

# Informe Mensual



## PERSPECTIVES 2013

*Perspectives per als països emergents el 2013: cels poc ennuvolats i temperatures agradables* Pàg. 13  
Factors interns i externs apunten en sentit positiu

*Zona de l'euro: disset països, una destinació* Pàg. 23  
Com en qualsevol associació, la recepta de l'èxit combina un interès comú, empatia i confiança mútua

*Perspectives de desendeutament bancari a Europa* Pàg. 45  
El procés de desendeutament és inevitable després del boom del crèdit dels 2000

*La reducció del dèficit públic: moltes preguntes i alguna resposta* Pàg. 66  
La creació d'una agència fiscal independent, clau per reforçar el procés d'ajustament del dèficit públic

# 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	
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>										
					Previsions					Previsions
<b>Producte interior brut</b>										
Estats Units	1,8	2,2	2,0	1,6	2,0	2,4	2,1	2,5	1,8	
Japó	-0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,6	2,7	3,4	0,2	0,6	
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	-0,4	0,3	1,3	0,6	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	
<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	1,1	0,2	0,1	0,1	-0,2	
<b>Preus de consum</b>										
Estats Units	3,1	2,1	1,9	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	2,2	
Japó	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,2	
Regne Unit	4,5	2,7	1,9	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	2,1	
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	1,9	
<i>França</i>	2,1	2,3	1,9	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1	
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>										
					Previsions					Previsions
<b>Agregats macroeconòmics</b>										
Consum de les llars	-0,8	-1,8	-1,7	-0,2	-2,4	-1,3	-2,1	-2,0	-1,7	
Consum de les AP	-0,5	-4,3	-9,2	-2,7	-1,1	-3,7	-2,9	-3,9	-6,7	
Formació bruta de capital fix	-5,3	-8,9	-4,8	-4,2	-6,0	-7,5	-9,2	-9,9	-8,9	
<i>Maquinària i béns d'equipament</i>	2,5	-6,1	-1,7	3,4	-1,6	-5,5	-6,9	-7,3	-4,5	
<i>Construcció</i>	-9,0	-11,4	-6,6	-8,0	-8,6	-9,4	-11,5	-12,6	-12,3	
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-1,9	-3,8	-3,8	-1,8	-3,1	-3,2	-3,8	-4,0	-4,1	
Exportació de béns i serveis	7,7	4,0	9,3	7,6	5,8	2,4	2,9	4,3	6,5	
Importació de béns i serveis	-0,8	-3,7	2,2	-1,2	-4,9	-5,8	-5,1	-3,5	-0,3	
<b>Producte interior brut</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	
<b>Altres variables</b>										
Ocupació	-1,7	-4,4	-3,2	-1,6	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-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	-2,7	0,7	-1,6	-1,4	-1,7	-3,2	-3,0	-2,8	
Saldo operacions corrents (% PIB)	-3,7	-2,3	0,5	-2,7	-2,8	-5,5	-1,0	-1,3	-1,3	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-3,4	-1,8	1,0	-2,4	-2,3	-5,3	-0,5	-0,7	-0,7	
Saldo públic (% PIB)	-9,4	-8,2	-6,2	-6,8	-14,8	-5,9	-11,3			
<b>MERCATS FINANCERS</b>										
					Previsions					Previsions
<b>Tipus d'interès internacionals</b>										
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	1,95	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,69	
Bons alemanys 10 anys	2,65	1,56	1,82	2,30	1,98	1,88	1,50	1,42	1,43	
<b>Tipus de canvi</b>										
\$/Euro	1,39	1,28	1,30	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,28	

## Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 **Conjuntura internacional**
  - 6 Estats Units
  - 10 Japó
  - 13 *Perspectives per als països emergents el 2013*
  - 16 Xina
  - 17 Brasil
  - 18 Mèxic
  - 19 Primeres matèries
- 21 **Unió Europea**
  - 21 Activitat econòmica
  - 23 *Zona de l'euro: disset països, una destinació*
  - 26 Mercat de treball
  - 27 Preus
  - 29 Sector exterior
  - 30 Sector públic
  - 32 Estalvi i finançament
  - 33 Europa emergent
- 36 **Mercats financers**
  - 36 Mercats monetaris i de capital
  - 45 *Perspectives de desendeutament bancari a Europa*
- 48 **Conjuntura espanyola**
  - 48 Activitat econòmica
  - 53 Mercat de treball
  - 57 Preus
  - 61 Sector exterior
  - 64 Sector públic
  - 66 *La reducció del dèficit públic: moltes preguntes i alguna resposta*
  - 69 Estalvi i finançament

## Perspectives 2013

Fa uns anys, en plena polèmica sobre els riscos geopolítics que plantejava la situació de l'Iraq, Donald Rumsfeld, secretari de defensa dels Estats Units, va pronunciar unes frases que són recordades sovint. Va dir: «Hi ha certes conegudes, és a dir, coses que sabem que sabem. Hi ha incògnites conegudes, és a dir, coses que sabem que no sabem. I hi ha incògnites desconegudes, és a dir, coses que no sabem que no sabem». En els exercicis de prospectiva econòmica, convé augmentar encara més les dosis d'humilitat i reconèixer que la convicció arriba a la certesa en rares ocasions. En qualsevol cas, però, es tracta d'un esquema que ajuda a presentar les perspectives econòmiques per al 2013.

Els elements de l'escenari que ofereixen més certesa fan referència a determinades forces estructurals que ja fa temps que estan en marxa i que tot fa pensar que continuaran actives durant algun temps addicional. En general, signifiquen vents de cara per als països desenvolupats i de cua per als emergents. La més important és el procés de despalanquejament en què encara estan immersos nombrosos sectors de països avançats clau, com els Estats Units, el Regne Unit i diversos estats de la zona de l'euro. Famílies, Governos i entitats financeres han de reduir els nivells de deute, de manera que es frena l'expansió de la despesa i del crèdit en aquests països. En el cas del sector financer europeu, perquè el procés de despalanquejament es pugui dur a terme de manera compassada, és imprescindible continuar avançant de forma decidida en el procés de reformes, tant a nivell nacional com europeu. Com a contrapunt, els països emergents presenten nivells baixos d'endeutament i disposen, a més a més, de diverses palanques impulsores del creixement: la demografia, l'adopció de progressos tecnològics, la liberalització dels mercats i una estabilitat política i social cada vegada més consolidada. En aquest marc, les previsions centrals de creixement del producte interior brut (PIB) apunten a xifres modestes per als països desenvolupats (2,0% per als Estats Units, 0,3% per a la zona de l'euro i -1,5% per a Espanya), però satisfactòries per als emergents (7,8% per a la Xina o 3,5% per al Brasil).

Les «incògnites conegudes» són factors de risc ja identificats que, per bé o per mal, ens poden allunyar d'aquestes xifres. La llista és llarga, però les més destacades remeten a les actuacions de política econòmica i institucional i al calibratge dels seus efectes. Als Estats Units, la cita imminent és el necessari acord entre demòcrates i republicans per evitar l'anomenat «precipici fiscal», amb el perill de recaure en recessió. A la zona de l'euro, el debat sobre la disjuntiva entre austeritat i estímul continuarà dominant les decisions de política fiscal. Per desgràcia, les limitacions dels economistes per respondre satisfactòriament aquesta qüestió incrementen els dubtes sobre l'impacte macroeconòmic final. Un segon gran focus de risc, a la zona de l'euro, fa referència al ritme d'avanç en la refundació de la Unió Econòmica i Monetària, als fronts d'unió bancària, fiscal i, en última instància, política. Difícilment serà una marxa triomfal, però la via de la integració sembla ben canalitzada. Pel que fa a Espanya, un factor clau és complir, de la forma més acurada possible, els compromisos d'ajustament pressupostari anunciats i recuperar, així, la confiança de la comunitat inversora internacional. Sorpreses positives en aquest àmbit beneficiarien el conjunt del país, sobre la base dels notables avanços ja observats en la correcció dels desequilibris de la balança de pagaments i de competitivitat.

