

Informe Mensual



IMMOBILIARI: BUSCANT LA SORTIDA

L'habitatge nord-americà: llum al final del túnel Pàg. 12

La lenta recuperació de l'ocupació, generalitzada entre estats, reflecteix obstacles comuns

Bombolla immobiliària a la Xina? Pàg. 18

Bombolles localitzades a les grans ciutats de la costa del sud-est i a la capital

L'evolució del sector immobiliari espanyol: qüestió de matisos Pàg. 50

La disparitat en l'excés d'oferta augura una recuperació a diferents velocitats

Sareb: el banc dolent entra en escena Pàg. 69

Els preus de transferència i la gestió de la nova societat seran claus per al sector immobiliari

Previsions

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

	2011	2012	2013	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL									
Previsions					Previsions				
Producte interior brut									
Estats Units	1,8	2,2	2,0	1,6	2,0	2,4	2,1	2,3	1,8
Japó	-0,7	2,3	1,2	-0,7	-0,6	2,8	3,3	1,7	1,7
Regne Unit	0,7	-0,2	1,2	0,6	0,7	-0,1	-0,5	-0,1	0,0
Zona de l'euro	1,5	-0,5	0,3	1,3	0,6	0,0	-0,4	-0,7	-0,6
<i>Alemanya</i>	3,1	0,8	1,1	2,7	1,9	1,2	1,0	0,5	0,6
<i>França</i>	1,7	0,1	0,4	1,5	1,2	0,4	0,3	-0,1	-0,2
Preus de consum									
Estats Units	3,1	2,1	1,9	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	2,1
Japó	-0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,0
Regne Unit	4,5	2,6	1,9	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	1,8
Zona de l'euro	2,7	2,5	2,1	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4
<i>Alemanya</i>	2,3	2,1	1,7	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	1,8
<i>França</i>	2,1	2,3	1,9	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1
ECONOMIA ESPANYOLA									
Previsions					Previsions				
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	-0,8	-1,6	-1,3	-0,2	-2,4	-1,5	-2,2	-1,5	-1,1
Consum de les AP	-0,5	-4,7	-9,7	-2,7	-1,1	-3,6	-3,0	-4,8	-7,5
Formació bruta de capital fix	-5,3	-9,8	-5,6	-4,2	-6,0	-7,7	-9,4	-11,5	-10,5
<i>Maquinària i béns d'equipament</i>	2,5	-6,3	-1,7	3,4	-1,6	-6,0	-7,0	-7,6	-4,8
<i>Construcció</i>	-9,0	-12,4	-7,5	-8,0	-8,6	-9,5	-11,8	-14,3	-14,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,9	-3,9	-3,8	-1,8	-3,1	-3,3	-3,9	-4,3	-4,2
Exportació de béns i serveis	7,7	2,0	3,8	7,6	5,8	2,8	3,3	0,9	1,2
Importació de béns i serveis	-0,8	-6,1	-3,5	-1,2	-4,9	-5,9	-5,4	-7,4	-5,7
Producte interior brut	0,4	-1,4	-1,5	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,6	-2,1
Altres variables									
Ocupació	-1,7	-4,5	-3,2	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-5,3	-4,6
Taxa d'atur (% població activa)	21,6	24,9	26,3	21,5	22,9	24,4	24,6	25,0	25,4
Índex de preus de consum	3,2	2,5	2,4	3,1	2,8	2,0	2,0	2,8	3,4
Costos laborals unitaris	-1,4	-2,4	0,7	-1,6	-1,5	-1,5	-2,1	-3,0	-2,8
Saldo operacions corrents (% PIB)	-3,7	-2,6	-0,7	-2,7	-2,8	-5,5	-1,0	-2,0	-1,8
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-3,4	-2,1	-0,1	-2,4	-2,3	-5,3	-0,5	-1,4	-1,2
Saldo públic (% PIB)	-9,4	-8,2	-6,2	-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	1,23	0,88	0,75	1,47	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75
Bons EUA 10 anys	2,77	1,79	1,72	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,70
Bons alemanys 10 anys	2,65	1,62	2,45	2,30	1,98	1,88	1,50	1,42	1,70
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,39	1,29	1,30	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,29

Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
 - 6 Previsions de l'FMI
 - 8 Estats Units
- 12 L'habitatge nord-americà: llum al final del túnel**
- 15 Japó
- 17 Xina
- 18 Bombolla immobiliària a la Xina?**
- 21 Brasil
- 22 Mèxic
- 23 Primeres matèries

- 25 Unió Europea**
 - 25 Activitat econòmica
 - 27 Mercat de treball
 - 29 Preus
 - 30 Sector exterior
 - 31 Sector públic
 - 33 Estalvi i finançament
 - 35 Europa emergent
- 37 Mercats financers**
 - 37 Mercats monetaris i de capital

- 46 Conjuntura espanyola**
 - 46 Activitat econòmica
- 50 L'evolució del sector immobiliari espanyol: qüestió de matisos**
- 53 Mercat de treball
- 57 Preus
- 61 Foreign sector
- 64 Sector públic
- 66 Estalvi i finançament
- 69 Sareb: el banc dolent entra en escena**

Immobiliari: buscant la sortida

Sembla que, als Estats Units, els preus de l'habitatge comencen a repuntar. També a Alemanya es detecten pujades. Tanmateix, als països industrialitzats d'Occident, la tendència dels preus immobiliaris és encara a la baixa. És el reflex de l'esclat d'una bombolla que va afectar, en especial, Irlanda, Espanya, els Estats Units i el Regne Unit i que ha tingut, o està tenint, conseqüències devastadores en termes de creixement i d'ocupació.

Després d'aquesta última experiència, l'efecte de l'esclat de les bombolles immobiliàries encara és més clar: llargues crisis econòmiques, amb serioses repercussions financeres. Els preus immobiliaris es desplomen, les famílies pateixen una davallada de la riquesa en relació amb el deute, les entitats financeres s'afebleixen, l'atur s'estén i les dificultats per afrontar els pagaments hipotecaris es disparen.

A més a més, les bombolles immobiliàries solen anar acompanyades d'una intensa pujada del deute de les llars (hipoteques, però també préstecs personals i deute per targeta de crèdit). En la fase de l'esclat, el pes d'aquest deute condiciona molt les decisions de despesa de les llars per un període de temps que pot ser molt llarg, en especial si no s'adopten mesures per accelerar el procés (reconeixement de pèrdues per part dels creditors, reestructuració de deutes, reducció de capacitat del sector financer).

Les bombolles d'actius es converteixen en un greu risc financer quan els bancs hi estan molt exposats. Els balanços es contaminen de crèdits impagats, la solvència de les entitats és qüestionada i el crèdit es contreu. En la crisi actual, alguns intents de les autoritats d'estabilitzar el risc financer han arrossegat els mateixos Estats i han creat un vincle pervers entre risc bancari i risc sobirà.

A Espanya, com s'explica en un dels requadres inclosos en aquest Informe Mensual, l'ajust del sector immobiliari ja ha arribat gairebé al cinquè any. Els preus de les cases han reculat fins als nivells del 2004 en termes nominals i el nombre d'habitatges iniciats és la desena part del registre del 2006, quan es va assolir el màxim. Malgrat aquesta intensa correcció, és probable que no s'hagi tocat fons. Encara hi ha un excés d'oferta, en forma d'immobles en venda, per bé que la distribució geogràfica és molt desigual, amb preponderància de l'habitatge turístic. Pel costat de la demanda, una demografia en reculada i una economia en recessió no donen suport a una revitalització de les vendes. L'accessibilitat de la llar mitjana a un habitatge –preu en relació amb la renda– ha millorat de forma substancial gràcies al descens dels preus i dels tipus d'interès. No obstant això, la reculada de la renda disponible de les llars, l'enduriment de les condicions del crèdit i les pujades fiscals no hi ajuden.

Els canvis reguladors introduïts el 2012 han de conduir a la sortida del túnel del xoc immobiliari. Es tracta, en primer terme, de l'impuls del mercat de lloguer, la importància actual del qual és anormalment reduïda en comparació amb els països del nostre entorn. L'eliminació dels incentius fiscals a la propietat ha de contribuir també a un mercat del lloguer més eficient i més dinàmic. D'altra banda, la creació d'una entitat gestora d'actius immobiliaris problemàtics busca sanejar els balanços de les entitats de crèdit intervingudes per facilitar la reestructuració del sistema. La gestió encertada d'aquesta societat i la seva gestió efectiva en els pròxims mesos constitueixen un pas positiu per aspirar a una reactivació sostenible del mercat immobiliari i de l'economia en general.

RESUM EXECUTIU

Avanç moderat de l'activitat global.

Els Estats Units, a l'expectativa dels resultats de les eleccions presidencials.

El creixement es desaccelera a la Xina, però les perspectives són positives.

Discreta millora de les expectatives econòmiques globals

En aquesta recta final de l'any, alguns factors estan contribuint a una millora relativa de les expectatives de creixement global i a la recuperació de part de la confiança dels inversors. Sembla que els indicadors avançats d'activitat, tot i que continuen mostrant febleses, han interromput el deteriorament d'uns mesos enrere. D'altra banda, al suport aportat pels respectius bancs centrals a les economies dels Estats Units i d'Europa, s'han unit els acords entre els líders polítics de la zona de l'euro per dotar de més credibilitat l'objectiu d'assolir una unió monetària i fiscal estable. No obstant això, fins al final d'enguany, diversos aspectes centraran l'atenció dels mercats, entre els quals destaquen les eleccions presidencials als Estats Units, el desequilibri fiscal nord-americà i la celebració de reunions europees d'especial rellevància per al futur de la zona de l'euro. A Espanya, mentre s'espera si, finalment, el Govern demanarà el fons de rescat europeu per a un segon pla d'ajut, les pròximes setmanes també seran crucials.

Als Estats Units, l'activitat guanya vigor, tal com ho mostren les dades del producte interior brut (PIB) del tercer trimestre. L'economia va créixer el 0,5% intertrimestral, el 2,3% interanual, gràcies a l'embranchida del consum privat, al cicle d'existències i a la inversió en construcció. Així, preveiem un avanç del 2,1% per al conjunt del 2012. No obstant això, de cara als pròxims trimestres, les perspectives són una mica més pobres, ja que esperem un creixement que amb prou feines arribarà al 2% per al conjunt del 2013. Els riscos d'aquesta previsió són a la baixa. En primer lloc, pels desequilibris de les finances públiques, on cal espe-

rar un acord legislatiu entre republicans i demòcrates per limitar a l'1% del PIB la reducció sobre el creixement que tindria l'ajust fiscal previst per al 2013. En segon lloc, la previsió assumeix la continuïtat de la recuperació de l'ocupació als ritmes actuals, possibilitat que no està del tot assegurada. Finalment, un tercer risc continua sent un empitjorament eventual de l'economia de la zona de l'euro, que afebliria la demanda d'exportació i enduriria les condicions financeres globals.

A la Xina, el PIB va créixer el 7,4% interanual en el tercer trimestre de l'any, per sota del 7,6% del trimestre anterior, però en línia amb les previsions del consens. Així mateix, en termes intertrimestrals, i segons fonts oficials, el creixement va millorar des de l'1,5% del primer trimestre, el nivell més baix de l'any, fins al 2,2% del tercer. La dada és raonablement positiva i se suma a altres indicadors recents que suggereixen un cert repunt del gegant asiàtic. De fet, els indicadors avançats d'oferta del setembre han millorat, com en els casos de l'índex de gestors de compres de manufactures o de la producció industrial. En definitiva, els estímuls fiscals engegats en el segon trimestre i la millora de les exportacions han allunyat els temors a un aterratge bruscat de l'economia asiàtica, i esperem que el repunt prossegueixi en el quart trimestre i més enllà, recolzat en els plans d'inversió en infraestructures i per les noves mesures estructurals de suport a la demanda interna i als serveis.

A la zona de l'euro, després d'una contracció del PIB del 0,2% en el segon trimestre, els indicadors avançats d'activitat més recents apunten a una caiguda similar en el tercer. Els indicadors de demanda d'aquest període mostren senyals de feblesa. L'últim

informe de perspectives de l'economia mundial del Fons Monetari Internacional ha revisat a la baixa les previsions de creixement del PIB en una dècima per al 2012, fins al -0,4%, i en cinc dècimes per al 2013, fins al 0,2%. Aquest informe identifica la zona de l'euro com el principal focus de l'afebliment de l'economia global i, per tant, demana als líders europeus que implementin amb celeritat les polítiques acordades per assolir una major integració econòmica i financera. De fet, el Fons adverteix que el risc més immediat continua sent el retard o la insuficiència dels acords polítics, la qual cosa podria comportar una intensificació de la crisi de la zona de l'euro.

En aquest sentit, a l'octubre, es poden inventariar avanços en l'àmbit institucional. Durant la cimera europea celebrada a mitjan mes, es va debatre un dels aspectes primordials de la resolució de la crisi del deute sobirà: la unió bancària. El primer pas per assolir-la és la creació del mecanisme únic de supervisió del conjunt de la banca, paper que exercirà el Banc Central Europeu (BCE). Tot i que, al principi, s'havia acordat que el supervisor bancari hauria d'estar plenament operatiu al començament de l'any vinent, la seva posada en marxa es produirà, previsiblement, al llarg del 2013. En tot cas, el Consell Europeu del desembre haurà d'aprovar el mecanisme de supervisió única del sistema bancari de la zona de l'euro i les condicions per a la recapitalització directa a la banca, mitjançant el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE). Pel que fa a l'enfortiment de la governança fiscal, es pretén aprovar dues noves propostes legislatives centrades en la supervisió dels plans pressupostaris dels Estats membres. Per aquest motiu, s'establiran requisits addicionals que assegurin una gestió millor i un seguiment més estret dels pressupostos nacionals.

Com és habitual en els últims mesos, l'evolució dels mercats de deute sobirà ha estat marcada pels esdeveniments al si de la zona de l'euro i per l'efecte dels anuncis dels bancs centrals sobre les expectatives dels

inversors. En el cas dels països de la perifèria europea, l'aspecte més destacable ha estat la continuïtat del procés de normalització de les primes de risc sobiranes d'Espanya i d'Itàlia. En el cas espanyol, la garantia de l'actuació del BCE als mercats secundaris de deute públic, prèvia sol·licitud d'una línia preventiva de finançament del MEDE i previ compliment d'una estricta condicionalitat fiscal, ha estat motiu suficient per obrir un marge al descens de la rendibilitat dels bons nacionals (el bo a 10 anys va davallar fins al 5,35%, el nivell més baix des de l'abril). Aquesta circumstància, afegida a les reformes financeres, fiscals i estructurals adoptades per les autoritats i a l'accés als mercats de capitals estrangers, ha servit perquè les principals agències de *rating* hagin mantingut la qualificació del deute espanyol en el grau d'inversió. En aquest context, el Tresor ha aprofitat per realitzar noves emissions d'obligacions a un cost inferior que en ocasions anteriors i amb un grau creixent d'acceptació entre els inversors internacionals.

D'altra banda, el tipus de canvi mitjà euro-dòlar s'ha mantingut al voltant dels 1,30 dòlars. Aquesta circumstància, que representa una infravaloració moderada del dòlar en relació amb el nivell d'equilibri segons la paritat de poder de compra, es justifica per diversos aspectes, entre els quals cal esmentar l'efecte de la política monetària ultralaxa de la Fed, que manté el preu de la divisa en nivells artificialment baixos. Addicionalment, a Europa, s'han reduït els riscos de ruptura de la unió monetària, gràcies a les garanties prestades pel BCE i als esdeveniments polítics i financers de les últimes setmanes.

Com no podia ser de cap altra manera, la marxa de la renda variable també ha estat determinada pels canvis que s'han produït en l'escenari econòmic i financer global. La dinamització incipient de l'economia nord-americana, els acords polítics assolits al si de la zona de l'euro sobre la unió econòmica i monetària, la visibilitat de futures solucions per a Grècia dins l'euro i la qualifica-

La zona de l'euro es converteix en el llast de l'economia mundial.

El Consell Europeu avança en la unió bancària i en la disciplina fiscal.

Espanya es beneficia del relaxament de les primes de risc.

L'euro es manté i les borses marquen avanços significatius.

El creixement de l'activitat a Espanya en el tercer trimestre, afavorit per l'avanç de les compres per l'efecte IVA...

...però és necessari mantenir l'esforç per sanejar les finances públiques i per avançar en les reformes estructurals.

ció creditícia favorable d'Espanya són elements que han facilitat un suport per a l'estabilització de les expectatives.

És cert que aquests factors han suscitat l'augment de la confiança dels inversors i de la seva preferència per actius de més risc, però aquest sentiment encara no s'ha traslladat per complet a la capitalització dels principals índexs borsaris. Hi ha aspectes, en la seva majoria de caràcter polític (les eleccions presidencials dels Estats Units, el relleu de la cúpula dirigent del Partit Comunista Xinès) i econòmic (el *fiscal cliff* nord-americà), que amenacen, a curt termini, la sostenibilitat de la pujada de la renda variable.

Pel que fa a l'economia espanyola, l'Institut Nacional d'Estadística va indicar que, en el tercer trimestre, l'activitat es va continuar contraient, tot i que a un ritme inferior al que s'esperava. El PIB va recular a una taxa intertrimestral del 0,3%, que situaria la taxa de variació anual en el -1,6%, enfront del -2,1% anticipat pels analistes. L'explicació d'aquest comportament més positiu de l'activitat en el tercer trimestre cal buscar-la en l'increment del consum de les llars, la taxa de creixement intertrimestral del qual s'aproparia al 0,1% entre juliol i setembre.

Aquest repunt del consum privat és degut al fet que els consumidors van anticipar algunes compres als mesos de juliol i d'agost, atesa la pujada de l'impost sobre el valor afegit (IVA) a partir de l'1 de setembre. L'índex general del comerç minorista va registrar, a l'agost, una variació anual de l'1,6%, que representa un augment considerable en relació amb el creixement tendencial observat des del començament de l'any. Destaca l'increment de les vendes en béns d'equipament de la llar i en béns de

consum durador. Així mateix, les matriculacions d'automòbils també van mostrar un augment del 3,4% a l'agost. No obstant això, al setembre, després de l'increment de l'IVA, la caiguda va ser molt intensa i es va situar en el -36,8%. Aquest resultat fa pensar que el repunt del consum del tercer trimestre va ser temporal i que, per tant, és d'esperar que, en el quart trimestre de l'any, es produeixi una recaiguda de la despesa de consum privat.

Per tant, el comportament més positiu de l'economia en el tercer trimestre no mostra un canvi de tendència a curt termini. Més aviat, s'espera una acceleració de la contracció fins al final d'enguany i, probablement, durant els primers trimestres del 2013. A partir d'aquí, cal esperar una recuperació lenta però gradual de l'economia, que es consolidaria el 2014. L'entorn de feblesa econòmica de la zona de l'euro i, en general, de l'economia mundial no facilitarà l'estabilització del creixement a Espanya. La creació d'una unió bancària, el control més sever dels pressupostos nacionals i la reestructuració bancària que s'està duent a terme han de generar confiança i han de contribuir a l'accés dels governs i de les empreses al finançament exterior. No obstant això, la lentitud en els avanços no permet confiar en una normalització ràpida del finançament de les economies de la perifèria de la zona de l'euro. Mentre això no es produeix, els governs nacionals han de desplegar els esforços necessaris per sanejar les finances i per adoptar les reformes estructurals que permetin consolidar els guanys en competitivitat assolits durant aquest període recessiu i consolidar les bases per a una recuperació econòmica sostenible i equilibrada.

30 d'octubre de 2012

CRONOLOGIA

2011

- setembre** 22 El Congrés dels Diputats convalida el real decret llei 13/2011 que restableix l'impost sobre el patrimoni per al 2011 i el 2012.
- octubre** 26 La cimera de l'euro acorda llançar un **nou programa d'ajuda per a Grècia**, amb un quitament del 50% del deute per als inversors privats, l'ampliació substancial de la capacitat financera de la FEEF i l'increment de la **ràtio de capital de màxima qualitat dels bancs** al 9%.
- novembre** 3 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,25%.
20 El Partit Popular guanya les **eleccions generals** per majoria absoluta.
- desembre** 8 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,00% i anuncia dues subhastes extraordinàries de liquidat a 36 mesos, l'ampliació dels actius elegibles com a col·lateral i la reducció de la ràtio de reserves.
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

Novembre

- 5 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
6 Eleccions presidencials als Estats Units.
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).

Desembre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
5 Índex de producció industrial (octubre).
6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
11 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
13 IPC (novembre).
14 IPC harmonitzat de la UE (octubre).
Cost laboral.
20 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).
21 Comerç exterior (octubre).
Preus industrials (novembre).
28 Balança de pagaments (octubre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'FMI espera un creixement global del 3,3% per al 2012 i del 3,6% per al 2013.

Previsions de l'FMI: un creixement feble necessitat d'ajudes

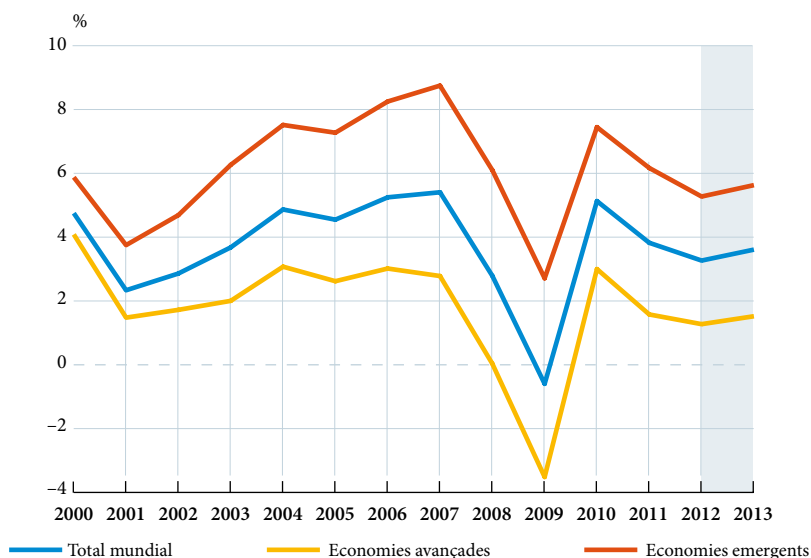
En el seu informe de perspectives de l'economia mundial de l'octubre, el Fons Monetari Internacional (FMI) veu més riscos per al creixement global dels que preveia en l'informe de l'abril i en la revisió del juliol. Així, l'alentiment serà més intens el 2012 i la recuperació del 2013 serà més feble del que estava previst. Les causes de tot plegat són la feblesa persistent del sistema financer i una consolidació fiscal que, segons el Fons, té més efectes dels que es pensava sobre el creixement de les economies avançades. Addicionalment, aquesta intensificació de la feblesa de les economies avançades comporta un augment de la incertesa. Les polítiques adoptades fins ara a les economies avançades no han

aconseguit neutralitzar aquesta incertesa, que s'està contagiant, al seu torn, a les economies emergents per la via d'una disminució dels fluxos comercials i d'un increment de les tensions financeres. De la reducció d'aquesta incertesa i de l'adopció de polítiques adequades depèn, en gran part, la sortida d'aquesta crisi.

El creixement global per al 2012 s'alenteix fins al 3,3%, per sota del que es preveia al juliol, mentre que, per al 2013, s'espera una millora del creixement fins al 3,6%. La recuperació és desigual. Les economies avançades creixeran, segons el Fons, l'1,3% el 2012, una feblesa que també continuarà el 2013, amb un avanç previst de l'1,5%, clarament per sota del que es pensava al començament de l'estiu. Per la seva banda, les economies emergents també veuen una

UN ALENTIMENT MÉS INTENS DEL QUE ESTAVA PREVIST

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: 2012 i 2013 són previsions.
FONT: Fons Monetari Internacional.

mica reduïdes les seves expectatives, tot i que el creixement continuarà sent relativament més robust el 2012 i el 2013, amb taxes del 5,3% i del 5,6%, respectivament.

Aquesta previsió es basa en el compliment de dues premisses crucials: l'europea i la nord-americana. La premissa europea és que els polítics europeus siguin capaços d'adoptar polítiques que facin amainar de forma gradual les tensions financeres que es donen a la perifèria de la zona de l'euro. En aquest sentit, el Banc Central Europeu ja hi ha contribuït amb la creació d'un nou programa de compres de deute públic per fer arribar els baixos tipus de referència als costos d'endeutament de la perifèria de l'euro. Però encara falta articular un camí per a la unió bancària i acordar un full de ruta per a una major integració fiscal a la zona de l'euro. La segona premissa és que els polítics nord-americans siguin capaços

d'evitar les pujades d'impostos i les retallades de despeses (l'ajust fiscal) previstes en la llei pressupostària per al 2013. Aquests acords haurien d'incloure la pujada del sostre legal del deute públic i l'establiment d'un camí creïble de consolidació fiscal per a l'economia nord-americana.

Els riscos a la baixa han augmentat. Per al Fons, la crisi de la zona de l'euro és el risc més important per al creixement global, amb una possibilitat d'incompliment de la premissa europea que és difícil de quantificar. També es podria donar un incompliment de la premissa nord-americana, que apropiaria els Estats Units a una recessió. Addicionalment, l'eficàcia de les polítiques monetàries expansives adoptades podria estar disminuint. A mitjà termini, la persistència de deutes públics elevats és un altre llast important per al creixement. D'altra banda, els desequilibris per compte

La capacitat d'adoptar polítiques per controlar la crisi de l'euro i per evitar una recaiguda de l'economia nord-americana és crucial.

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge (*)

	PIB		Preus de consum		Taxa d'atur (**)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Estats Units	2,2	2,1	2,0	1,8	8,2	8,1
Japó	2,2	1,2	0,0	-0,2	4,5	4,4
Xina	7,8	8,2	3,0	3,0	4,1	4,1
Alemanya	0,9	0,9	2,2	1,9	5,2	5,3
França	0,1	0,4	1,9	1,0	10,1	10,5
Itàlia	-2,3	-0,7	3,0	1,8	10,6	11,1
Regne Unit	-0,4	1,1	2,7	1,9	8,1	8,1
Espanya	-1,5	-1,3	2,4	2,4	24,9	25,1
Zona de l'euro	-0,4	0,2	2,3	1,6	11,2	11,5
Economies avançades	1,3	1,5	1,9	1,6	8,0	8,1
Països en desenvolupament	5,3	5,6	6,1	5,8	...	...
<i>Amèrica Llatina</i>	3,7	4,1	6,4	5,9	...	...
<i>Europa de l'Est i Central</i>	1,9	2,9	6,2	4,5	...	...
<i>Àsia emergent</i>	6,7	7,2	5,0	4,9	...	...
Total mundial	3,3	3,6	4,0	3,7	...	...
Comerç mundial en volum (***)	3,2	4,5				

NOTES: (*) Previsions d'abril de 2012.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Béns i serveis.

FONT: Fons Monetari Internacional.

Els Estats Units creixen el 2,3% interanual, ajudats pel repunt del consum i de la construcció.

corrent han de continuar disminuint, amb ajustaments als països deficitaris i mesures d'estímul a la demanda interna a Alemanya i a la Xina.

Estats Units: repunt alcista i horitzó precari

L'activitat guanya vigor, tal com ho mostren les dades del producte interior brut (PIB) del tercer trimestre, publicades al tancament d'aquest informe. L'economia va créixer el 0,5% intertrimestral, el 2,3% interanual, gràcies a l'embranchada del consum privat i a la inversió en construcció. Així i tot, preveiem un avanç del 2,1% per al conjunt del 2012. No obstant això, les perspectives per als tres trimestres següents tenen un to més apagat, amb un creixement, per al conjunt del 2013, que amb prou feines arribarà al 2,0%. Els riscos d'aquesta previsió són a la baixa, per a una economia amb un dèficit públic que arribarà al 8,7% el 2012 i amb un deute governamental que supera la dimensió del PIB.

