010, la cobertura es va incrementar dels 100.000 dòlars als 250.000 dòlars. Simultàniament, es va establir, fins al desembre del 2012, una cobertura addicional i il·limitada per als comptes corrents. Així mateix, l'opció d'emetre valors amb aval públic ha contribuït a reduir el finançament majorista a curt termini (superior al 34% del finançament total el 2006 i inferior al 20% al març del 2012). L'efecte diferencial de la nova estructura de finançament sobre les despeses i sobre els ingressos també ha estat significatiu. Entre el 2006 i el 2011, mentre les despeses es contreien a una taxa mitjana del 23% anual, els ingressos ho feien, només, el 5%.

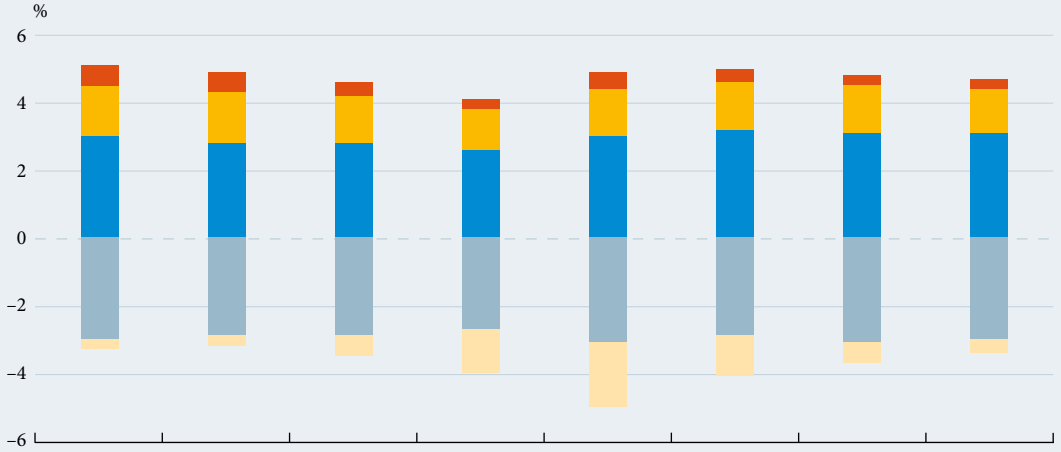
Un tercer factor que ha contribuït a la recuperació de la rendibilitat és el creixement dels beneficis procedents del negoci de *trading*. La contribució d'aquesta font d'ingressos ha estat moderada per als bancs, però substancial per als grups bancaris. En aquest col·lectiu, els ingressos es van multiplicar per cinc entre el 2008 i el 2009. Aquest fort increment respon al canvi en l'estructura competitiva del sector financer, que ha provocat que la gran banca d'inversió independent passi a estar sota el paraigua dels grups bancaris.(7) En les dècades prèvies a la crisi, els mercats de capitals van anar guanyant terreny a la banca i van arribar a canalitzar el 70% de les necessitats de finançament de l'economia. Després de la crisi, però, moltes de les institucions més actives en aquests mercats van patir la contracció de l'activitat i la seva dimensió es va reduir de forma considerable. El 2008, algunes grans companyies financeres i quatre dels cinc bancs d'inversió independents més grans van ser adquirits per grups bancaris o bé s'hi van convertir per ampliar les seves opcions de finançament i accedir als dipòsits garantits. Conseqüentment, des del 2009, els grups han augmentat els resultats, tot i que la seva major dependència de les activitats de *trading* també ha comportat un augment de la seva volatilitat.

Els dos primers factors esmentats més amunt, la reducció de provisions i la defensa del marge d'interessos, s'han vist afavorits per diverses polítiques dirigides a promoure l'estabilitat financera i a reactivar el creixement econòmic. Als Estats Units, mantenir l'estabilitat financera és un objectiu explícit de l'FDIC, del Tresor i de la Reserva Federal. A més a més, el Tresor i la Reserva Federal també tenen com a meta estimular el creixement econòmic. A diferència del que passa a Europa, compartir objectius i disposar d'una autoritat fiscal única han afavorit una reacció ràpida, coordinada i contundent davant la crisi (vegeu el primer gràfic). Les ajudes per mantenir l'estabilitat financera es van dissenyar amb un abast molt ampli, atesa l'elevada interconnexió dels mercats, i van desplegar els seus efectes positius al mateix temps que s'aplicaven mesures de política monetària expansiva tradicional, combinades amb diverses rondes de relaxament quantitatiu (vegeu el requadre «Beneficis i riscos dels nous instruments de política monetària») i amb una política fiscal contracíclica. En retrospectiva, la persecució dels dos objectius simultàniament –creixement econòmic i estabilitat financera– va reforçar l'eficàcia de les mesures. Així, al final del 2009, ja s'albiraven els primers símptomes de reactivació econòmica, que, amb certs vaivens, es manté fins al moment.

Arran de tot plegat, la millora de la rendibilitat ha estat notable i ha permès reforçar la solvència i amortitzar les injeccions públiques de capital. No obstant això, persisteixen certs desafiaments. En primer lloc, el marge

(6) Actius comptabilitzats segons normativa GAAP, que permet presentar-los en termes nets de derivats.
(7) La gran banca d'inversió independent integrava Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Stearns i Merryl Lynch.

BENEFICI ABANS D'IMPOSTOS SOBRE ACTIUS MITJANS (*)



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Juny 2012 anualitzat
RoA (%)	1,28	1,28	0,81	0,03	–0,07	0,65	0,88	0,99
RoE (%)	12,43	12,30	7,75	0,35	–0,72	5,85	7,86	8,84

Marges d'interessos — *Non-interest income* — *Trading*
Despeses d'explotació — Provisions

NOTA: (*) Entitats de crèdit assegurades per l'FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation).
FONT: FDIC.

d'interessos es pot reduir amb la supressió de la cobertura il·limitada de l'assegurança sobre els comptes corrents. A més a més, els ingressos procedents del negoci de *trading* estan subjectes a una volatilitat relativament elevada. D'altra banda, el mercat de l'habitatge està en una fase de recuperació preliminar, que, si no es consolida, podria tenir efectes perjudicials en els nivells de morositat. En aquests moments, l'exposició immobiliària dels bancs continua sent elevada i la morositat roman en nivells històricament elevats. El sector promotor presenta la morositat més elevada (10,8%), però és l'hipotecari el que amb prou feines l'ha reduït (7,8%) i concentra la majoria dels crèdits dubtosos (60% del total).

A més a més, els grups bancaris, estimulats per l'escàs dinamisme del crèdit, han augmentat les tinences de deute públic en un moment en què la consolidació fiscal continua sent un repte inconclús als Estats Units. Altres elements que poden plantejar riscos per a la consolidació de la recuperació de la rendibilitat bancària són la lenta recuperació del mercat laboral i la possibilitat de contagi de la crisi del deute sobirà europeu. Així mateix, la nova estructura competitiva, en què les activitats de *trading* conviuen amb la banca comercial clàssica, podria propiciar, atès el suport públic implícit, una assumpció excessiva de riscos per part de les entitats.

Finalment, la regulació exercirà pressions addicionals. Per exemple, McKinsey ha quantificat l'impacte dels nous requeriments de Basilea III en 3,2 punts percentuals de Return on Equity (RoE).[8] Per la seva banda, Standard & Poors estima que la nova regulació financera nacional (Dodd Frank Act – DFA) podria reduir el RoE fins a 2 punts

(8) «Assessing and addressing the implications of new financial regulations for the US banking industry», McKinsey Working Papers on Risk, núm. 25, març del 2011.

percentuals.[9] El mateix Financial Stability Oversight Council, creat sota la DFA, apunta que aquesta regulació podria augmentar els costos de finançament per una possible rebaixa del *rating* derivada d'unes menors expectatives de rescat públic, tot i que, de moment, persisteix la creença que els grans bancs es continuaran beneficiant d'algun tipus de suport públic.

Així i tot, la millora de la rendibilitat ha permès que el sistema bancari nord-americà sigui més solvent avui que el 2006. En concret, el capital Tier 1 sobre els actius ponderats per risc dels grups bancaris ha augmentat cinc punts percentuals en tres anys, fins a l'11%. L'estructura de finançament és més equilibrada, i, sota la DFA, els sistemes de supervisió s'han reforçat i han ampliat el seu abast.

Però l'horitzó no és del tot clar, i la possibilitat que aquesta recuperació no s'arribi a consolidar és una amenaça real. A més dels reptes esmentats, en el nou escenari competitiu, resultarà complicat obtenir millores addicionals significatives en els ingressos recurrents, de manera que, per salvar les pressions sobre la rendibilitat, serà necessari que les entitats actuïn sobre les despeses d'explotació.

(9) «Two Years On, Reassessing The Cost of Dodd-Frank For The Largest U.S. Banks», Standard & Poors, 9 d'agost del 2012.

Aquest requadre ha estat elaborat per Maria Pilar Buil Vilalta
Departament d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Activitat econòmica

Europa concedeix un respir a l'economia espanyola

El passat 6 de setembre, dos esdeveniments van marcar un punt d'inflexió per a la resolució de la crisi del deute sobirà. En primer lloc, durant la cimera bilateral Merkel-Rajoy a Madrid, es va assolir un compromís ferm per garantir la continuïtat de la moneda única i per treballar amb les institucions europees per avançar cap a una unió fiscal i una unió bancària. La cancellera alemanya va mostrar el seu suport al programa de reformes estructurals i de consolidació fiscal engegat pel Govern espanyol, i això va ajudar a recuperar, en part, la confiança en l'economia espanyola.