Per definició, la llista de les «incògnites desconegudes» només estarà disponible quan l'any hagi acabat. Valgui ara el desig que, a diferència dels últims temps, estigui dominada per notícies favorables.

## RESUM EXECUTIU

**El «precipici fiscal» centra el debat sobre política econòmica als Estats Units.**

### Es redueixen els focus de preocupació

El novembre ha estat un mes de transició. Per moments, les ombres de la incertesa han tornat a entelar l'ànim, però ho han fet amb una intensitat sensiblement inferior a la d'altres episodis tempestuosos dels últims anys. Així, per exemple, les borses i altres actius de risc s'han mostrat febles, tot i que sense registrar grans descensos i, amb les primeres notícies positives, les cotitzacions han exhibit una notable capacitat de recuperació. Aquest comportament reflecteix que els focus de preocupació s'estan resolent de forma favorable.

**La CE ajorna la recuperació de la zona de l'euro uns trimestres més.**

El primer procedeix dels Estats Units, on la proximitat del venciment de les mesures fiscals expansives aprovades durant l'era Bush, el «precipici fiscal», ha despertat temors sobre la possible recessió a la qual s'enfrontaria l'economia nord-americana, ja prou vulnerable. No obstant això, la reelecció del president Obama, més folgada del que estava previst, facilita el desitjat acord entre demòcrates i republicans. La resolució de les eleccions estabilitza el panorama polític i desbloqueja el debat sobre la reducció del dèficit, que, amb un biaix una mica més favorable al partit demòcrata, se centra més a augmentar ingressos que a reduir despeses.

**La caiguda dels tipus d'interès a llarg termini reactiva la demanda de bons corporatius.**

Paral·lelament, l'activitat econòmica continua evolucionant a un ritme moderat, però bé que es comencen a detectar els primers efectes de les diferents actuacions monetàries. En concret, la despesa de les famílies i la seva propensió al consum s'han accelerat durant el tercer trimestre. Igualment, s'ha apreciat una millora en l'activitat constructora i immobiliària, en forma de pujada dels preus dels habitatges i de les operacions de compravenda. Aquests

avanços han anat acompanyats de la caiguda moderada de la taxa d'atur i del repunt dels preus de consum, producte de l'encariment de l'energia. En l'àmbit financer, les millores han estat protagonitzades per l'expansió del crèdit bancari, pel descens dels tipus d'interès hipotecaris i per la baixada de la rendibilitat dels bons del Tresor.

Els altres dos focus de preocupació es localitzen a la zona de l'euro. D'una banda, la Comissió Europea ha confirmat la previsió que la regió travessarà alguns trimestres més de contracció del PIB. En el tercer trimestre, es va mantenir gairebé estancat, amb una reculada del 0,1% intertrimestral, però els indicadors disponibles per al quart trimestre, tant d'oferta com de demanda, s'han deteriorat sensiblement. Així i tot, la Comissió assenjala dos elements que desperten un optimisme moderat. En primer lloc, els avanços en política econòmica, com la unió bancària o l'anunci de les operacions monetàries de compravenda per part del Banc Central Europeu, han allunyat els escenaris més pessimistes. En segon lloc, els esforços de consolidació fiscal i la correcció dels desequilibris estan contribuint a millorar la competitivitat dels països perifèrics.

Adicionalment, en el marc de la crisi del deute de la regió, el front obert per les urgents necessitats de liquiditat de Grècia ha posat de manifest, una vegada més, les dificultats tècniques i polítiques per assolir solucions contundents. En aquest context, l'absència d'ensurts d'envergadura als mercats constituiria un signe que els inversors confien en la capacitat de les autoritats per evitar els riscos i anar avançant en els reptes existents. Si, com és d'esperar, això efectivament es confirma en les pròximes setmanes, no hi haurà dificultats per re-

prendre la tònica de revaloració dels actius amb risc.

Malgrat els vaivens en la crisi de la zona de l'euro i el context de creixement global, la renda fixa empresarial és l'actiu estrella del 2012. En la seva recerca incessant de rendibilitat, els inversors, tant institucionals com minoristes, han trobat en els bons corporatius un binomi de rendibilitat i risc més atractiu que en les accions. Des del setembre, aquesta circumstància s'ha vist afavorida per la intensificació de la laxitud de les estratègies monetàries als Estats Units i a la zona de l'euro. La caiguda dels tipus d'interès a llarg termini, generada per la compra de bons sobirans i hipotecaris per part de la Fed, i les mesures anunciades pel BCE al setembre han provocat un intens moviment dels fluxos de capital cap a aquesta classe d'actius i han accelerat la demanda global de tota classe de bons corporatius.

A la zona asiàtica, crida l'atenció l'afebliment de l'economia japonesa, que ha passat de ser la que creixia més entre els països avançats a situar-se al caire de la recessió. L'economia nipona ha anat de més a menys al llarg del 2012, però les dades del PIB del tercer trimestre van sorprendre negativament a unes expectatives ja prou a la baixa, amb una reculada del 0,9% intertrimestral, que deixa l'avanç interanual en un mínim 0,2%. La correcció va ser deguda, sobretot, a l'enfonsament de les exportacions, que havien estat el motor tradicional del creixement fins a la crisi del 2008.

Davant aquesta situació, la posició del primer ministre Yoshihiko Noda, del Partit Democràtic, s'ha fet insostenible, la qual cosa ha obligat a avançar les eleccions al desembre del 2012. El probable guanyador serà Shinzo Abe, del Partit Liberal Democràtic, que va governar el país de forma gairebé hegemònica des del 1955 fins al 2009. S'espera que Abe, partidari declarat de donar suport al creixement, esperoni el Banc del Japó perquè segueixi polítiques monetàries més expansives.

A la Xina, en canvi, la nova cúpula de líders entra en escena en el precís moment en què els últims indicadors conjunturals confirmen la reacceleració del ritme d'activitat de la potència asiàtica. Segons el que estava previst, Xi Jinping va agafar el relleu de Hu Jintao com a futur president de la Xina durant el XVIIIè Congrés Nacional del Partit Comunista. Al seu costat, Li Keqiang, número dos i futur primer ministre en substitució de Wen Jiabao, i altres cinc membres del Partit Comunista formaran el Comitè Permanent que regirà el destí de la segona economia mundial en els deu pròxims anys.

Atès el conservadorisme del nou Executiu, no esperem grans innovacions en les línies d'actuació del gegant asiàtic. Així, doncs, les mesures econòmiques es continuaran regint pel principi de canvis graduals cap a un model de creixement més equilibrat a mitjà termini. En aquest entorn de reacceleració moderada, es valora molt positivament la dada d'inflació de l'octubre, de l'1,7%, substancialment inferior a la meta oficial del 4%, ja que facilita la continuïtat de les polítiques expansives si la conjuntura així ho exigeix.

El Brasil, l'altra gran potència econòmica emergent, ja està utilitzant àmpliament les polítiques expansives. De fet, en el seu pas per Espanya, la seva presidenta, Dilma Rousseff, va alertar sobre els riscos de la política d'austeritat com a única via de sortida a la crisi a la zona de l'euro. Les autoritats brasileres, atès que disposen d'un cert marge, no han escatimat en l'ús de palanques per donar suport a l'economia durant els mesos d'alentiment. Tot i que el rebot esperat encara es resisteix, ja s'albiren els primers indicis de millora, de moment discreta. Sense disposar de les dades de creixement del PIB del tercer trimestre, l'índex d'activitat econòmica situaria l'avanç al voltant de l'1% en relació amb el trimestre anterior, per damunt del 0,4% intertrimestral del segon trimestre.