En primer lloc, comporta un acord legislatiu entre republicans i demòcrates per limitar a l'1% del PIB la reducció sobre el creixement que tindria l'ajust fiscal previst per al 2013. També considera la continuïtat de la recuperació de l'ocupació als ritmes actuals, previsió que se situa a la banda optimista. Un tercer risc continua sent la recaiguda de l'economia de la zona de l'euro, que afebliria la demanda per a les exportacions i comportaria un enduriment de les condicions financeres globals, que també afectaria els Estats Units.

Els últims indicadors ja evidenciaven aquest to més positiu del tercer trimestre. El consum privat guanya vigor, amb unes vendes al detall que, sense els automòbils i la benzina, van créixer el 4,4% interanual al setembre i van intensificar l'embranchada de l'agost. El consum recupera, així, el vigor del primer trimestre, quan es va veure beneficiat per una climatologia anormalment benigna. No obstant això, la continuïtat d'aquesta fermesa consumista és incerta, ja que obeeix, en gran part, a una

Vendes al detall, confiança dels consumidors i activitat empresarial evolucionen a l'alça, però els ingressos, no.

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		
			IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	2,4	1,8	2,0	2,4	2,1	...	2,3	...
Vendes al detall	5,5	8,0	7,4	6,6	4,7	4,0	5,0	5,4
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	53,6	67,5	65,3	65,4	61,3	70,3
Producció industrial	5,4	4,1	4,1	4,4	4,8	4,3	2,6	2,8
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,4	53,3	52,7	49,8	49,6	51,5
Habitatges iniciats	5,7	4,5	25,1	22,5	28,5	18,6	30,5	34,8
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	8,7	8,3	8,2	8,3	8,1	7,8
Preus de consum	1,6	3,2	3,3	2,8	1,9	1,4	1,7	2,0
Balança comercial (3)	-494,7	-559,9	-559,9	-571,0	-568,8	-565,7	-565,1	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,3	70,9	72,3	72,8	73,9	75,2	74,2	72,6

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

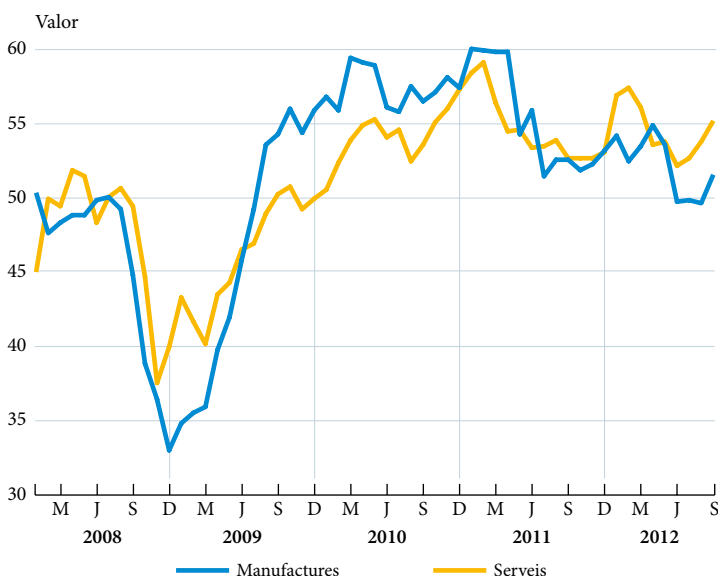
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

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

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

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS COMENCEN A CREURE EN LA RECUPERACIÓ

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.

El sector de l'habitatge, amb uns preus a l'alça i l'embranchada de la construcció, també contribueix al creixement.

assolir el màxim nivell des de l'abril del 2009.

La construcció també contribueix al creixement. Al setembre, es van iniciar 872.000 habitatges, en termes anuals, xifra que representa un increment del 15,0% en relació amb l'agost. Així, el nivell actual gairebé dobla el mínim de 478.000 habitatges iniciats a l'abril del 2009. Tot i que el sector continua molt empetitit en relació amb el conjunt de l'economia, lluny del nivell que podria ser considerat normal per a l'economia nord-americana –1,6 milions–, és d'esperar que la construcció continuï guanyant terreny al llarg del 2013.

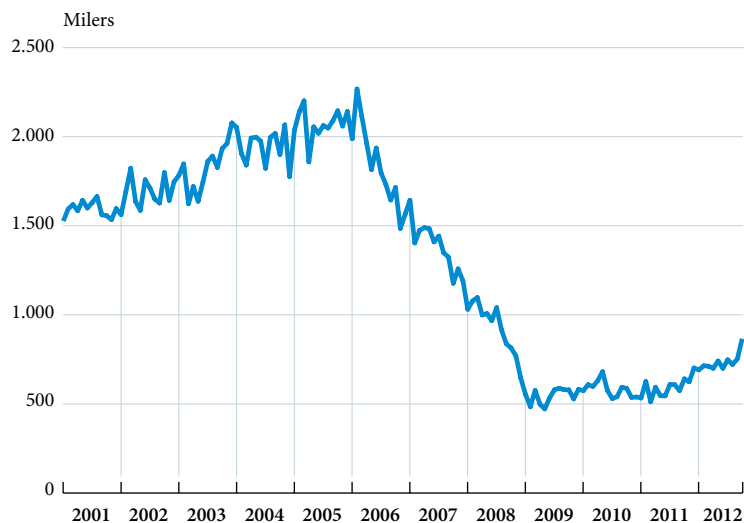
El gran llast de l'economia nord-americana continua sent, però, el mercat laboral. Al setembre, es van crear 114.000 llocs de treball nets i la taxa d'atur va baixar del 8,1% al 7,8%. Però la realitat és pitjor del que mostren aquestes xifres. Després de l'excipció del primer trimestre, la mitjana mensual de llocs de treball creats en els sis

últims mesos és de 106.000, per sota dels 153.000 corresponents al 2011. A aquest ritme, el nivell d'ocupació del gener del 2008, previ a l'inici de la gran recessió, no es tornaria a assolir fins al 2016. Així mateix, aquesta previsió no té en compte els 8,5 milions de subocupats, és a dir, de persones que treballen involuntàriament a temps parcial, que absorbiran una part de les ofertes de treball que es vagin creant i retardaran, així, el descens de la taxa d'atur. Això provoca una situació de persistència, que es reflecteix en l'elevada proporció d'aturats que fa més de sis mesos que no treballen, que, situada en el 40,1%, gairebé dobla el màxim de les crisis anteriors. Aquesta persistència fa que augmenti el nombre de desanimats que surten del mercat laboral, circumstància que, unida a factors demogràfics, ha provocat un descens de la taxa d'activitat –la proporció de persones de més de 16 anys que formen part de la població activa, treballant o buscant treball–, que va passar del 66,0% del començament del 2008 al 63,6% del se-

La recuperació de l'ocupació s'alentix.

ESTATS UNITS: ES CONSOLIDA LA INCIPIENT RECUPERACIÓ DE LA CONSTRUCCIÓ

Habitatges iniciats en termes anuals



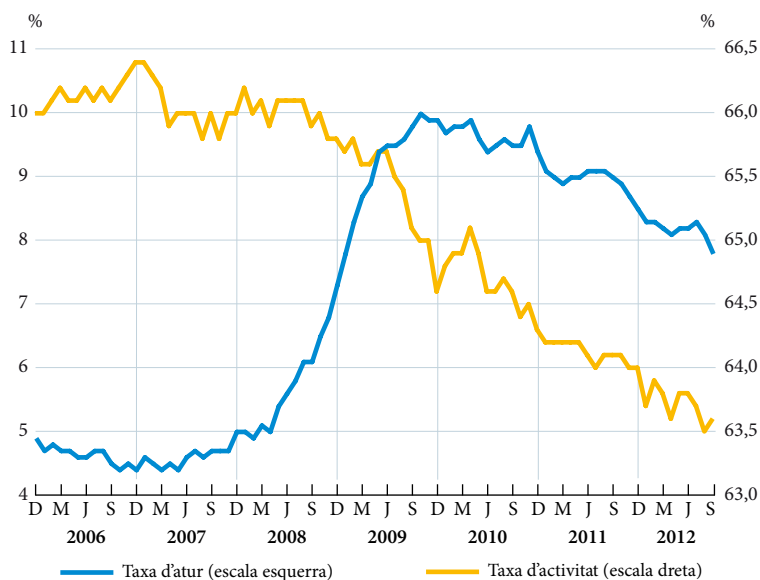
FONTS: Department of Commerce i elaboració pròpia.

tembre del 2012. Aquest descens de la taxa d'activitat ha facilitat que la taxa de desocupació disminuís més del que es podria esperar amb l'actual creació d'ocupació, ja

que els desanimats no compten com aturats. El risc és que aquesta situació s'acabi fent estructural, ja que les possibilitats de trobar feina disminueixen a mesura que

ESTATS UNITS: MENYS TAXA D'ACTIVITAT, MENYS TAXA D'ATUR

Taxa d'atur i taxa d'activitat (*)



NOTA: (*) Taxa d'activitat: població activa (ocupats més aturats que busquen feina) en relació amb la població més gran de 16 anys. Taxa d'atur: aturats/població activa.

FONTS: Bureau of Labor Statistics i elaboració pròpia.

L'IPC general i l'IPC subjacent puguen un moderat 2,0%.

El saldo comercial augmenta pel preu del petroli i les exportacions flaquesgen.

s'allarga el temps a l'atur, la qual cosa acabaria reduint les possibilitats productives de l'economia nord-americana.

La perspectiva d'una feblesa permanent de l'ocupació, juntament amb la tendència de moderació que mostren els preus, va propiciar que la Fed iniciés, al setembre, la tercera expansió quantitativa, conscient que els riscos estan més en la insuficiència del creixement que en les tensions inflacionistes. Les pujades de preus es veuen limitades per la baixa utilització de la capacitat productiva, que compensa amb escriu els efectes alcistes que pugui tenir una apreciació de les primeres matèries, que, d'altra banda, sembla que ja s'ha esgotat. L'índex de preus al consum (IPC) va continuar repuntant, amb un increment del 2,0% inter-

anual al setembre -1,7% a l'agost-, influït per efectes de base en el preu del petroli que haurien de canviar de signe en els pròxims mesos. Per la seva banda, l'IPC subjacent, que exclou els preus energètics i els de l'alimentació, va tenir un increment gairebé invarià del 2,0% interanual, l'1,8% sense l'efecte dels lloguers imputats.

Pel que fa al sector exterior, el dèficit comercial de béns i serveis de l'agost va augmentar fins als 44.217 milions de dòlars, per l'increment de preus de la factura energètica. No obstant això, el dèficit que exclou el petroli i els seus derivats va baixar fins als 20.754 milions de dòlars. La part negativa va ser la reculada de les exportacions per segon mes consecutiu, a causa de la feble demanda global.

L'habitatge nord-americà: llum al final del túnel

Si s'hagués de marcar un punt d'inici de la Gran Recessió, pocs dubtes hi hauria que tot va començar al sector de l'habitatge nord-americà, amb la crisi de les hipoteques *subprime*. Paradoxalment, quan moltes economies encara continuen patint els efectes de la crisi, amb països com Espanya i Itàlia que continuaran reculant el 2013, l'habitatge nord-americà ja s'ha començat a recuperar. Això ja es va dir el 2010. Però els «brots verds» de l'habitatge de llavors van ser enganyosos. No obstant això, aquest cop és diferent. Aquest requadre intentarà mostrar per què aquesta vegada la recuperació del sector immobiliari, tot i que gradual i modesta, serà més sostenible i duradora que llavors.

Antecedents: un punt de partida molt baix i uns «brots verds» que van acabar marcits

La crisi de l'habitatge nord-americà va ser inèdita. Des dels anys seixanta, quan comencen les estadístiques més significatives, no hi havia hagut caigudes similars. Els preus de l'habitatge de segona mà de l'índex Case-Shiller van recular el 31,8%, el 35,9% en termes reals, entre l'abril del 2006 i l'abril del 2009. Així mateix, la inversió en construcció va caure el 57,5% des del començament del 2006 fins al començament del 2010 i va restar 3,5 punts percentuals del total del PIB. La conseqüència més nefasta va ser, però, la pèrdua d'ocupació. Durant la crisi, el sector de la construcció va perdre 2,25 milions de llocs de treball, el 25,6% del total perdut pel conjunt de l'economia. A més a més, l'ocupació a la construcció continua ancorada al fons, sense participar de la lleugera recuperació que s'està donant a nivell general.

Amb la recessió, es va crear un cercle viciós entre la caiguda dels preus de l'habitatge i l'ocupació. L'augment de l'atur va provocar un alentiment en la creació de llars i un augment de la morositat, que acabava en habitatges

executats per impagament. Menys llars i més habitatges executats van incrementar el fons d'habitatges desocupats, i, de retruc, va començar una situació de sobreoferta, la qual va impedir la recuperació dels preus i va deixar el sector gairebé paralytat. La persistència dels preus baixos dels immobles va llstar el consum de les llars a través de l'efecte riquesa i va impedir el refinançament de moltes hipoteques a tipus més baixos, perquè el principal superava el valor de l'habitatge hipotecat.

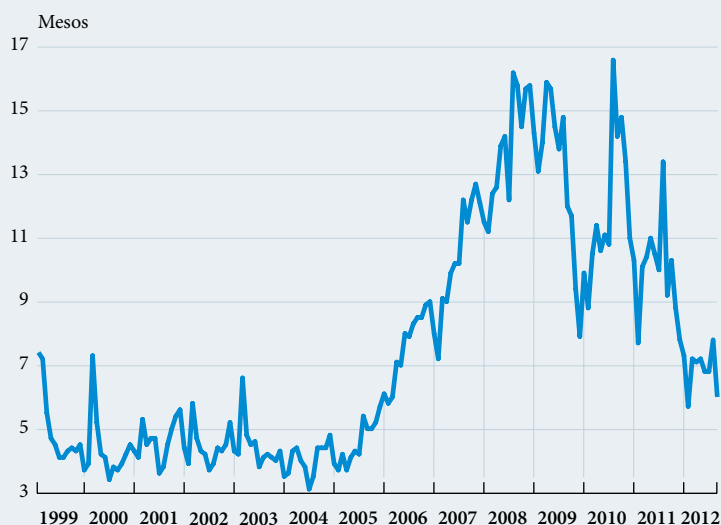
Les ajudes estatals a la compra d'habitatges i al pagament dels crèdits van comportar una recuperació breu i moderada dels preus i de les vendes, coneguda com els «brots verds». L'índex Case-Shiller de preus va pujar el 4,7% entre l'abril del 2009 i el maig del 2010 i la venda d'immobles va repuntar amb intensitat al novembre del 2009, coincidint amb el final de les ajudes estatals que l'havien dut gairebé fins als nivells anteriors a la crisi. La inversió en construcció, però, va continuar ancorada al fons, la sobreoferta va persistir i els «brots verds» es van marcar. Els preus van encarar una tònica de descensos graduals però ininterromputs que es va perllongar fins al febrer del 2012, amb un índex Case-Shiller que va arribar a perdre, en termes reals, el 42,1% en relació amb el màxim de l'abril del 2006.

2012: la llum al final del túnel

La recuperació del sector immobiliari va arribar el 2012. La millora és gradual i poc intensa, però sostinguda. Així, l'índex de preus Case-Shiller ha acumulat un creixement del 3,9% entre el febrer i el juliol. La venda d'habitatges de segona mà, que representa el 90% del total, ha augmentat el 10,2% des de l'inici de l'any i, a diferència del temps dels «brots verds», l'oferta també es mou. Així, els habitatges iniciats de l'agost es van situar el 29,1% per damunt del nivell del mateix període de l'any anterior i el sentiment entre els promotors és més optimista que fa uns mesos. Cal constatar, però, que els ritmes de creixement són moderats i que el punt de partida és baix. Així, per exemple, la inversió en construcció residencial del segon trimestre del 2012 va arribar a ser el 2,4% del conjunt de l'economia,

ESTATS UNITS: JA NO CAL ESPERAR TANT PER VENDRE LA CASA

Mitjana de mesos necessaris per vendre un habitatge de segona mà



FONTS: US Census i elaboració pròpia.

per damunt del 2,2% del mínim del tercer trimestre del 2011, però lluny de la mitjana del 4,1% dels anys noranta. Malgrat aquesta intensitat modesta, la inversió en habitatge acumula un increment del 12,4% des del començament del 2011 i, de llavors ençà, ha contribuït positivament al creixement de l'economia. La pregunta clau és si aquesta recuperació tindrà continuïtat.

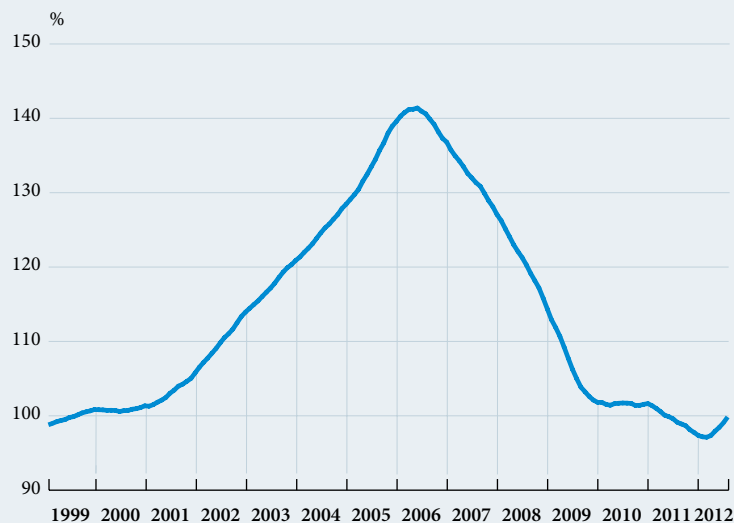
Una recuperació amb continuïtat?

La resposta és, molt probablement, sí: la recuperació de l'habitatge nord-americà continuarà si l'economia nord-americana no recau en recessió. La raó d'aquesta continuïtat és un millor equilibri entre oferta i demanda. Durant aquesta crisi, el veritable escull per a la recuperació del sector ha estat la persistència de la sobreoferta d'immobles. Però l'evidència és que aquesta sobreoferta s'està reduint des de l'inici del 2012. El millor indicador d'això és la disminució del nombre de mesos que es triga a vendre un immoble, que surt de dividir el fons d'habitatges disponibles per a la venda pel nombre d'habitatges venuts en un mes. A l'agost del 2012, es trigava 6 mesos a vendre un immoble, molt per sota dels 10 mesos que calia esperar al llarg del 2011 i dels 16,6 mesos del juliol del 2010, quan la crisi va dur l'habitatge al seu punt més baix. La situació hauria de continuar millorant fins a apropar-se als 4,5 mesos de mitjana del període 1999-2005.

Quines són les raons d'aquesta reducció de la sobreoferta? En primer lloc, cal destacar que, durant aquesta crisi, la construcció s'ha ajustat amb més rapidesa que en episodis anteriors. La conseqüència és que, des del desembre del 2008, s'ha iniciat una mica menys de la meitat d'habitatges del que correspondria a una situació normal, sense bombolles ni crisis. En segon lloc, el nombre d'execucions ha disminuït, de manera que es redueix una via d'alimentació del fons d'habitatges a la venda. Un tercer factor és que molts dels habitatges a la venda s'han orientat cap al lloguer. En quart lloc, l'augment sostingut de les vendes també hi ha contribuït, gràcies a uns preus més raonables. La ràtio del preu de l'habitatge de segona mà (segons l'índex de la *National Association of Realtors*), en

ESTATS UNITS: ELS PREUS HAN TORNAT A LA NORMALITAT

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



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

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

relació amb els ingressos mitjans de les llars, es torna a situar en nivells normals. Aquesta relació s'havia mantingut gairebé constant entre el 1980 i el 2000. La bombolla va fer que els immobles s'apreciessin el 40% en relació amb els ingressos, però les caigudes constants han completat el camí de tornada i ara els immobles tornen a ser assequibles per a moltes famílies. Les tendències demogràfiques també haurien d'afavorir la continuïtat d'aquest procés de reducció de la sobreoferta. La formació de moltes llars joves s'ha retardat a causa de la crisi econòmica. És de suposar que, com a compensació, es formin més llars en els pròxims anys, amb el consegüent increment de la demanda d'habitatges.

L'escenari central és, per tant, el d'una recuperació gradual però sostinguda. Els riscos per a aquest escenari són dos. En primer lloc, una recaiguda en recessió dels Estats Units podria incrementar la morositat i ajornar la formació de llars. El segon risc és el fons d'immobles a l'ombra, és a dir, en mans de propietaris que, descoratjats pels preus baixos, haurien retirat del mercat els immobles que tenien a la venda. En qualsevol cas, els desequilibris que afectaven el mercat immobiliari s'han reduït molt significativament. Per això es pot dir que el sector immobiliari està deixant de ser una feblesa i que, si la recuperació segueix el seu curs, passaria de forma gradual a ser una fortalesa de l'economia nord-americana.

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

Japó: el sector exterior es converteix en un llast

El Japó manté una expectativa de creixement propera al 2,3% per al conjunt del 2012, per damunt de la majoria de les economies avançades, però la major part d'aquest impuls és deguda a la força del primer trimestre. De llavors ençà, l'activitat ha anat de més a menys, i la previsió per al conjunt del 2013 és que l'economia avanci un magre 1,2%, que deixarà inacabat el procés de reconstrucció de les pèrdues de la catàstrofe de març del 2011. El consum privat, sense els suports governamentals addicionals, va perdre la força del primer trimestre. Tanmateix, és el sector exterior el que, al llarg del 2012, ha patit un deteriorament més significatiu, amb una sèrie de dèficits comercials ininterromputs des del març del 2011, que podrien arribar a causar un dèficit per compte corrent. Amb un deute públic que arriba al 230% del PIB i que limita les polítiques fiscals expansives,

el Banc del Japó preveu una expansió monetària per intentar afeblir el ien i millorar el saldo comercial, que fins fa poc havia estat un pilar del creixement japonès.

La causa del deteriorament comercial és doble. D'una banda, les exportacions pateixen els efectes de la feblesa de la demanda global i de la pèrdua de competitivitat per la fortalesa del ien i pels costos derivats dels colls d'ampolla energètics. Entre el març i l'agost del 2012, les exportacions van caure el 18,6%. Si les vendes als Estats Units aguanten millor que el conjunt, les dirigides a Europa van perdre el 22,3%. El problema se centra, però, en el descens de les exportacions a les economies emergents (on el Japó pateix la pèrdua de competitivitat i l'aparició de nous competidors), al qual s'ha afegit el conflicte de les Seikoku amb la Xina, el seu principal client. Així, les exportacions a la resta d'Àsia, que representen més de la meitat del total, van recular el 16,2% des del març, amb la major

El Japó es desacclera i espera un 2013 feble, amb un consum privat anèmic i un sector exterior deficitari.

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	Setembre
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	1,7	...
Producció industrial	16,6	-2,3	-0,6	0,0	2,7	5,1	-2,2	-4,7	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	2,0	-4,0	-4,0	-1,0	-	-3,0	-
Habitatges iniciats	2,7	2,6	8,0	-4,8	3,6	6,7	-9,5	-5,4	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	...
Preus de consum	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,5	...
Balança comercial (3)	7,9	-1,6	1,3	-1,6	-3,7	-3,7	-4,1	-4,1	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,39	0,34	0,34	0,3	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	118,6

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

(4) Percentatge.

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

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

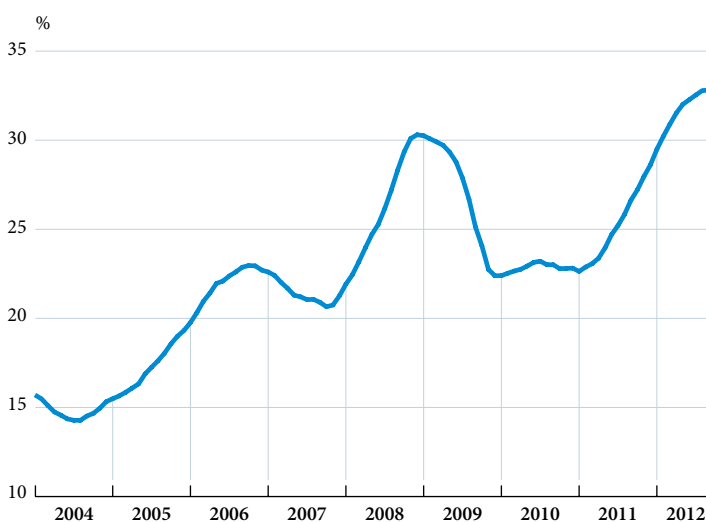
La pèrdua de competitivitat per la fortalesa del ien i pels costos energètics incrementa el dèficit comercial.

part de la pèrdua concentrada al juliol i a l'agost. En aquest sentit, és significatiu que les exportacions a Àfrica s'hagin reduït a la meitat, acompanyades d'importants descensos de les vendes a l'Índia o al Brasil.

A aquesta pèrdua exportadora, se suma el cost de la factura energètica, exacerbada per l'apagada nuclear. En els sis últims mesos, el cost de les importacions de petroli i de gas, en relació amb la mitjana del 2010,

JAPÓ: UNA FACTURA ENERGÈTICA A L'ALÇA

Importacions de petroli i de gas natural en relació amb les exportacions (*)



NOTA: (*) Mitjana mòbil de 12 mesos.

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

s'ha incrementat el 35% i el 65%, respectivament. Així, mentre que les importacions de petroli i de gas van representar el 15,7% de les exportacions totals al llarg del 2003, en els dotze mesos fins a l'agost del 2012, van arribar al 32,8%.

Els últims indicadors no milloren les perspectives. La dinàmica deflacionista persisteix, amb un IPC que, a l'agost, va recular el 0,4% interanual i amb un índex subjacent, el general sense aliments ni energia, que va cedir el 0,6%, coherent amb el descens de les vendes d'automòbils del setembre. La percepció dels empresaris també continua sent negativa, com ho mostra la reculada de l'índex Tankan del Banc del Japó per a grans empreses manufactures. Així mateix, la producció industrial, que, al Japó, està especialment correlacionada amb les exportacions i amb la marxa del conjunt de l'economia, va continuar retrocedint a l'agost i ha acumulat una pèrdua del 5,6% des del març.

Xina: ja s'albira la millora

El PIB de la segona potència econòmica mundial va créixer el 7,4% interanual en el tercer trimestre de l'any, per sota del 7,6% del trimestre anterior, però en línia amb

les previsions del consens. Així mateix, en termes inter trimestrals, i segons fonts oficials, el creixement ha millorat des del 1,5% del primer trimestre, el nivell més baix de l'any, fins al 2,2% del tercer. La dada és raonablement positiva i s'afegeix a altres indicadors recents que suggereixen un cert repunt del gegant asiàtic.

En aquest entorn, la desacceleració de l'IPC en els últims mesos, des de xifres d'inflació properes al 6,5% durant la primera meitat de l'any fins a l'1,9% del setembre, molt per sota de l'objectiu governamental del 4%, dóna marge al banc central per a un relaxament monetari més intens que impulsi l'incipient repunt de l'economia. Addicionalment, la moderació del preu dels aliments, una de les prioritats de l'executiu, facilita l'adopció de noves mesures expansives. En aquest sentit, esperem que, abans que acabi l'any, el banc central abaixi el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics, fins al 5,75%.

Els indicadors de demanda interna, impulsats, en part, pels estímuls fiscals iniciats en el segon trimestre, continuen mostrant signes d'una solidesa relativa. En particular, les vendes al detall van créixer el 14,2% interanual al setembre, de nou dins el rang del 13%-14% dels últims me-

La deflació continua, i la producció industrial recula.

El PIB de la Xina va avançar el 7,4% en el tercer trimestre, en línia amb el consens.

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		2012		
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	10,5	9,3	9,1	8,9	8,1	7,6	-	7,4	-
Producció industrial	15,7	13,7	13,8	12,8	11,6	9,5	9,2	8,9	9,2
Producció elèctrica	14,0	10,9	10,8	8,9	6,5	1,2	2,3	2,6	1,2
Preus de consum	3,3	5,4	6,3	4,6	3,8	2,9	1,8	2,0	1,9
Balança comercial (*)	184	156	170	156	159	182	175	184	198
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00	6,00
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3

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

(**) Percentatge a final de període.