En segon lloc, el Banc Central Europeu (BCE) va anunciar que realitzaria compres il·limitades de deute públic fins a 3 anys al mercat secundari, però només si els governs activaven, primer, les ajudes dels fons de rescat europeus (FEEF i/o MEDE) i en complien estrictament les condicions. Aquest anunci buscava alleujar les distorsions als mercats financers d'alguns països. En aquest sentit, les possibles intervencions del BCE donen un respir als governs beneficiats perquè puguin executar les reformes acordades sense pressions a curt termini sobre el deute públic. En qualsevol cas, la condicionalitat estricta implica que els governs han d'implementar les reformes acordades sense dilació i amb eficàcia.

La resposta dels mercats financers a aquests esdeveniments no es va fer esperar. Així, la prima de risc, la diferència del deute espanyol a 10 anys amb el d'Alemanya, va pas-

Europa dóna suport a les reformes del Govern espanyol.

S'ACCELERA LA CAIGUDA DE LA CONFIANÇA DEL CONSUMIDOR

Saldo net de l'indicador de confiança dels consumidors

NOTA: Sèrie corregida d'estacionalitat.
FONT: Comissió Europea.

Es redueix la incertesa sobre l'economia espanyola.

sar d'uns 550 punts bàsics el 3 de setembre a poc més de 400 el dia 7, nivells en què es manté actualment. Però, més enllà de la reducció del cost de finançament del deute públic, aquests fets també són rellevants per a l'activitat econòmica, com a mínim, per dues raons. En primer lloc, representen una reducció de la incertesa sobre la resolució de la crisi del deute sobirà. Feia setmanes que s'especulava sobre la naturalesa de la intervenció del BCE i sobre el suport que aquestes mesures podrien rebre des d'Alemanya. En aquest sentit, la concreció de les modalitats d'execució de les operacions als mercats de deute va ajudar a esvair aquests dubtes. No obstant això, encara queden molts focus d'incertesa pendents de resolució, com la sol·licitud d'ajuda per part del Govern espanyol, que és una condició necessària per a la intervenció del BCE. Una decisió ràpida en aquest sentit podria ajudar a reduir encara més la incertesa.

En segon lloc, s'han limitat de forma considerable els riscos a la baixa de l'economia espanyola. El fet que el BCE s'hagi erigit com un mecanisme de contenció eficaç (*backstop*) per mantenir la unitat de l'euro redueix la probabilitat de riscos de cua, és a dir, fa menys probable la realització de certs escenaris extrems, com la ruptura de l'euro, que porten associats alts costos.

Malgrat que els escenaris més pessimistes s'allunyen cada vegada més, la realitat és que el pols de l'economia espanyola continua sent molt feble. Els indicadors avançats per al tercer trimestre apunten de nou a la baixa. L'índex de sentiment econòmic va patir una caiguda important en passar dels 87,7 punts del mes anterior als 82,8 de l'agost. Pel que fa a l'oferta, observem que la confiança va caure a tots els sectors productius. En aquest sentit, destaca, una vegada més, la reculada del sector de la construcció, que va passar dels –45,4 punts del juliol als –64,5 de l'agost. Pel que fa a la demanda, la confiança del consumidor va mantenir la tendència decreixent, fins als –39,7 punts, i es va aproximar al mínim històric del febrer del 2009 (vegeu el gràfic anterior). Així i tot, s'espera una intensificació de la contracció del producte interior brut (PIB) en els pròxims trimestres, fet que ja està incorporat en les nostres previsions de creixement del –1,5% per al 2012 i del –1,5% per al 2013.

Segons les dades de comptabilitat nacional del segon trimestre del 2012, el PIB va recular l'1,3% en taxa interanual durant aquest període. La caiguda de l'activitat va ser deguda a la contracció de la demanda nacional, que va tenir una aportació negativa al creixement interanual del PIB de –3,9 punts percentuals. Aquesta contribució va ser set dècimes més negativa que la registrada durant el trimestre anterior, la qual cosa indica que la contracció de la demanda interna es va continuar accelerant. D'altra banda, la demanda externa va mantenir l'aportació positiva al PIB en 2,6 punts percentuals, de manera que el motor extern va continuar sent l'única font de creixement.

Tots els components de la demanda interna van contribuir a la reculada. Així, la despesa en consum final de les llars va augmentar en set dècimes el creixement negatiu i es va situar en el –2,2%. Tot i que totes les seves partides van experimentar un descens en relació amb el trimestre anterior, destaca la caiguda de la despesa en béns de consum durador, a causa de la pèrdua de poder adquisitiu de les famílies. En aquest sentit, la pujada d'impostos i de taxes del tercer trimestre fa preveure que aquesta tendència decreixent de la despesa en consum final de les llars es veurà reforçada en els pròxims mesos.

La demanda nacional intensifica la tendència decreixent i el sector exterior es manté.

Per la seva banda, la despesa en consum final de les administracions públiques també es va reduir el 3,0% interanual, a causa dels plans d'austeritat del Govern. Atesa la feble correcció del dèficit públic fins avui, s'espera que la major part de l'a-

just fiscal es produeixi durant la segona meitat del 2012. Per tant, es preveu que la despesa pública es contregui encara més durant la segona meitat de l'any.

No obstant això, la inversió va ser el component que va registrar la contracció més intensa, ja que el seu decreixement va augmentar en 1,7 punts en aquest trimestre i es va situar en el –9,4%. La inversió en construcció es torna a reduir en taxes de dos dígits, un –11,8%, i s'apropa a les taxes dels pitjors trimestres del 2009. No obstant això, potser el signe més evident de la intensificació de la crisi és la caiguda de la inversió en béns d'equipament, que es contreu el 7,0% interanual. Aquest és el tercer trimestre de creixement negatiu, resultat molt preocupant, ja que la inversió és la variable que més influeix en el potencial de creixement futur. L'empitjorament dels indicadors de confiança dels sectors productius fa preveure la continuïtat de la contracció de la inversió en els pròxims mesos.

L'única nota positiva l'aporta el sector exterior, que es va mantenir en relació amb el trimestre anterior. Les exportacions de béns i de serveis van créixer el 3,3% interanual i van augmentar en cinc dècimes en relació amb el trimestre anterior, resultat que, atès l'alentiment de l'economia global i, en particular, de l'economia europea, és un factor positiu. Les importacions es van continuar reduint, però a un ritme menor, i van passar del –5,9% del primer trimestre al –5,4% del segon. La capacitat de l'economia espanyola de mantenir el dinamisme del sector exterior és el factor clau per evitar una recessió més aguda i per consolidar les bases per a un creixement positiu a mitjà termini.

Les últimes dades de comptabilitat nacional també han posat de manifest que, en els tres últims anys, el creixement del PIB ha estat inferior a l'estimat inicialment. Així, el 2010, la taxa de variació interanual del PIB es va revisar en dues dècimes a la

L'INE revisa a la baixa el PIB del 2010 i del 2011.