L'economia espanyola, que ja encadena cinc trimestres de creixement negatiu, dis-

**El deteriorament de l'economia japonesa propicia el canvi polític.**

**El nou Govern xinès pren possessió amb una línia continuïsta.**

**Primers indicis de reactivació econòmica al Brasil.**



## L'efecte IVA modera la caiguda del consum privat.

posa de menys marge per dur a terme polítiques expansives. De tota manera, el ritme de contracció del PIB va millorar en una dècima en el tercer trimestre i es va situar en el -0,3% intertrimestral. La reculada va tornar a ser notable, però inferior a les previsions del consens d'analistes, que esperava una caiguda del 0,8%.

D'una banda, l'aportació de la demanda interna al creixement va ser lleugerament superior a l'esperada, ja que la pujada de l'IVA a partir de l'1 de setembre va fer que les llars i les empreses avancessin les compres previstes per als mesos posteriors. Aquest efecte, però, és temporal i, probablement, afectarà negativament el PIB del quart trimestre. Després de l'entrada en vigor dels nous tipus impositius, la caiguda de les vendes al detall es va accelerar fins al -10,1%. Un patró similar s'observa en les matriculacions d'automòbils: després d'un increment interanual del 3,4% a l'agost, es van registrar unes reculades del -36,8% i del -21,7% en els mesos de setembre i d'octubre, respectivament.

Un altre factor que explica la menor reculada del PIB en el tercer trimestre és la fortalesa de les exportacions, que es van incrementar el 4,8%, el millor registre de l'última dècada, resultat del bon comportament de les exportacions de serveis i, sobretot, de béns, que reflecteixen l'important esforç internacionalitzador de les empreses espanyoles. De tota manera, el vent tampoc no bufa a favor en aquest sector. La demanda europea es mantindrà feble en el quart trimestre i tornarà a posar a prova la capacitat de reacció de les empreses per trobar noves destinacions amb més potencial.

En els pròxims mesos, la reestructuració del sector bancari entrarà en la fase definitiva. Un cop aprovats els plans de reestructuració i de recapitalització de les entitats participades pel Fons de Reestructuració

Ordenada Bancària (FROB), començaran a rebre les ajudes procedents dels fons de rescat europeus, que ascendeixen a 37.000 milions d'euros.

Per la seva banda, el Govern va aprovar, el passat 14 de novembre, la legislació que fixarà les bases jurídiques per a la constitució de la Societat de Gestió d'Actius Procedents de la Reestructuració Bancària (Sareb). Quan la Sareb estigui plenament operativa, al començament de desembre, els bancs participats pel FROB podran començar a transferir-li els actius. La dimensió màxima legal de la Sareb és de 90.000 milions d'euros, capacitat que s'estima suficient per albergar els actius problemàtics de les entitats que rebin ajudes públiques.

La qüestió més sensible continua sent el valor de transferència dels actius. En aquest sentit, el Banc d'Espanya estima que el descompte mitjà en relació amb el valor brut en llibres serà del 63% per als actius adjudicats i del 46% per als préstecs. Amb aquests valors, s'espera que la rendibilitat sobre recursos propis de la Sareb pugui arribar, a llarg termini en un escenari conservador, al 15%.

Recuperar la confiança i relaxar les condicions financeres són elements vitals per millorar les expectatives de creixement. En aquest sentit, els avanços en el procés de reestructuració del sector bancari estan permetent una menor dependència del finançament del Banc Central Europeu i una millora de la confiança dels inversors internacionals en el sistema bancari espanyol. Aquest procés, però, ha d'anar acompanyat per progressos significatius en l'agenda de construcció europea. Les expectatives que ha despertat la cimera del Consell Europeu del desembre tornen a ser màximes. Esperem que aquesta vegada no es vegin defraudades.

30 de novembre del 2012

## Els bancs nacionalitzats començaran a transferir actius a la Sareb al desembre.

## La reactivació econòmica passa per recuperar la confiança i per relaxar les condicions financeres.

## CRONOLOGIA

### 2011

- 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**.
- novembre** 26 L'Eurogrup acorda desbloquejar 43.700 milions d'euros d'ajudes per a Grècia i adopta mesures per garantir la sostenibilitat del deute amb la millora de les condicions dels préstecs i la recompra de bons.

## AGENDA

### Desembre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
- 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 (novembre).  
Cost laboral (tercer trimestre).
- 20 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).
- 21 Comerç exterior (octubre).  
Preus industrials (novembre).
- 28 Balança de pagaments (octubre).

### Gener

- 10 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 11 Índex de producció industrial (novembre).
- 15 IPC (desembre).
- 16 IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- 24 Enquesta de població activa (quart trimestre).
- 29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 30 Avanç del PIB trimestral (quart trimestre).
- 31 Balança de pagaments (novembre).  
Avanç IPCH (gener).

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**Els Estats Units creixen el 2,5% interanual, mentre esperen un acord que limiti el «precipici fiscal».**

**El resultat de les eleccions apropa la possibilitat d'un acord, però s'ajorna la consolidació fiscal.**

### Estats Units: una expansió tèbia, però amb menys riscos

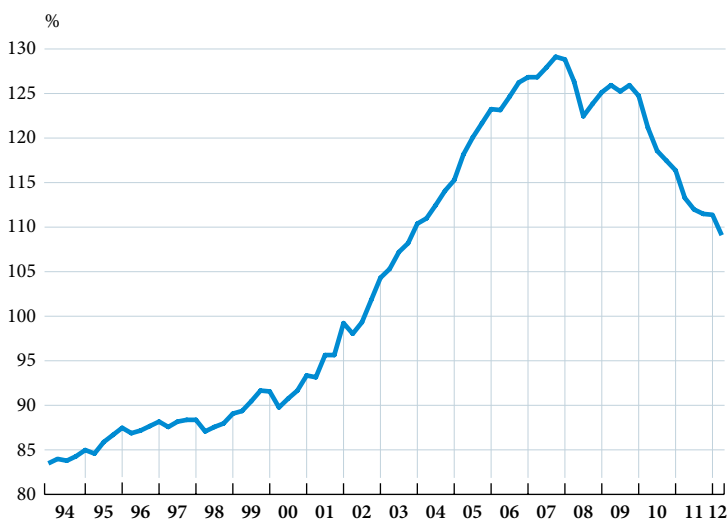
Després del repunt del tercer trimestre, amb un producte interior brut (PIB) que va avançar el 2,5% interanual, les dues incerteses més preocupants que planen sobre l'economia nord-americana són el «precipici fiscal» i la lenta recuperació del mercat laboral. La reelecció del president Obama, per més marge del que estava previst, facilita un desitjat acord entre demòcrates i republicans que redueixi els efectes contractius del «precipici fiscal», que preveu augments d'impostos i reduccions de despeses automàtiques a partir de l'1 de gener del 2013. La resolució de les eleccions estabilitza el panorama polític i desbloqueja el debat sobre la reducció del dèficit, que, amb un biaix una mica més

favorable al partit demòcrata, se centra més a augmentar els ingressos que a reduir les despeses.