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

Solidesa relativa dels indicadors avançats del setembre.

sos. També ferma, la inversió en capital fix urbana acumulada del gener al setembre va avançar el 20,5%, 3 dècimes per damunt de l'acumulat fins a l'agost.

Per la seva banda, els indicadors avançats d'oferta del setembre han millorat. Així, l'índex de gestors de compres de manufactures (PMI) va pujar lleugerament, fins als 49,8 punts, i va vorejar la zona expansiva marcada pels 50 punts. La producció industrial va avançar el 9,2% interanual al setembre, per damunt del 8,9% de l'agost, tot i que aquí el veredicté és menys clar, ja que el consum elèctric, un mesurament més creïble de la producció industrial del país segons alguns analistes, va créixer per sota de la xifra de l'agost.

Les exportacions avancen un sòlid 9,9% interanual al setembre.

Al front exterior, les exportacions del setembre van avançar el 9,9% interanual en

termes corrents, molt per damunt del 2,7% del mes anterior, i reforcen l'optimisme creixent que genera el gegant asiàtic. La millora s'ha concentrat als mercats dels Estats Units i del sud-est asiàtic. Per la seva banda, les importacions van créixer el 2,3% interanual, enfront del descens del 2,7% de l'agost, de manera que el superàvit comercial es va situar en 27.670 milions de dòlars.

En definitiva, els estímuls fiscals iniciats en el segon trimestre i la millora de les exportacions han allunyat els temors d'un aterratge brusc de l'economia asiàtica. Esperem que el repunt prossegueixi en el quart trimestre i més enllà, recolzat pels plans d'inversió en infraestructures i per les noves mesures estructurals de suport a la demanda interna i als serveis. No obstant això, aquí serà clau l'enfocament econòmic i polític del nou lideratge del país.

Bombolla immobiliària a la Xina?

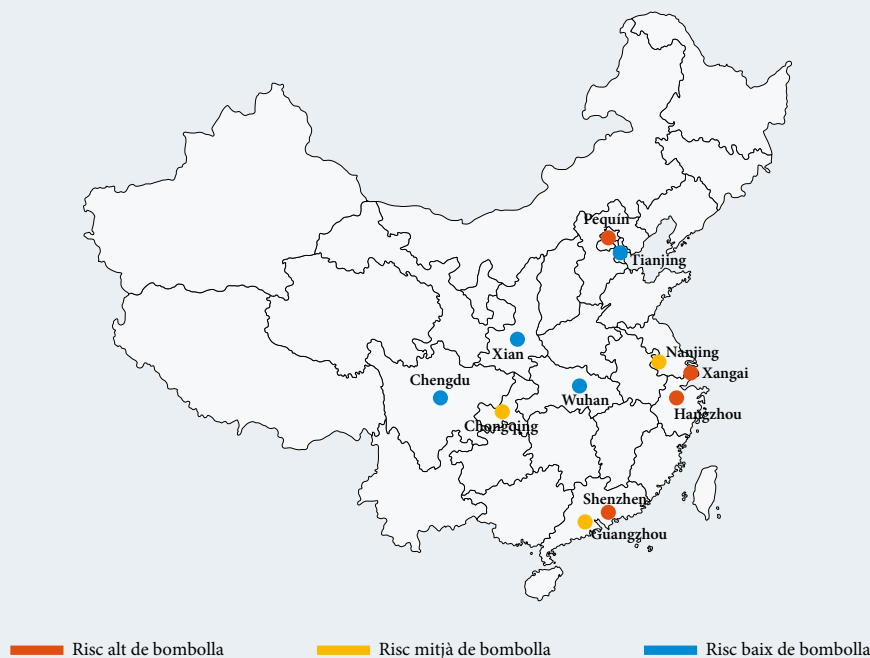
La Xina va resistir admirablement la Gran Recessió que va afectar l'economia mundial el 2008-2009. No obstant això, la feblesa de la recuperació als Estats Units i la recaiguda recent de la zona de l'euro comencen a passar factura, i, el 2012, per primera vegada en més de deu anys, el gegant asiàtic creixerà per sota del 8%. En aquest context d'alentiment econòmic, un focus de preocupació és el sector immobiliari, concretament el risc que esclati una suposada bombolla que provoqui una frenada de l'activitat del país.⁽¹⁾

No obstant això, hi ha hagut realment una pujada en els preus dels habitatges xinesos que pugui ser qualificada de bombolla? Malgrat l'escassetat i la limitada fiabilitat dels indicadors oficials sobre el sector immobiliari, la majoria d'estudis suggereixen que no es pot parlar d'una bombolla immobiliària generalitzada a la Xina, sinó de l'existència de bombolles localitzades a les ciutats de Xangai, Shenzhen i Hangzhou, totes a la costa sud-est del país, així com a la capital, Pequín (vegeu el mapa).

En aquest sentit, i segons les dades de l'Institute of Real Estate Studies de la Tsinghua University, els preus de 35 de les ciutats més grans van créixer al voltant del 225%, en termes reals, durant el període 2000-2010, percentatge que equival a un augment mitjà anual del 8,5%. En un país en què el PIB ha avançat a un ritme del 10% anual en els trenta-cinc últims anys, una taxa de creixement en termes reals del 8,5% anual en el preu de l'immobiliari no sembla extraordinària. Així mateix, durant l'any 2011 i durant la primera meitat del 2012, aquests preus van deixar de créixer i, fins i tot, van recular. En els últims mesos, però, han tornat a augmentar lleugerament. No obstant

(1) Aquest article està basat en el Document de Treball de "la Caixa" 04/2012, «Hi ha una bombolla immobiliària a la Xina?».

LES GRANS CIUTATS DE LA COSTA DEL SUD-EST I PEQUÍN, SOTA PRESSIÓ



FONT: Elaboració pròpia.

això, aquesta evolució amaga diferències substancials entre algunes grans ciutats de la costa, on les pujades han estat molt fortes, i altres ciutats interiors més petites, amb avanços menys importants.

Diversos factors ajuden a explicar l'impuls del preu de l'habitatge a les grans ciutats de la costa: el gran augment dels ingressos de les llars; el procés d'urbanització i la migració del camp a la ciutat; el fort estímul fiscal i el relaxament de les condicions creditícies durant la Gran Recessió del 2008-2009; el paper dels governs locals en la venda de concessions sobre els terrenys i la demanda de sòl per part d'empreses públiques, i, finalment, el paper que juguen el baix tipus d'interès i la falta d'inversions alternatives al país.

Les grans metròpolis han presentat taxes de creixement econòmic superiors a les de les zones rurals. Així, mentre, al començament dels vuitanta, la renda de les ciutats duplicava la de les zones rurals, el múltiple se situa en l'actualitat al voltant de 3,5. Aquesta diferència encara és més gran si considerem les grans ciutats de la costa del sud-est del país, les quals s'han convertit en els motors del creixement del conjunt de l'economia en els darrers trenta anys.

En segon lloc, el procés d'urbanització iniciat el 1978, pel qual més de 300 milions de persones s'han traslladat a les ciutats des de la Xina rural, ha alimentat la demanda immobiliària en aquestes grans ciutats. En els últims anys, les ciutats de la costa del sud-est del país s'han convertit en les principals destinacions dels immigrants rurals.⁽²⁾

(2) Vegeu Kam Wing Chan, «China, Internal Migration», a Immanuel Ness i Peter Bellwood (eds.), *The Encyclopedia of Global Migration*, Blackwell Publishing (de propera aparició, 2013).

Així mateix, el fort estímul fiscal i el relaxament en les condicions creditícies de les acaballes del 2008 han esperonat, molt probablement, el gran increment de preus, més generalitzat a tot el territori, del 2009. Per combatre els efectes de la crisi financera i econòmica global, l'executiu xinès va anunciar un estímul fiscal de 586 mil milions de dòlars (el 7% del PIB anual) per al període 2009-2010 i va relaxar de forma significativa les restriccions al creixement del crèdit, la qual cosa va impulsar aquesta variable a cotes molt elevades (el total de crèdit va créixer el 32% durant l'any 2009, molt per damunt del 15% que havia crescut, de mitjana, durant els cinc anys anteriors).

En quart lloc, i com succeeix en altres països, els ingressos obtinguts per les concessions de sòl urbà són la principal font d'ingressos per a molts municipis (representen al voltant del 50% del total dels seus ingressos). En el cas del gegant asiàtic, aquesta dependència té a veure amb la limitada capacitat dels governs locals de recaptar impostos, molt concentrada en mans del Govern central. Aquesta situació, en combinació amb el fort estímul fiscal del 2009, destinat en bona part a la inversió en infraestructures gestionada pels governs locals, va provocar una forta inflació del preu del sòl i, en conseqüència, del preu de l'immobiliari.

El paper del sector públic com a comprador de sòl urbà també ha tingut la seva rellevància en la determinació dels preus. En particular, hi ha evidència que les grans empreses estatals han adquirit sòl a preus superiors als del mercat. Alguns estudis han estimat, per exemple, que les empreses públiques de l'àrea de Pequín paguen el 27% més per metre quadrat de sòl.⁽³⁾ L'accés privilegiat al crèdit a través dels bancs estatals, un comportament que no sempre es basa en criteris purament comercials, i les relacions personals que uneixen els gestors de les empreses públiques i els membres dels governs locals són algunes de les explicacions subjacents a les licitacions més elevades ofertes per aquestes empreses.

Finalment, el baix tipus d'interès real sobre els dipòsits, en terreny negatiu en molts moments, i la falta d'inversions alternatives fan que el mercat residencial sigui gairebé l'única alternativa inversora per al petit estalviador.

Que hi hagi hagut bombolla o no a la Xina afecta la probabilitat que el sector immobiliari pateixi una frenada sobtada. Però, en cas que succeís, quin seria l'efecte d'aquesta frenada sobre l'activitat econòmica del país?

A tall il·lustratiu, tenint en compte que la inversió residencial representa al voltant del 12% del PIB, un alentiment en la seva taxa de creixement real, per exemple, fins al 6% des del 22,5% registrat el 2011, reduiria el creixement del PIB en 2 punts percentuals de forma «directa». A més a més, hem de considerar els efectes sobre el consum de les famílies i sobre el total d'importacions del país. En particular, la disminució de les importacions arran del descens en la inversió residencial matisaria l'alentiment en 0,5 punts (ja que, aproximadament, el 20% d'aquesta inversió són materials importats). D'altra banda, l'impacte sobre el consum depèn, principalment, de quanta riquesa familiar es destruiria amb una hipotètica caiguda de preus de l'habitatge i de la relació entre aquesta riquesa i el consum. Així, doncs, com la riquesa immobiliària de les famílies representa el 150% del PIB i l'elasticitat-riquesa se situa entre l'1% i el 3% (segons diferents estudis), una disminució en el preu de l'habitatge del 10% implicaria una disminució del consum que restaria entre 0,15 i 0,45 punts al creixement del PIB (0,3 punts percentuals si considerem el punt mitjà). Això comportaria un alentiment final proper a 1,8 punts en el creixement de la Xina i, per tant, una desacceleració d'uns 0,3 punts en el creixement mundial. Sota aquest escenari, la Xina registraria creixements al voltant del 6%, una xifra que, tot i que no soni alarmant, dificultaria la incorporació al mercat laboral de la immigració rural i agreujaria les tensions socials.

(3) Vegeu Jing Wu, Joseph Gyourko i Yongheng Deng, «Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets», *Regional Science and Urban Economics*, vol. 42 (3), maig 2012, pàg. 531-543.

En definitiva, l'augment desmesurat en els preus de l'habitatge no ha estat uniforme ni generalitzat a la Xina, sinó que s'ha concentrat en unes poques grans ciutats del país, principalment Xangai, Shenzhen, Hangzhou (de la costa del sud-est) i Pequín. Malgrat això, i atesos el pes econòmic del sector, la seva incidència en el descontentament social i la rellevància econòmica, demogràfica i immobiliària d'aquestes grans ciutats, és important no perdre de vista el risc que representa un boom immobiliari. Exemples recents d'altres països així ho testifiquen.

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

Brasil: recuperació amb peus de fang

Al Brasil, es respiren, per fi, vents de canvi. Després d'una primera meitat de l'any decebedora pel que fa al creixement, els indicadors conjunturals esbossen un tebi rebot de l'activitat des del juny, que pronostica un creixement del PIB al voltant de l'1,0% en el tercer trimestre (el 4,0% intertrimestral anualitzat). Així i tot, persisteixen els dubtes sobre la solidesa d'aquest rebot i sobre la seva continuïtat sense el suport dels estímuls.

Quant a la demanda, les vendes al detall mostren un fons de resistència, amb el su-

port d'un mercat laboral molt favorable, d'un creixement moderat del crèdit i de la confiança persistent dels consumidors brasilers en la seva economia. En contrapartida, pel costat de l'oferta, i deixant de banda els serveis, la indústria continua mostrant una recuperació tèbia i concentrada en els sectors que s'han beneficiat més de les palanques fiscals. En els pròxims mesos, esperem que aquesta recuperació progressi, esperonada per la feblesa del real i per la recent introducció de noves mesures proteccionistes. No obstant això, s'estima que l'evolució serà gradual i continguda, ja que continuarà patint el llast del desavantatge del sector en termes de

L'economia brasilera esbossa un rebot de l'activitat en el tercer 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		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB real	7,5	2,7	2,2	1,4	0,7	0,5	...	...	...
Producció industrial	10,6	0,4	0,4	-1,9	-3,5	-4,4	-4,1	-2,0	...
Confiança del consumidor (*)	159,7	156,4	153,2	155,2	164,3	163,5	160,6	156,3	158,3
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	5,3
Balança comercial (***)	20,1	29,8	30,5	29,8	29,1	23,9	23,7	23,0	22,5
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	12,00	11,00	9,75	8,50	8,00	7,50	7,50
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,88	1,86	1,83	2,01	2,06	2,03	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.

Malgrat les pressions sobre els preus, esperem el manteniment del to expansiu de la política monetària i de les intervencions canviàries.

competitivitat, d'una divisa encara sobrevaluada i de l'anèmia de la demanda externa.

Disposades a esvair qualsevol dubte, les autoritats econòmiques brasileres mantenen el seu pols amb l'alentiment introduint noves mesures per esperonar la despesa interna. En la reunió de l'octubre, tal com s'esperava, el Comitè de Política Monetària va acordar reduir el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics més i va deixar-lo en mínims històrics. A més a més, va avisar de la seva intenció de mantenir-lo en aquest nivell durant un període llarg de temps. D'altra banda, el Banc Central del Brasil també va reduir els requisits de reserva per abaratir els costos de finançament, per estimular el crèdit i per donar més liquiditat als bancs. Això té una importància especial per a les entitats petites i mitjanes, que són les que més pateixen la reducció dels marges i una regulació més astringent.

Així i tot, el biaix expansionista de les polítiques econòmiques imposa riscos inflacionistes cada vegada més seriosos. Lluny

d'amainar la tendència alcista, els preus han anat accelerant la desviació de la meta central del 4,5%, i és previsible que, tant el 2012 com el 2013, tanquin per damunt d'aquest objectiu. Uns riscos que, a més a més, es veuen agreujats per la determinació de les autoritats brasileres de mantenir el tipus de canvi per damunt dels 2,0 reals per dòlar. Malgrat aquests riscos, no esperem canvis en el tipus d'interès de referència, si més no fins al final del 2013. Si la inflació es desviés en excés, és probable que abans s'opti per deixar apreciar el tipus de canvi o per recórrer a mesures macroprudencials.

Mèxic: cap a una altra... reforma

L'indicador avançat d'activitat que aproxima el creixement mensual del PIB va tornar a superar les expectatives amb un avanç del 4,2% (interanual) al juliol, malgrat l'alentiment de l'agost, amb un creixement del 3,6%. De tota manera, l'economia mexicana manté un bon to i revela un fons de resistència a la persistent feblesa global. El fet que les exportacions netes continuïn

L'economia mexicana continua avançant a bon ritme.

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			Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II				
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	4,4	3,8	...	
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	93,7	90,3	94,1	96,4	98,9	97,6	94,0	
Índex avançat d'activitat (*)	117,1	117,1	122,8	123,7	124,3	126,2	127,7	127	...	
Taxa d'atur (**)	5,4	5,2	5,7	4,8	5,0	4,8	5,0	5,4	5,0	
Preus de consum	3,9	3,2	3,4	3,5	3,9	3,9	4,4	4,6	4,8	
Balança comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,8	-1,5	-1,6	-1,3	-0,6	-0,7	1,1	
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	4,50	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	12,87	

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

contribuint amb decisió al creixement certifica, a més a més, la fortalesa de la competitivitat externa de la seva indústria.

La causa i l'efecte d'aquesta solidesa són l'excel·lent to del mercat laboral. Al setembre, la taxa d'atur va tornar a recular fins al 5,0%, per sota del registre de l'agost i de la previsió de la majoria d'analistes. Tot això alimenta l'optimisme sobre les perspectives econòmiques de la segona economia llatinoamericana a curt termini. Al mateix temps, i després d'una moratòria excessiva, el procés de reformes continua guanyant intensitat i espera l'optimisme sobre el potencial de creixement a mitjà i a llarg termini.

Després de més d'una dècada debatent i ajornant canvis en les estructures econòmiques del país, s'està formant un nou esperit de cooperació entre els dos principals partits, el PAN, que encara governa, i el PRI, que ho farà aviat, per impulsar aquest procés de reformes. Aquest acostament de posicions ja ha donat el primer fruit. Al final de setembre, el Congrés va aprovar la proposta de reforma laboral que pretén guanyar en flexibilitat i modernitzar un entramat legal que s'ha quedat obsolet. Actualment, la proposta està pendent de ser revalidada pel Senat, però tot fa pensar que serà la primera de diverses reformes en camí. Al capdavant, el president electe Enrique Peña Nieto va fer bandera de la seva intenció reformista al llarg de la campanya. La propera reforma serà la fiscal, molt necessària si tenim en compte l'excessiva dependència petrolera dels ingressos fiscals i si considerem que, el 2013, s'aplicarà una reducció de l'impost de societats del 30% al 29%, amb el consegüent impacte sobre la recaptació.

En l'àmbit dels preus, tot fa pensar que les pressions inflacionistes haurien tocat sotre, sense que es percebin, ara com ara, efectes de segona ronda. Això i la nova expansió quantitativa als Estats Units, que

contribuiria a contenir les pressions inflacionistes per la via d'una apreciació relativa del peso, ens porten a mantenir la nostra previsió que Banxico no canviarà el to de la política monetària fins a mitjan 2013, malgrat haver alertat d'una major cautela després de l'última reunió.

El petroli es manté i els metalls baixen

El petroli s'estabilitza després dels descensos del mes anterior. Entre el 20 de setembre i el 22 d'octubre, el cru es va encarrir un mínim del 0,7% i va quedar en els 109,80 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes). El petroli se situa, així, el 2,5% per damunt del nivell del començament de l'any, però perd l'1,1% en relació amb el nivell d'un any enrere, una tendència que hauria de continuar en els pròxims mesos per efectes de base i que hauria de tenir el seu reflex en l'IPC de les principals economies.

El baix creixement de les economies avançades s'ha traslladat, en certa mesura, a les emergents, la qual cosa es tradueix en una menor demanda global de primeres matèries. Així, l'Agència Internacional de l'Energia veu una evolució de la demanda mundial de petroli gairebé plana, mentre que, al setembre, la World Steel Association va revisar un 1,5% a la baixa la previsió de l'abril de la demanda global d'acer per al 2012.

L'evolució de la resta de primeres matèries va estar marcada per uns metalls que van reprendre la tònica a la baixa i que van reflectir la desacceleració de la Xina, el principal demandant mundial. L'índex CRB va baixar l'1,9% entre el 20 de setembre i el 22 d'octubre. Els preus de l'alumini i del níquel van cedir el 7,8% i el 7,5%, respectivament. La baixada del coure va ser més moderada, del 3,8%. Tot i que el ferro va defugir aquesta tònica general pel funcionament idiosincràtic de la seva cotització,

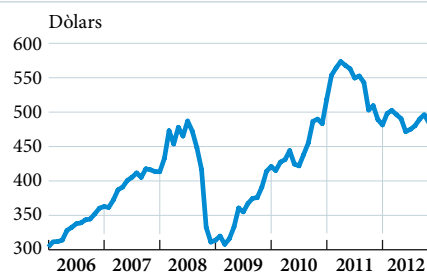
El procés de reformes guanya intensitat.

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

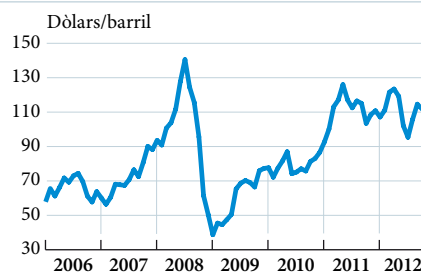
Els metalls reprenen la sendera descendent per la desacceleració de la Xina.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)

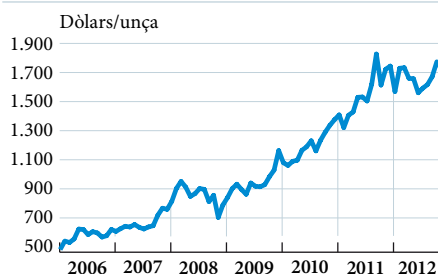
Índex CRB



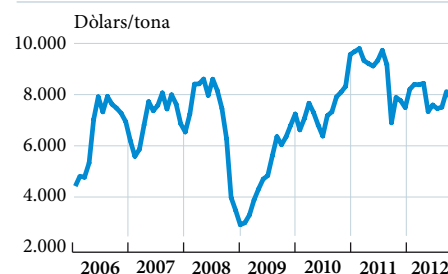
Petroli Brent



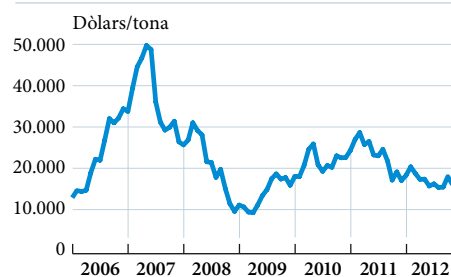
Or



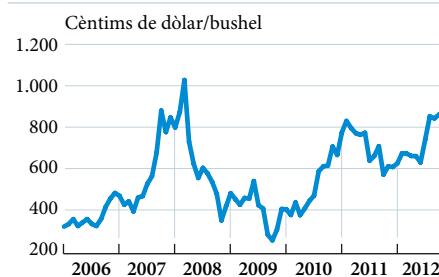
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 22 d'octubre).

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

La demanda global de primeres matèries dóna suport a un escenari de preus més moderats.

la percepció general continua sent a la baixa. Passada la influència de l'expansió quantitativa de la Fed, els metalls preciosos es van sumar als descensos, amb un or

que va cedir el 2,1% i va quedar en 1.726 dòlars l'unça. Entre els aliments, el blat i el sucre van presentar guanys mínims, i el cafè va cedir el 7,7%.

Continua la tendència descendent

L'adopció de mesures de política monetària no convencionals per part del Banc Central Europeu, com el programa d'Operacions Monetàries de Compravenda, ha servit per alleujar de forma substancial les tensions als mercats de deute sobirà d'alguns països. Malgrat tot, aquesta major estabilitat dels mercats financers encara no s'ha vist reflectida en un millor comportament de l'economia al conjunt de la zona de l'euro. De fet, s'espera que la reculada de l'activitat econòmica en el tercer trimestre del 2012 afecti no solament els països perifèrics, sinó també els països del centre.

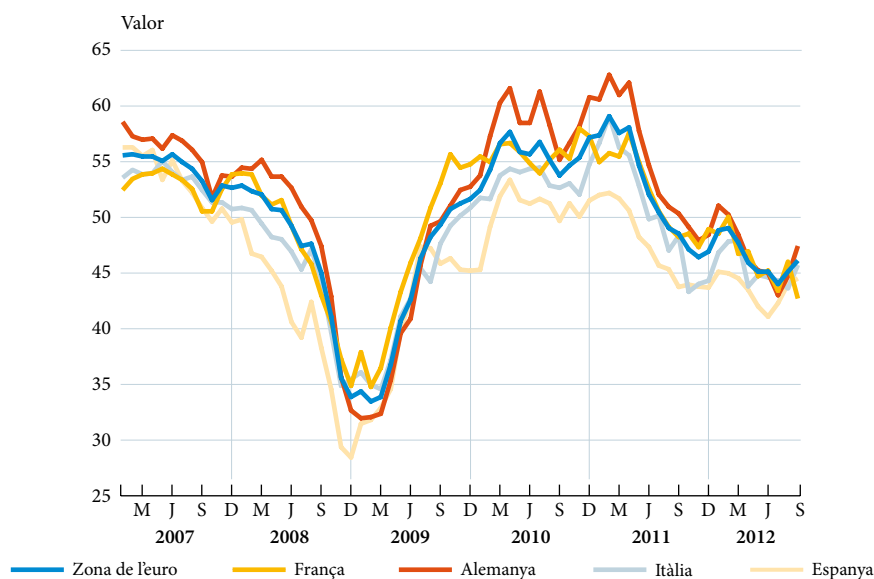
Després d'una contracció del producte interior brut (PIB) del 0,2% en el segon trimestre, els indicadors avançats d'activitat més recents apunten a una caiguda similar per al tercer. L'índex de sentiment econòmic del mes de setembre va mantenir la tendència descendent i es va situar en 85 punts, clarament per sota de la mitjana històrica. Aquesta caiguda va ser impulsada per un afebliment de la confiança als sectors de serveis, vendes al detall i, amb menys intensitat, indústria.

Una mica més favorable va ser la visió dels empresaris de la construcció, que es van mostrar menys pessimistes que a l'agost. Així mateix, l'índex de gestors de compres

La feblesa econòmica es mantindrà durant la segona meitat de l'any.

EL CLIMA EMPRESARIAL ES MANTÉ DEPRIMIT EN EL TERCER TRIMESTRE

Índex PMI de manufactures



NOTA: El valor 50 delimita contracció o expansió econòmica.
FONT: Bloomberg.

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	-0,4	...	...
<i>Alemanya</i>	4,0	3,1	2,7	1,9	1,2	1,0	...	...
<i>França</i>	1,6	1,7	1,5	1,2	0,4	0,3	...	...
<i>Itàlia</i>	1,8	0,6	0,4	-0,5	-1,4	-2,6	...	...
<i>Espanya</i>	-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	-1,3	...
Confiança del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-15,9	-20,6	-20,0	-19,7	-24,6	-25,9
Producció industrial	7,4	4,7	3,9	-0,2	-1,8	-2,4	-2,8	...
Sentiment econòmic (*)	100,5	101,0	98,4	93,6	94,1	91,1	86,1	85,0
Índex d'activitat empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	109,8	106,9	109,2	107,3	102,3	101,4

NOTA: (*) Valor.

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

La confiança dels consumidors recula de nou al setembre.

PMI del sector manufacturer va augmentar al setembre i es va situar en 46,1 punts, el seu valor màxim en 6 mesos. Així i tot, aquest índex es manté per sota dels 50 punts, valor a partir del qual se sol produir una contracció de l'activitat.

Els indicadors de demanda del tercer trimestre també mostren senyals de feblesa. La confiança dels consumidors va recular més de 6 punts entre el juny i el setembre i es va situar en valors similars als del juny del 2009. D'altra banda, les vendes al detall van oferir un respir, ja que es van incrementar el 0,1% a l'agost, de manera que la contracció, en termes interanuals, es va situar en el -1,3%. Destaca l'increment intermensual de les vendes en països com Luxemburg (2,9%), Portugal (2,8%), Eslovènia (2,2%) i Espanya (2,1%). En aquest últim cas, a causa, probablement, de l'avanç de les compres propiciat per la perspectiva de la pujada de l'IVA.

L'FMI revisa les previsions de creixement a la baixa.