INDICADORS DE DEMANDA

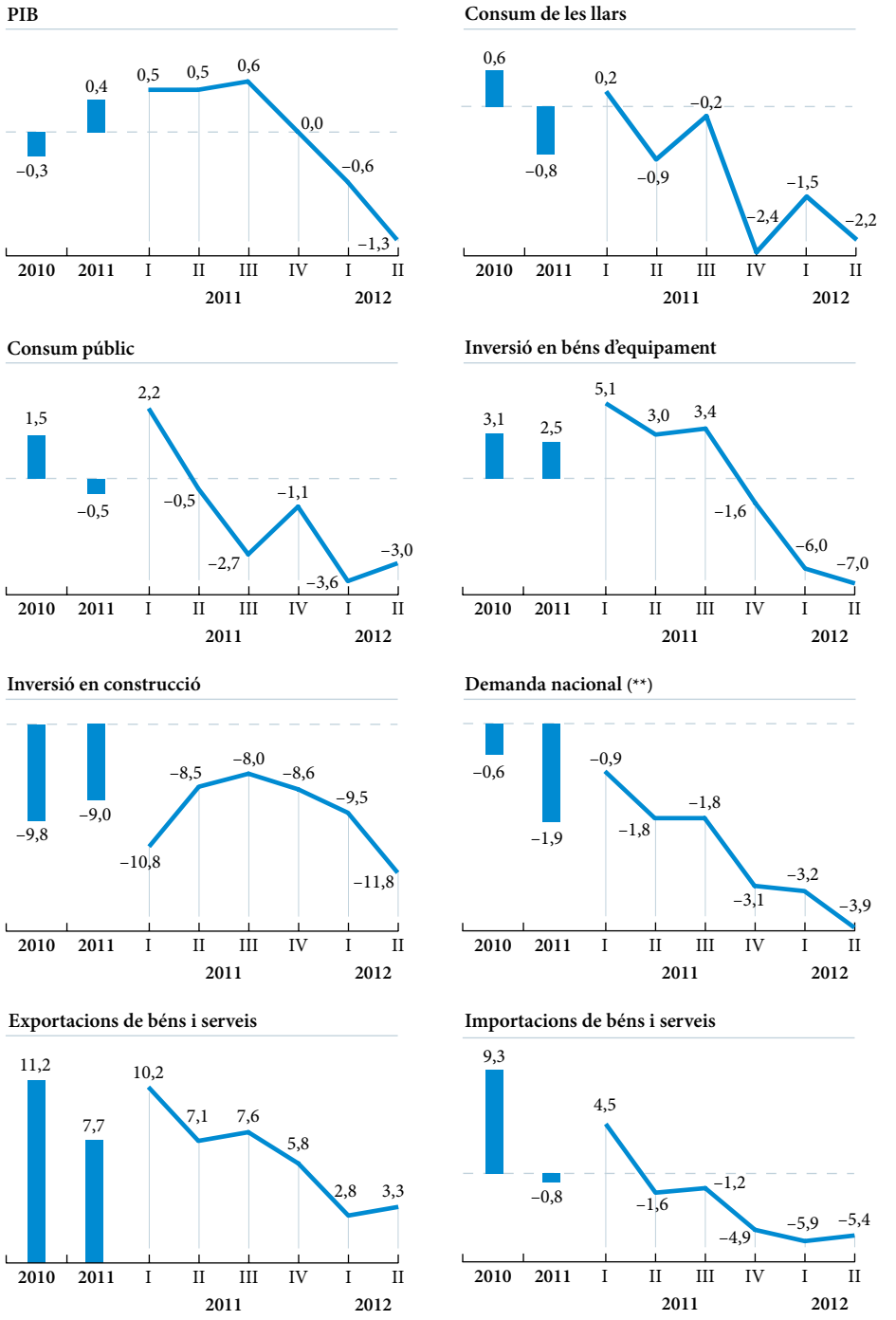
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Consum								
Producció de béns de consum (*)	0,8	–1,0	0,7	–2,2	–3,7	–4,6	–5,0	...
Importació de béns de consum (**)	–9,5	–2,2	1,2	0,4	–6,1	–11,3	–0,8	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	–17,7	–0,7	–5,5	–1,9	–13,7	–17,2	3,4
Crèdit al consum de béns duradors	–12,3	–9,9	–4,4	–10,4	–12,8	–13,6	...	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–20,9	–17,1	–15,8	–16,8	–24,6	–29,0	–29,2	–39,7
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	–3,3	0,8	2,6	–4,8	–10,3	–13,8	–9,8	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	–3,1	–1,5	–7,2	–11,5	–11,9	–4,3	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	–6,6	5,8	–15,1	–19,1	–26,6	–21,9	–26,4
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	10,3	1,0	0,8	–3,1	–8,7	–8,5	3,2	...
Exportacions	15,6	10,1	10,9	5,4	–0,3	2,7	5,3	...

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.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)



NOTES: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
(**) Contribució al creixement del PIB.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	2,9	–1,1	–1,1	–4,0	–1,9	–1,3	–1,7	–1,6
Índex de producció industrial (2)	0,8	–1,4	–1,4	–5,0	–5,8	–7,0	–5,4	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–13,8	–12,5	–14,4	–16,5	–14,8	–17,1	–18,6	–22,2
Utilització capacitat productiva (4)	72,0	73,3	73,3	72,7	72,5	73,4	71,6	...
Importació béns interm. no energ. (5)	24,6	3,1	0,9	–4,0	–9,6	–7,2	5,5	...
Construcció								
Consum de ciment	–15,4	–16,7	–21,0	–26,8	–31,3	–37,8	–32,0	–35
Indicador de confiança en la construcció (3)	–29,7	–55,4	–58,6	–53,6	–50,4	–52,2	–45,4	–64,5
Habitatges (visats obra nova)	–17,3	–14,6	–5,3	–26,1	–35,2	...	...	...
Licitació oficial	–38,0	–46,2	–45,2	–59,8	–50,6	–44,0	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	–1,0	–5,4	–4,2	–6,5	–4,9	–6,3	–6,9	...
Turistes estrangers	1,0	6,8	8,0	6,1	2,6	3,1	4,4	2,9
Ingressos turisme	3,9	8,6	8,8	5,7	0,5	–0,1	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	7,7	–9,8	–12,6	–7,6	–1,7	...
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	6,2	1,5	–5,4	–4,0	–2,5	–3,0
Consum de gasoil automoció	–1,2	–3,7	–3,1	–5,6	–4,2	–6,1	–6,6	...

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.

baixa, fins al –0,3%, i, el 2011, es va contreure tres dècimes més del que s'havia estimat, fins al 0,4%. Això implica que la recuperació del 2009 va ser molt més feble del que es pensava fins avui. A més a més, en el quart trimestre del 2011, ja es va experimentar un creixement intertrimestral negatiu, de manera que, tècnicament, l'economia espanyola va entrar en recessió al final del 2011.

No solament es va revisar la sèrie del PIB, sinó també els seus components. Una anàlisi detallada mostra que la revisió a la baixa és deguda, sobretot, a una menor contribució del sector exterior, a una major contribució de la despesa pública i, amb menys pes, a una reducció més intensa del consum de les llars. Aquestes dades no ajuden a recuperar la confiança en l'economia espanyola, ja que indiquen que l'ajust del sector públic ha estat inferior a l'estimat i que, per tant, els efectes de la consolidació fiscal s'hauran de concentrar en l'últim tram de l'any.

Atès aquest escenari de feblesa econòmica, és necessari aprofitar el respir concedit per les decisions adoptades per a la resolució de la crisi del deute sobirà. Els avanços en l'agenda europea i, sobretot, el procés de reestructuració bancària i el compliment de l'objectiu de dèficit públic seran claus per no assistir a una nova intensificació de les tensions en els actius espanyols en els pròxims mesos.

Mercat de treball

El ritme de caiguda del total d'afiliats es manté gairebé inalterat en el 3,5%.

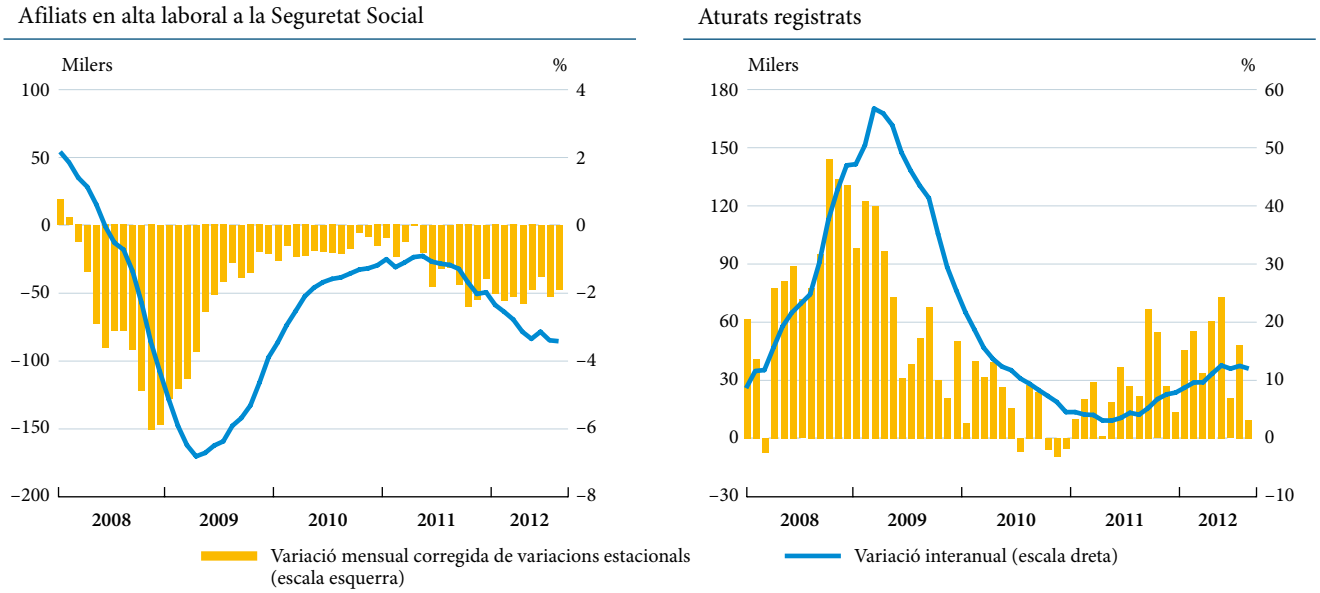
La contenció dels costos laborals permet recuperar competitivitat

Les dades més recents mostren una pausa en el ritme de deteriorament del mercat laboral. No obstant això, atès l'entorn recessiu de l'economia, les perspectives indiquen que no hi haurà un canvi de tendència en els pròxims mesos. La bona notícia és que s'observa una contenció dels costos laborals que permet millorar la competitivitat en relació amb el conjunt de la zona de l'euro.

A l'agost, els afiliats en alta a la Seguretat Social es van reduir en 136.762 persones, una caiguda molt similar a la registrada en els tres últims anys durant aquest mateix mes. El ritme de caiguda del total d'afiliats es va mantenir gairebé invariable, en el 3,5% interanual. Malgrat el descens, la xifra no és alarmant, ja que, en el segon mes de l'estiu, és habitual la destrucció de llocs de treball. Per exemple, entre el 2001 i el 2007, quan l'economia creixia, es van perdre, de mitjana, 139.000 llocs de treball en el mes d'agost.