Així, la proposta presidencial inclou un augment impositiu de 836.000 milions de dòlars en 10 anys, dels quals només 56.000 correspondrien al 2013. Així mateix, és probable que es prorroguin les exempcions fiscals a les nòmines i les prestacions d'atur que expiren al final de l'any. El probable acord redueix els riscos a la baixa per a la nostra previsió de creixement del 2,0% per al conjunt del 2013 i ajorna la consolidació fiscal. No obstant això, l'augment del deute públic, que pot arribar al 111% del PIB al final del 2013, es compensa amb el despallanquejament privat. El deute de les llars va continuar baixant en el tercer trimestre del 2012, fins al 109,2% de la ren-

### ESTATS UNITS: EL DESPALLANQUEJAMENT DE LES LLARS CONTINUA A BON RITME

Deute brut de les llars en percentatge de la renda disponible



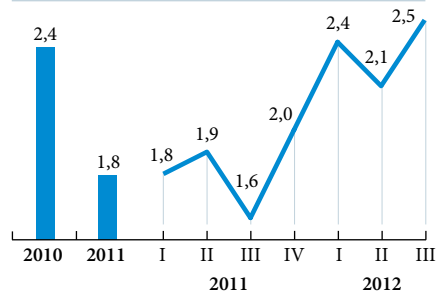
FONTS: BEA, Reserva Federal i elaboració pròpia.



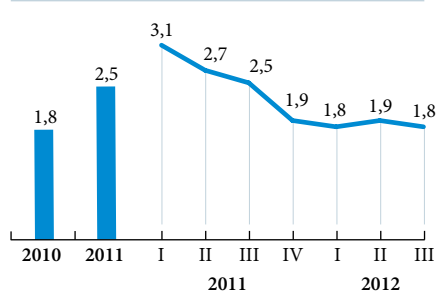
## EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

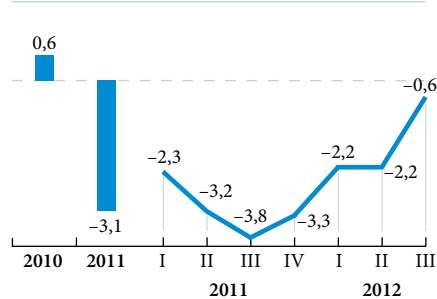
### PIB



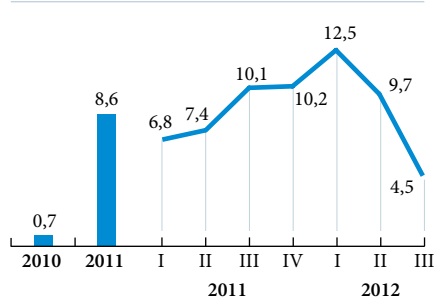
### Consum privat



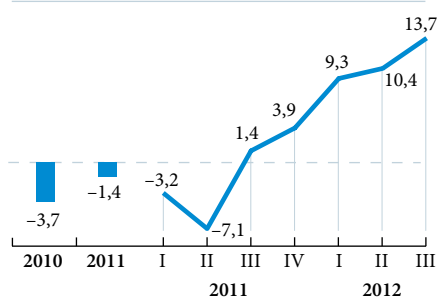
### Consumo públic



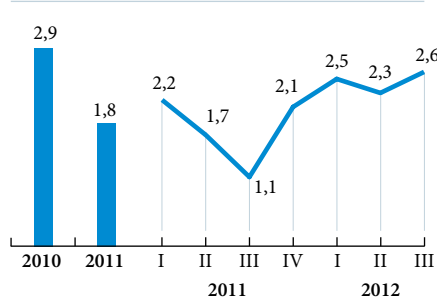
### Inversió no residencial



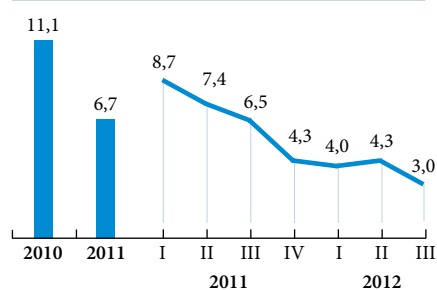
### Inversió residencial



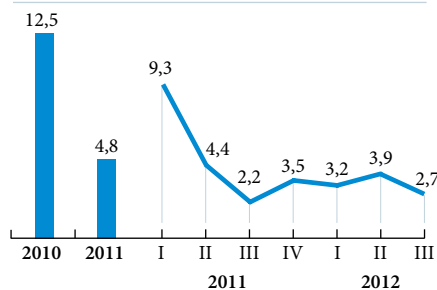
### Demanda interna



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

## L'huracà Sandy afectarà el consum, però la confiança continua millorant.

da disponible, inferior al màxim del 129,3% del setembre del 2009.

Els efectes de l'huracà Sandy a mitjà termini seran limitats, però les primeres dades d'ocupació mostren una influència a curt termini superior a l'esperada. El mes de novembre serà el punt més baix, però l'efecte real sobre l'activitat econòmica es decidirà en les campanyes de vendes del dia d'Acció de Gràcies i de Nadal. Les vendes al detall de l'octubre ja van mostrar els primers efectes del Sandy, amb una reculada en relació amb el setembre que va fer que el creixement acumulat interanual passés del 4,3% al 2,7%. Aquesta reculada va ser deguda, també, al fet que el setembre havia estat un mes anormalment alcista, en part pel llançament de l'iPhone 5. Al costat positiu, l'índex de confiança dels consumidors del Conference Board va mantenir, a l'octubre, el seu repunt amb un altre increment, fins al nivell dels 72,2 punts. Per bé que aquest nivell queda per sota de la mitjana històrica, propera als 100 punts, altres indicadors de confiança

més recents, com el de la Universitat de Michigan, apunten a una continuïtat d'aquesta millora.

La percepció empresarial es va mostrar vacil·lant a l'octubre, amb un índex d'activitat de l'Institute for Supply Management (ISM) que, en manufactures, es va quedar en els 51,7 punts i que, en serveis, va recular de forma inesperada fins als 54,2 punts. No obstant això, els nivells continuen sent coherents amb un creixement del conjunt de l'economia proper al 2,5%, netament per damunt del ritme actual.

I és que l'octubre va ser un bon mes per a l'ocupació, tot i que això no altera el fet que la recuperació és excessivament lenta. La creació de 171.000 llocs de treball nets es va veure confirmada per una revisió en la creació d'ocupació corresponent als dos mesos anteriors, amb 84.000 llocs nets més del que s'havia estimat. La pujada mínima de la taxa d'atur, fins al 7,9%, també té una lectura positiva, ja que va ser deguda a un increment de la taxa d'activitat,

## Els empresaris continuen sent moderadament optimistes.

### 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	III	Octubre
PIB real	2,4	1,8	2,0	2,4	2,1	2,5	-
Vendes al detall	5,5	8,0	7,5	6,6	4,7	4,8	3,8
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	53,6	67,5	65,3	65,0	72,2
Producció industrial	5,4	4,1	4,1	4,4	4,7	3,3	1,7
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,4	53,3	52,7	50,3	51,7
Habitatges iniciats	5,7	4,5	25,1	22,5	28,5	27,1	41,9
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	8,7	8,3	8,2	8,1	7,9
Preus de consum	1,6	3,2	3,3	2,8	1,9	1,7	2,2
Balança comercial (3)	-494,7	-559,9	-559,9	-571,0	-568,8	-561,8	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,3	70,9	72,3	72,8	73,9	74,0	72,7

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

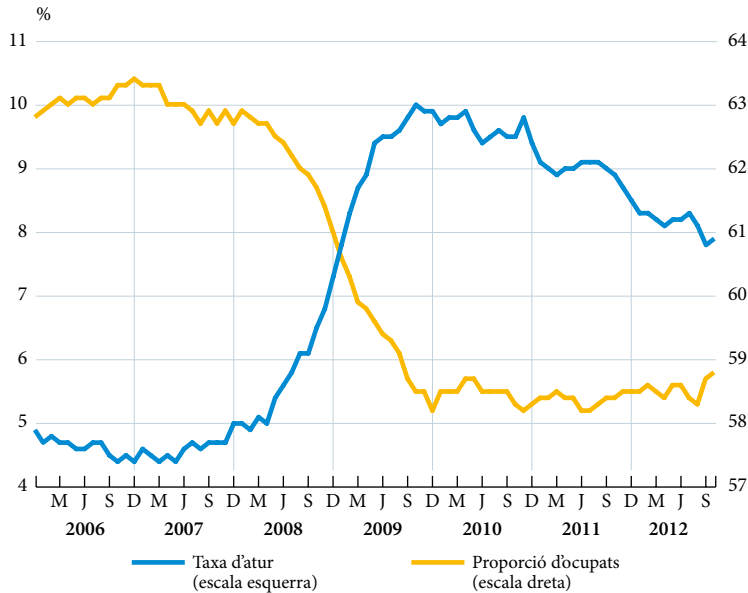
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

(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: LA TAXA D'ATUR MILLORA MÉS QUE EL NIVELL D'OCUPACIÓ

Taxa d'atur i proporció d'ocupats (\*)



NOTA: (\*) Proporció d'ocupats: població ocupada en relació amb la població més gran de 16 anys; taxa d'atur: aturats/població activa.

FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

amb uns treballadors desanimats que s'incorporen al mercat laboral en percebre unes perspectives millors. Així i tot, amb el ritme de creació d'ocupació de l'octubre, no s'assolirien els nivells del desembre del 2007, previs a la Gran Recessió, fins al novembre del 2014. El gran problema continua sent l'elevada proporció d'aturats de llarga durada, que es retroalimenta amb la lentitud de la recuperació, ja que, com més temps estan aturats, menys possibilitats tenen de recol·locar-se.

Malgrat tot, l'evolució dels preus continua donant a la Fed un marge d'actuació per a polítiques expansives que impedeixin aquesta no desitjada reducció estructural del nivell d'ocupació. L'índex de preus de consum (IPC) va avançar el 2,2% interanual a l'octubre (el 2,0% al setembre), a causa d'efectes de base del preu de la factura energètica. No obstant això, l'IPC subjacent, l'índex general sense l'energia ni els aliments, va mantenir la pujada del 2,0%,

en un entorn que continua sent de moderació, a causa de la baixa utilització de la capacitat productiva. En aquest escenari, la Reserva Federal es reafirma en les seves polítiques expansives. Al setembre, es va engegar la tercera expansió quantitativa, per donar suport al refinançament de les hipoteques a tipus fix a un tipus més baix, la qual cosa comporta una reducció de les quotes mensuals i, per tant, un increment de la renda disponible. En la reunió del novembre del Comitè de Mercat Obert de la Fed, es va proposar vincular la continuïtat del tipus de referència en mínims no tant a horitzons temporals com a l'evolució dels preus i de la taxa d'atur, amb un nivell acceptable per a aquesta última variable que se situaria entre el 5,25% i el 7,0%.

Si el pas de l'huracà Sandy pot tenir efectes negatius per a l'ocupació del novembre, l'altra cara de la moneda serà el sector de la construcció, que pot veure reforçada una

**La creació d'ocupació millora, amb un atur en el 7,9%, però la recuperació és excessivament lenta.**

**L'IPC està en el 2,2%, i l'IPC subjacent, en el 2,0%, manté la tònica de moderació.**

## ESTATS UNITS: VENDRE LA CASA JA NO COSTA TANT

Mitjana de mesos necessaris per vendre un habitatge de segona mà



FONTS: US Census i elaboració pròpia.

**La construcció consolida la recuperació, tot i que els nivells previs a la bombolla queden lluny.**

recuperació que s'està mostrant més forta del que s'esperava fa sis mesos. L'activitat constructora va continuar a l'alça a l'octubre, amb 894.000 habitatges iniciats en termes anuals, que representen un increment del 41,9% interanual.

En aquest mateix sentit, l'índex Case-Shiller d'habitatges de segona mà de l'agost va acumular una pujada del 4,3% des del final de febrer, coherent amb una millora de les expectatives dels promotors i amb el lent increment del volum de vendes. Les raons de la millora del sector cal buscar-les en la continuïtat de l'expansió i en uns preus que es tornen a col·locar en nivells raonables. En aquest sentit, la ràtio entre el preu de l'habitatge i els ingressos mitjans de les llars es torna a situar en el nivell que havia predominat entre el 1983 i el 2000, després d'haver pujat i baixat gairebé el 40,0% en els anys de la bombolla i del seu esclat posterior. La recuperació del sector hauria de continuar el 2013, ja que hi ha un fons de llars que van ajornar la seva formació a causa de la crisi econòmica. Més enllà de l'alça de l'activitat i dels preus, un

**El Japó recula en el tercer trimestre, a causa de l'enfonsament de les exportacions i de la inversió.**

altre indicador que mostra la dinamització del sector és el temps que es triga a vendre un immoble, que, a l'octubre, es va reduir a 5,3 mesos, un lapse que no era tan curt des de l'octubre del 2005.

Pel que fa al sector exterior, al setembre, el dèficit de la balança de béns i serveis es va reduir més del que s'esperava, fins als 41.545 milions de dòlars, gràcies al bon comportament de les exportacions, que van repuntar després de dos mesos de reculades. Així, el sector exterior podria tenir una aportació positiva al creixement del quart trimestre, després d'haver estat un llast en el tercer. Això, unit a la inversió residencial, compensaria, en part, els efectes del Sandy sobre el consum i l'ocupació.

### Japó: al caire de la recessió

En menys de mig any, el Japó ha passat de ser l'economia que més creixia entre els països avançats a situar-se al caire de la recessió. L'economia ha anat de més a menys al llarg del 2012, però les dades del

PIB del tercer trimestre han sorprès negativament unes expectatives ja prou a la baixa, amb una reculada del 0,9% intertrimestral, que deixa l'avanç interanual en un mínim 0,2%. La correcció va ser deguda, sobretot, a l'enfonsament de les exportacions, que havien estat el motor tradicional del creixement fins a la crisi del 2008. Les vendes a l'exterior van caure el 5,0% intertrimestral i van arrossegar la inversió en equipament, que va cedir el 3,2%.

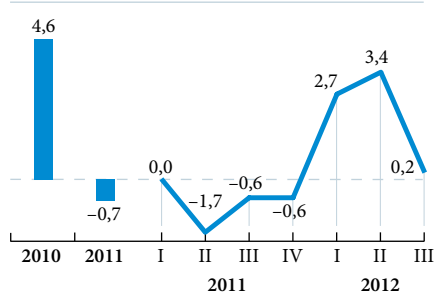
Davant aquesta situació, la posició del primer ministre Yoshihiko Noda, del Partit Democràtic, s'ha fet insostenible, situació que ha obligat a avançar les eleccions al desembre del 2012. El probable guanyador serà Shinzo Abe, del Partit Liberal Democràtic, que havia governat el país de forma gairebé hegemònica des del 1955 fins al 2009. S'espera que Abe, partidari declarat de donar suport al creixement, esperonarà el Banc del Japó perquè segueixi polítiques monetàries més expansives.