En aquest context, l'últim informe de perspectives de l'economia mundial del Fons Monetari Internacional (FMI) del mes

d'octubre va revisar a la baixa les previsions de creixement del PIB en una dècima per al 2012, fins al -0,4%, i en cinc dècimes per al 2013, fins al 0,2%. Aquest informe identifica la zona de l'euro com el principal focus de l'afebliment de l'economia global i, per tant, demana als líders europeus que implementin amb celeritat les polítiques acordades per assolir una major integració econòmica i financera. De fet, l'FMI adverteix que el risc més immediat continua sent el retard o la insuficiència dels acords polítics, que podrien comportar una intensificació de la crisi de la zona de l'euro.

En definitiva, la capacitat dels líders europeus per solucionar la crisi del deute sobirà de manera eficaç serà un factor determinant per aconseguir una recuperació gradual de l'activitat econòmica el 2013. De cara al futur, és crucial que es consolidin les bases per a una unió econòmica, fiscal i financera més integrada i resistent als xocs. Només llavors podrem esperar un creixement econòmic equilibrat i sostingut a llarg termini.

La crisi econòmica de la zona de l'euro passa factura al mercat de treball

La taxa d'atur de l'agost va romandre constant en l'11,4%, amb un registre del juliol que va ser revisat en una dècima a l'alça, i va continuar, així, en el màxim històric des del 1995. Aquesta xifra es va situar 4 punts percentuals per damunt de la dada del març del 2008, el mínim cíclic que es va produir abans de l'inici de la crisi financera. Les diferències de les taxes d'atur entre països continuen sent molt grans, des del mínim d'Àustria, del 4,5%, fins al màxim d'Espanya, del 25,1%, i, ara com ara, no hi ha signes que s'hagin de reduir.

Així ho reflecteixen els indicadors d'opinió de la Comissió Europea del mes de setembre sobre la voluntat de generar ocupació en els pròxims tres mesos per al conjunt de la zona de l'euro. Aquests indicadors anticipen una nova contracció de l'ocupació, en especial al sector industrial, el resultat del qual va recular sis dècimes, fins als 13,3

punts negatius, un nivell que no s'assolia des del març del 2010. Al mateix temps, per bé que tots mostren una tendència clarament negativa, la divergència d'aquesta variable per països és substancial. Alemanya es troba en una situació més favorable que la resta de les economies de la zona de l'euro, tot i que, des del mes de maig, ha començat també a registrar valors negatius, a partir dels quals se sol destruir ocupació.

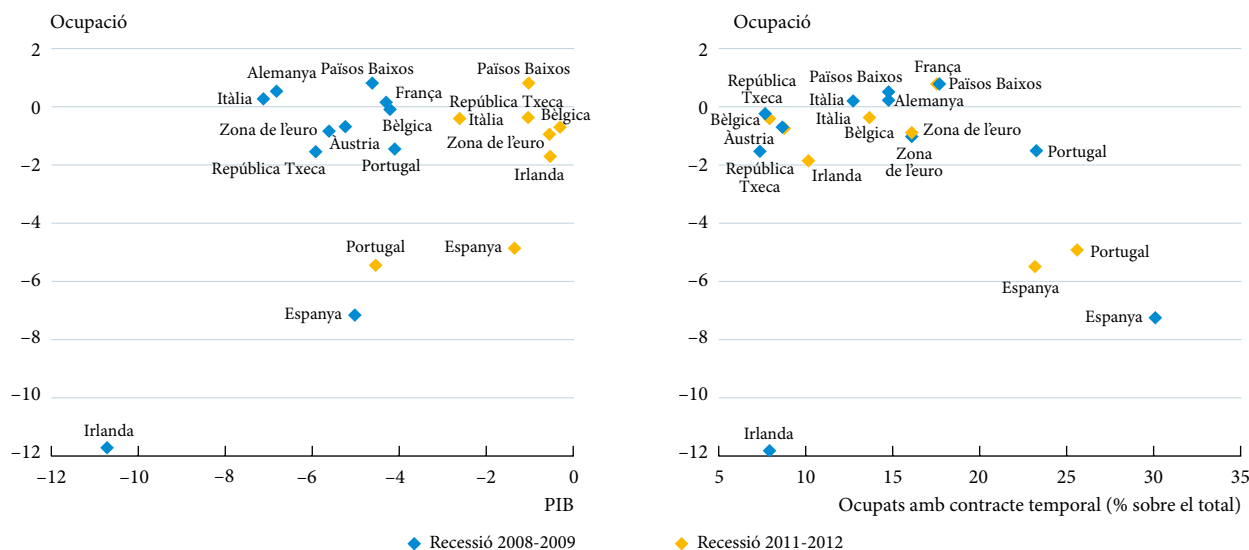
Per poder analitzar amb més profunditat les divergències en la conjuntura laboral entre països, s'efectua una comparació per veure com responen els seus mercats de treball a canvis en l'activitat econòmica. En aquest context, s'observa al gràfic següent que les diferències en les pèrdues d'ocupació entre el punt màxim i el punt mínim del cicle són molt significatives. Aquesta dispersió és, en part, resultat de la intensitat diferent dels processos recessius entre països. No obstant això, aquesta explicació no és suficient per justificar que, per exemple, el nombre de llocs de

La taxa d'atur de la zona de l'euro se situa en l'11,4%.

Els indicadors avançats apunten a noves pèrdues d'ocupació.

LA REACCIÓ DE L'OCUPACIÓ A LA CAIGUDA DEL PIB HA ESTAT MOLT DISPAR

Percentatge de variació des del màxim fins al mínim de cada període



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
Dades d'ocupació i atur corregits d'estacionalitat

	2010	2011	2011		2012		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
Ocupació									
Persones	-0,5	0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	...	...	...
Hores	0,0	0,2	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	...	...	...
Expectatives de creació d'ocupació (*)									
Manufactures	-7,7	2,6	1,6	-3,7	-3,7	-7,1	-11,0	-12,7	-13,3
Serveis	1,5	6,3	6,2	3,2	3,0	-2,9	-3,6	-4,1	-4,2
Costos laborals unitaris per països									
Zona de l'euro	-0,7	0,9	1,1	1,5	1,5	1,4	...	...	...
Alemanya	-1,0	1,3	1,6	2,2	2,5	2,5	...	...	...
França	0,7	1,6	1,8	2,1	2,2	1,8	...	...	...
Itàlia	-0,5	0,9	1,3	1,3	1,1	1,6	...	...	...
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	11,3	11,4	11,4	...
Alemanya	7,1	6,0	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	5,5	...
França	9,7	9,6	9,6	9,8	10,0	10,3	10,6	10,6	...
Itàlia	8,4	8,4	8,5	9,2	10,0	10,6	10,7	10,7	...
Espanya	20,1	21,7	22,1	23,0	23,8	24,6	25,0	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.

L'ajust de l'ocupació durant la crisi, més intens als països que van experimentar una bombolla immobiliària.

treball hagi caigut l'1% a Àustria i el 7% a Espanya durant la crisi del 2008 (punts blaus), malgrat que el PIB dels dos països va experimentar caigudes similars, prop del 5%.

Per tant, tal com ho posa de manifest un estudi del Banc Central Europeu («Euro area labour markets and the crisis», Structural Issues Report, BCE, setembre del 2012), la naturalesa de la pertorbació, i no solament la seva gravetat, pot haver afectat la transmissió de la caiguda del PIB al mercat de treball. Així, doncs, els països que l'any 2008 van experimentar l'esclat de la bombolla immobiliària i que, durant els anys previs, haurien experimentat un major creixement del crèdit i importants

dèficits per compte corrent van patir una caiguda més intensa de l'ocupació. En canvi, els països que van iniciar l'etapa recessiva a causa de l'enfonsament del comerç mundial van tenir un xoc més transitori, que va implicar menys pèrdues de llocs de treball.

Paral·lelament, altres components institucionals del mercat de treball de cada país també poden haver repercutit en el grau d'ajust de l'ocupació durant la recessió. En aquest sentit, els països que, per exemple, tenien una major proporció de contractes temporals abans de la crisi van presentar una taxa de destrucció de llocs de treball relativament més elevada.

Estabilitat de la inflació a la zona de l'euro

L'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) del mes de setembre a la zona de l'euro va presentar un creixement del 2,6% en taxa interanual i va repetir el registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou l'alimentació i l'energia, va créixer a una taxa interanual de l'1,6%, una dècima per sota del mes d'agost. Al setembre, els epígrafs més inflacionistes van ser el vestit, el calçat i el fuel per a transport.

El vestit, amb un augment intermensual del 14,0%, ha incrementat en set dècimes la taxa de variació interanual de l'IPC general. El canvi d'estació i la presentació de les noves col·leccions expliquen la pujada de preus. Pel mateix motiu, el calçat ha contribuït en gairebé dues dècimes a l'augment interanual de l'IPC general. Finalment, cal destacar l'aportació d'una dècima a la inflació del mes de setembre de la despesa en fuel per a transport.

Aquestes pujades han estat contrarestades per la reducció del subíndex de preus de telecomunicacions (mitja dècima), restaurants i cafès (mitja dècima), pel final de la temporada de vacances. Però, sobretot,

per la reducció en una dècima de la variació interanual de l'IPC general de tres classes de despesa: el transport aeri, hotels i paquets de viatges, afectats, en els tres casos, pel final de la temporada turística.

Geogràficament, mentre que la inflació d'Alemanya va baixar en una dècima, fins al 2,1%, i la de França va recular dues dècimes, fins al 2,2%, a Itàlia i a Espanya va pujar fins al 3,4% i el 3,5%, respectivament. La pujada a Espanya va ser més intensa, concretament de set dècimes, a causa de l'increment de l'impost sobre el valor afegit.

Aquesta situació s'hauria de mantenir estable en els pròxims mesos. L'increment de taxes i d'impostos als països mediterranis, per intentar complir els objectius de reducció del dèficit públic, evita que els nivells de preus reflecteixin el to de feblesa de la seva demanda. En aquests països, la inflació no és deguda a les pressions de la demanda ni als augments dels costos laborals, sinó que reflecteix l'increment de preus del petroli i, sobretot, la pujada d'impostos. Evidentment, en un context en què Itàlia i Espanya han de guanyar competitivitat, mantenir un diferencial positiu d'inflació enfront de França i d'Alemanya complica els seus ajustos ma-

A la zona de l'euro, la inflació roman ancorada en el 2,6%.

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		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
Zona de l'euro									
IPCH	1,6	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4	2,6	2,6
IPCH subjacent	1,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,8	1,9	1,7	1,6
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	2,1
França	1,7	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2	2,4	2,2
Itàlia	1,7	2,9	2,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,3	3,4
Espanya	2,0	3,1	2,9	2,7	1,9	1,9	2,2	2,7	3,5

FONT: Thomson Reuters Datastream.

El superàvit de la balança corrent arriba als 33.255 milions d'euros en els vuit primers mesos del 2012.

croeconòmics. No obstant això, el diferencial no s'hauria d'ampliar de forma significativa i, d'altra banda, és temporal.

Les exportacions de béns lideren la millora del superàvit corrent

La balança per compte corrent de la zona de l'euro va registrar un nou superàvit en el mes d'agost, amb el qual el saldo acumulat durant els vuit primers mesos de l'any va augmentar fins als 33.255 milions d'euros, una xifra que contrasta amb el dèficit registrat en el mateix període de l'any anterior, de 37.930 milions d'euros. La major part d'aquesta millora, concretament el 85%, és deguda al bon comportament de la balança de béns. Així, després de set mesos encadenant superàvits, el saldo acumulat de la balança de béns entre el gener i l'agost va arribar als 47.512 milions d'euros.

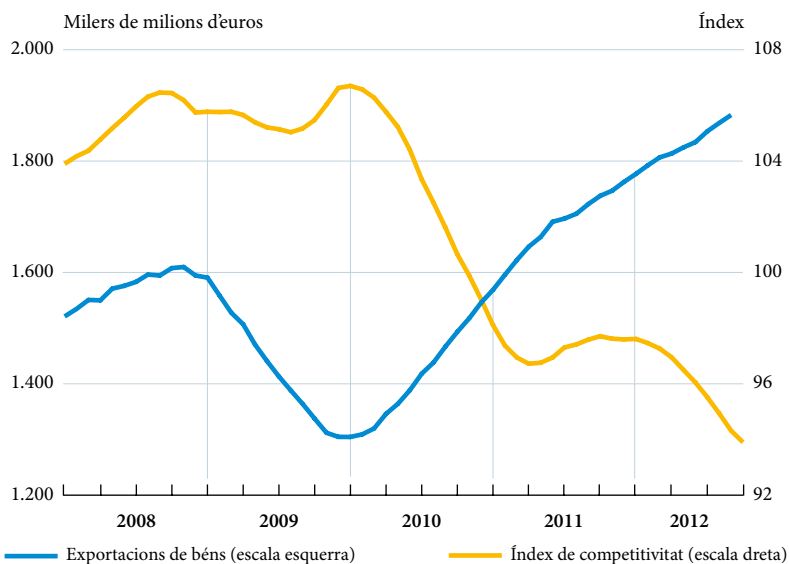
Això va tenir lloc en un context de millora dels fluxos pressupostaris. Així, les expor-

tacions de béns van créixer el 9,1% interanual en aquest període, 5,2 punts percentuals per damunt del registre de les importacions. Com s'observa al gràfic següent, aquest increment de les exportacions es manté en línia amb la tònica de creixement de l'últim any i mig. Sens dubte, els guanys de competitivitat durant aquest període han jugat un paper important en l'evolució positiva de les exportacions. Així, des del desembre del 2009, l'índex de competitivitat de la zona de l'euro, mesurat mitjançant els diferencials d'inflació amb la resta del món, va millorar de forma significativa.

El desglossament per àrees geogràfiques mostra que aquest increment no ha estat uniforme entre el conjunt de socis comercials de la zona de l'euro. Entre les regions més dinàmiques en la compra de béns provinents de la zona de l'euro, cal destacar Rússia i l'Amèrica Llatina, amb creixements propers al 17%. Per la seva banda, les exportacions cap als Estats Units, un

ELS GUANYS EN COMPETITIVITAT IMPULSEN LES EXPORTACIONS DE BÉNS

Exportacions acumulades durant els dotze últims mesos i indicador harmonitzat de competitivitat (mitjana de 12 mesos)



FONT: Banc Central Europeu.

SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011			2012				
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Zona de l'euro										
Imports	21,6	14,0	14,1	11,4	6,4	4,0	1,3	2,5	1,3	...
Exportacions	20,1	13,3	13,5	10,0	9,3	8,7	8,2	11,1	10,4	...
Balança comercial (1)	0,7	-9,2	-16,6	-21,6	-9,2	9,5	39,1	51,9	64,2	...
Saldos corrents (2)										
Zona de l'euro	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,7	0,8	...
<i>Alemanya</i>	6,0	5,7	6,0	5,9	5,7	5,7	6,1	6,2	6,3	...
<i>França</i>	-1,6	-2,0	-2,1	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	...
<i>Itàlia</i>	-3,5	-3,3	-3,8	-3,7	-3,3	-2,6	-1,8	-1,7	-1,5	...
<i>Espanya</i>	-4,5	-3,5	-4,2	-3,8	-3,5	-3,3	-3,2	-2,8	...	...
Tipus de canvi euro/dòlar (3)	1,33	1,40	1,37	1,45	1,43	1,35	1,32	1,26	1,23	1,26
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,68	103,40	102,6	105,3	103,6	102,1	99,4	95,30	95,20	97,20

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.

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

dels principals socis comercials de la zona de l'euro, van augmentar el 14,0% en aquest mateix període. En canvi, s'observa un cert alentiment en les exportacions cap a la Xina, coherent amb el menor creixement de l'activitat econòmica del gegant asiàtic. Concretament, a l'agost, les exportacions van augmentar només el 2,5% interanual, molt per sota del creixement del 10,1% dels sis primers mesos de l'any.

En clau de futur, hi ha la probabilitat d'un alentiment de les exportacions de la zona de l'euro durant l'últim trimestre de l'any. El repunt del tipus de canvi efectiu nominal al setembre i la feblesa de la demanda dels països europeus externs a la zona de l'euro donarien suport a aquest escenari. No obstant això, no esperem que aquest menor pols de les exportacions sigui un escull insalvable per al manteniment de la tònica d'augment de la capacitat de finançament del conjunt de la zona de l'euro. La probable caiguda de les importacions, en

un context de menor consum a la zona de l'euro, i els avanços del superàvit de les balances de serveis i de rendes permetran nous avanços del superàvit corrent.

Sector públic i governança

El programa de compra de deute sobirà que el Banc Central Europeu (BCE) ha dissenyat per als països de la zona de l'euro que ho sol·licitin, sempre que compleixin determinades condicions, ha aconseguit relaxar les tensions als mercats financers durant els dos últims mesos. D'aquesta manera, els líders polítics van afrontar el Consell Europeu de mitjan octubre amb menys urgències que en ocasions anteriors, situació que va permetre centrar tots els esforços en l'avanç cap a la unió bancària i fiscal.

En efecte, es va acordar que, abans d'acabar l'any, s'haurà dissenyat el mecanisme de

Les exportacions cap a la Xina s'alenteixen a l'agost i creixen només el 2,5% interanual.

Les tensions als mercats financers es relaxen.

El dèficit públic del conjunt de la zona de l'euro es redueix fins al 4,1% del PIB.

supervisió única del sistema bancari de la zona de l'euro i les condicions per a la recaptabilització directa a la banca, mitjançant el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE). Pel que fa a l'enfortiment de la governança fiscal, es pretén aprovar dues noves propostes legislatives que reben el nom de *two-pack*. Les dues normes se centren en la supervisió dels plans pressupostaris dels Estats membres. Per aquest motiu, s'establiran requisits addicionals que assegurin una millor gestió i un seguiment més estret de l'execució pressupostària dels socis de la zona de l'euro, amb més exigència en el cas dels països sota el procediment de dèficit excessiu supervisat per la Comissió Europea.

Tot plegat en un context de consolidació que, com s'observa al gràfic següent, ja ha reduït, ara com ara, el dèficit del conjunt de la zona de l'euro en 2,6 punts percentuals entre el març del 2010 i el març del 2012, fins a situar-lo en el 4,1% del producte interior brut (PIB).

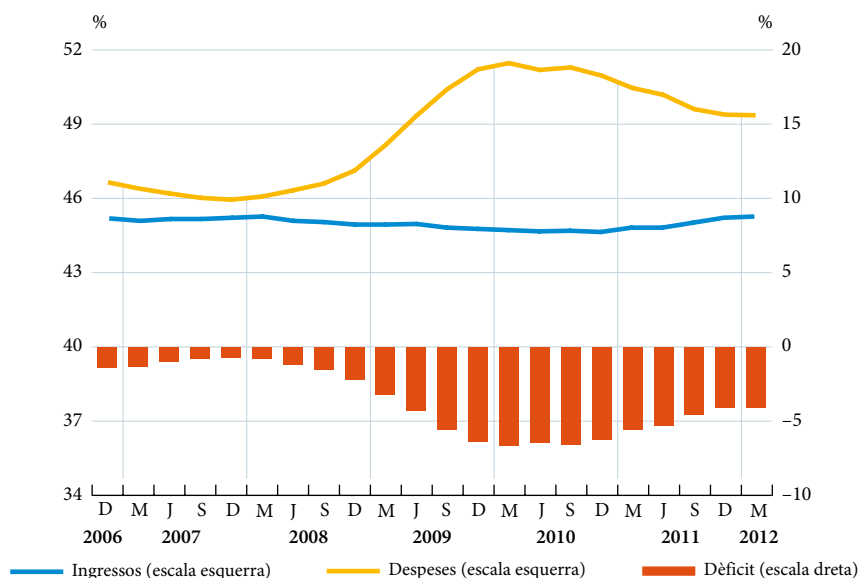
Els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2013 aprovats durant l'últim mes per alguns dels països membres apunten al manteniment d'aquesta tendència durant l'any vinent. Segons les previsions oficials, tant França com Itàlia acabaran el 2013 amb dèficits que compliran el criteri de Maastricht. En el cas francès, es tracta d'una correcció del dèficit d'1,5 punts percentuals en relació amb el nivell previst del 2012, per situar-se en el 3,0% del PIB. A Itàlia, la correcció del dèficit serà menor, d'un punt percentual, però suficient per finalitzar l'any amb un dèficit de l'1,6%. En aquest sentit, és important destacar la capacitat d'ajust de les arques públiques italianes durant enguany, ja que, malgrat l'elevada càrrega dels interessos del seu deute, tot fa pensar que aconseguiran complir l'objectiu de dèficit públic.

No obstant això, s'observen diferències importants en les estratègies seguides pels dos països per corregir els comptes públics. Així, gairebé dos terços de l'ajust que durà

França i Itàlia presentaran un dèficit públic per sota del 3% del PIB el 2013.

HAN PASSAT DOS ANYS DES DE L'INICI DE LA CONSOLIDACIÓ FISCAL

Fluxos pressupostaris en percentatge del PIB



FONT: Banc Central Europeu.

a terme França respon a increments dels ingressos, principalment dels impostos sobre la renda i de societats. Al país transalpí, en canvi, la gran majoria de la reducció es produirà per la via de mesures de reducció de la despesa, entre les quals destaquen la menor despesa en ocupació pública i la centralització de la gestió de la despesa de les administracions públiques.

Aquestes diferències també s'observen als pressupostos aprovats per Espanya i per Portugal. Els dos països implementaran importants mesures d'ajust el 2013, del 2,5% del PIB i del 3,2% del PIB, respectivament. A Portugal, gairebé el 80% de les mesures es realitzaran per la via dels ingressos, mentre que Espanya optarà per la via de la reducció de la despesa. Aquests esforços seran neutralitzats parcialment pel deteriorament del cicle econòmic, que, en els dos casos, situarà el dèficit públic en el 4,5% del PIB.

Cap a una unió bancària estable i eficient

Les condicions creditícies i l'evolució de l'estalvi continuen reflectint el difícil moment que travessa l'economia de la zona de l'euro. Pel que fa als actius monetaris, es continua accentuant la tinença d'actius més líquids per part dels agents. En aquest sentit, els dipòsits a curt termini continuen augmentant, en detriment d'altres actius amb venciments a més llarg termini. Això s'explica pel fet que dipòsits a diferents venciments ofereixen un tipus d'interès molt similar, i, atesa la incertesa vigent, els agents es decanten cap als venciments més fàcilment convertibles en diners.

Això queda reflectit en les dades del mes d'agost, quan els dipòsits a la vista van presentar un increment del 5,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior, de manera que es manté la tendència a l'alça

iniciada a l'abril. Per la seva banda, els dipòsits menys líquids mantenen una tendència negativa. Els dipòsits a curt termini, exclosos els que són a la vista, mostren un creixement del 0,8%, un registre molt inferior als creixements dels mesos anteriors. Per la seva banda, els instruments negociables –que són els que presenten una liquiditat menor– s'han contret mig punt percentual en relació amb l'any anterior, una caiguda que contrasta amb la pujada del 4,3% del mes anterior.

Pel que fa a l'evolució creditícia, les dades evidencien que el finançament al sector privat continua disminuint. D'una banda, el finançament a les societats no financeres va caure el 0,5% a l'agost en relació amb el mateix mes del 2011, mentre que el finançament a les llars va anotar un lleuger avanç de l'1,0%. La falta de confiança dels agents econòmics i el manteniment de la incertesa en cotes elevades llasten la demanda de crèdit. Al mateix temps, l'oferta de crèdit continua restringida en alguns països de la zona de l'euro, a causa del procés d'ajust del balanç dels bancs.

Les dades sobre l'evolució del crèdit han fet que el Fons Monetari Internacional (FMI) hagi emès un nou senyal d'alarma. El passat mes d'abril, l'FMI va publicar, al seu informe d'Estabilitat Financera Global, una previsió sobre l'evolució del crèdit dels països perifèrics de la zona de l'euro en què plantejava tres escenaris possibles de la situació creditícia: feble, normal i bona. Malgrat que, al març, tot feia pensar que la tendència seria de manteniment de l'escenari normal, ens trobem en el més feble. Aquest resultat evidencia una intensificació del deteriorament de l'accés al finançament per part del sector privat.

En aquest sentit, l'FMI recorda que és imprescindible avançar cap a una unió bancària, tal com es va acordar al Consell Europeu de l'octubre. Dels quatre pilars de

Hi ha diferències en les estratègies per reduir el dèficit dels diferents països.

Espanya i Portugal preveuen assolir un dèficit públic del 4,5% del PIB el 2012.

Els agents es decanten cap a actius més líquids.

Hi continua havent dubtes sobre la recapitalització bancària.

L'informe Liikanen proposa la separació d'activitats bancàries d'alt risc.

la unió bancària (regulació comuna, supervisor únic, mecanismes de resolució i fons de garantia comuna), el flanc més avançat és el de la supervisió. Els líders europeus van establir que, al gener del 2013, s'aprovarà el marc legal de la supervisió bancària, i s'espera que el Mecanisme Únic de Supervisió (MUS) comenci a ser operatiu al llarg de l'any. L'existència d'aquesta institució és una condició necessària perquè el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) pugui recapitalitzar directament els bancs, la qual cosa facilitaria trancar el vincle entre deute bancari i deute sobirà. No obstant això, alguns països centrals, liderats per Alemanya, han mostrat reticències al fet que el MEDE recapitalitzi directament la banca abans que el MUS estigui operatiu de forma eficaç. A més a més, també han questionat que la recapitalització serveixi per cobrir pèrdues preexistents a la posada en marxa del MUS.

talització serveixi per cobrir pèrdues preexistents a la posada en marxa del MUS.

Al mateix temps, es continua avançant en altres fronts per reformar el marc regulador del sector bancari. El passat dos d'octubre, es va presentar, a petició de la Comissió Europea, l'Informe Liikanen, realitzat per professionals de gran prestigi del món empresarial o acadèmic i presidit pel director del banc central de Finlàndia, Erkki Liikanen. El suggeriment més rellevant ha estat la separació legal de les activitats bancàries que presenten més risc de la resta d'activitats que realitzen els bancs. L'objectiu que es persegueix és la protecció de les activitats essencials de dipòsit i de provisió de serveis financers, vitals per al funcionament de l'economia, d'altres activitats d'alt risc.

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	Agost	Setembre
Finançament al sector privat (1)								
Societats no financeres	-1,0	2,0	2,3	1,9	0,7	0,2	-0,5	...
Llars (2)	2,7	2,8	2,7	2,2	1,9	1,3	1,0	...
Dipòsits (1)								
Dipòsits a la vista	8,8	1,3	0,9	0,9	1,7	2,3	5,0	...
Altres dipòsits a curt termini	-5,2	2,7	3,3	2,2	2,9	2,7	0,8	...
Instruments negociables	-9,1	-5,4	-5,2	-3,0	0,5	2,8	-0,5	...
Tipus d'interès del mercat monetari (%)								
Repo BCE	1,0	1,3	1,42	1,42	1,00	1,00	0,75	0,75
Euríbor a 3 mesos	0,8	1,4	1,57	1,54	1,14	0,71	0,38	0,28
Euríbor a 12 mesos	1,3	2,0	2,15	2,08	1,76	1,32	0,94	0,80
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	2,2	...
Préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge (4)	2,7	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2	2,9	...
Dipòsits fins a 1 any de les llars	2,1	2,6	2,7	2,8	2,9	2,7	2,7	...

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.

Europa emergent: alleujament financer, feblesa macroeconòmica

L'Europa emergent continua presentant dues cares molt contrastades: mentre que, al front de l'estrès financer derivat de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro, es transita per una via relativament plàcida des de l'estiu, l'evolució de les dades relatives a l'activitat continuen sense millorar de forma apreciable.

Confirmant la primera d'aquestes realitats, la de la distensió financer, i com es pot apreciar al gràfic següent, les decisions que s'han adoptat i els anuncis que s'han realitzat a nivell comunitari des del passat mes de juliol (anunci d'intervenció il·limitada, però condicionada, al mercat secundari de deute del Banc Central Europeu; vistiplau del Tribunal Constitucional alemany al Mecanisme Europeu d'Estabilitat; concrecions sobre la unió bancària) han contribuït, decisivament, a reduir l'estrès financer sobre les condicions de finançament del deute sobirà a l'Europa emergent.