Els registres laborals sobre l'atur van continuar sense mostrar símptomes de millora, ja que van augmentar en 38.179 persones, de manera que el Servei Públic d'Ocupació va comptabilitzar un total de 4.625.634 aturats registrats. No obstant això, per quart mes consecutiu, la taxa d'increment interanual es va mantenir prop del 12%, percentatge que representa, si més no, una pausa en l'escalada de l'atur. Per tant, fins a un cert punt, les xifres del mercat laboral de l'agost van ser lleugera-

EL MERCAT LABORAL AGUANTA A L'AGOST



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

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

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.

ment més favorables que les del mes anterior, ja que van mostrar una mica més de resistència a la mala conjuntura.

De cara als pròxims mesos, el baix nivell d'activitat econòmica previst es manifestarà en una feblesa continuada del mercat laboral. Per tant, s'espera que es continuï destruint ocupació en el tercer trimestre, per bé que a un ritme gradualment inferior. Així mateix, l'escalada de l'atur anirà remetent, però, així i tot, al final del 2012, la taxa de creixement interanual d'aquesta variable continuarà, probablement, per damunt del 10%.

Tot i que la correcció del mercat laboral s'està efectuant, sobretot, per la via del nombre d'ocupats, els salaris també responen a l'afebliment de l'economia. Efectivament, les dades sobre el cost del factor treball són més encoratjadores, en especial si es té en compte que la millora de la competitivitat de l'economia espanyola depèn, en part, de la seva moderació.

Segons les dades de comptabilitat nacional, la remuneració dels assalariats va intensificar de forma significativa el seu descens en el segon trimestre i es va situar en el –3,9% interanual. Aquest resultat va ser propiciat per dos factors. En primer lloc, per la reculada d'una mica més d'un punt en el nombre d'assalariats, la taxa de caiguda dels quals va ser del –5,1%. I, en segon lloc, per la desacceleració de dues dècimes en la remuneració mitjana per assalariat, fins a l'1,3%. D'aquesta manera, el descens del cost laboral per unitat de producte es va situar en el –2,1%, una caiguda força més intensa que la constatada a la majoria de països de la zona de l'euro.

Espanya millora els nivells de competitivitat a través dels costos laborals.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Agost 2012

	Aturats	Variació sobre desembre 2010		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	163.423	17.462	12,0	24.681	17,8	3,5
Indústria	527.669	18.199	3,6	46.970	9,8	11,4
Construcció	767.135	–8.793	–1,1	34.513	4,7	16,6
Serveis	2.796.441	183.912	7,0	380.259	15,7	60,5
Primera ocupació	370.966	–7.505	–2,0	8.284	2,3	8,0
Per sexes						
Homes	2.291.543	81.805	3,7	261.942	12,9	49,5
Dones	2.334.091	121.470	5,5	232.765	11,1	50,5
Per edats						
Menors de 25 anys	436.320	–24.241	–5,3	18.810	4,5	9,4
Resta d'edats	4.189.314	227.516	5,7	475.897	12,8	90,6
TOTAL	**4.625.634**	**203.275**	**4,6**	**494.707**	**12,0**	**100,0**

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

L'enquesta trimestral de costos laborals mostra que van caure el 0,3% en el segon trimestre de l'any.

En efecte, l'evolució de l'índex de cost laboral per unitat de producció, o cost laboral unitari, que publica trimestralment l'OCDE, mostra que, mentre a Espanya s'acumula una caiguda de dotze trimestres, al conjunt de la zona de l'euro la tendència és positiva.

Les dades de l'enquesta trimestral de costos laborals (ETCL) del segon trimestre de l'any apunten en la mateixa direcció. En efecte, s'observa que els costos laborals de les empreses s'han contingut després d'un any d'avanços propers a l'1%. En el segon trimestre, concretament, van recular el 0,3% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior, un registre similar a l'anotat durant el segon semestre del 2010. Aquest descens és el resultat de la caiguda de les percepcions no salarials, del –6,2%, mentre que els costos salarials es van mantenir invariables.

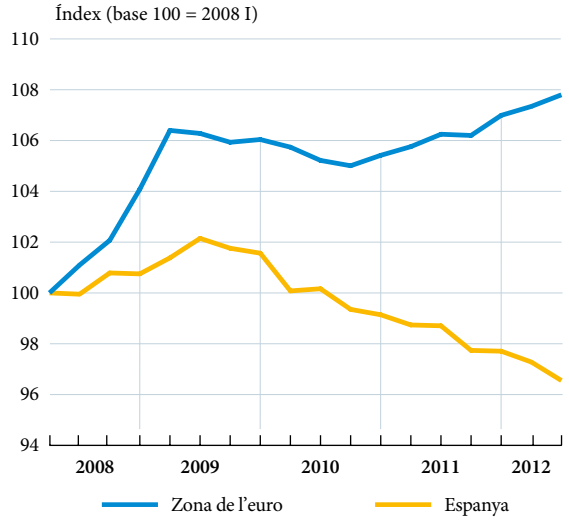
L'ajust dels costos laborals és més intens al sector de serveis.

D'altra banda, l'evolució dels costos laborals mostra diferències significatives entre sectors econòmics. En aquest context, el de serveis és el que contribueix de forma més contundent a la contenció salarial. Així, en termes interanuals, els costos salarials per treballador i mes en aquest grup van recular el 0,5%, xifra que contrasta amb l'increment registrat a la indústria i a la construcció, del 2,1% i del 2,2% interanual, respectivament. La disparitat en l'evolució dels costos laborals també és important entre les comunitats autònomes, ja que, per exemple, va del mínim del –2,7% registrat a les Balears fins al màxim del 2,2% del País Basc. No obstant això, aquestes diferències podrien reflectir, en part, les diferències regionals en el model productiu.

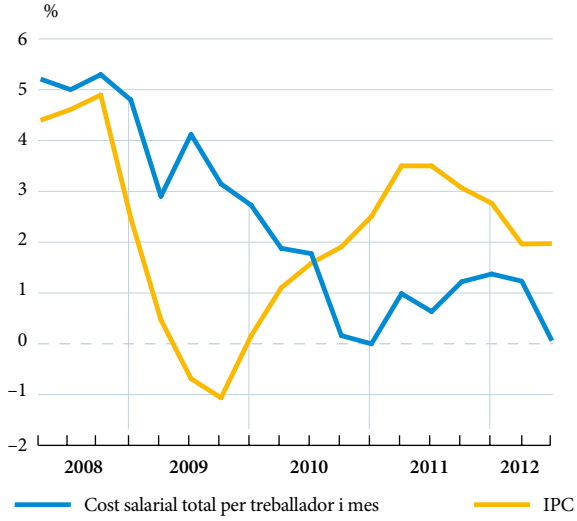
Un altre aspecte important de l'enquesta de costos laborals del segon trimestre de l'any és que les dades posen de manifest que la recent trajectòria decreixent dels costos salarials per treballador va ser una mica més intensa per al conjunt de treballadors de jornada reduïda.

LA MODERACIÓ SALARIAL CONTRIBUEIX A MILLORAR ELS NIVELLS DE COMPETITIVITAT

Costos laborals unitaris



Variació interanual



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

INDICADORS DE SALARIS

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

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

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

Repunt de la inflació

Fort repunt de l'IPC, que puja en cinc dècimes i se situa en el 2,7%.

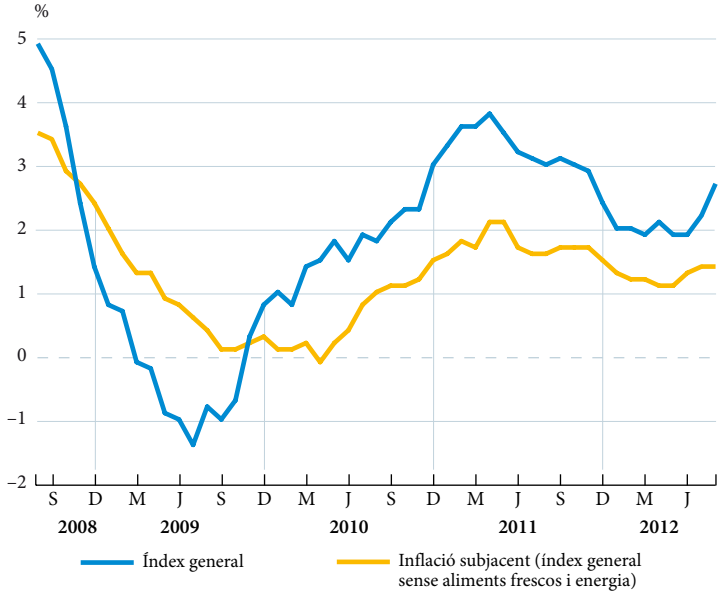
L'increment de la taxa interanual de l'índex de preus de consum (IPC) de l'agost ha estat el més important des del març del 2010. Concretament, la inflació es va situar en el 2,7%, cinc dècimes per damunt del registre del mes anterior. En taxa intermensual, els preus van augmentar el 0,6%. Per la seva banda, la inflació subjacent, és a dir, un cop exclosos els aliments frescos i l'energia, va mantenir el nivell del mes de juliol i va repetir el registre de l'1,4% interanual. Si, en el mes de juliol, el principal responsable de l'alça de la inflació va ser una decisió administrativa, en relació amb el copagament farmacèutic, en el mes d'agost, el factor més important de l'increment va ser l'alça del preu del petroli.