**El previsible canvi de primer ministre al desembre podria facilitar una política monetària més expansiva.**

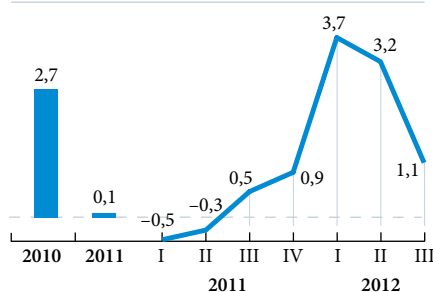
## EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

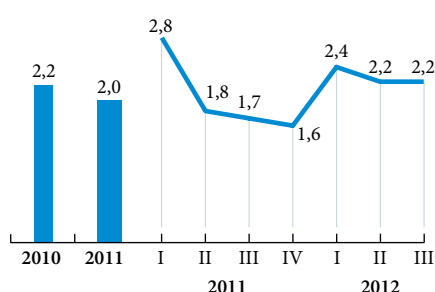
### PIB



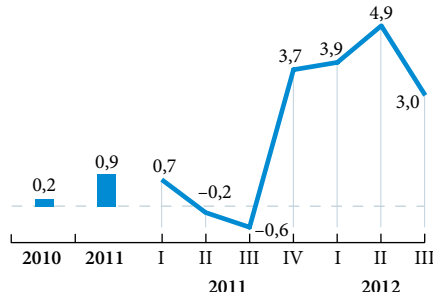
### Consum privat



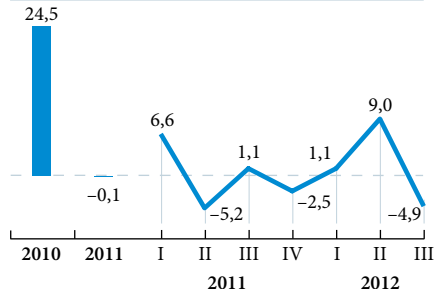
### Consum públic



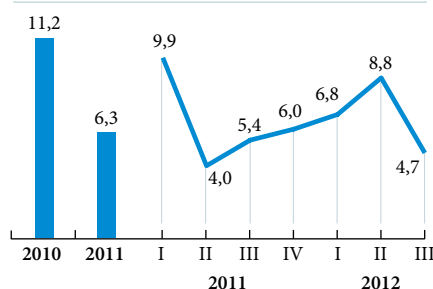
### Formació bruta de capital fix



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis

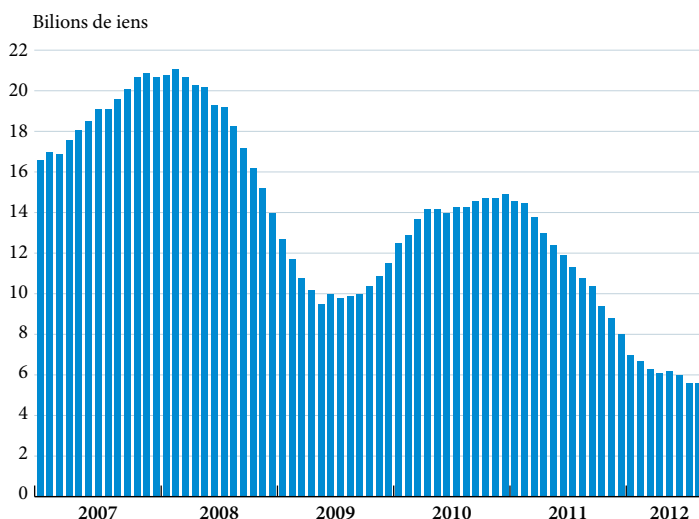


FONTS: Institut de Recerca Econòmica i Social i elaboració pròpia.



## JAPÓ: CADA VEGADA MÉS A LA VORA DELS NÚMEROS VERMELLS

Saldo per compte corrent. Dades mensuals en termes anuals (\*)



NOTA: (\*) Mitjana mòbil de dotze mesos.

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

La competitivitat de les exportacions japoneses es veu reduïda, en detriment de les d'altres economies emergents de la regió, per les mancances energètiques derivades

de l'aturada nuclear, que imposen colls d'ampolla en els processos productius i incrementen els costos. Tot plegat llasta el creixement i, al mateix temps, compromet

## 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	-0,6	-0,6	2,7	3,4	-	0,2	-
Vendes al detall	2,5	-1,2	-1,0	0,8	5,2	3,1	-0,7	1,7	0,4
Producció industrial	16,6	-2,3	-0,6	0,0	2,7	5,1	-2,2	-4,7	-6,8
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	15,6
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2
Preus de consum	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,5	-0,3
Balança comercial (3)	7,9	-1,6	1,3	-1,6	-3,7	-3,7	-4,1	-4,1	-5,1
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.

el saldo positiu de la balança per compte corrent, que, al setembre, va ser deficitària per primera vegada des que es tenen dades. De fet, el seu superàvit acumulat dels 12 últims mesos ha passat dels 24,5 bilions de iens del desembre del 2007 als 5,0 bilions del setembre del 2012.

Els últims indicadors apunten a un quart trimestre sense alegries. L'evolució dels preus confirma la continuïtat de la dinàmica deflacionista. L'IPC del setembre va recular el 0,2% interanual i l'índex subjacent, el general sense aliments ni energia,

va cedir el 0,6%. En aquest sentit, els preus de Tòquio de l'octubre, que actuen com un indicador avançat, van tornar a baixar. Així mateix, la producció industrial, que, al Japó, està especialment vinculada a les exportacions i a l'evolució del conjunt de l'economia, va patir un sever correctiu a l'octubre i acumula una reculada del 9,5% en relació amb el març. La feblesa de la indústria es posa de manifest en considerar que, a l'octubre, només havia recuperat el 25,0% en relació amb el mínim causat per la tragèdia del març del 2011.

**La balança per compte corrent registra, al setembre, el primer dèficit.**

## Perspectives per als països emergents el 2013: cels poc ennuvolats i temperatures agradables

Les condicions econòmico-financeres per al 2013 del col·lectiu de països emergents es presenten favorables, en contrast amb el previsible ambient rúfol als Estats Units, el fred paralitzant al Japó i les tempestes persistents a la zona de l'euro. Si es confirma, es perllongarà la pauta vigent, des de fa més d'una dècada, en aquells països: creixement econòmic ràpid, condicions financeres estables i rendiments elevats dels actius financers. Lògicament, l'heterogeneïtat dins el grup és notable i no falten els casos problemàtics, però, en conjunt, el pronòstic és positiu.

Enrere queda l'etapa convulsa dels anys noranta, amb el seu reguitzell de crisis contagioses: el col·lapse del peso mexicà el 1997; l'atac especulatiu contra el bath tailandès el 1998, detonant de sacsejades molt intenses a tota la regió asiàtica; la devaluació i l'impagament del deute governamental a Rússia, també el 1998; l'enfonsament del real brasiler el 1999, i, com a colofó, la devaluació, el corralito i el *default* d'Argentina el 2001. Des d'aquesta última data, les economies i els mercats de capitals dels països emergents travessen una fase de bonança que només ha estat interrompuda, transitòriament, per la crisi posterior a la fallida de Lehman Brothers. L'examen dels factors que han propiciat aquesta dinàmica permet llançar llum sobre les perspectives per al 2013. Per clarificar l'exposició, és útil agrupar-los en dues categories: factors interns i factors externs, que interaccionen de forma complexa, tot i que, en general, per reforçar-se mútuament.

Els factors interns fan referència a l'evolució dels fonaments econòmics, socials i polítics dels propis països emergents. Els externs, a la marxa de les condicions econòmiques, monetàries, financeres i de clima inversor als països desenvolupats i, per tant, a nivell global. Entre aquests últims, tenen una rellevància especial la «liquiditat global» i l'«aversió al risc global». Des del punt de vista de la dinàmica dels fluxos de capital cap als mercats emergents, les variables internes reben amb freqüència el qualificatiu de factors d'arrossegament (*pull factors*) i les externes, el de factors d'impuls (*push factors*).