En el moment de redactar aquestes línies, la majoria d'analistes financers consideren que els nivells de les primes de risc d'aquests països reflecteixen, de forma adequada, els seus fonamentals macroeconòmics (perspectives de creixement, nivells de dèficit i deute públic, etc.). Això implica que l'hipotètic contagi (que, llevat dels casos d'Hongria i de Romania, no va ser mai excessiu) de les tensions financeres als mercats perifèrics de la zona de l'euro ha gairebé desaparegut.

Així mateix, cal esmentar que aquest relaxament de l'estrès financer també s'ha reflectit en altres actius de risc, com les divises. L'apreciació de les monedes nacionals ha estat especialment intensa a Hongria, beneficiada per l'expectativa de l'acord financer amb el Fons Monetari Internacional. Aquesta perspectiva és deguda, en gran part, al fet que el projecte de pressupost per al 2013 és un avanç apreciable en la tònica de correcció dels desequilibris públics i elimina algunes mesures que els organismes internacionals consideraven

A l'Europa emergent, les dades més recents apunten a una millora financer clara, però no a una recuperació apreciable de l'activitat.

El risc-país s'ha reconduït de forma notable a la regió.

DISTENSIÓ NOTABLE DEL RISC-PAÍS A L'EUROPA EMERGENT

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



FONT: Thomson Reuters Datastream.

El sentiment econòmic mostra que, en el tercer trimestre, l'activitat es continua afeblint.

Alguns indicadors avançats suggereixen que el nivell màxim d'afebliment econòmic s'assoliria en el tram final del 2012.

Fins al moment, hi ha poques justificacions per revisar a l'alça les previsions de creixement per al 2012 i el 2013.

difícilment acceptables. En sentit contrari, l'apreciació de la divisa ha estat molt més continguda a Romania, on el banc central està intervenint per frenar-la.

En canvi, en una situació que contrasta amb aquest alleujament financer, els últims desenvolupaments en matèria d'activitat macroeconòmica mostren que la tònica de feblesa s'ha intensificat en el tercer trimestre. L'indicador que replica millor l'evolució del producte interior brut en conjunt, el de sentiment econòmic, suggereix que, en el tercer trimestre, el creixement es tornarà a desaccelerar. Així, en el període juliol-octubre del 2012, el sentiment econòmic de la mitjana de les cinc economies que ressenyem habitualment en aquestes pàgines (Polònia, Hongria, Romania, la República Txeca i Eslovàquia) ha reculat de l'ordre dels tres punts percentuals, fins als 89 punts. Aquests nivells equivaldrien a un creixement regional a la zona de l'1% interanual, molt baix per als països de la zona. Tot i que, possiblement, l'indicador de sentiment econòmic està sobrevalorant l'abast de la desacceleració, la veritat és que el tercer trimestre haurà estat un període de major feblesa macroeconòmica.

A partir d'aquest nivell tan baix, el quart trimestre serà el punt d'inflexió del cicle? Malgrat les dades contemporànies, certament poc esperançadores, certs indicadors de caràcter avançat permeten matisar una lectura de continuïtat excessivament rigorosa. Per exemple, l'indicador compost d'indicadors avançats de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) mostra una tendència

a l'estabilització a Polònia, l'economia de referència de la regió, en les dades de l'agost. Això apuntaria al fet que el nivell més baix de l'activitat econòmica a Polònia s'assoliria al començament del 2013. Addicionalment, el component de producció prevista de l'indicador de sentiment econòmic mostra, al setembre, una recuperació que estaria anticipant que la producció repuntaria cap al final del 2012. L'únic factor versemblant per justificar aquesta millora provindria d'una certa recuperació de les exportacions cap a la zona de l'euro.

En definitiva, és difícil poder afirmar, o desmentir, amb rotunditat, en aquests moments, que l'activitat va arribar al nivell mínim en el tercer trimestre i que es recuperarà en el quart. Això és degut, d'entrada, al fet que acumulem massa poques dades positives per poder afirmar, de forma inequívoca, que les tendències a la feblesa s'han truncat. Més que un rebot pròpiament dit, sembla que es comença a establir un nivell límit per a la caiguda. Però, a més a més, la naturalesa d'aquesta millora incipient, basada en desenvolupaments exògens a la regió (derivats, cal recordar-ho, d'un hipotètic to més positiu a la zona de l'euro i de la distensió de l'aversió global al risc), ens força a ser prudents. La falta d'elements autòctons de millora (com podria ser un repunt apreciable de la demanda interna) deixa la continuïtat de la recuperació en mans de l'evolució del cicle a les economies centrals de la zona de l'euro (per a la qual no s'entreveu encara un escenari de creixement clar fins ben entrat el 2013) i de la possibilitat que la crisi del deute sobirà segueixi una tònica de resolució gradual.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

To més estable, amb el suport dels bancs centrals i la mirada en els Governos

Els mercats financers internacionals encaren la recta final de l'any en un clima raonablement estable, circumstància poc freqüent en els últims anys. El principal recolzament procedeix dels bancs centrals, tant als països desenvolupats com als emergents, que han adoptat mesures monetàries clarament expansives i de suport als mercats. També hi contribueixen els passos, lents però significatius, que estan fent els líders polítics de la zona de l'euro amb l'objectiu de forjar una unió monetària amb els fonaments adequats. De la mateixa manera, en l'àmbit de la conjuntura econòmica, sembla que els indicadors avançats d'activitat han aturat la tònica de deteriorament iniciada uns mesos enrere. En suma, un seguit de factors que han propiciat la millora de les expectatives de creixement global i la recuperació parcial de la confiança dels inversors, que es mostren més predisposats a assumir riscos en les seves carteres. No obstant això, encara queden molts elements per resoldre, en especial en el terreny d'actuació de les instàncies polítiques. Abans que acabi l'any, diverses cites centraran l'atenció dels mercats. Destaquen les eleccions presidencials als Estats Units i, tot seguit, la gestió de l'anomenat *fiscal cliff*, el congrés del Partit Comunista Xinès i la celebració de dues cimeres europees de gran rellevància per establir el full de ruta cap a la unió fiscal i política. A Espanya, mentre s'espera si, finalment, el Govern demanarà el fons de rescat euro-

peu per a un segon pla d'ajut, les pròximes setmanes també seran crucials. Del resultat d'aquests esdeveniments dependrà que el clima de tranquil·litat es perllongui, com sembla més probable, o que retornin les turbulències, d'amarg record.

A l'espera dels resultats de les mesures quantitatives de política monetària

La feblesa de l'economia global i la persistència de les fragilitats financeres han provocat que les autoritats monetàries intensifiquin, en els últims mesos, l'adopció de mesures expansives de política monetària. Les més destacades van tenir lloc al setembre, protagonitzades per la Reserva Federal dels Estats Units i pel BCE. A l'octubre, han estat els bancs centrals de diversos països emergents els que han donat continuïtat al procés. L'objectiu compartit és promoure un entorn financer benigne que permeti reactivar el creixement.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va decidir, en la reunió de l'octubre, mantenir el tipus d'interès rector en el 0,75%. El Consell de Govern de l'entitat creu que aquest nivell és l'adequat, ja que considera que la recuperació és l'escenari més probable, per bé que reconeix que encara hi ha un elevat nombre de riscos que planen sobre la regió. Entre aquestes amenaces, cal destacar les derivades de les tensions dels mercats financers d'alguns països de la perifèria i les generades per l'encariment dels preus de l'energia i els impostos indirectes. Atesa aquesta tessen-

L'entorn financer millora gràcies al suport dels bancs centrals.

En el tram final de l'any, tindran lloc cites polítiques decisives.

El BCE manté el tipus d'interès rector en el 0,75%.

El BCE només comprarà deute dels països que, prèviament, hagin sol·licitat ajuda al MEDE.

El BCE assumirà el paper de supervisor bancari únic de la zona de l'euro.

La Fed defensa la seva estratègia i manté el rumb.

ra, els responsables de la institució reconeixen que, a curt termini, el creixement de la zona de l'euro es mantindrà feble i que la inflació es mantindrà també una mica per damunt de l'objectiu, però que, al llarg dels pròxims trimestres, el pols de l'activitat econòmica millorarà i la inflació es moderarà. Conseqüentment, la seva conclusió és que el nivell dels tipus d'interès ha de romandre inalterat.

No obstant això, el discurs del president de l'entitat, Mario Draghi, es va endurir en parlar de l'última de les mesures no convencionals adoptades pel banc. En la reunió del setembre, el Consell va acordar la posada en marxa del programa d'Operacions Monetàries de Compravenda (OMC). Aquest programa contempla la intervenció directa de l'entitat als mercats secundaris de deute públic dels països de la zona de l'euro, però sempre sota estrictes condicions. La veritat és que, des de l'anunci d'aquest pla, han amainat les tensions als mercats financers de la perifèria de la regió i el temor dels inversors a escenaris de ruptura de l'àrea monetària única. En aquest sentit, Draghi va llançar el missatge que seria un greu error relaxar-se en excés i va puntualitzar que el programa OMC només serà efectiu si s'assegura el compromís dels Estats membres de la zona de l'euro en la correcció dels desequilibris fonamentals. Va indicar que els diferents Governos han de dur a terme les reformes financeres, fiscals i estructurals precises per recuperar uns fonaments macroeconòmics sostenibles. Addicionalment, el president del BCE va especificar que l'entitat ja està preparada per engegar les OMC, sempre que els països que ho sol·licitin hagin acceptat la condicionalitat continguda en un programa amb el fons de rescat (MEDE). Un cop complert aquest requisit, el BCE decidirà el moment i l'extensió temporal de la compra de bons del país en qüestió. Igualment, el banc central retirarà l'ajuda

a l'Estat membre que incompleixi les condicions pactades.

Addicionalment, i en el marc del Consell Europeu celebrat a l'octubre, s'ha debatut sobre un dels elements primordials de la resolució de la crisi de la zona de l'euro: la unió bancària. El primer pas per dur-la a terme és la creació del «mecanisme únic de supervisió» del conjunt de la banca, paper que exercirà, sota el beneplàcit de tots els Estats membres, el BCE. Tot i que, al principi, s'havia interpretat que el supervisor bancari únic hauria d'estar vigent al final d'enguany, finalment s'ha especificat que per a aquesta data ha d'estar aprovat el marc legal i que la seva posada en marxa efectiva tindrà lloc al llarg del 2013.

Als Estats Units, la política monetària de la Reserva Federal (Fed) ha entrat en una fase de continuïsmen mentre espera els resultats de les últimes mesures. Tal com ho va anunciar el passat mes de setembre, en el context de feblesa econòmica que travessa el país, l'entitat es compromet a acomodar la seva actuació monetària amb la doble finalitat de dinamitzar el mercat laboral i de salvaguardar l'estabilitat dels preus. Per aquest motiu, es basa en l'ús de dues eines. La primera és la projecció de mantenir els tipus d'interès en nivells extraordinàriament reduïts (0%-0,25%) fins a la meitat del 2015. La segona és la implementació d'una nova ronda d'expansió quantitativa (*Quantitative Easing 3*, QE3). En aquesta ocasió, el pla de compres de la Fed se centrarà en l'adquisició de titulitzacions hipotecàries. Tot i que encara és aviat per poder valorar els efectes d'aquesta mesura sobre el mercat immobiliari i sobre les condicions creditícies, des del seu anunci el passat 14 de setembre, es poden observar certs comportaments esperançadors. En primer lloc, els tipus hipotecaris s'han orientat a la baixa, malgrat que els tipus dels bons

del Tresor han augmentat lleugerament. En segon lloc, s'ha reactivat el mercat dels refinançaments hipotecaris. Finalment, el nombre de contractes de compravenda d'immobles de segona mà va registrar, al setembre, un increment superior al 10% en termes interanuals. D'altra banda, les expectatives d'inflació dels participants als mercats (mesurables a partir de la diferència entre les *yields* dels bons regulars i les dels bons indexats a la inflació) es mantenen ancorades. Així mateix, la cotització del dòlar no ha experimentat grans moviments.

No obstant això, Ben Bernanke ha hagut de sortir en defensa de les mesures adoptades per l'entitat que presideix. Durant les últimes setmanes, diversos governadors de bancs centrals de països emergents han criticat els efectes negatius que la política de la Fed pot tenir sobre les seves divises i les seves economies. Atesa aquesta circumstància, Bernanke ha argumentat la idoneïtat de la política acomodaticia de la Fed i ha explicat que els moviments recents de capitals cap a països emergents responen més al renovat ànim dels inversors i a la millora de les expectatives de creixe-

Als Estats Units, els tipus hipotecaris baixen i la venda d'habitatges augmenta.

Bernanke opina que la feblesa del dòlar beneficia el creixement mundial.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euribor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2011									
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	0,75	0,22	0,68	0,25	0,36	0,19	0,50	0,60	0,05
Octubre (1)	0,75	0,20	0,64	0,25	0,32	0,19	0,50	0,53	-0,01

NOTES: (1) Dia 23.

(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.

Els bancs centrals dels països emergents tenen marge per augmentar els estímuls monetaris.

El suport del BCE facilita el descens de les primes de risc de la perifèria europea.

Les agències de *rating* mantenen la qualificació creditícia d'Espanya en grau d'inversió.

ment econòmic que a les actuacions monetàries dels països desenvolupats. Igualment, Bernanke aprecia avantatges en la laxitud monetària, en la mesura que la recerca d'estímul per als Estats Units a través de la despesa ajuda també l'economia global.

En l'àmbit dels països emergents, durant el mes d'octubre, han tingut lloc diversos episodis d'augment de la laxitud monetària. Els bancs centrals dels països emergents intenten apuntalar les taxes d'activitat i estimular les demandes domèstiques. Per fer-ho, es basen en retallades dels tipus d'interès oficials i en l'ús de mesures administratives o quantitatives. En alguns països, la política fiscal també es mou amb el mateix propòsit. Els resultats es comencen a albirar. De fet, alguns governadors centrals d'aquests països es comencen a plantejar el final del cicle de les baixades de tipus pernoalimentar pressions inflacionistes futures. Aquest seria el cas del Banc Central del Brasil, que ha anunciat un període d'*impasse* després de rebaixar els tipus d'interès fins al 7,25%.

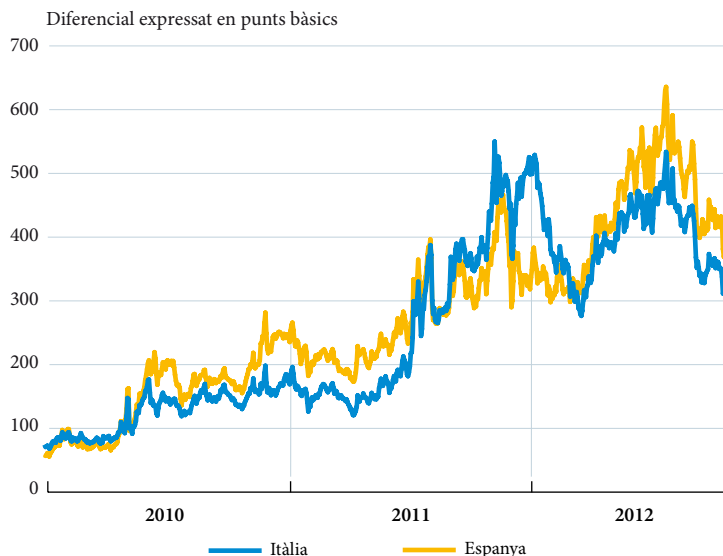
En aquest context, els tipus d'interès interbancaris han continuat immersos en el procés d'ajustament a la baixa iniciat uns mesos enrere. Encoratjats pels anuncis realitzats pels bancs centrals de la zona de l'euro i dels Estats Units, els tipus d'interès han baixat a cotes mínimes històriques en el cas de l'euríbor o es mantenen prop d'aquestes cotes mínimes, com en el cas del tipus d'interès líbor en dòlars. La millora de les primes de risc creditícies i de liquiditat de la perifèria europea, la reestructuració financera de les entitats de crèdit problemàtiques i la caiguda de l'apellació del sector bancari a la liquiditat de l'Eurosistema també han contribuït a aquesta evolució.

Treva als mercats de deute de la perifèria de la zona de l'euro

Com és habitual en els últims mesos, l'evolució dels mercats de deute sobirà ha estat marcada pels esdeveniments al si de la zona de l'euro i per l'efecte dels anuncis dels bancs centrals sobre les expectatives dels inversors. En el cas dels països de la perifèria europea, l'aspecte més destacable ha estat la continuïtat del procés de normalització de les primes de risc sobiranes d'Espanya i d'Itàlia. En el cas espanyol, la possibilitat de comptar amb l'actuació del BCE als mercats secundaris si la situació es complica (prèvia sol·licitud d'una línia preventiva de finançament del MEDE i previ compliment d'una estricta condicionalitat fiscal) ha estat motiu suficient per impulsar el descens de la rendibilitat dels bons del Tresor espanyol. En concret, la *yield* del bo a 10 anys va davallar fins al 5,35%, el nivell més baix des de l'abril. Aquesta circumstància, afegida a les reformes financeres, fiscals i estructurals impulsades des de l'Executiu i a la millora de l'accés als mercats de capitals estrangers, ha servit perquè les principals agències de *rating* hagin mantingut la qualificació del deute espanyol en grau d'inversió (Standard and Poor's va rebaixar la qualificació, però va deixar-la per damunt de la categoria «escombraries», i Moody's va rebutjar baixar-la a aquesta zona perillosa). El Tresor ha aprofitat aquest context per realitzar noves emissions d'obligacions a un cost inferior que en ocasions anteriors i amb un elevat grau d'acceptació entre els inversors internacionals. La notícia més rellevant sobre aquest tema és que, mitjançant les diferents col·locacions del Tresor, ja s'ha aconseguit cobrir el 94% de les necessitats de finançament de l'Estat previstes per al 2012. No obstant això, hi ha diversos obstacles que impedeixen que la caiguda dels tipus d'interès del deute espanyol pugui

RELAXAMENT DE LES TENSIONS DE LES PRIMES DE RISC DE LA PERIFÈRIA

Diferencial entre els bons d'Espanya i d'Itàlia a 10 anys amb el *bund* alemany



FONT: Bloomberg.

ser considerada definitiva, entre els quals destaquen les incògnites sobre l'execució pressupostària, el deteriorament que s'observa encara en les dades econòmiques d'Espanya i les reticències d'Alemanya i d'altres països al fet que el MEDE injecti capital de forma directa en entitats financeres amb caràcter retroactiu (és a dir, per a casos gestats abans de la posada en marxa del supervisor comú).

Per la seva banda, el deute dels països amb millor qualificació creditícia, Alemanya i els Estats Units, ha acumulat lleugers repunts en la rendibilitat, tot i que sempre dins uns nivells excepcionalment baixos i en un entorn de volatilitat limitada. En el cas del deute sobirà alemany, a mesura que els riscos de ruptura de la unió monetària i de reestructuració del deute dels països perifèrics han començat a disminuir, el preu del bo alemany a llarg termini ha cedit posicions. Aquesta circumstància ha contribuït a la reducció del diferencial entre el bo espanyol i l'alemany. D'ara endavant,

els factors clau que es perfilen són: la recerca de solucions perquè Grècia romangui en l'euro, l'evolució de l'economia espanyola i el seu dèficit públic i la marxa de les negociacions per a la refundació de la unió monetària (afegint els components bancari, fiscal i polític). Si s'imposa el sentit comú en les qüestions que cal dilucidar en l'arena política, el resultat serà una consolidació de la tendència cap a una prima de risc sobirana perifèrica més baixa i una suau propensió a l'alça de les taxes internes de rendibilitat del deute alemany.

Per la seva banda, la taxa de rendiment del deute nord-americà també ha experimentat pujades modestes. El compromís de la Fed i la garantia que les seves actuacions estaran sempre enfocades a impulsar el creixement econòmic en un entorn d'estabilitat de preus han millorat les expectatives del comportament econòmic dels Estats Units a llarg termini. Aquesta millora ha propiciat un repunt de la *yield* fins a cotes properes a l'1,80%, però serà

El deute alemany continua oferint rendibilitats molt baixes.

L'estabilitat del mercat de deute dels Estats Units, amenaçada pel *fiscal cliff*.

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								
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	1,44	2,18	5,94	5,09	1,63	0,78	1,73	0,54
Octubre (*)	1,58	2,24	5,58	4,83	1,77	0,79	1,86	0,50

NOTA: (*) Dia 23.

FONT: Bloomberg.

L'euro es beneficia de la reducció del risc de ruptura de la unió monetària.

difícil que pugi gaire més, atesa, precisament, l'actuació compradora de la Fed als mercats de renda fixa. En qualsevol cas, l'evolució del mercat de deute nord-americà es podria veure alterat si les autoritats del país no aconsegueixen gestionar amb encert el *fiscal cliff* o «precipici fiscal» abans del gener del 2013.

La volatilitat als mercats de divises se situa en cotes molt baixes

Perllongant la tònica iniciada a l'agost, el tipus de canvi euro-dòlar s'ha mantingut al voltant dels 1,30 dòlars. Aquesta cotització representa una infravaloració moderada del dòlar en relació amb el nivell d'equilibri segons la paritat de poder de compra i es justifica, principalment, per dos factors. Un és l'efecte de la política monetària ultralaxa de la Fed, que manté

els tipus d'interès del dòlar en cotes artificialment baixes. Addicionalment, a Europa, s'han reduït els riscos de ruptura de la unió monetària, gràcies a les garanties ofertes pel BCE i als esdeveniments polítics de les últimes setmanes.

En un context més ampli, la depreciació del dòlar també té efectes sobre el seu canvi enfront de les divises dels països emergents. Com alguns governadors de bancs centrals d'aquests països havien advertit, la majoria de les monedes dels seus països han iniciat una tònica d'apreciació. En el cas de les divises asiàtiques, el iuan xinès ha assolit el seu valor més alt enfront del dòlar des del 1993. La situació és similar en el cas de les principals divises llatinoamericanes, llevat del real brasiler, l'apreciació del qual ha estat contrarestada per la rebaixa dels tipus d'interès oficials i per les intervencions del Govern.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

24-10-2012

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	79,8	2,4	3,6	4,6
Lliura esterlina	0,627	-1,6	2,6	-0,2
Franc suís	0,935	-0,1	-0,3	5,8
Dòlar canadenc	0,992	1,4	-2,9	-1,2
Pes mexicà	12,986	0,6	-7,3	-3,0
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,294	0,0	0,2	7,1
Ien japonès	103,2	2,4	3,4	-2,8
Franc suís	1,210	0,0	-0,6	-1,4
Lliura esterlina	0,811	1,6	-2,8	-7,4
Corona sueca	8,653	2,0	-3,1	-5,3
Corona danesa	7,459	0,0	0,4	0,2
Zloty polonès	4,137	-0,3	-7,9	-5,3
Corona txeca	24,98	0,1	-2,4	0,5
Forint hongarès	281,2	-0,5	-12,0	-4,9

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

FONT: Bloomberg.

La renda fixa corporativa guanya posicions

Els mercats de renda fixa corporativa han continuat aprofitant la relativa millora de les expectatives que dominen els mercats financers globals. A l'octubre, igual que en el mes anterior, l'activitat del deute privat s'ha caracteritzat per dos aspectes. El primer, la caiguda dels *spreads* dels principals índexs. El segon, la continuïtat dels volums molt elevats d'emissió i de contractació. En els nou primers mesos d'enguany, el volum de l'emissió global de bons corporatius s'ha situat el 6% per damunt de la xifra del mateix període de l'any anterior. Als Estats Units, la millora de les condicions monetàries vinculades al QE de la Fed i la recuperació de les expectatives d'un creixement econòmic sostenible han empès els inversors privats a demandar actius amb un perfil de rendibilitat i de risc més agres-

siu, com els bons *high yield*. Moltes empreses, aprofitant aquesta renovada apetència pel risc, han intensificat el ritme de les col·locacions de deute a uns costos de finançament molt reduïts, de manera que, en alguns sectors, s'ha arribat a superar les necessitats de finançament i, per tant, s'ha acumulat liquiditat.

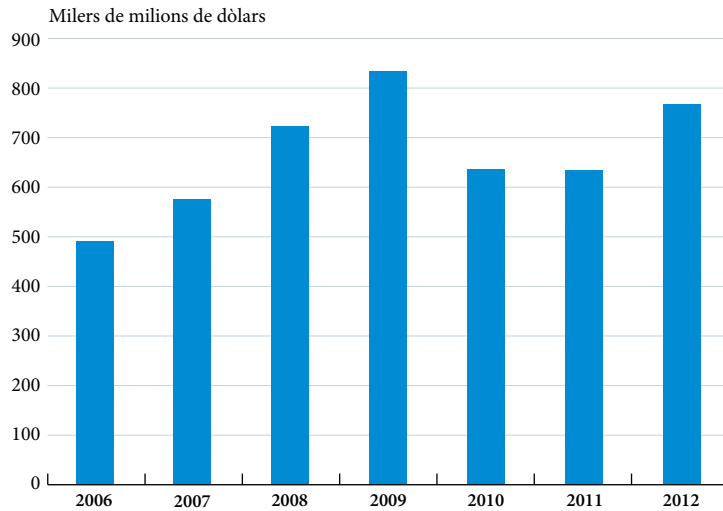
No obstant això, és a la zona de l'euro on s'han produït les notícies més importants. El mercat primari europeu es continua beneficiant de la finestra d'oportunitats oberta pel BCE després de la reunió del 6 de setembre. En aquella ocasió, l'entitat, a més de comprometre's a donar suport financer a les economies en dificultats, va relaxar les regles sobre el col·lateral que els bancs poden descomptar al BCE. En efecte, atesa la millora de les expectatives de l'èxit de la unió monetària i fiscal de la zona de l'euro, les companyies han acudit a aquests mer-

Els mercats de renda fixa privada es mantenen fermes.

Les emissions de bons de companyies de la perifèria europea tenen una bona acollida.

LES EMISSIONS DE BONS CORPORATIUS ESTAN EN MÀXIMS DES DEL 2009

Volum d'emissions de l'1 de gener al 23 d'octubre



FONT: Bloomberg.

Les principals entitats de crèdit espanyoles mantenen la qualificació d'*investment grade*.

cats buscant finançament en condicions assequibles. Durant el mes d'octubre, aquesta tendència s'ha consolidat i han destacat l'augment de les emissions realitzades per companyies dels països de la perifèria i la bona acceptació d'aquestes emissions per part dels inversors internacionals. En aquest apartat, cal esmentar la revisió que Standard & Poor's i Moody's han fet de la qualitat creditícia del sistema financer espanyol. Les dues agències, després d'anunciar que deixaven la qualificació del deute sobirà d'Espanya un graó per damunt del «bo escombraries», han rebaixat la nota de diversos bancs, però no tant com es temia. Segons el seu parer, les tres principals entitats bancàries espanyoles són mereixedores de la valoració de grau d'inversió, circumstància que proporciona un suport important als diferencials del deute sènior a curt i a mitjà termini.

Els guanys empresarials dominen els ànims de les borses

Com no podia ser de cap altra manera, la marxa de la renda variable també ha estat

determinada pels canvis que s'han produït en l'escenari econòmic i financer global. La dinamització incipient de l'economia nord-americana, l'estabilització dels emergents, els primers acords polítics assolits al si de la zona de l'euro en relació amb la unió bancària, fiscal i política, la perspectiva de solucions conciliadores per a Grècia dins l'euro i la qualificació creditícia favorable d'Espanya han estat factors propicis per donar suport a les cotitzacions borsàries. No obstant això, la millora del sentiment encara és fràgil i no s'ha traslladat per complet a les borses en forma d'augment sòlid de les compres. De fet, encara planen qüestions, en la seva majoria de naturalesa política (les eleccions presidencials dels Estats Units i el relleu de la cúpula dirigent del Partit Comunista Xinès), que amenacen la sostenibilitat de la recuperació de la renda variable.