En efecte, l'epígraf que va aportar més a l'IPC va ser carburants i lubrificants, que va impulsar en tres dècimes la taxa mensual. Aquest increment se situa en quatre dècimes, si li sumem l'aportació d'altres combustibles. En els dos casos, l'augment del preu del petroli explica aquests impactes. Per la seva banda, els grups que van tenir una major repercussió mensual positiva van ser: oci i cultura, aliments i begudes no alcohòliques.

Pel que fa al grup d'hotels, cafès i restaurants, va presentar una taxa mensual del 0,7% i una repercussió en la taxa mensual de l'IPC general de gairebé una dècima. Aquest increment del preu és habitual en la temporada estival. El grup d'oci i cultura va exhibir un increment mensual en

EL PETROLI ÉS EL FACTOR MÉS IMPORTANT EN EL REPUNT DE LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística (INE).

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Agost 2012

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	102,3	0,2	0,4	1,3	1,2	2,2	2,0
Begudes alcohòliques i tabac	107,2	–0,1	0,2	–0,5	5,0	5,6	9,9
Vestit i calçat	91,9	–0,9	–1,1	–15,4	–15,7	–0,2	0,0
Habitatge	106,4	–0,2	0,3	5,0	5,2	7,3	6,0
Parament	100,1	0,1	0,1	–0,2	–0,9	1,1	0,4
Medicina	106,4	–0,5	–0,7	–0,6	8,8	–1,2	6,4
Transport	106,3	–0,2	2,1	4,2	5,5	7,5	6,1
Comunicacions	95,0	0,0	0,0	–1,0	–4,1	–1,2	–4,6
Oci i cultura	102,8	1,5	1,0	3,0	1,5	0,1	–0,2
Ensenyament	102,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,2	2,8
Hotels, cafès i restaurants	102,3	0,8	0,7	2,8	2,3	1,5	0,7
Altres	102,0	0,1	0,5	2,1	1,3	2,9	1,8
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	103,1	0,2	0,2	1,5	1,6	3,3	3,2
Aliments sense elaboració	102,8	0,2	0,9	0,1	2,0	1,1	2,7
Conjunt no alimentari	102,3	0,1	0,6	0,7	0,9	3,0	2,5
Béns industrials	102,4	–0,4	0,6	–0,9	0,1	4,4	4,1
Productes energètics	*112,2*	*–0,7*	*3,0*	*9,1*	*10,6*	*15,3*	*11,9*
Carburants i combustibles	*112,1*	*–1,0*	*4,2*	*8,9*	*10,2*	*15,5*	*11,9*
Béns industrials sense productes energètics	*98,4*	*–0,2*	*–0,5*	*–4,6*	*–4,2*	*0,4*	*0,7*
Serveis	102,2	0,6	0,6	2,3	1,7	1,7	1,1
Inflació subjacent (**)	101,1	0,2	0,2	–0,2	–0,3	1,6	1,4
ÍNDEX GENERAL	**102,5**	**0,1**	**0,6**	**0,8**	**1,1**	**3,0**	**2,7**

NOTES: (*) Base 2011 = 100.
(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

preus de l'1,0%, a causa de l'increment dels preus de l'epígraf viatge organitzat, situació habitual en el mes d'agost. Finalment, les fruites fresques, el peix fresc i la carn d'oví van impulsar a l'alça el grup d'aliments i begudes no alcohòliques amb una variació mensual del 0,4%, que repercuteix en menys d'una dècima en la taxa d'increment de l'IPC general.

En contraposició, només dues classes de despesa van registrar reculades a l'agost. El primer grup va ser vestit i calçat, que, amb una variació mensual del –1,1%, recull la continuació de les rebaixes en aquest sector. I el segon grup que va presentar una caiguda va ser medicina, amb una contracció del 0,7% intermensual. Entre els dos, rebaixen amb prou feines en una dècima la taxa de variació de l'IPC general i són incapaços de contrarestar l'increment provocat pel preu del petroli.

Arran d'aquests increments, en el mes d'agost, la inflació espanyola es va situar una dècima per damunt de la inflació de la

Només vestit i calçat i medicina van presentar reculades en els preus en el mes d'agost.

El preu del petroli, la pujada de l'IVA i l'evolució de l'euro-dòlar ens obliguen a revisar la previsió d'inflació.

zona de l'euro (el 2,6% interanual). Aquest diferencial positiu a favor de la inflació espanyola no es produïa des de l'agost del 2011. L'encariment relatiu de la cistella de la compra espanyola en comparació amb l'europea és una mala notícia des del punt de vista de la competitivitat del país i del deteriorament de la renda disponible de les famílies. Situació que es pot agreujar en els pròxims mesos a causa de l'augment de l'impost sobre el valor afegit (IVA) en el mes de setembre.

De fet, l'impacte de la pujada de l'IVA, la previsible evolució del preu del petroli, segons els preus al mercat de futurs del cru, i les nostres previsions del tipus de canvi euro-dòlar ens obliguen a revisar a l'alça la nostra previsió d'IPC per a enguany i per a l'any vinent.

Durant els últims mesos de l'any, l'IPC general es mourà en un entorn proper al 3,5% interanual, de manera que el nou escenari obliga a pujar la previsió anterior de l'IPC per a la mitjana de l'any 2012, que era de 2,2%, en tres dècimes, fins al 2,5%. Per la seva banda, la inflació del 2013 passa del 2,0% al 2,4%.

No obstant això, hi ha riscos a l'alça en la previsió per a l'any vinent, ja que no reflecteix el possible efecte de la translació de la nova taxa introduïda en l'avantprojecte de llei per a la reforma del sector elèctric i que seria aplicable a partir del gener del 2013. El motiu principal és que l'avantprojecte encara està subjecte a modificacions. L'efecte és difícil de calcular, ja que, des del punt de vista de l'IPC, les energies netes no podran traslladar la taxa, ja que reben una tarifa fixa regulada per llei, mentre que les tecnologies convencionals podran repercutir el nou impost en el preu de generació i, a mitjà termini, podrien compensar aquest nou cost.

D'altra banda, l'INE ha publicat l'índex de preus del sector de serveis del segon trimestre a Espanya. L'institut d'estadística classifica el sector serveis en 14 grans activitats, per a les quals es calculen índexs de preus.

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	–0,2	0,7	1,9
Juliol	–0,5	0,7	3,1	–0,2	0,5	2,2
Agost	0,1	0,8	3,0	0,6	1,1	2,7
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.

ÍNDEX DE PREUS DEL SECTOR SERVEIS PER SECTORS

Índexs i taxes. Base 2006

	Índexs 2012 II	Variació trimestral	Variació anual
		2012 II	2012 II
Transport marítim de mercaderies	104,8	–1,5	2,2
Transport aeri de passatgers	123,5	0,5	4,3
Dipòsit i emmagatzematge	109,6	0,3	1,1
Manipulació de mercaderies	114,3	0,4	1,2
Activitats postals i de correus	97,7	1,2	–0,6
Telecomunicacions	74,8	–2,6	–4,4
Programació i consultoria informàtica	107,2	0,6	1,1
Serveis d'informació	100,4	–2,2	–1,8
Assessoria jurídica i econòmica	108,9	–0,4	–0,3
Serveis tècnics d'arquitectura i enginyeria; assajos i anàlisis tècniques	112,3	0,1	–0,1
Publicitat i estudis de mercat	118,6	10,2	–9,7
Activitats relacionades amb l'ocupació	108,7	0,2	–0,3
Activitats de seguretat i investigació	110,7	0,2	1,4
Activitats de neteja	106,7	–0,1	–0,8

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Certament, l'evolució dels preus en aquests sectors econòmics està afectada per nombrosos factors, entre els quals cal esmentar, entre d'altres, els preus dels *inputs* utilitzats (energia, costos laborals, etc.), la capacitat de fixació de preus dels diferents sectors per traslladar l'augment dels costos intermedis, la seva estructura econòmica i de competència i la feblesa de la demanda agregada. Repassant les dades, es pot reflexionar sobre la situació dels diferents sectors econòmics. Per exemple, sembla que els sectors en què els preus energètics tenen un pes important en l'estructura de costos repercuteixen amb més intensitat aquest increment. Així, al sector de transport marítim de mercaderies i al de transport aeri, els preus pugen el 2,2% i el 4,3% en variació anual, respectivament.

En canvi, al sector de telecomunicacions, el descens de preus és del 4,4% interanual, provocat per la davallada dels preus d'aquesta activitat durant el segon trimestre, enfront de l'increment experimentat en el mateix període de l'any passat. No obstant això, la caiguda més intensa s'ha produït al sector de publicitat i estudis de mercat, amb una reculada de preus del 9,7% interanual. En aquest cas, el feble pols de l'activitat econòmica i la necessitat de retallada de despesa per part de les empreses expliquen, en bona part, la forta caiguda.