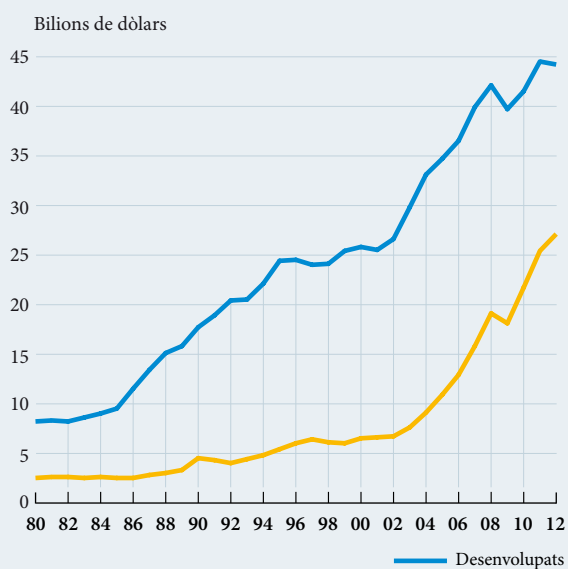
La millora dels fonaments dels països emergents és ja un procés ben consolidat, que prosseguirà en els pròxims anys. Les manifestacions més rellevants són: creixement del PIB elevat, més protagonisme de la demanda interna,

distribució més equitativa de la renda, més cohesió social i marcs polítics més estables. L'any 2013 es presenta com un període de confirmació d'aquestes tendències, que culminarà amb èxit amb el dur examen que han representat la crisi financera occidental iniciada el 2007 i la Gran Recessió posterior. Els països emergents han trampejat aquestes tempestes combinant agilitat i fermesa, de manera que, de cara a l'any vinent, les bases són bones. D'una banda, les polítiques de gestió del cicle han estat encertades, tant en la utilització dels instruments monetaris i fiscals com dels macroprudencials (regulació del sistema financer, controls de capitals, etc.). El tremend xoc negatiu dels anys 2008-2009 va tenir resposta en forma de polítiques molt expansives, amb prou força per reactivar vigorosament el creixement dels països emergents el 2010-2011. Els signes de sobreescalfament que aviat van fer presència van anar seguits d'una aplicació acurada de mesures restrictives, amb l'objectiu de maniobrar un aterratge suau. Aquest ha estat, efectivament, el fruit del 2012, mentre se semblava per a una nova reactivació mitjançant polítiques de nou expansives, aquesta vegada més moderades, però perllongades en el temps i amb un marge addicional encara ampli. Països crucials com la Xina i el Brasil ja comencen a veure aquests signes de reacceleració. D'altra banda, la majoria de països emergents han mantingut el pols ferm en l'enfortiment dels sistemes econòmics i han ampliat les reformes estructurals, han liberalitzat els mercats, han vigilat la solidesa de les entitats financeres i la sostenibilitat dels comptes públics, etc. En aquest context, el conjunt d'emergents podria fàcilment aconseguir, l'any vinent, un creixement del PIB al voltant del 5,5%, un punt percentual superior a la mitjana de les quatre últimes dècades.

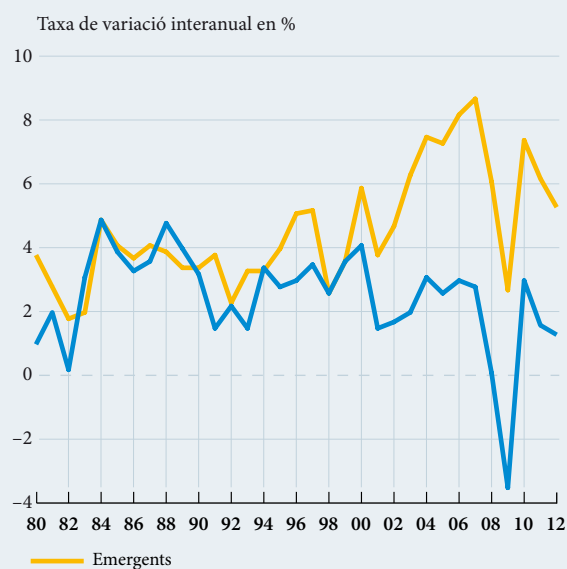
Per la seva banda, sembla que els factors d'impuls són també propicis per als mercats emergents. Com és ben sabut, els bancs centrals dels països desenvolupats han respost a la crisi amb polítiques monetàries ultraexpansives. Els tipus d'interès oficials als Estats Units, a Europa i al Japó ja fa temps que es troben en el nivell mínim del 0% i romandran aquí durant el 2013 i més enllà i arrossegaran a la baixa la remuneració dels actius monetaris. A més a més, els diversos programes de compres d'actius per part dels bancs centrals (*quantitative easing*) han situat les

## PROTAGONISME CREIXENT DELS PAÏSOS EMERGENTS EN L'ECONOMIA MUNDIAL

Evolució del PIB nominal



Creixement del PIB real



FONT: Fons Monetari Internacional.

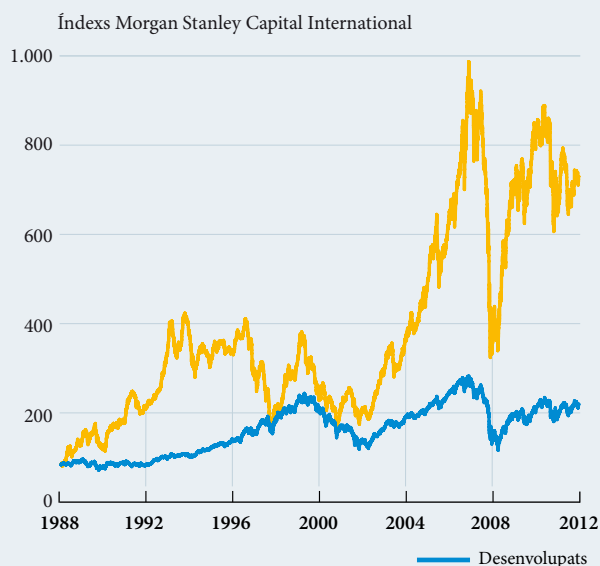
taxes internes de rendibilitat dels bons sobirans i d'altres actius d'elevada qualitat en nivells excepcionalment baixos i han encoratjat els inversors internacionals a buscar alternatives més rendibles (*search for yield*). L'expansió de la base monetària ha estat enorme, i, tot i que els agregats més amplis (per exemple, M3) han crescut de forma moderada, la veritat és que les condicions de liquiditat global són i seran folgades al llarg del 2013. Els mercats emergents han estat tradicionalment grans beneficiaris d'aquestes situacions, i ara no hauria de ser una excepció.

Estretament vinculada a la liquiditat, l'apetència pel risc constituirà també un pilar de suport per als mercats emergents. De fet, en aquest àmbit, ha tingut lloc, durant els dos últims anys, una transformació de gran importància, que reforça aquest vaticini. Durant dècades, havien exhibit un comportament molt procíclic: fort augment de l'afluència de capital i ràpides revaloracions en les fases d'increment de l'apetència global pel risc i desbandades quan disminuïa. Els tres anys que ja portem d'intensos alts i baixos emocionals als mercats internacionals (seguint la pauta de la crisi de la zona de l'euro i altres focus de tensió) han posat de manifest un canvi cap a millor en la percepció del risc del conjunt d'actius emergents entre els inversors. En part per mèrits propis, atesos els progressos en els fonaments esmentats més amunt, però també s'explica per un fenomen global d'escassetat relativa d'actius segurs, fruit de les dures crisis que han afectat els títols hipotecaris, bancaris i sobirans de múltiples països avançats. El resultat és que els actius emergents han avançat moltes posicions en el rànquing internacional de seguretat i de qualitat i ocupen ara llocs còmodes que els fan menys vulnerables als canvis d'ànim recurrents dels inversors, que, en qualsevol cas, haurien de tendir a contenir-se.