En el dia a dia dels parquets borsaris, el mes d'octubre ha estat dominat, en gran part, per l'inici de la campanya de resultats empresarials a les dues bandes de l'Atlàntic. El consens d'analistes havia estimat que, durant el tercer trimestre, els

La millora de les condicions econòmiques i financeres dóna suport a les borses.

ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

24-10-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	13.102,5	-3,4	7,2	10,0
<i>Standard & Poor's</i>	1.413,1	-3,0	12,4	12,7
<i>Nasdaq</i>	2.990,5	-5,4	14,8	10,8
Tòquio	8.954,3	-1,3	5,9	1,2
Londres	5.795,5	-0,7	4,0	4,5
Zona de l'euro				
<i>Frankfurt</i>	7.174,6	-3,2	21,6	18,5
<i>París</i>	3.407,5	-2,6	7,8	5,8
<i>Amsterdam</i>	326,9	-1,5	4,6	6,0
<i>Milà</i>	15.510,0	-2,3	2,8	-4,4
<i>Madrid</i>	7.710,2	-5,3	-10,0	-13,9
Zuric	6.619,0	0,3	11,5	14,3
Hong Kong	21.763,4	5,0	18,1	20,7
Buenos Aires	2.369,0	-6,4	-3,8	-17,2
São Paulo	57.690,2	-6,8	1,6	1,4

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 Sen; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FONT: Bloomberg.

guanys empresarials haurien experimentat als Estats Units el primer descens en termes anualitzats des del 2009, ateses la desacceleració de l'activitat econòmica global i l'afectació per les vicissituds financeres de la zona de l'euro. Malgrat un inici poc esperançador, marcat per les pèrdues i per la caiguda de les vendes, els guanys de les companyies nord-americanes comunicades fins al final d'octubre no han mostrat un escenari tan negatiu com el previst pels analistes. No obstant això, a Europa, la recessió econòmica de la regió i les dificultats de finançament de les empreses estan afectant els resultats amb una mica més d'intensitat de la que s'havia previst.

Pel que fa a Espanya, el sector bancari espanyol ha estat de nou en el punt de mira dels inversors. La prova de resistència realitzada per la consultora Oliver Wyman va evidenciar unes necessitats de capitalitza-

ció del sector de 52.000 milions d'euros. Aquest resultat, alineat amb l'esperat, ha servit per dinamitzar la creació de la societat de gestió d'actius procedents de la reestructuració bancària (Sareb), l'anomenat «banc dolent», que haurà d'estar operatiu al desembre. Addicionalment, el Banc d'Espanya ha incrementat el nivell de recursos propis de la banca fins al 9% i ha complert les consignes europees. En resum, es tracta de passos que han contribuït a la millora de la percepció del sector entre els inversors internacionals, després del dur càstig infligit a la seva cotització al llarg dels últims trimestres. No obstant això, les perspectives borsàries d'Espanya estan estretament vinculades a l'evolució de la prima de risc sobirana, que, al seu torn, està subjecta, en gran part, a la decisió final del Govern sobre la petició oficial d'una línia de crèdit preventiva al fons de rescat permanent.

La campanya de resultats del tercer trimestre té clarobscurs.

Les perspectives de la borsa espanyola depenen de la prima de risc sobirana.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El ritme de contracció de l'activitat no s'accelera durant el tercer trimestre.

La contracció de l'activitat es manté en el tercer trimestre

Segons les estimacions del Banc d'Espanya, l'economia espanyola es va continuar contraient en el tercer trimestre, tot i que a un ritme inferior al que s'esperava. S'estima que el producte interior brut (PIB) va recular a una taxa intertrimestral del 0,4%, que situaria la taxa de variació anual en el -1,7%. Aquestes dades contrasten amb les previsions de creixement de la majoria d'analistes. Per exemple, al començament de setembre, les previsions de Consensus Forecast situaven la taxa de variació interanual del PIB en el -2,1% per al tercer trimestre del 2012.

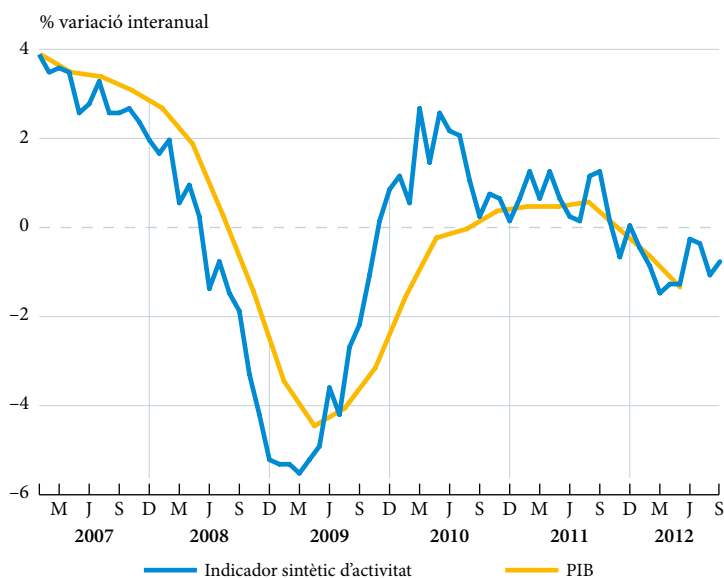
Malgrat aquesta evolució relativa millor del que s'esperava, no sembla que s'hagi de produir un canvi de tendència a curt ter-

mini. Més aviat es preveu una acceleració de la contracció fins al final de l'any i, probablement, durant els primers trimestres del 2013. A partir d'aquí, es produiria una recuperació lenta però gradual de l'economia, que es consolidaria el 2014.

Segons les estimacions del Banc d'Espanya, el principal factor explicatiu d'aquesta millora en el comportament de l'activitat en el tercer trimestre és l'increment del consum de les llars. La taxa de creixement intertrimestral, entre el juliol i el setembre, s'aproparia al 0,1%. Aquest repunt del consum privat és degut al fet que els consumidors van anticipar algunes compres en els mesos de juliol i agost davant l'increment de l'IVA a partir de l'1 de setembre. L'índex general del comerç minorista va registrar, a l'agost, una variació anual del -1,5% a preus constants, que representa un aug-

LA CONTRACCIÓ DEL PIB ES MANTÉ EN EL TERCER TRIMESTRE

Indicador sintètic d'activitat i PIB



FONTS: INE i Ministeri d'Economia i Competitivitat.

ment relatiu comparat amb el creixement mitjà del -4,7% des del començament de l'any. Destaca l'increment de les vendes en béns d'equipament de la llar i en béns de consum durador. Així mateix, les matriculacions d'automòbils mostren també un augment del 3,4% a l'agost. No obstant això, al setembre, després de l'increment de l'IVA, la caiguda va ser molt intensa i es va situar en el -36,8%. Aquest fet mostra que el repunt del consum en el tercer trimestre és, probablement, temporal i atribuïble a l'avançament de compres que, sense la pujada d'impostos, s'haurien dut a terme en mesos posteriors. Per tant, és d'esperar que, en el quart trimestre de l'any, es produeixi una recaiguda del consum privat.

De fet, així sembla anticipar-ho l'indicador de confiança dels consumidors, que continua en nivells molt baixos. Concretament, en el mes de setembre, va registrar un valor de -36,8 i es va situar en nivells similars als de l'estiu del 2008. A més a més, les dades sobre la renda disponible de les llars no són gens encoratjadores per a una recuperació sostinguda del consum privat. Segons els comptes no financers dels sectors institucionals del segon trimestre del 2012,

la renda bruta disponible de les llars va recular el 3,2% interanual, a causa, en gran part, de la disminució de la remuneració dels assalariats (-3,9%). L'empitjorament del mercat de treball i l'increment de la inflació fan preveure que el poder adquisitiu de les llars es continuarà reduint en els pròxims trimestres.

D'altra banda, la taxa d'estalvi va registrar un nou descens en el segon trimestre i es va situar en el 9,6% de la renda disponible. Això implica un descens acumulat de 8 punts percentuals en relació amb el màxim assolit en el quart trimestre del 2009. Aquesta reducció de l'estalvi és sorprenent en un context d'alta incertesa com l'actual, en què esperaríem que augmentés per l'efecte precaució. Sembla que el fet que les llars estiguin reduint la taxa d'estalvi reflecteix la seva incapacitat per estalviar en un context de recessió perllongat en el temps.

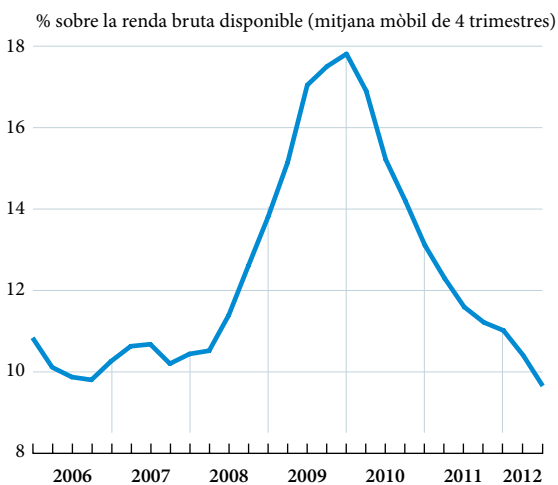
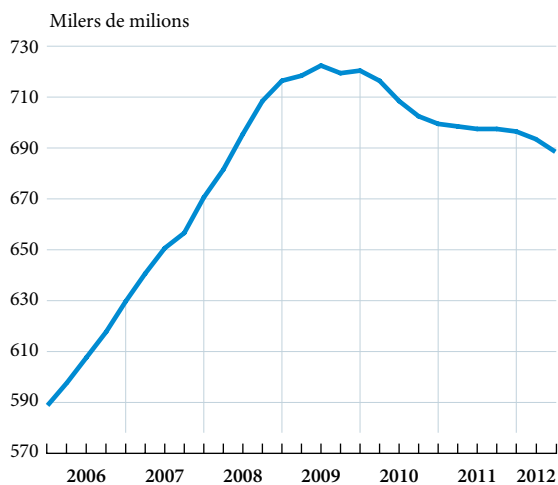
Segons les estimacions del Banc d'Espanya, la resta de components del PIB van tenir un comportament similar al previst. S'estima que la inversió en béns d'equipament es va mantenir inalterada en el tercer trimestre, mentre que la inversió en cons-

El consum augmenta per l'efecte anticipació de l'IVA.

La taxa d'estalvi baixa fins al 9,6% de la renda bruta disponible de les llars.

CAIGUDA DE LA RENDA DISPONIBLE I DE L'ESTALVI DE LES LLARS

Renda bruta disponible i taxa d'estalvi



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

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

trucció va continuar la tendència contractiva iniciada en el tercer trimestre del 2008. Els indicadors d'activitat per sectors mostren que el sector secundari ha evolucionat de forma més positiva que el sector serveis. Així, l'índex PMI del sector serveis tanca el trimestre amb una caiguda important i passa dels 44 punts de l'agost als 40,2 del setembre, clarament per sota dels 50 punts, que indiquen contracció econòmica. Per la seva banda, el PMI manufacturer es va situar en 44,5 punts al setembre i es va incrementar lleugerament en relació amb el mes anterior. L'índex de producció industrial va recular el 3,2% a l'agost en relació amb el mateix mes de l'any anterior i va mostrar una caiguda menys intensa que en els mesos anteriors. L'empitjorament dels indicadors de confiança dels sectors productius, com l'indicador de confiança de la indústria, fa preveure la continuïtat de la contracció de la inversió en els pròxims mesos.

Pel que fa a la despesa en consum final de les administracions públiques, últim component de la demanda nacional, també es va contreure en el tercer trimestre, al voltant del 3% intertrimestral. No obstant això, a causa de les dificultats per complir l'objectiu de dèficit fiscal, fixat en el 6,3% per al 2012, és d'esperar que el consum públic es contregui encara més durant el quart trimestre de l'any.

En conjunt, el Banc d'Espanya estima que la demanda nacional va tenir una aportació negativa al creixement intertrimestral del PIB de -1,2 punts percentuals. Aquesta contribució va ser dues dècimes més positiva que la registrada durant el trimestre anterior, la qual cosa indica que la contracció de la feblesa de la demanda interna s'ha estabilitzat de forma temporal. D'altra banda, s'estima que la demanda externa va tenir una aportació positiva al PIB de 0,8 punts percentuals, una dècima menys que

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Agost	Setembre
Consum								
Producció de béns de consum (*)	0,8	-1,0	0,7	-2,2	-3,7	-4,5	-3,6	...
Importació de béns de consum (**)	-9,5	-2,2	1,2	0,4	-6,1	-11,3	-16,0	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	-17,7	-0,7	-5,5	-1,9	-13,7	3,4	-36,8
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	-39,7	-36,8
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	-3,3	0,8	2,6	-4,8	-10,3	-13,9	-7,6	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	-3,1	-1,5	-7,2	-11,5	-11,9	-17,9	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	-6,6	5,8	-15,1	-19,1	-26,6	-26,4	-36,1
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	10,3	1,0	0,8	-3,1	-8,7	-8,5	-11,9	...
Exportacions	15,6	10,1	10,9	5,4	-0,3	2,7	5,2	...

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 Competitivitat, Comissió Europea i elaboració pròpia.

el trimestre anterior. Continua, així, la tendència iniciada el 2010 en què el sector exterior continua sent l'únic motor de creixement de l'economia espanyola.

La feblesa de la zona de l'euro i l'alentiment dels països emergents poden afectar la capacitat del sector exterior de reactivar la recuperació econòmica. De fet, el Fons Monetari Internacional, en l'informe de perspectives de l'octubre, pronostica una zona de l'euro feble el 2013 i empitjora les previsions de creixement. En particular, revisa en una dècima el creixement per al 2012, fins al 0,4%. Els canvis més importants cal buscar-los el 2013, any en què s'espera un avanç mínim del 0,2%, cinc dècimes per sota de la previsió del juliol.

També ha revisat a la baixa les previsions de creixement per a Espanya, que, juntament amb Itàlia, se situa a la cua de la recuperació. Concretament, pronostica una caiguda de l'1,5% el 2012 i de l'1,3% el 2013 de l'economia espanyola.

Atès aquest escenari de feblesa econòmica de la zona de l'euro i, en general, de l'economia mundial, és necessari que el Govern espanyol impulsi l'agenda de reformes estructurals que permetin consolidar els guanys en competitivitat assolits durant aquest període recessiu. Només amb un sistema de producció més competitiu i amb unes institucions eficaces es podrà consolidar una recuperació econòmica sostenible i equilibrada.

L'FMI revisa les previsions de creixement a la baixa.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Agost	Setembre
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	2,7	-1,3	-1,0	-4,1	-1,8	-1,3	-1,5	-1,9
Índex de producció industrial (2)	0,8	-1,4	-1,4	-5,0	-5,8	-7,1	-3,2	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-13,8	-12,5	-14,4	-16,5	-14,8	-17,1	-22,2	-19,3
Utilització capacitat productiva (4)	72,0	73,3	73,3	72,7	72,5	73,4	...	...
Importació béns interm. no energ. (5)	24,6	3,1	0,9	-4,0	-9,6	-7,2	-9,2	...
Construcció								
Consum de ciment	-15,4	-16,9	-21,8	-26,8	-31,3	-37,8	-33,6	-37,9
Indicador de confiança en la construcció (3)	-29,7	-55,4	-58,6	-53,6	-50,4	-52,2	-64,5	-56,7
Habitatges (visats obra nova)	-17,3	-14,6	-5,3	-26,1	-35,2	-46,4	...	...
Licitació oficial	-38,0	-46,2	-45,2	-59,8	-50,6	-43,6	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	-1,0	-5,4	-4,2	-6,5	-4,9	-6,3	-1,5	...
Turistes estrangers	1,0	6,5	7,3	6,1	2,6	3,1	5,0	...
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	-7,8	...
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	6,2	1,5	-5,4	-4,0	-3,0	-3,5
Consum de gasoil automoció	-1,2	-3,7	-3,1	-5,6	-4,5	-5,8	-5,7	...

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

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

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

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

(5) En volum.

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

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

L'evolució del sector immobiliari espanyol: qüestió de matisos

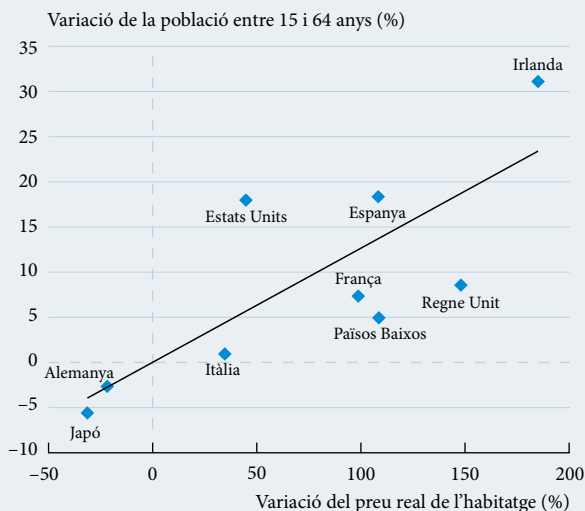
El procés d'ajustament del sector immobiliari espanyol ja ha arribat gairebé al cinquè any. El preu de l'habitatge acumula una reculada del 25% en termes nominals i se situa en els nivells del 2004. Una caiguda que, si es té en compte l'increment del cost de la vida, augmenta fins al 32% real. També l'ajust de l'activitat immobiliària és majúscul. El nombre d'habitatges iniciats és, actualment, una desena part de la xifra del 2006, quan va assolir el nivell màxim. Es tracta de la correcció més severa del sector des que es disposa d'estadístiques, i, malgrat tot, els senyals que aquest procés s'estigui apropant al final semblen escassos. No obstant això, una anàlisi detallada dels principals factors que l'impulsen, tant de demanda com d'oferta, i dels principals canvis reguladors que es produiran ofereix matisos de gran rellevància per al futur del sector.

Començant per la demanda, els principals factors que la mantenen feble són dos: les noves tendències demogràfiques i la recaiguda de l'economia en recessió. Durant l'últim cicle expansiu, l'augment de la població va ser excepcional i, com ho mostra el gràfic següent, va afavorir l'augment del preu de l'habitatge. L'arribada de la generació del *baby boom* a l'edat d'emancipació també hi va ajudar. Aquesta tendència, però, ha canviat totalment de signe. Al progressiu envelliment de la població s'afegeix una emigració neta cap a l'estranger gens menyspreable. Així, el col·lectiu entre 25 i 39 anys, el més propens a l'adquisició d'un habitatge, es va reduir en 281.463 persones durant els nou primers mesos del 2012. Segons les previsions de l'Institut Nacional d'Estadística (INE), aquesta evolució es mantindrà entre el 2012 i el 2014, i, de fet, el descens acumulat podria superar el milió d'habitants.

Els matisos relativament més esperançadors els trobem en la millora que s'ha produït en l'accessibilitat a l'habitatge. És cert que la recaiguda de l'activitat econòmica durant els últims trimestres no hi ajuda. Però la correcció dels preus de l'habitatge ha estat superior al descens de la renda disponible de les llars, la qual cosa ha permès que la ràtio d'accessibilitat de la llar mitjana a un habitatge –calculada com el preu de l'habitatge en relació amb la renda

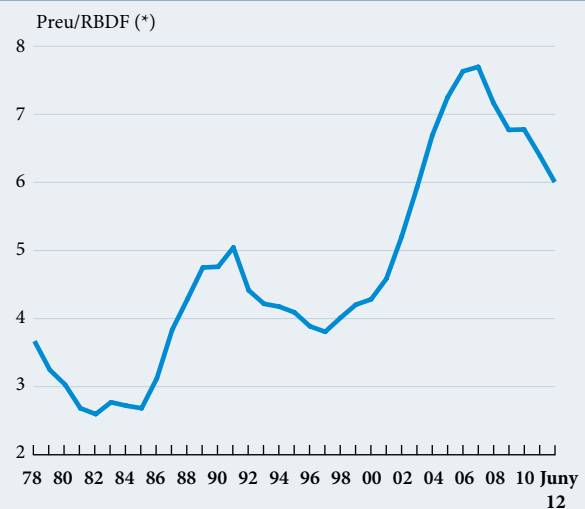
ELS FACTORS DE DEMANDA CONTINUARAN PRESSIONANT ELS PREUS DE L'HABITATGE A LA BAIXA

Relació entre la variació de la població i la del preu de l'habitatge durant l'última fase expansiva (*)



NOTA: (*) ALE, JAP, P.B.: 1995-2008; R.U., IRL: 1995-2007; USA: 1995-2006; ESP: 1996-2007; FRA, ITA: 1997-2007.
FONTS: ONU, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Accessibilitat a l'habitatge



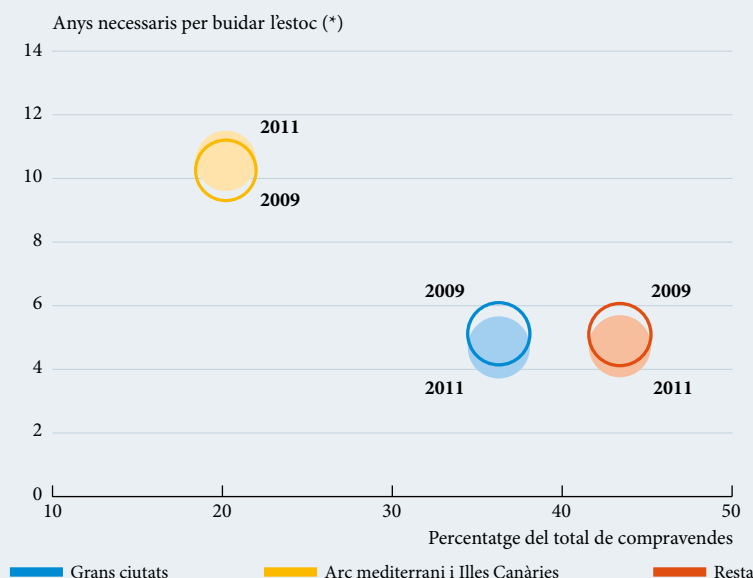
NOTA: (*) Renda bruta disponible de les famílies.
FONTS: Banc d'Espanya, INE, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

bruta disponible de la llar– hagi millorat de forma considerable. Dels 7,7 anys de renda necessaris per cobrir el cost d'un habitatge el 2007 s'ha passat a 6,0.

La correcció ha estat, sense cap mena de dubte, molt important, però, com es pot observar al gràfic anterior, l'esforç per a l'adquisició d'un habitatge continua sent relativament elevat en comparació amb les dades històriques. L'estabilització dels preus al voltant de 5,4 cops la renda bruta de les llars, situaria la caiguda acumulada del preu de l'habitatge en el 33,4%, que implicaria una reducció addicional del preu del 10,6%. Aquesta contracció tindria en compte l'augment de la renda de les famílies a mitjà termini. A més a més, la reducció dels tipus d'interès i la major durada dels préstecs hipotecaris observats durant els quinze últims anys permeten mantenir una ràtio d'esforç més elevada que el nivell sobre el qual fluctuava entre 1995 i 2001.⁽¹⁾ En aquest període, el preu de l'habitatge equivalia, aproximadament, a 4 anys de la renda bruta de les llars. Per tornar a aquest nivell, i mantenint constant la renda familiar, l'ajustament addicional necessari seria de 31,7%. En aquest cas, la caiguda acumulada del preu de l'habitatge arribaria al 50%.

L'anàlisi detallada de l'oferta també ofereix matisos importants. Segons el Ministeri de Foment, l'estoc d'habitatges acabats no venuts al desembre del 2011 era de 676.038 unitats. Una xifra que equival, aproximadament, a sis vegades les transaccions acumulades entre el juliol del 2011 i el juny del 2012. L'excés d'oferta, com és ben sabut, és notable. La particularitat, en aquest cas, respon a la distribució en el territori, que no és gens homogènia. Així, les províncies costaneres, amb un elevat pes del sector turístic, presentaven, el 2011, un estoc mitjà equivalent a 11,0 anys de les transaccions anuals, una xifra que, a més a més, ha crescut durant els últims anys (vegeu el gràfic següent). En

L'EXCÉS D'OFERTA ÉS HETEROGENI ENTRE REGIONS



NOTA: (*) Estoc d'habitatges per vendre / transaccions de l'últim any.

FONTS: Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

(1) Un altre factor que podria provocar aquest augment del nivell d'equilibri seria una disminució de la superfície mitjana dels habitatges, ja que l'índex d'accessibilitat la manté constant al llarg del temps, concretament en 93,75 m².

canvi, a la resta de províncies, el temps per buidar l'estoc era significativament menor, concretament de 4,8 anys. Aquests registres se situen clarament per damunt dels històrics, tradicionalment per sota d'un any de compravendes anuals. Per tant, encara queden uns anys d'ajustament. No obstant això, ateses les importants diferències regionals, la recuperació en algunes zones començarà abans que el conjunt del sector hagi neutralitzat l'excés d'oferta. Afortunadament, aquestes són les zones on es concentra la major part de l'activitat immobiliària.

El tercer, i últim, factor clau en l'evolució del sector immobiliari fa referència als canvis reguladors introduïts al llarg del 2012. Aquests canvis són: la creació d'una societat gestora d'actius immobiliaris problemàtics traspassats per les entitats bancàries rescatades (comentat al requadre de la pàgina 69), el final de la desgravació fiscal per la compra d'habitatge i la nova llei del lloguer. Pel que fa als dos últims aspectes, esperem que propiciïn un impuls al mercat del lloguer espanyol, la importància actual del qual és relativament reduïda.⁽²⁾ En efecte, al final del 2011, el percentatge de llars espanyoles en règim de lloguer era del 17,3%, una xifra 12 punts percentuals inferior a la mitjana europea. Una part d'aquesta diferència s'explica pels incentius existents a la compra palanquejada d'habitatge, concretament la desgravació fiscal del 15% del pagament hipotecari anual. Seguint les recomanacions de la Comissió Europea, el Govern eliminarà aquesta mesura a partir de l'1 de gener del 2013, la qual cosa reduirà la demanda d'habitatge en propietat i afavorirà la de lloguer, un factor addicional que pressionarà a la baixa el preu de l'habitatge.

En definitiva, els processos d'ajustament de la demanda i de l'oferta immobiliària no són gens trivials, en especial en un mercat tan heterogeni i fragmentat com el de l'habitatge, que, a més a més, està subjecte a importants canvis reguladors. No obstant això, una anàlisi detallada revela que l'ajustament del sector està ja més a la vora del final del túnel que del principi, i, de fet, algunes zones començaran a veure la llum més aviat. L'ajust pendent encara és considerable, però sembla que el sector immobiliari ja està més a la vora de terra.

(2) Per a més informació, vegeu Ortega *et al.*, *House purchase versus rental in Spain's rental in Spain*, Banc d'Espanya (2011).

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

Mercat de treball

El mercat de treball continua decaigut

El baix nivell d'activitat econòmica afecta profundament el mercat de treball. En efecte, les dades del mes de setembre mostren que el ritme de caiguda de l'ocupació es va tornar a accelerar i els indicadors avançats tampoc permeten pensar que la conjuntura laboral hagi de millorar en els pròxims mesos.

Així, doncs, segons els registres del setembre, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va baixar en 86.174 persones, la reculada més important en aquest mes dels tres últims anys. D'aquesta manera, la taxa de caiguda de l'ocupació es va tornar a intensificar, en una dècima, fins al 3,6% interanual. En el conjunt del tercer trimestre d'enguany, s'ha mantingut la tendència a la baixa del total d'afiliats. Això es reflecteix

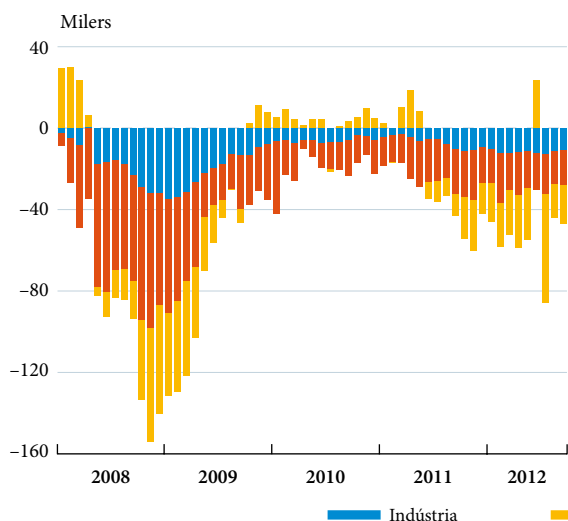
en l'empitjorament en quatre dècimes percentuals, fins al -3,9%, de la variació trimestral anualitzada de les dades corregides d'efectes estacionals.