Els increments de preus als diferents grups d'activitat del sector de serveis creixen per sota de l'IPC. L'única excepció és el sector de transport aeri. El sector de serveis és, històricament, més inflacionista en l'economia espanyola que el de béns industrials. La conclusió és que, a causa de la feblesa de la demanda, les empreses fan un esforç de contenció de preus. Per tant, els dos principals factors que impulsen l'IPC a Espanya són, en primer lloc, les mesures administratives i, en segon lloc, l'increment dels preus energètics.

El sector de serveis mostra contenció en preus, a causa de la falta de to de la demanda agregada.

Sector exterior

El dèficit corrent se situa en els nivells de 1999

El dèficit corrent es redueix en 5 dècimes durant el segon trimestre, fins al 2,8% del PIB.

L'anàlisi de la balança de pagaments permet detectar les fortaleses i les febleses d'un país, tant en clau econòmica com financera. En el cas espanyol, el dèficit per compte corrent va arribar al 10,6% del producte interior brut (PIB) el 2008. Aquesta xifra tan elevada posava de manifest la reduïda competitivitat del país i la seva elevada dependència del finançament exterior. No obstant això, la correcció d'aquest desequilibri extern durant els quatre anys següents va reduir el dèficit corrent fins al 2,8% del PIB en el segon trimestre del 2012, un nivell que no s'assolia des de 1999. El bon ritme de correcció del dèficit en el segon trimestre, de 5 dècimes, i, més concretament, la intensa reducció registrada al juny, del 80,6% interanual, esvaeixen els dubtes sobre el recorregut d'aquest procés.

Per comprendre els motius d'aquesta millora és necessari analitzar l'evolució dels diferents components del compte corrent. En primer lloc, el dèficit de la balança de

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juliol 2012

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	36.273	13,5	24,2	8.593	14,4	6,6	–27.680	23,7
Béns de consum	32.676	–3,8	21,8	41.695	2,1	32,2	9.019	127,6
Alimentaris	*9.039*	*0,6*	*6,0*	*16.554*	*10,6*	*12,8*	*7.515*	*183,1*
No alimentaris	*23.637*	*–5,3*	*15,8*	*25.140*	*–2,7*	*19,4*	*1.503*	*106,4*
Béns de capital	8.804	–9,9	5,9	10.725	–3,6	8,3	1.921	121,8
Béns intermedis no energètics	72.156	–3,8	48,1	68.562	4,6	52,9	–3.594	95,0
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	75.520	–4,9	50,4	82.584	–0,5	63,7	7.064	109,4
Zona de l'euro	*60.961*	*–5,6*	*40,7*	*65.645*	*–1,2*	*50,7*	*4.685*	*107,7*
Altres països	74.388	4,3	49,6	46.990	11,8	36,3	–27.398	63,2
Rússia	*4.437*	*–17,2*	*3,0*	*1.671*	*18,6*	*1,3*	*–2.766*	*37,7*
EUA	*5.965*	*–3,9*	*4,0*	*5.170*	*5,0*	*4,0*	*–795*	*86,7*
Japó	*1.800*	*–5,3*	*1,2*	*1.263*	*24,3*	*1,0*	*–537*	*70,2*
Amèrica Llatina	*13.211*	*37,6*	*8,8*	*8.086*	*15,0*	*6,2*	*–5.125*	*61,2*
OPEP	*18.503*	*17,1*	*12,3*	*6.108*	*29,5*	*4,7*	*–12.395*	*33,0*
Resta	*30.472*	*–6,1*	*20,3*	*24.692*	*7,7*	*19,1*	*–5.780*	*81,0*
TOTAL	**149.909**	**–0,5**	**100,0**	**129.575**	**3,7**	**100,0**	**–20.334**	**86,4**

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

béns va ser el que va patir la correcció més intensa entre el juny del 2008 i el juny del 2012, concretament de 5,7 punts percentuals, per situar-se en el 3,2% del PIB. Aquesta reducció respon a la feblesa de la demanda interna, que, durant aquest període, va mantenir l'evolució de les importacions espanyoles per sota de la registrada per les exportacions.

No obstant això, les dades disponibles del mes de juliol mostren un estancament en el procés de correcció del dèficit comercial, el qual, de fet, va augmentar el 3,1% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Aquest fet respon a l'augment del dèficit energètic, que va neutralitzar l'increment del superàvit no energètic, del 5,4% i del 7,8% interanual, respectivament. L'augment del preu del petroli dels últims mesos apunta a nous deterioraments del saldo energètic. Conseqüentment, aquest desequilibri energètic podria assolir un nou màxim històric en el tercer trimestre de l'any després d'igualar, amb el 4,2% del PIB, el registre del 2008. Un altre factor que podria frenar la millora del dèficit comercial podria ser l'apreciació, esperada en els pròxims mesos, de l'euro enfront del dòlar a causa d'un menor ritme d'avanç de les exportacions.

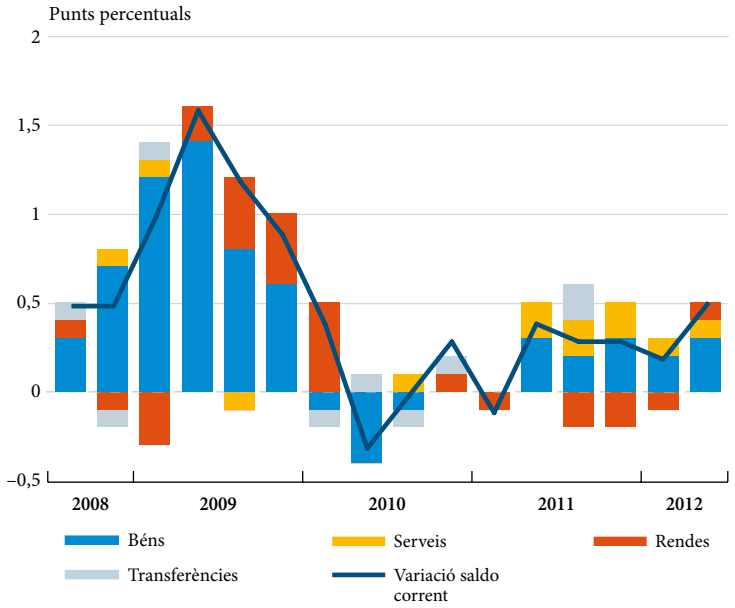
El deteriorament del saldo energètic frena la correcció del dèficit comercial al juliol.

Així, doncs, esperem que la contribució de la balança de béns a la millora del dèficit corrent es redueixi de forma significativa. En el seu lloc, el bon pols de la balança de serveis podria liderar les correccions en els pròxims mesos. En efecte, aquesta partida va assolir un superàvit del 3,5% del PIB en el segon trimestre del 2012, la xifra més elevada d'ençà que es tenen dades. Un comportament que respon a la millora del component turístic i de la resta de serveis. Pel que fa al component turístic, les dades sobre l'entrada de turistes durant el juliol i l'agost apunten a nous increments del superàvit. Així, en aquests mesos, el nombre de visitants estrangers va ser de 15,6 milions, el 4,7% més que en el mateix període del 2011. Aquesta xifra es converteix en l'entrada de turistes més important de tots els períodes estivals.

L'entrada de turistes al juliol i a l'agost augmenta el 4,7% interanual.

LA BALANÇA DE BÉNS CONTINUA LIDERANT LA CORRECCIÓ DEL DÈFICIT CORRENT

Contribució a la variació trimestral del saldo corrent



FONT: Banc d'Espanya.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juny 2012

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–15.579	–25,6	–34.363	10.814	–23,9
Serveis					
Turisme	*13.064*	*0,9*	*30.723*	*2.013*	*7,0*
Altres serveis	*3.314*	*312,0*	*6.146*	*4.764*	*344,8*
Total	16.378	19,1	36.869	6.778	22,5
Rendes	–12.055	2,0	–26.343	–4.688	21,6
Transferències	–5.878	5,7	–6.223	1.382	–18,2
Total	**–17.134**	**–30,3**	**–30.060**	**14.285**	**–32,2**
Compte de capital	**2.414**	**–16,9**	**4.996**	**–593**	**–10,6**
Balança financera					
Inversions directes	5.798	–	11.233	24.669	–
Inversions de cartera	–77.493	–	–103.517	–152.283	–
Altres inversions	–148.122	–	–223.384	–282.341	–
Total	**–219.817**	–	**–315.668**	**–409.954**	–
Errors i omissions	–2.252	–	–10.379	–15.467	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	236.790	–	351.111	411.729	–

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.

Les subhastes del BCE permeten reduir el dèficit de rendes en una dècima del PIB.

Ateses aquestes dades, cal esperar que la contribució del sector serveis a l'evolució del PIB mantingui el bon to mostrat en el segon trimestre de l'any. Durant aquest període, les exportacions de serveis van créixer el 4,2% intertrimestral. En conseqüència, la seva contribució a la variació del PIB real va ser de 4 dècimes, per damunt de la contribució de les exportacions de béns, de 0,1 punts percentuals en aquest mateix període.

La lectura de la balança de pagaments també reflecteix la realitat financera del país. En aquest sentit, després de tres trimestres consecutius d'increments, el dèficit de rendes va millorar lleugerament, en concret en una dècima del PIB en el segon trimestre. Aquesta evolució respon, en gran part, a les subhastes de liquiditat realitzades pel Banc Central Europeu al començament de l'any, que van reduir parcialment el cost de finançament del deute espanyol.