Durant el quart trimestre, les perspectives són que la situació del mercat de treball es continui agreujant. Tot i que una part d'aquest resultat és deguda al final de l'estacionalitat favorable d'alguns mesos del segon i del tercer trimestres de l'any, sembla que la trajectòria de l'ocupació al sector serveis corrobora aquesta trajectòria negativa. Així, el gràfic següent mostra que, en el mes de setembre, l'ocupació en aquest grup, que conté el major nombre d'ocupats, va caure de forma substancial i va empitjorar en una dècima la taxa de descens, fins a l'1,9% interanual, fins i tot un cop corregida la sèrie dels efectes estacionals. Per tant, no tota la destrucció d'ocupació en

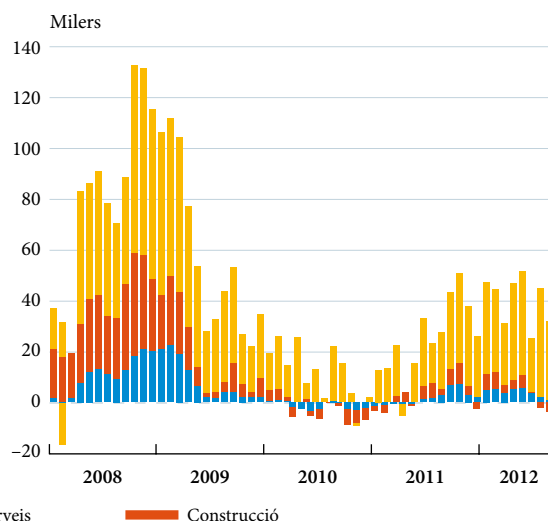
El ritme de descens del total d'afiliats s'intensifica fins al 3,6% interanual.

CONTINUA LA DESTRUCCIÓ DE LLOCS DE TREBALL A TOTS ELS SECTORS

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



Variació mensual del nombre d'aturats registrats (*)



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

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

Els indicadors avançats anticipen noves pèrdues d'ocupació.

aquest sector va ser conseqüència de les dinàmiques pròpies del període.

Un altre exemple que el mercat de treball probablement intensificarà el seu deteriorament es posa de manifest amb les dades d'ocupació al sector industrial, que van tornar a caure al mes de setembre. D'aquesta manera, es va accelerar en una dècima la velocitat de caiguda de l'ocupació en aquest sector i es va situar en el 6,0% interanual. Paral·lelament, el procés d'ajustament de l'ocupació a la construcció va continuar a conseqüència del mal comportament de l'activitat en aquest sector. Així, l'indicador de confiança a la construcció es va situar al setembre en els 57 punts negatius, més de quinze punts per sota de la mitjana dels quatre últims anys. La situació d'empitjorament de la conjuntura laboral també és palpable en els resultats de les enquestes del setembre de la

Comissió Europea sobre la intenció de contractar treballadors en els tres pròxims mesos. Aquests resultats apunten a una nova contracció de l'ocupació, especialment forta al sector serveis, l'índex dels quals va recular 12 punts i es va situar en -12,6, un nivell negatiu que només va ser superat al febrer del 2009.

Per la seva banda, els registres laborals sobre l'atur van mostrar, al setembre, un augment de 79.645 persones, de manera que el Servei Públic d'Ocupació va comptabilitzar 4.705.279 aturats, l'11,3% més que en el mateix mes del 2011. Així i tot, el ritme d'escalada de l'atur va recular, en aquest mes, set dècimes, en contra del que caldria esperar amb l'acceleració de la destrucció d'ocupació. Això podria, en part, reflectir el descoratjament de molts demandants de treball, que, ateses les escasses possibilitats de trobar vacants, han

L'increment de l'atur registrat se situa en l'11,3% interanual.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2010	2011	2011		2012		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
Afiliats a la Seguretat Social (1)									
Sectors d'activitat									
<i>Indústria</i>	-4,8	-2,7	-2,4	-3,3	-4,2	-5,2	-5,8	-5,9	-6,0
<i>Construcció</i>	-13,4	-12,2	-13,0	-14,9	-16,4	-17,3	-17,6	-17,8	-17,6
<i>Serveis</i>	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,9	-1,6	-1,8	-1,8	-1,9
Situació professional									
<i>Assalariats</i>	-1,8	-1,4	-1,3	-2,1	-2,9	-3,7	-3,9	-3,9	-4,0
<i>No assalariats</i>	-2,8	-1,2	-1,0	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5
Total	-2,0	-1,3	-1,2	-1,9	-2,6	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6
Població ocupada (2)	-2,8	-1,1	-1,1	-1,0	...	...	-	-	-
Llocs de treball (3)	-2,5	-1,7	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-	-	-
Contractes registrats (4)									
Indefinitos	-6,4	-9,6	-8,4	-22,8	-19,3	-5,7	1,4	-6,5	-6,4
Temporals	3,8	1,0	0,9	-1,2	-6,7	-4,8	0,2	-3,5	-11,3
Total	2,8	0,1	0,2	-3,0	-7,8	-4,8	0,2	-3,7	-10,9

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

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

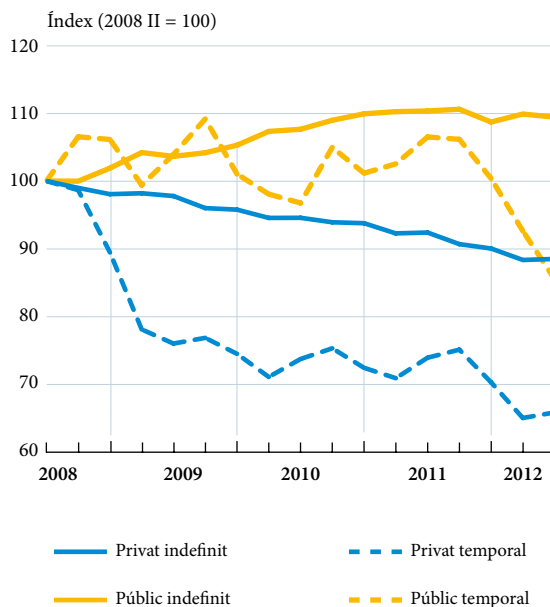
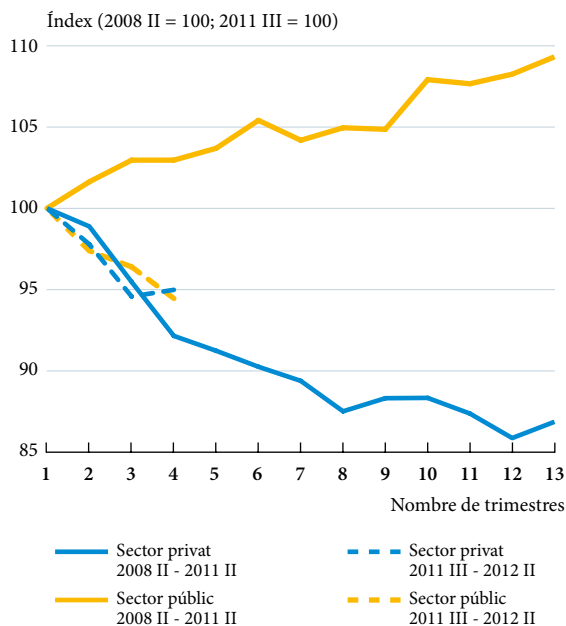
(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(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.

L'AJUSTAMENT EN EL NOMBRE DE TREBALLADORS DEL SECTOR PÚBLIC ARRIBA AMB LES POLÍTIQUES D'AJUST FISCAL I ES CONCENTRA ENTRE ELS TREBALLADORS TEMPORALS

Evolució de l'ocupació per naturalesa de l'ocupador



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ajornat la seva inscripció com a aturats. En aquest cas, el menor augment de l'atur seria conseqüència de la disminució de l'oferta de treball, o població activa, i no del fet que s'hagi generat més ocupació.

A diferència del període recessiu 2008-2009, quan la pèrdua d'ocupació es va concentrar al sector privat, des de la recaiguda iniciada el 2011, l'ajustament laboral ha arribat també al sector públic. Aquest és un aspecte important que es pot observar amb les dades de l'enquesta de població activa. En aquest context, cal recordar que el conjunt d'aquesta crisi es caracteritza per una primera fase contractiva de sis trimestres relativament més forta, entre el tercer trimestre del 2008 i el quart trimestre del 2009, amb una taxa de caiguda del PIB mitjana del $-0,8\%$ intertrimestral, en què es van impulsar polítiques d'estímul de la demanda interna. A aquest període, es van sumar sis trimestres de creixement molt feble des del primer trimestre del

2010 fins al segon trimestre del 2011, després dels quals va arribar la recaiguda de l'activitat econòmica, que va coexistir amb les polítiques de reducció de la despesa pública.

Així, doncs, les dades mostren que el total d'assalariats al sector públic va créixer de forma significativa durant la primera fase de la recessió i no es va començar a contractar fins que va arribar la recaiguda. Això contrasta amb l'evolució de l'ocupació al sector privat, que va perdre llocs de treball des de l'inici de la recessió. És a dir, entre el segon trimestre del 2008 i el tercer trimestre del 2011, els assalariats al sector públic van créixer el $9,5\%$, mentre que, al sector privat, van recular el $5,6\%$. En canvi, des de la recaiguda, les taxes de contractació dels assalariats han estat del $5,6\%$ i del $2,1\%$ per al sector públic i per al sector privat, respectivament. En el conjunt de les dues crisis, el pes del sector privat, pel que fa al total, va recular del $82,5\%$ al $78,9\%$.

Els assalariats al sector públic es contreen el 5,6% des del pic del tercer trimestre del 2011.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2012

	Aturats	Variació sobre desembre 2011		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	160.790	14.829	10,2	23.398	17,0	3,4
Indústria	526.703	17.233	3,4	42.228	8,7	11,2
Construcció	757.488	-18.440	-2,4	25.051	3,4	16,1
Serveis	2.882.154	269.625	10,3	391.382	15,7	61,3
Primera ocupació	378.184	-287	-0,1	-3.484	-0,9	8,0
Per sexes						
Homes	2.323.688	113.950	5,2	252.178	12,2	49,4
Dones	2.381.591	168.970	7,6	226.357	10,5	50,6
Per edats						
Menors de 25 anys	466.783	6.222	1,4	10.237	2,2	9,9
Resta d'edats	4.238.496	276.698	7,0	468.298	12,4	90,1
TOTAL	4.705.279	282.920	6,4	478.535	11,3	100,0

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

Preus

La pujada de l'IVA repercuteix en la inflació

Finalment, es va confirmar el repunt en la taxa interanual de l'índex de preus de consum (IPC), propiciat, fonamentalment, per l'increment de l'impost sobre el valor afegit (IVA). Al setembre, l'IPC va augmentar l'1% intermensual i la variació interanual va augmentar en set dècimes, fins al 3,4%, en relació amb el registre anterior del mes d'agost, el nivell més alt des del maig del 2011. La inflació subjacent, que exclou els aliments frescos i l'energia, també va augmentar en set dècimes i va presentar un creixement interanual del 2,1%.

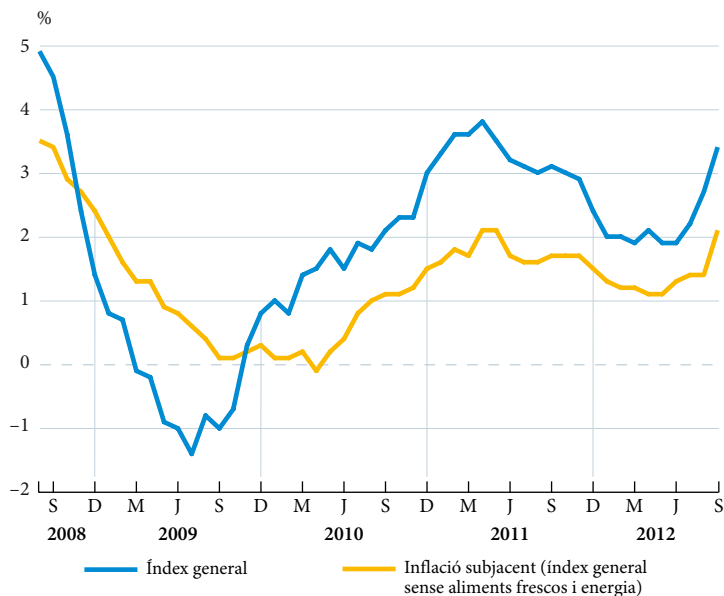
Dins els grups amb més repercussió mensual positiva en l'índex general, cal destacar el vestit i calçat, amb un increment mensual del 4,1% i amb una repercussió positiva de tres dècimes en l'IPC general. L'increment reflecteix el comportament dels preus després del final del període de rebaixes i l'inici de la temporada d'hivern. També va aportar tres dècimes a l'augment de l'IPC el grup de transport, principalment per l'apartat de carburants i lubricants, que continua repercutint els elevats preus del petroli.

Per la seva banda, el grup d'habitatge, que va presentar un creixement intermensual

L'increment de l'IVA fa repuntar la inflació.

LA PUJADA DE L'IVA PROVOCA UN INCREMENT EN LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística (INE).

Només hotels, cafès i restaurants i oci i cultura presenten davallades de preus.

de l'1,3%, va aportar dues dècimes a l'augment de l'IPC general. En aquest cas, va ser a causa de l'augment dels preus de l'electricitat, el gas, la distribució d'aigua i el gasoil per a calefacció.

L'augment dels preus dels medicaments i d'altres productes farmacèutics continua pressionant l'epígraf de medicina, que va presentar un augment mensual del 4%, de manera que la variació interanual es manté al voltant del 10%, i va sumar una dèci-

ma a l'IPC general. El grup de comunicacions, que creix a una taxa del 2,5% intermensual, a causa de l'increment del preu dels serveis telefònics, va fer la mateixa aportació.

Aquests increments van ser contrarestats, parcialment, per la caiguda dels preus en dues classes de despeses. En primer lloc, hotels, cafès i restaurants, la variació mensual dels quals, del -0,9%, és deguda a la baixada de preus en hotels arran de l'aca-

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre 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	102,8	0,2	0,5	1,5	1,7	2,3	2,3
Begudes alcohòliques i tabac	107,5	3,5	0,3	3,0	5,3	9,3	6,5
Vestit i calçat	95,6	3,9	4,1	-12,1	-12,2	-0,1	0,2
Habitatge	107,8	0,1	1,3	5,1	6,5	7,2	7,2
Parament	100,9	0,3	0,8	0,1	-0,1	1,0	0,9
Medicina	110,6	0,1	4,0	-0,5	13,1	-1,1	10,5
Transport	108,0	0,6	1,6	4,8	7,1	7,9	7,2
Comunicacions	97,4	0,1	2,5	-1,0	-1,6	-1,2	-2,3
Oci i cultura	101,7	-2,4	-1,1	0,5	0,4	0,0	1,2
Ensenyament	103,0	0,6	0,9	0,7	1,0	2,3	3,1
Hotels, cafès i restaurants	101,4	-1,1	-0,9	1,7	1,4	1,4	0,9
Altres	102,9	0,1	0,9	2,2	2,2	2,8	2,6
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	103,6	0,8	0,5	2,4	2,1	4,1	2,9
Aliments sense elaboració	103,2	0,3	0,4	0,3	2,4	1,3	2,8
Conjunt no alimentari	103,5	0,1	1,1	0,8	2,0	3,1	3,6
Béns industrials	104,8	1,0	2,3	0,1	2,4	4,6	5,4
<i>Productes energètics</i>	<i>114,6</i>	<i>0,8</i>	<i>2,1</i>	<i>9,9</i>	<i>13,0</i>	<i>15,9</i>	<i>13,4</i>
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>114,3</i>	<i>1,1</i>	<i>2,0</i>	<i>10,1</i>	<i>12,4</i>	<i>16,4</i>	<i>12,9</i>
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>100,8</i>	<i>1,1</i>	<i>2,4</i>	<i>-3,6</i>	<i>-1,9</i>	<i>0,4</i>	<i>2,0</i>
Serveis	102,2	-0,7	0,0	1,6	1,6	1,6	1,8
Inflació subjacent (**)	102,0	0,2	0,9	0,0	0,5	1,7	2,1
ÍNDEX GENERAL	103,5	0,2	1,0	1,0	2,1	3,1	3,4

NOTES: (*) Base 2011 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

bament del període de vacances. En segon lloc, oci i cultura, amb una caiguda intermensual de l'1,1%, provocada, principalment, pel descens de preus del viatge organitzat, habitual durant aquesta època de l'any. En els dos casos, van tenir un impacte de reducció d'una dècima en l'IPC general del setembre.

Malgrat aquests descensos, el resultat de la pujada de l'IPC en el mes de setembre és conseqüència de la pujada generalitzada dels preus a la majoria de grups, propiciada per la repercussió en els preus finals de l'augment de l'IVA experimentat a partir de l'1 de setembre. En un context de to feble de l'activitat econòmica, alguns sectors econòmics han decidit transmetre una part de la pujada de l'IVA als preus dels béns i dels serveis finals.

Quin seria l'increment del nivell de preus corregit per l'efecte impositiu? És evident que, en un entorn de gran feblesa de la capacitat de despesa de les famílies, les empreses han d'assumir una part dels increments impositius. En relació amb aquesta

qüestió, l'Institut Nacional d'Estadística (INE) publica un Índex de Preus de Consum a Impostos Constants (IPC-IC). Tal com indica el mateix INE, aquest índex té com a objectiu descomptar de la variació de preus la part que pugui ser deguda a les modificacions en els impostos que graven el consum.

Aquest nou índex coincidirà amb l'IPC general llevat dels casos en què hi hagi canvis en els impostos que incideixen en el seu càlcul, com l'IVA, els impostos sobre combustibles, els impostos del tabac, l'impost de matriculació de vehicles i els impostos sobre primes d'assegurances.

L'IPC-IC del mes de setembre a Espanya va ser de l'1,4% interanual. És a dir, un cop neutralitzat l'efecte dels impostos, la taxa de variació de la inflació és inferior a l'IPC general. Evidentment, aquest càlcul no té en compte l'efecte de la variació dels marges empresarials. No obstant això, és una bona aproximació de la variació de preus a Espanya si no es repercutissin els increments dels diferents impostos i taxes als

L'IPC general corregit a impostos constants presenta una variació interanual d'1,4%.

Les empreses no han repercutit tota la pujada de l'IVA en els preus finals.

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	1,0	2,1	3,4
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.

Mantenim la previsió de l'IPC per al conjunt de l'any en el 2,5%.

preus dels béns i dels serveis que componen la cistella del consum familiar.

En altres paraules, les pujades experimentades per l'IPC a Espanya no són un reflex de l'evolució general de preus en un context de feblesa econòmica, sinó que estan afectades per un seguit de decisions administratives que alteren a l'alça el nivell de preus en què es creuen les ofertes i les demandes als diferents mercats.

S'ha repercutit tota la pujada de l'IVA als consumidors? La variació intermensual de l'IPC-IC del mes de setembre ha estat del

-0,9%. Això, normalment, indica que no tot l'augment d'impostos s'ha traslladat al consumidor final. Pel que fa al mes de setembre, una part de la variació de l'augment de l'IVA l'han absorbit les mateixes empreses contra els seus marges.

El mes passat, ja vam tenir en compte aquest increment de l'IVA a l'hora d'ajustar les nostres previsions de l'IPC, de manera que mantenim, per al conjunt de l'any, la nostra previsió d'IPC en el 2,5%. Durant els últims mesos de l'any, els registres que presentarà la taxa de variació interanual d'inflació no s'haurien d'allunyar gaire del 3,5%.

Sector exterior

El sector exterior porta notícies positives

Si reviséssim els informes dels últims mesos, podríem observar que el sector exterior és l'únic que ha aportat, periòdicament, notícies positives a la conjuntura econòmica. Aquesta vegada, aquesta afirmació és, fins i tot, més certa. En efecte, el bon comportament del sector exterior durant el mes de juliol va situar el saldo corrent en nivells positius per primera vegada en catorze anys, concretament amb un superàvit de 499,6 milions d'euros. El bon

comportament del saldo de béns i de serveis explica aquesta millora. Esperem que aquesta contribució es mantingui i permeti registrar nous superàvits fins al final d'enguany. Les dades disponibles del saldo comercial de l'agost i el dinamisme de l'entrada de turistes durant el tercer trimestre de l'any s'alineen amb aquesta previsió.

Pel que fa al dèficit comercial de l'agost, es va reduir el 36,1% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Aquesta millora va tenir lloc en un context de repunt de les

El saldo corrent registra, al juliol, el primer superàvit dels catorze últims anys.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 2012

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	42.124	15,2	24,8	9.897	14,1	6,8	-32.227	23,5
Béns de consum	37.296	-4,9	22,0	46.367	2,2	31,7	9.071	124,3
<i>Alimentaris</i>	10.423	-0,4	6,1	18.648	10,8	12,8	8.225	178,9
<i>No alimentaris</i>	26.873	-6,5	15,8	27.719	-2,9	19,0	846	103,1
Béns de capital	9.845	-11,4	5,8	11.801	-3,9	8,1	1.956	119,9
Béns intermedis no energètics	80.375	-4,5	47,4	78.097	5,3	53,4	-2.278	97,2
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	84.464	-5,4	49,8	92.086	-0,6	63,0	7.622	109,0
<i>Zona de l'euro</i>	68.041	-6,1	40,1	73.084	-1,1	50,0	5.042	107,4
Altres països	85.177	4,1	50,2	54.076	13,1	37,0	-31.101	63,5
<i>Rússia</i>	5.432	-12,0	3,2	1.920	18,3	1,3	-3.512	35,4
<i>EUA</i>	6.512	-6,7	3,8	5.896	7,3	4,0	-616	90,5
<i>Japó</i>	1.981	-7,5	1,2	1.408	22,4	1,0	-574	71,0
<i>Amèrica Llatina</i>	14.900	35,8	8,8	9.323	14,8	6,4	-5.577	62,6
<i>OPEP</i>	21.584	19,0	12,7	7.031	28,7	4,8	-14.553	32,6
<i>Resta</i>	34.768	-7,0	20,5	28.498	9,7	19,5	-6.270	82,0
TOTAL	169.641	-0,8	100,0	146.161	4,1	100,0	-23.479	86,2

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

Les exportacions fora de la zona de l'euro augmenten el 14,5% interanual.

exportacions, que, després de mantenir-se gairebé estancades a l'abril, van augmentar de forma gradual el ritme de creixement fins al 7,4% interanual.

El desglossament de les exportacions per àrees geogràfiques mostra diferències significatives entre les vendes de productes espanyols dins i fora de la zona de l'euro (vegeu el gràfic de l'esquerra). Així, les exportacions amb destinació a la zona de l'euro es van reduir el 0,2% interanual a l'agost en relació amb l'increment del 14,5% registrat en les dirigides fora de la Unió Monetària durant el mateix període. De fet, aquest major dinamisme de la demanda dels països de fora de la zona de l'euro no és un fenomen nou. Com s'observa al gràfic de la dreta, el pes de les exportacions fora de la zona de l'euro sobre el total ha anat augmentant des de l'any 2005 de forma gairebé ininterrompuda i s'apropa ja al 50%. Aquesta tendència respon a la major feblesa de la demanda europea en els últims anys i a l'estratègia d'obertura dels sectors exportadors cap a nous mercats.

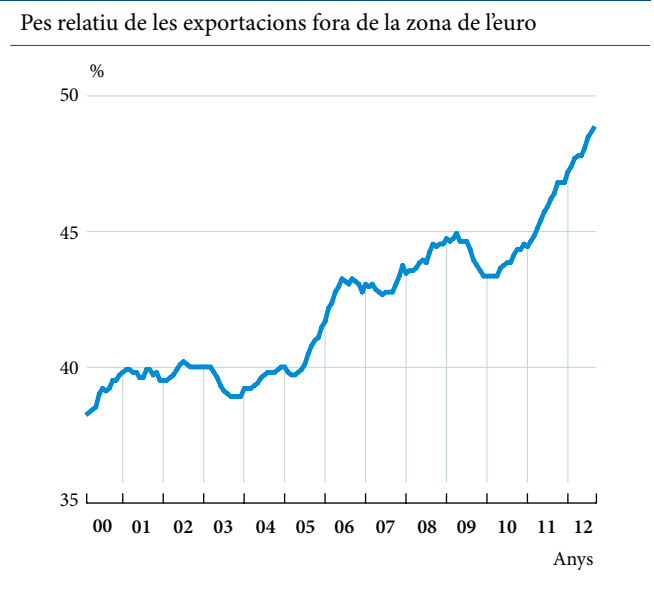
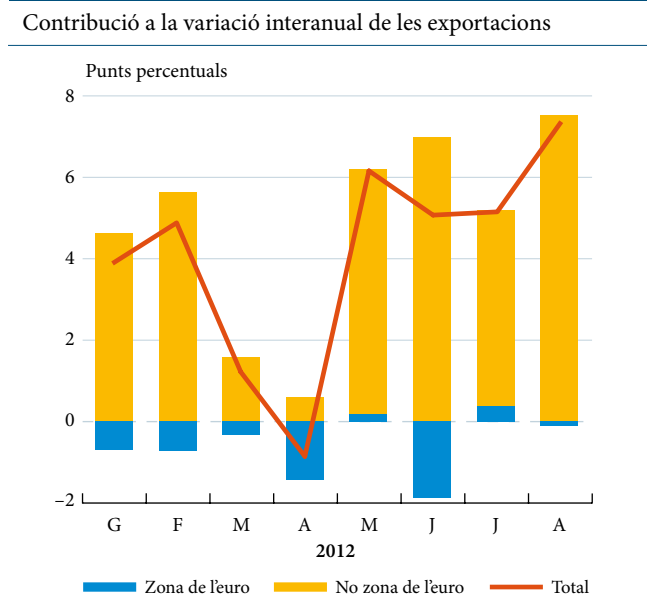
A més a més, però, la correcció del dèficit comercial també va ser impulsada per la caiguda de les importacions, del 3,1% interanual a l'agost. Especialment significativa va ser la reducció del component no energètic a l'agost, de l'11,8%, en relació amb el mateix mes del 2011. Sens dubte, la feblesa de la demanda domèstica del final d'enguany i del començament del 2013 mantindrà aquesta tendència.

Un altre factor que ha afavorit l'ajustament del desequilibri exterior durant el tercer trimestre ha estat el turisme. L'entrada de visitants estrangers en el tercer trimestre del 2012, de 21,8 milions, va representar un nou màxim històric. Si, durant els últims mesos de l'any, es manté el ritme de creixement de l'entrada de turistes, el nombre acumulat en el conjunt del 2012 s'aproparia als 58,5 milions i el convertiria en el segon millor any des que es disposa de dades.

Els bons registres de la balança de béns i serveis ens permeten ser relativament optimistes sobre la correcció del saldo corrent.

El turisme estranger assoleix un màxim històric en les arribades del tercer trimestre.

LES VENDES FORA DE LA ZONA DE L'EURO DINAMITZEN LES EXPORTACIONS ESPANYOLES



FONT: Duanes.

Entre el gener i el juliol, s'ha produït un ajustament de 7 dècimes. Aquest ritme es podria accelerar en els pròxims mesos. Això faria que la previsió del dèficit corrent per al conjunt del 2012, del 2,6% del producte interior brut (PIB), hagi de ser revisada lleugerament a la baixa.

En aquest context de reducció de les necessitats de finançament, esperem que la posició deutora neta de l'economia espanyola enfront de la resta del món disminueixi. Aquesta variable, que representa l'estoc de passius menys els actius amb l'exterior, va assolir un màxim el 2009 del 93,7% del PIB

del país. De llavors ençà, els menors dèficits corrents registrats i l'impacte positiu dels efectes de valoració (que recullen, entre d'altres, la variació del preu dels instruments d'actiu i passiu i del tipus de canvi) han permès rebaixar la posició deutora en 3,1 punts percentuals fins al final de juny del 2012. Destaca, però, el canvi en els instruments de finançament de l'exterior. Així, la posició deutora del Banc d'Espanya va augmentar de forma considerable a causa de l'elevat recurs a l'Eurosistema. Una font de finançament que, durant l'últim any, ha substituït principalment la inversió en cartera i les inversions a curt termini.

La posició deutora neta amb la resta del món es redueix fins al 93,7% del PIB.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juliol 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	-16.773	-23,9	-34.452	8.041	-18,9
Serveis					
<i>Turisme</i>	17.459	1,8	30.910	1.756	6,0
<i>Altres serveis</i>	3.076	216,3	5.739	4.268	290,1
Total	20.535	13,3	36.649	6.024	19,7
Rendes	-14.953	-2,4	-25.739	-2.165	9,2
Transferències	-6.193	-0,3	-5.887	1.648	-21,9
Total	-17.383	-31,7	-29.429	13.548	-31,5
Compte de capital	2.491	-23,5	4.722	-654	-12,2
Balança financera					
Inversions directes	7.381	-	12.053	23.893	-
Inversions de cartera	-83.353	-	-106.278	-145.130	-
Altres inversions	-159.403	-	-232.233	-290.583	-
Total	-235.376	-	-326.458	-411.820	-
Errors i omissions	-5.402	305,6	-7.821	-7.409	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	255.669	-	358.986	406.335	-

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.

Sector públic

El Govern presenta els pressupostos del 2013.

El sector públic, més lluny de l'objectiu de dèficit

Els reptes als quals s'enfronta el Govern per dissenyar els Pressupostos Generals de l'Estat del 2013 són significatius. Trobar l'equilibri entre ajustar els comptes públics, una condició imprescindible per assegurar la sostenibilitat del deute públic, i possibilitar, en la mesura del possible, que l'economia espanyola surti, el més aviat possible, de la recessió en què es troba immersa no és una tasca senzilla.

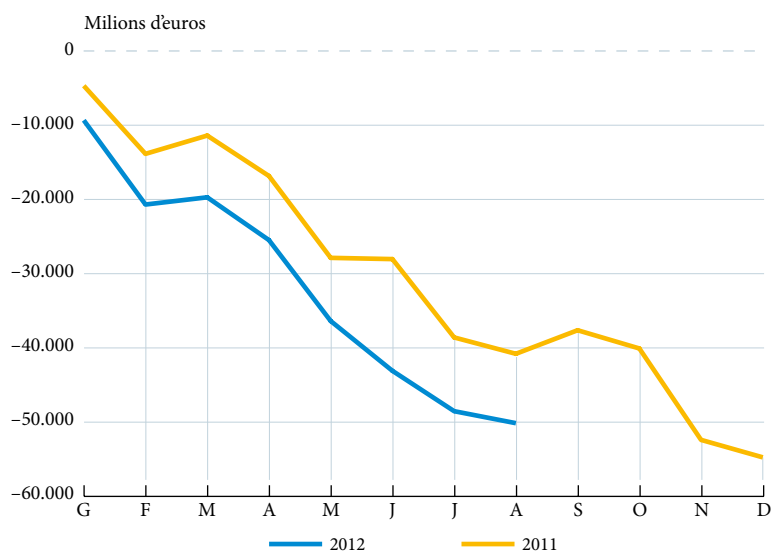
L'entorn econòmic que ha envoltat la presentació dels pressupostos, a més a més, no era gaire favorable. El dèficit públic del 2011 ha estat revisat en 4 dècimes a l'alça, fins al 9,4% del producte interior brut (PIB), a causa del reconeixement de pèrdues per

les ajudes al sector bancari. A més a més, l'execució pressupostària de les diferents administracions públiques tampoc no emet gaires senyals de millora. L'Administració Central de l'Estat acumulava, entre el gener i l'agost, un dèficit de 50.132 milions d'euros, el 4,8% del PIB. Per contextualitzar aquesta xifra, dues referències són importants: a l'agost de l'any passat, el dèficit acumulat era del 3,8% del PIB. L'evolució, per tant, és una mica pitjor enguany.

L'altra referència que cal tenir present és l'objectiu de dèficit de l'Estat per al 2012: el 4,5% del PIB. L'any passat, entre els mesos de setembre i desembre, el dèficit de l'Estat va augmentar en 1,3 punts percentuals del PIB i es va acabar situant en el 5,1% del PIB. Enguany, és d'esperar que el deteriorament

EL DÈFICIT DE L'ESTAT NO ES CORREGeix

Dèficit de l'Estat acumulat des del començament de l'any (comptabilitat nacional)



FONT: IGAE.

sigui significativament menor durant l'últim trimestre, per l'augment de la recaptació de l'impost sobre el valor afegit (IVA) i per l'eliminació de la paga extraordinària de Nadal. Aquestes mesures, segons les estimacions del Govern, reduirien el dèficit en 0,7 punts percentuals del PIB. Això, però, difícilment serà suficient per aconseguir l'objectiu de dèficit.

A més a més, l'Institut Nacional d'Estadística (INE) va anunciar el registre de 5.418 milions de pèrdues per les ajudes a la banca en el segon trimestre d'enguany, el 0,5% del PIB. Seguint les regles comptables europees fixades per Eurostat, aquest registre haurà de ser comptabilitzat com a dèficit.

A més a més, caldrà afegir-hi les probables desviacions del dèficit de l'Estat, de les comunitats autònomes i de la Seguretat Social (comentades en edicions anteriors de l'Informe Mensual), que ens empenyen a revisar de forma substancial la previsió de dèficit públic per a enguany: del 6,3% del PIB passem al 8,2% del PIB.

En aquest entorn, l'expectació per la presentació dels Pressupostos Generals de l'Estat era, per tant, màxima. El primer dels aspectes clau per poder avaluar-los és el quadre macroeconòmic en què es basen. Del seu compliment depèn, en bona mesura, l'assoliment de les previsions de reducció de la despesa i l'augment dels ingressos de l'any que ve. En aquest sentit, ha sorprès la confiança en l'evolució de l'economia per a l'any vinent. Concretament, el quadre macroeconòmic es basa en una caiguda del PIB del 0,5%. Això contrasta amb les previsions del Fons Monetari Internacional (FMI), que, per al 2013, situen el creixement del PIB en el -1,3%, o del Consens d'Analistes, que el situen en el -1,6%.

En qualsevol cas, les mesures anunciades són notables. Destaquen l'efecte que encara tindrà la pujada de l'IVA en la recaptació prevista per a l'any vinent, així com la

pujada dels impostos especials. Pel costat de les despeses, la reducció de la despesa en sanitat, en educació i en l'ajuda a la dependència serà notable. La correcció prevista de les despeses ministerials, impulsada per la caiguda de les inversions reals i per les transferències de capital, també és important.

Segons les estimacions del Govern, l'impacte dels ajustos anunciats puja a 25.000 milions d'euros, aproximadament, el 2013. Això hauria de ser suficient per compensar la menor capacitat recaptadora, derivada del deteriorament econòmic i de l'augment de la despesa prevista per la pujada de l'atur i per l'increment del pagament d'interessos, i dur el dèficit fins al 3,8%, l'objectiu fixat per a l'any vinent. No obstant això, en els pressupostos, se suposa que el nivell d'ingressos i de despeses amb què es tancarà el 2012 serà suficient per obtenir un dèficit del 3,5% enguany, de manera que, de fet, el dèficit no es reduiria, sinó que augmentaria en 0,3 punts percentuals. Això és així perquè es prenen com a referència els pressupostos del 2012, en què el dèficit considerat era del 3,5%, nivell que, amb posterioritat, va ser revisat fins al 4,5%.

Ara com ara, però, aquest entorn d'incertesa no s'ha traslladat a la prima de risc. Des que el Banc Central Europeu (BCE) va anunciar la posada en marxa d'un programa per realitzar compres de deute públic dels països que hagin acceptat la condicionalitat estricta i efectiva vinculada a un préstec del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE), la prima de risc ha baixat de forma notable. Dels 516 punts en què es va situar, de mitjana, el diferencial entre el bo alemany a deu anys i l'espanyol a l'agost, s'ha reduït fins als 412 punts a l'octubre. Aquesta situació ha estat aprofitada pel Tresor per accelerar el ritme d'emissió de deute. No obstant això, l'encara elevada volatilitat al mercat pot interrompre aquesta calma.

El dèficit de l'Estat arriba al 4,8% del PIB en els vuit primers mesos del 2013.

La desviació dels objectius incrementa la nostra previsió de dèficit fins al 8,2% del PIB enguany.

El Govern estima que l'impacte de les mesures aprovades pujarà fins als 25.000 milions d'euros.

Estalvi i finançament

Sareb gestionarà els actius bancaris problemàtics.

Es coneixen més detalls sobre el «banc dolent»

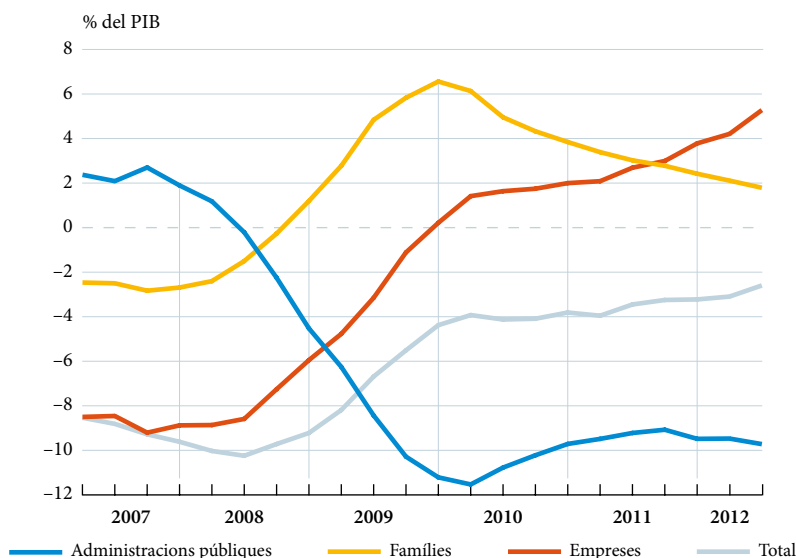
El passat 8 d'octubre, va entrar en funcionament el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE), el fons de rescat europeu, que tindrà una capacitat de préstec de fins a 500.000 milions d'euros. La creació d'aquest fons permanent s'erigeix com una peça essencial en el procés de construcció d'una unió econòmica més integrada i més resistent als xocs. No obstant això, la seva entrada en funcionament ha suscitat certes discrepàncies al si de la zona de l'euro. Concretament, en un comunicat conjunt, els ministres de finances d'Alemanya, Països Baixos i Finlàndia van mostrar la seva oposició al fet que el MEDE s'en-carregui de recapitalitzar directament els

bancs que tinguin problemes gestats amb anterioritat a la posada en marxa del dispositiu comú de supervisió bancària. Consideren que els anomenats *legacy assets* han de ser responsabilitat dels estats afectats, situació aplicable al cas d'Espanya.

Per la seva banda, el Govern espanyol continua complint els compromisos adquirits al Memoràndum d'Entesa per a la reestructuració del sector bancari espanyol. En particular, ha sortit a consulta pública un esborrany del real decret que desenvolupa el marc legal pel qual es regirà la Societat de Gestió d'Actius (SGA), o «banc dolent», que serà aprovat el 16 de novembre. La societat es dirà Sareb (Societat de Gestió d'Actius Procedents de la Reestructuració Bancària) i tindrà un volum

ES REDUEIXEN LES NECESSITATS DE FINANÇAMENT DE L'ECONOMIA

Capacitat (+) / necessitat (-) de finançament dels sectors institucionals acumulada dels últims quatre trimestres



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Agost 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.054.156	-72.100	-3,6	71,9
Empreses no financeres	1.208.677	-46.619	-3,8	42,3
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	791.767	-49.120	-6,1	27,7
<i>Valors diferents d'accions</i>	68.567	3.570	8,6	2,4
<i>Préstecs de l'exterior</i>	348.342	-1.069	-0,4	12,2
Llars (4)	845.479	-25.481	-3,2	29,6
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	649.856	-17.010	-3,1	22,8
<i>Altres (3)</i>	192.813	-8.253	-3,7	6,8
<i>Préstecs de l'exterior</i>	2.810	-218	5,2	0,1
Administracions públiques (5)	801.522	65.281	13,7	28,1
TOTAL	2.855.678	-6.820	0,9	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.

màxim d'actius al voltant de 90.000 milions d'euros. El gros dels actius transferits provindrà del sector immobiliari, com a sòl o préstecs al promotor. També es comença a definir una de les qüestions més rellevants: el valor de transmissió dels actius, que serà fixat pel Banc d'Espanya i que serà igual al valor econòmic menys les pèrdues esperades per l'evolució desfavorable dels preus, menys els costos de gestió i d'administració. De tota manera, la determinació final del valor i dels descomptes encara no s'ha definit.

Malgrat els avanços en el procés de sanejament de la banca espanyola i en la construcció d'una unió bancària a nivell europeu, la veritat és que els costos de finançament bancari continuen sent elevats i l'accés al crèdit continua sent restringit. L'última informació disponible, corresponent al mes d'agost, mostra que el descens dels tipus d'interès de referència, com l'euríbor, no es reflecteix completament en els costos de finançament suportats per les llars i per les empreses. Això és

així perquè els diferencials de tipus d'interès han augmentat. Per exemple, els préstecs bancaris inferiors a un milió d'euros a societats no financeres de fins a un any tenien un tipus d'interès mitjà del 4,56% a l'agost del 2011. Atès que el tipus d'interès de referència del Banc Central Europeu era de l'1,50%, el diferencial mitjà se situava al voltant dels 3 punts percentuals. Un any després, a l'agost del 2012, el tipus d'interès mitjà per a aquests préstecs és del 5,35%, mentre que el tipus de referència del BCE és del 0,75%. Això implica un diferencial de 4,60 punts percentuals, substancialment superior al de l'any anterior.

La taxa de morositat es va situar en el 10,5% en el mes d'agost i va assolir un nou màxim històric. Aquesta pujada s'explica per un augment en els crèdits dubtosos i per la caiguda del saldo viu dels crèdits en el balanç de les entitats de crèdit. En efecte, el finançament al sector privat ha continuat mostrant una tendència descendent, amb una variació interanual del -3,6%. Els préstecs a les empreses no financeres van

La taxa de morositat se situa en el 10,5% en el mes d'agost.

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

Agost 2012

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	261.148	-8.563	-3,2	-1.856	-0,7	20,5
D'estalvi	201.384	-1.565	-0,8	-1.376	-0,7	15,8
A termini	650.569	-47.167	-6,8	-75.636	-10,4	51,1
En moneda estrangera	16.494	-1.225	-6,9	-1.863	-10,1	1,3
Total dipòsits	1.129.594	-58.521	-4,9	-80.730	-6,7	88,7
Resta del passiu (*)	144.123	-40.841	-22,1	-40.965	-22,1	11,3
TOTAL	1.273.717	-99.362	-7,2	-121.696	-8,7	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les necessitats de finançament amb la resta del món es redueixen.

experimentar una contracció més intensa (3,8%) que els préstecs a les llars (3,2%). Aquestes dades confirmen que el procés de despallanquejament del sector privat prossegueix el seu curs. De fet, aquests sectors mostren, en termes agregats, una capacitat de finançament. Segons els comptes trimestrals dels sectors no institucionals, les llars van registrar, en el segon trimestre, una capacitat de finançament de 9.832 milions d'euros, equivalent al 3,6% del PIB trimestral. Per la seva banda, les societats no financeres van tenir una capacitat de finançament de 7.466 milions d'euros en aquest període, que representen el 2,8% del PIB trimestral, vuit dècimes per damunt de la registrada fa un any.

Un panorama molt diferent l'ofereixen les administracions públiques, l'endeutament de les quals continua augmentant de forma significativa. Així, a l'agost, el creixement interanual del crèdit bancari al sector públic va ser del 13,7%. Les dades dels comptes trimestrals dels sectors no institucionals mostren que les administracions

públiques presenten, en el segon trimestre, una necessitat de finançament de 29.670 milions d'euros, l'11,0% del PIB trimestral. No obstant això, cal destacar que el conjunt de l'economia ha reduït de forma substancial les necessitats de finançament amb la resta del món. En el segon trimestre del 2012, aquestes necessitats van ser, només, de 855 milions d'euros, el 0,3% del PIB trimestral. Aquesta dada positiva mostra la correcció dels desequilibris acumulats durant la primera dècada d'adopció de l'euro.

En resum, per restituir el flux de crèdit cap a l'economia real, és crucial que el procés de reestructuració bancària culmini amb èxit en els pròxims mesos. En aquest sentit, la posada en funcionament de la nova societat de gestió d'actius Sareb hi hauria d'ajudar. A nivell europeu, és important que imperi una dinàmica constructiva i que s'esvaeixin els dubtes sobre la possibilitat que els fons de rescat europeus puguin o no recapitalitzar la banca amb caràcter retroactiu.

Sareb: el banc dolent entra en escena

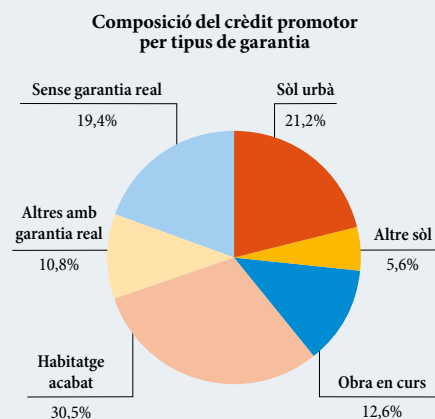
Un dels principals compromisos assumits per les autoritats espanyoles en el Memoràndum d'Entesa sobre les condicions de política sectorial financera subscrit al juliol passat és la creació d'una societat gestora d'actius, a la qual s'hauran de traspasar els actius problemàtics de les entitats que rebin injeccions de capital públic. El reial decret llei 24/2012, del 31 d'agost, de reestructuració i resolució d'entitats de crèdit, va crear el marc regulador pel qual es regirà aquesta societat. Recentment, el Govern ha publicat, per a consulta pública, un esborrany del reial decret que desenvoluparà aquest marc i pel qual es constituirà la Societat de Gestió d'Actius per a la Reestructuració Bancària (Sareb). No obstant això, els aspectes essencials del procés de transferència d'actius danyats no es concretaran fins al final de novembre. Amb la cautela que imposen aquestes limitacions sobre la informació disponible, en aquest requadre es realitza una primera estimació del volum d'actius transferibles a Sareb i del possible impacte de la seva activitat sobre el mercat immobiliari espanyol.

L'esborrany del reial decret contempla el traspàs a Sareb, principalment, de les propietats adjudicades amb valor net comptable superior a 100.000 euros, les participacions de control en empreses del sector immobiliari i el crèdit promotor amb valor net comptable superior a 250.000 euros, inclòs el crèdit actualment al corrent de pagament. Sense considerar les participacions en empreses immobiliàries ni els límits inferiors anteriors aplicables a actius adjudicats i a crèdits a promotors, el volum d'actius potencialment transferibles serà, com a mínim, de 94.000 milions d'euros, provinents de les entitats nacionalitzades (vegeu la taula següent). Aquest import podria pujar fins a 153.000 milions d'euros si cap de les entitats que, un cop realitzades les proves d'esforç dutes a terme per Oliver Wyman, han revelat necessitats de capital superiors al 2% dels seus actius ponderats per risc (APR) aconseguís recapitalitzar-se sense ajuda pública. Per tipus d'actius, al voltant del 27,7% de la cartera traspassada correspondrà a immobles o a sòl directament en mans de Sareb per a la seva venda al mercat, i la resta estarà en forma de crèdits, dels quals, aproximadament, el 30,5% estaran vinculats a habitatges acabats i el 21,2%, a sòl urbà (vegeu el gràfic següent).

VOLUM I COMPOSICIÓ DELS ACTIUS A TRASPASSAR A LA SOCIETAT GESTORA D'ACTIUS

Valor brut en llibres a desembre del 2011, en milions d'euros i en percentatge

	Volum mínim	Entitats dels Grups 2 i 3 amb necessitats > 2% APR (B)	Volum màxim	
	Entitats del Grup 1 (A)		(A)+(B)	%
Crèdit promotor	67.023	43.492	110.515	72,3
Problemàtic	43.364	17.310	60.674	39,7
Al corrent de pagament	23.659	26.182	49.841	32,6
Adjudicats	26.995	15.395	42.390	27,7
Sòl	11.944	6.162	18.107	11,8
En construcció	792	658	1.450	1,0
Acabats	14.259	8.575	22.835	14,9
Total	94.019	58.887	152.906	



FONT: Elaboració pròpia a partir de l'Informe Oliver Wyman i dels comptes anuals de les entitats.

El preu d'adquisició d'aquests actius determinarà els descomptes sobre el valor de taxació original que Sareb podria arribar a oferir per col·locar les propietats al mercat. L'esborrany del reial decret estableix que el traspàs s'ha de fer partint del valor econòmic a llarg termini dels actius, determinat per experts independents en les proves d'esforç individuals, tot i que, en cap cas, el valor de traspàs podrà ser inferior a les cobertures exigides fins avui.⁽¹⁾ Oliver Wyman ofereix dues possibles valoracions dels actius bancaris en funció de l'escenari macroeconòmic, tot i que només per a un horitzó de dos anys. Per tant, considerar aquestes referències com el valor a llarg termini dels actius és una mica conservador, ja que no es tenen en compte els efectes d'una recuperació econòmica a mitjà termini. Els descomptes mitjans anunciats finalment pel FROB parteixen de l'escenari base d'Oliver Wyman i afegeixen un descompte addicional de l'11,4% per cobrir els costos i el risc de l'operació,⁽²⁾ de manera que s'aproximen als de l'escenari advers (vegeu la taula següent, banda esquerra). Així, s'estableix un descompte mitjà del 45,6% per al crèdit promotor i del 63,1% per a les propietats adjudicades, de manera que el balanç de Sareb se situaria al voltant dels 46.422 milions d'euros si les entitats nacionalitzades només traspassessin els seus actius i arribaria als 75.762 milions si inclogués totes les entitats dels grups 2 i 3 amb elevades necessitats de capital.

La banda dreta de la següent taula detalla els descomptes màxims des del valor de taxació original que permetrien que Sareb no incorregués en pèrdues sota cada escenari i que són el resultat de fer la mitjana dels descomptes en els actius adjudicats amb els descomptes en les propietats que serveixen com a garantia dels crèdits transferits a Sareb.⁽³⁾ Així, el descompte des de màxims segons les valoracions anunciades pel FROB seria del 72,7% de mitjana en el cas del sòl i del 54,1% en el de l'obra acabada.

DESCOMPTES SOBRE ELS ACTIUS BANCARIS SOTA ESCENARIS ALTERNATIUS

	Descompte sobre el valor dels actius bancaris				Descomptes des del valor de taxació original en els preus de propietats adjudicades i en garantia de préstecs (*)			
	Oliver Wyman. Escenari base	Anunciat per a Sareb	Oliver Wyman. Escenari advers		Oliver Wyman. Escenari base	Anunciat per a Sareb	Oliver Wyman. Escenari advers	
Crèdit promotor	29,4%	45,6%	43,2%					
Adjudicats	56,4%	63,1%	63,9%					
<i>Sòl</i>	73,1%	79,5%	80,2%	→	Sòl	62,6%	72,7%	73,8%
<i>Obra en curs</i>	56,8%	63,2%	65,8%		<i>Obra en curs</i>	50,1%	59,9%	59,7%
<i>Habitatge acabat</i>	43,1%	54,2%	50,9%		<i>Habitatge acabat</i>	43,0%	54,1%	50,3%
Total	36,9%	48,3%	49,0%					
Promemòria: dimensió mínima del balanç de Sareb (milions d'€)	56.853	46.422	45.751					

NOTA: (*) Caigudes implícites calculades segons la ràtio mitjana de crèdit sobre el valor de taxació per al sector promotor (68%).

FONT: Elaboració pròpia a partir de l'Informe Oliver Wyman i dels comptes anuals de les entitats.

(1) En concret, s'inclouen les cobertures exigides als reials decrets llei 2/2012 i 18/2012.

(2) En el cas irlandès, aquest descompte addicional va ser del 10%. Vegeu European Commission Competition (2011), «The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis», Commission Staff Working Paper.

(3) El descompte sobre el valor de les propietats que serveixen com a garantia té en compte que els crèdits vinculats a aquestes propietats es van concedir, de mitjana, pel 68% del valor de taxació original.

El preu al qual, finalment, Sareb ofereixi els actius immobiliaris dependrà del ritme de venda que pugui aplicar a cada categoria d'actius. Tot i que, formalment, disposarà de 15 anys, diversos factors podrien accelerar el ritme d'alienacions per tipus d'actius. En primer lloc, la societat haurà de cobrir, anualment, els costos operatius i de finançament, motiu pel qual el seu import serà un factor determinant. Com a referència, en el cas de la NAMA irlandesa, la projecció dels costos operatius durant tota la vida de la societat va arribar al 5,4% dels actius en el moment de la seva posada en marxa el 2010, mentre que els seus costos financers són relativament moderats, ja que el 95% dels passius (deute sènior amb l'aval de l'Estat) paguen un cupó semianual igual a l'euríbor a 6 mesos. En segon lloc, el calendari de necessitats financeres pot plantejar condicionants addicionals sobre l'estratègia de vendes. Per a la societat gestora irlandesa, aquestes condicions presenten un grau d'exigència no menyspreable, en establir-se la devolució del 25% del deute, com a mínim, als quatre anys d'entrada en funcionament de la societat i del 80% als vuit anys. Finalment, és previsible que Sareb hagi d'invertir recursos per desenvolupar el sòl i gestionar les obres en curs.

Per afrontar la pressió venedora que imposen els factors anteriors, Sareb podrà comptar amb els ingressos procedents de la titulització dels actius de la societat i de la gestió de les propietats acabades, inclòs el possible lloguer, i del crèdit promotor. Els interessos i les amortitzacions del crèdit sa també hauran de contribuir de forma significativa al *cash-flow*. Per aquest motiu, la societat haurà d'establir un sistema d'incentius adequat per assegurar que les diferents contraparts implicades (promotors, entitats cedents d'actius, etc.) s'esforcen al màxim per satisfer els seus compromisos. En aquest sentit, pot ser convenient revisar els plans de negoci dels deutors per assegurar-ne la viabilitat i dissenyar accions que permetin l'amortització dels deutes en línia amb el calendari establert per al conjunt del projecte. En el cas irlandès, la implicació de la NAMA arriba fins al disseny i l'aprovació dels criteris que han de satisfer les vendes realitzades pels deutors.

Dur a terme de forma correcta aquesta tasca hauria de permetre a Sareb establir un ritme de venda de les propietats compatible amb la materialització del valor econòmic real i amb la generació d'un volum suficient de transaccions que permetin reactivar el mercat immobiliari. Més enllà de la seva contribució a l'estabilitat del sistema financer espanyol, l'establiment d'una referència raonable per als preus immobiliaris, coherent amb els determinants fonamentals, seria una altra fita clau per contribuir a una recuperació econòmica sostinguda.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Sandra Jódar-Rosell
Departament d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

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 despallanquejament a Espanya Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual
24. Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari Jordi Gual
25. Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea Àlex Ruiz

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

5. Integrating Regulated Network Markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB Target Employment? Pau Rabanal

7. Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry Jordi Gual

8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

■ DOCUMENTS DE TREBALL

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

08/2012. L'estalvi i l'eficiència energètica: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola Pere Miret

■ ESTUDIS ECONÒMICS

36. El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Coldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

37. Europa, com Amèrica: Els reptes de construir una federació continental Josep M. Colomer

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

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

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

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

INFORME MENSUAL

Novembre 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.