L'important ús d'aquesta font de finançament i el repunt de les turbulències als mercats de deute sobirà també han repercutit en el compte financer. Així, el recurs a l'Eurosistema es va convertir en la principal via d'entrada neta de capitals durant el segon trimestre de l'any, amb un augment de 127.054 milions d'euros. Una entrada de capitals que ha desplaçat, principalment, el finançament a curt termini, que, en el mateix període, es reduïa en 115.461 milions d'euros. D'altra banda, les inversions directes i en cartera van registrar un augment de 6.128 i una reducció de 21.478 milions d'euros, respectivament.

Sector públic

Persisteixen els dubtes sobre el compliment de l'objectiu de dèficit

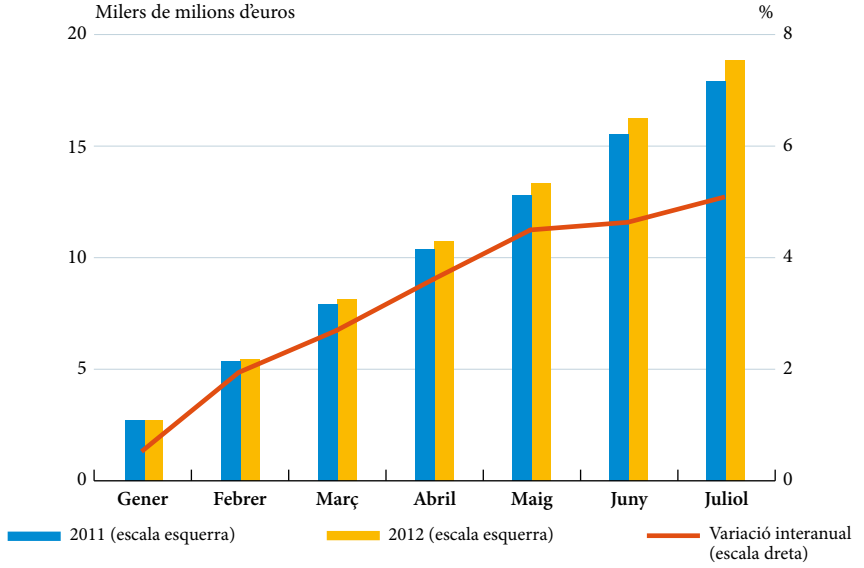
Al començament de setembre, el programa de compra condicional de deute públic anunciat pel Banc Central Europeu (BCE) va permetre alleujar les tensions als mercats financers. Malgrat tot, encara hi ha reserves sobre la capacitat del sector públic espanyol de redreçar les seves finances. Uns dubtes que el Govern pretén esvair amb la presentació, al final d'aquest mes, dels Pressupostos Generals de l'Estat per al 2013. Efectivament, no es tracta d'una tasca senzilla, sobretot si tenim en compte les dificultats mostrades, al llarg del 2012, pels diferents organismes públics a l'hora de corregir els desequilibris fiscals. Ateses aquestes dificultats, augmenta la possibilitat que la consolidació dels comptes públics passi, necessàriament, per la intervenció de les institucions europees.

El paraigua del BCE ha millorat de forma significativa el cost de finançament del deute públic espanyol. Prenent com a exemple la rendibilitat dels bons a 10 anys, s'observa que s'ha reduït en 101 punts bàsics durant els 20 primers dies del mes i acumula ja una caiguda de 181 punts bàsics des del màxim del juliol. Una rebaixa que ha estat encara més intensa en el cas dels bons amb venciments a terminis més curts. Aquesta conjuntura ha estat aprofitada pel Tresor públic per incrementar el ritme de les emissions de deute al setembre i allunyar, així, l'amenaça dels 31.130 milions d'euros de venciments del mes d'octubre.

L'actuació del BCE permet reduir els costos de finançament del deute públic.

EL PAGAMENT PER PRESTACIONS PER ATUR AUGMENTA

Pagament per prestacions per atur; dades acumulades des del començament de l'any i variació



FONTS: Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social i elaboració pròpia.

Els saldos de l'Estat i de la Seguretat Social no es corregeixen durant els set primers mesos de l'any.

No obstant això, aquest efecte és temporal. De fet, malgrat la suavització de l'objectiu de dèficit del 2012 en un punt percentual, fins al 6,3% del producte interior brut (PIB), els dubtes sobre el seu compliment encara persisteixen. Les últimes dades publicades d'execució pressupostària no han ajudat a neutralitzar-los. En el cas dels comptes de l'Estat, el dèficit acumulat entre el gener i el juliol, del 4,6% del PIB, ja superava en una dècima l'objectiu per al conjunt de l'any. De forma similar, estimem que el superàvit de la Seguretat Social acumulat durant els set primers mesos de l'any es va reduir gairebé en 1.000 milions d'euros.

El deteriorament de l'activitat econòmica incrementa el 5,1% interanual el pagament de prestacions per atur.

Com és possible que, en un context d'ajust fiscal, la correcció del dèficit sigui pràcticament nul·la? L'anàlisi de l'execució pressupostària de l'Estat ajuda a respondre aquesta pregunta. En efecte, les mesures aprovades pel Govern van permetre reduir, en 3.243 milions d'euros, la despesa en partides com el consum, la remuneració d'assalariats o les inversions públiques en relació amb el 2011. Pel costat dels ingressos, la comparació amb l'exercici anterior és més difícil, per la distorsió que representen les transferències entre l'Estat i les comunitats autònomes en concepte del Fons de Suficiència o la liquidació pressupostària corresponent al 2010. Per la seva banda, les dades de comptabilitat de caixa apuntarien a una millora dels impostos directes, en especial de l'impost sobre la renda de les persones físiques i de l'impost de societats.

Les comunitats autònomes aconsegueixen reduir el dèficit a la meitat durant el primer semestre.

No obstant això, dos factors han neutralitzat aquests avanços. En primer lloc, el major cost de finançament del deute públic, que va provocar un increment del pagament d'interessos de 1.944 milions d'euros. En segon lloc, el menor dinamisme de l'activitat econòmica del país va reduir la recaptació dels impostos indirectes i, en especial, de l'impost sobre el valor afegit (IVA) entre el gener i el juliol. En aquest context de deteriorament de l'economia, el pagament de les prestacions per atur per part del Servei Públic d'Ocupació també va augmentar. Com ho mostra el gràfic anterior, entre el gener i el juliol, la despesa va créixer el 5,1% interanual, fins als 18.793 milions d'euros. Aquest increment contrasta amb la reducció prevista als Pressupostos Generals de l'Estat de 2012, del 6,2%.

Els dubtes sobre el compliment dels objectius incrementen les probabilitats d'un rescat.

En contraposició, els comptes de les comunitats autònomes van registrar una millora significativa durant el primer semestre del 2012. Concretament, el dèficit es va reduir fins a la meitat del registrat un any enrere i es va situar en el 0,8% del PIB. Una millora que, malgrat presentar intensitats diferents, va ser gairebé generalitzada a totes les comunitats. Destaquen els ajustos realitzats a Castella-la Manxa i a Balears, de 3,5 i de 2,1 punts percentuals, respectivament.

En definitiva, observem que només les comunitats autònomes van ser capaces de corregir les finances públiques durant el primer semestre del 2012. No obstant això, no sembla que aquest ajust sigui suficient per assolir, al final de l'any, una reducció del dèficit d'1,8 punts percentuals, la més elevada entre els diferents organismes públics. També és difícil que la Seguretat Social i l'Estat assoleixin els seus objectius. En el cas de l'Estat, però, les mesures plantejades per als últims mesos de l'any, com l'increment de l'IVA i l'eliminació de la paga extraordinària del desembre als empleats públics, podrien permetre reduir-ne la desviació.

Conseqüentment, el compliment de la via de consolidació fiscal del sector públic està sota sospita. En aquest sentit, la reacció dels mercats davant de la presentació dels Pressupostos Generals de l'Estat per al 2013 i de les possibles noves reformes estructurals determinarà la possibilitat d'evitar la sol·licitud d'ajuda als mecanismes de rescat de la Unió Europea.

Estalvi i finançament

S'inicien els plans de viabilitat dels bancs amb deficiències de capital

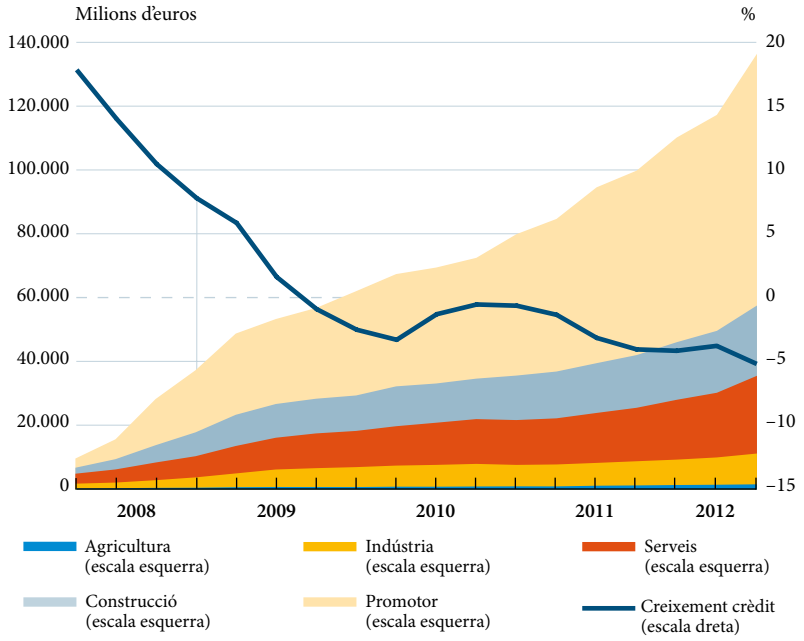
El procés de reestructuració del sector bancari espanyol continua el seu curs. D'acord amb el que estableix el Memoràndum d'Entesa (MoU) d'assistència financera, el Govern espanyol va aprovar, el 31 d'agost, el reial decret llei de reestructuració i resolució d'entitats de crèdit. Aquesta norma recull les eines essencials que caldrà utilitzar en els processos de gestió de crisi d'entitats de crèdit, entre les quals cal esmentar la creació d'una Societat de Gestió d'Actius, també anomenada «banc dolent».

Després de la publicació dels resultats de les proves de resistència per determinar les necessitats de capital de cada entitat, el procés de reestructuració bancària entra en la següent etapa. Segons el full de ruta establert al MoU, els esforços se centraran, a partir d'ara, en la determinació de la viabilitat dels bancs febles. Les entitats que ja han rebut ajuts públics (bancs del Grup 1) i les que requereixin la recepció d'aquest ajut (bancs del Grup 2) han de presentar plans de reestructuració o de resolució ordenada que abordin els dèficits de capital detectats en la prova de resistència. Aquests plans han de ser aprovats per la Comissió

Es publiquen les necessitats de capital de cada entitat.

AUGMENTEN ELS CRÈDITS DUBTOSOS

Crèdits dubtosos per sector d'activitat i taxa interanual de creixement del crèdit per finançar activitats productives



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

La caiguda dels dipòsits de les empreses i de les llars s'explica, en part, per l'emissió de pagarés amb una remuneració més elevada.

Europea com a requisit per al desemborsament dels fons de rescat. Al mateix temps, es produirà la segregació dels actius danyats dels bancs que necessitin suport públic, els quals seran transferits a la Societat de Gestió d'Actius.

Atès aquest context d'incertesa sobre les necessitats de capital de la banca espanyola, s'ha generat un debat sobre la fugida de dipòsits de les entitats espanyoles. Segons les dades publicades pel Banc Central Europeu (BCE), els dipòsits del sistema bancari espanyol van experimentar una intensa caiguda de 71.200 milions d'euros al juliol, de manera que la sortida de dipòsits se situaria en 231.900 milions des del juliol del 2011. Aquestes xifres van fer saltar les alarmes sobre una possible fugida de dipòsits. No obstant això, una anàlisi detallada mostra que aquestes estadístiques estan dissenyades per a l'anàlisi monetària del BCE i no es corresponen estrictament amb els balanços dels bancs.

Així, les dades de dipòsits publicades pel Banc d'Espanya uns dies més tard indiquen que la major part de la retirada de dipòsits de les entitats espanyoles, en concret el 61%, és deguda a la caiguda d'operacions de cessió temporal (repos) realitzades a través d'entitats de contrapartida central i a la contracció dels dipòsits de les societats i dels fons de titulització. Aquestes operacions són de naturalesa monetària i no reflecteixen una retirada de dipòsits de les empreses i de les famílies. De fet, el BCE ha anunciat que, a partir del proper mes, les estadístiques monetàries s'ajustaran per aquestes partides amb la finalitat de proporcionar una informació més transparent als usuaris externs.

Un cop descomptat aquest efecte, el creixement interanual, en el mes de juliol, dels dipòsits a la vista de les llars i de les empreses se situa en el –0,4% i en el –12,7%, respectivament. Un factor que contribueix a explicar la caiguda dels dipòsits de les llars

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Segon trimestre de 2012

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	21.085	–697	–3,2	–1.351	–6,0
Indústria	138.007	–5.240	–3,7	–8.475	–5,8
Construcció	91.834	–6.712	–6,8	–13.655	–12,9
Serveis	661.988	–18.495	–2,7	–26.645	–3,9
Total	**912.914**	**–31.144**	**–3,3**	**–50.125**	**–5,2**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	644.236	–12.216	–1,9	–14.763	–2,2
Adquisició de béns de consum durador	34.726	–2.960	–7,9	–5.475	–13,6
Altres finançaments	100.988	1.696	1,7	–4.869	–4,6
Total	**779.950**	**–13.480**	**–1,7**	**–25.107**	**–3,1**
Altres	**51.351**	**6.284**	**13,9**	**1.647**	**3,3**
TOTAL	**1.744.215**	**–38.340**	**–2,2**	**–73.585**	**–4,0**
Adquisició d'habitatges i activitats immobiliàries	***901.685***	***–23.188***	***–2,5***	***–35.117***	***–3,7***

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

i de les empreses és la substitució dels dipòsits per pagarés bancaris. Els dipòsits d'alta remuneració estaven penalitzats per la via d'una major contribució al fons de garantia de dipòsits. Això va estimular l'emissió, propera als 30.000 milions d'euros, en pagarés amb rendibilitats més atractives. No obstant això, l'eliminació, el passat 31 d'agost, d'aquesta penalització indica que, probablement, es reduirà l'emissió de pagarés i es tornarà a constituir dipòsits bancaris.

El crèdit bancari al sector privat va recular el 3,4% interanual al juliol, arrossegat, probablement, pel deteriorament de la cartera de préstecs i pel feble pols de l'economia espanyola. El desglossament per finalitats mostra que el crèdit es contreu a totes les branques d'activitat. També destaca la caiguda del crèdit a les llars per a l'adquisició de béns de consum durador, la qual cosa evidencia la feble capacitat de compra de les famílies.

Les dades de crèdits dubtosos situen la taxa de morositat per al conjunt del sistema bancari espanyol en el 9,7%. Aquesta taxa puja fins al 14,9% en els crèdits a sectors residents per finançar activitats productives. Tal com s'observa al gràfic anterior, les activitats immobiliàries (promotors) i el sector de la construcció concentren el volum més gran de crèdits dubtosos. No obstant això, destaca l'increment de la morositat al sector serveis i, en particular, als serveis d'hoteleria i de transport, emmagatzematge i comunicacions. Això és especialment significatiu, ja que mostra que els problemes crediticis no estan limitats als sectors relacionats amb la construcció, sinó que la fragilitat s'estén a tots els sectors productius.

En resum, en els pròxims mesos, es completarà el procés de sanejament del sector bancari espanyol. Això serà crucial per esvair els dubtes sobre la solvència de les entitats espanyoles. Així, s'espera que, al final d'enguany, el sistema financer espanyol compti amb entitats fortes i recapitalitzades.

La morositat continua pujant amb força.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Juliol 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.066.938	–59.408	–3,4	72,0
Empreses no financeres	1.218.517	–36.869	–3,3	42,4
Préstecs d'entitats residents (3)	*804.233*	*–36.654*	*–5,9*	*28,0*
Valors diferents d'accions	*68.991*	*3.904*	*8,8*	*2,4*
Préstecs de l'exterior	*345.292*	*–4.119*	*0,8*	*12,0*
Llars (4)	848.422	–22.539	–3,4	29,5
Préstecs per a l'habitatge (3)	*652.449*	*–14.417*	*–3,0*	*22,7*
Altres (3)	*192.867*	*–8.198*	*–4,6*	*6,7*
Préstecs de l'exterior	*3.105*	*77*	*4,3*	*0,1*
Administracions públiques (5)	805.019	68.778	13,7	28,0
TOTAL	**2.871.958**	**9.370**	**1,2**	**100,0**

NOTES: (1) Residents a Espanya.
(2) Taxes de variació interanual calculades com a flux efectiu/saldo al començament del període.
(3) Inclouen els préstecs titulitzats fora del balanç bancari.
(4) Inclouen les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
(5) Total de passius (consolidats). Es dedueixen els passius entre administracions públiques.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

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

INFORME MENSUAL
Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012
Disponible només en format electrònic a www.laCaixa.es/estudis

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES
1. **L'economia de Galícia**
2. **L'economia de les Illes Balears**
3. **L'economia d'Andalusia**
4. **L'economia de la Regió de Múrcia**
5. **L'economia del País Basc**
6. **L'economia de la Comunitat de Madrid**
7. **L'economia de Cantàbria**

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"
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 despalanquejament 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

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

04/2012. **Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?** Claudia Canals i Mercè Carreras-Solanas

05/2012. **Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats** Inmaculada Martínez

06/2012. **Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?** Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela

07/2012. ***Risk on-Risk off*: les correlacions en temps de crisi** Eduardo Pedreira

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-Martín
  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
Octubre 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
TOTAL PRESSUPOST	**500**

”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.

Disseny, maquetació i impressió: www.cege.es - Ciutat d’Asunción, 42 - 08030 Barcelona

D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

"la Caixa"

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXT
Paper procedent de fonts responsables
FSC® C015618