Malgrat aquest escenari de creixement elevat, de millor qualitat percebuda i de liquiditat abundant, no convé, però, perdre de vista les amenaces inevitables. La més important seria la reproducció d'un xoc extern sever com el del 2008, que té, com a principal candidat, les tribulacions de la zona de l'euro. El seu impacte podria ser fort, però la seva probabilitat és baixa. Aquests dos termes s'inverteixen en relació amb l'eventualitat que algun país feble del

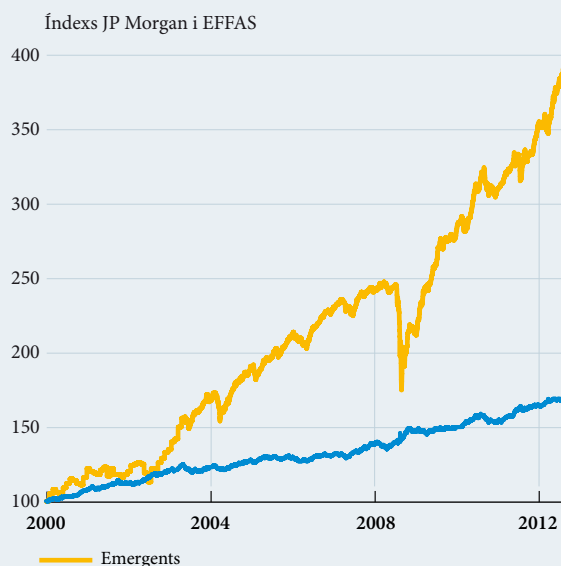
### EVOLUCIÓ DELS MERCATS BORSARIS

Desembre 1988 = 100



### EVOLUCIÓ DELS MERCATS DE RENDA FIXA

Gener 2007 = 100



FONT: Bloomberg.

grup dels emergents ensopegui. Països com Argentina, Vietnam i Hongria se situen entre els vulnerables, però no tenen prou pes per generar una crisi sistèmica en aquesta nova era, en què les vies de contagi han estat, en bona part, neutralitzades. Un altre risc és el d'un repunt sostingut dels preus de les primeres matèries, en especial les alimentàries, que podria desestabilitzar l'equilibri macroeconòmic i la pau social. La llista podria continuar, però no entelaria les bones perspectives dels països emergents de cara al 2013.

*Aquest requadre ha estat elaborat pel Departament de Mercats Financers  
Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*

### Repunt gradual del ritme d'activitat xinesa amb el canvi de lideratge de fons.

#### Xina: consolidant la millora

La nova cúpula de líders xinesos entra en escena en el moment precís en què els últims indicadors conjunturals –producció industrial, inversió i exportacions– confirmen la reacceleració (modesta) del ritme d'activitat de la potència asiàtica.

Segons el que estava previst, Xi Jinping va agafar el relleu de Hu Jintao com a futur president de la Xina durant el XVIIIè Congrés Nacional del Partit Comunista. Al seu costat, Li Keqiang, número dos i futur primer ministre en substitució de Wen Jiabao, i cinc membres més del Partit Comunista (dos membres menys que en

l'anterior legislatura) formaran el Comitè Permanent, que regirà el destí de la segona economia mundial durant els deu pròxims anys. Atès el caràcter conservador del nou executiu, no esperem grans innovacions en les línies d'actuació del gegant asiàtic. Així, doncs, les mesures econòmiques es continuaran regint pel principi de canvis graduals cap a un model de creixement més equilibrat a mitjà termini.

Amb el canvi de lideratge de fons, els últims indicadors d'oferta i demanda mostren signes de relativa fortalesa, impulsats, en bona part, per les palanques fiscals –bàsicament, per estimular projectes d'inversió– i pel relaxament de la política mo-

## 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		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	10,5	9,3	8,9	8,1	7,6	7,4	-
Producció industrial	15,7	13,7	12,8	11,6	9,5	9,1	9,6
Producció elèctrica	14,0	10,9	8,9	6,5	1,2	2,1	7,1
Preus de consum	3,3	5,4	4,6	3,8	2,9	1,9	1,7
Balança comercial (*)	184	155	155	158	181	198	213
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,4	6,3	6,3	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.



netària represa en el segon trimestre. Pel costat de l'oferta, destaca la dada de producció industrial, que, tot i mantenir-se per sota dels nivells anteriors a la crisi, va millorar en relació amb el tercer trimestre i va avançar el 9,6% interanual a l'octubre, enfront del 9,1% del trimestre. Així mateix, el consum elèctric, una mesura més creïble de la producció industrial del país segons alguns analistes, va confirmar aquesta millora, amb un avanç substancial en relació amb el registre del setembre.

Així mateix, la nova ronda de dades comercials va reforçar les notícies positives que ja s'esbossaven al setembre. En particular, les exportacions van avançar l'11,6% interanual, molt per damunt del 4,5% del tercer trimestre. Per la seva banda, les importacions van créixer el 2,4% interanual, enfront de l'1,4% trimestral. Això situa el superàvit comercial, en l'acumulat dels dotze últims mesos (fins a l'octubre), en 212.000 milions de dòlars (el 3% del PIB), enfront dels 155.000 milions de dòlars del 2011. Malgrat la millora recent del sector exterior, no s'esperen grans canvis en el feble ritme d'apreciació de la moneda xinesa enfront del dòlar nord-americà dels últims mesos (al voltant de l'1% fins a l'octubre).

En aquest entorn de reacceleració molt gradual, es valora molt positivament la dada d'inflació de l'octubre, de l'1,7%, substancialment inferior a la fita oficial del 4%, ja que facilita la continuïtat de les polítiques expansives si la conjuntura ho exigeix. Així i tot, ara com ara, la moderació dels preus i les bones dades macroeconòmiques ens empenyen a revisar la nostra previsió de tipus d'interès, atès que ja no contemplem noves retallades en els pròxims mesos.

En definitiva, el programa d'inversions en infraestructures i el gradual relaxament monetari han frenat l'alentiment del país i han allunyat, així, el temor a un aterratge

brusc de l'economia. D'altra banda, el mercat laboral ha mostrat un fons de resistència en els mesos d'alentiment, i els ingressos de les famílies, tot i que a un ritme més moderat, creixen encara per damunt de la inflació. Atesa aquesta situació, cal preveure que l'executiu, que ha rebaixat l'objectiu de creixement del 8% al 7,5%, continui donant suport a la demanda interna, però sense la necessitat de repetir els estímuls massius promoguts durant la crisi financera i econòmica global.

### **Brasil: lleugers indicis de millora**

En el seu pas per Espanya, la presidenta del Brasil, Dilma Rousseff, va defensar el dinamisme econòmic del país i va alertar sobre els riscos de la política d'austeritat com a única via de sortida de la crisi a la zona de l'euro. De fet, les autoritats brasileres no han escatimat en l'ús de palanques per donar suport a l'economia durant els mesos d'alentiment, tot i que, a diferència de la zona de l'euro, al Brasil disposaven d'un cert marge en l'àmbit fiscal i, sobretot, en el flanc monetari. Així, doncs, entre d'altres mesures, destaquen el pla d'inversions, per valor de 53.000 milions d'euros, anunciat a l'agost i les nombroses retallades del tipus d'interès de referència des de l'agost del 2011, que acumulen una rebaixa total de 525 punts bàsics i han dut la taxa SELIC fins al mínim històric del 7,25% actual.

I, malgrat que l'esperat rebot encara es resisteix, els primers indicis de millora, tot i que discrets, ja s'albiren. Sense disposar de les dades de creixement del PIB del tercer trimestre al tancament d'aquest Informe, l'índex d'activitat econòmica, un bon indicador del comportament del PIB, situaria l'avanç al voltant de l'1% en relació amb el trimestre anterior, per damunt del 0,4% intertrimestral del segon trimestre. Si es confirma, aquesta reacceleració del ritme d'activitat cal atribuir-la a l'impacte

**Xi Jinping encapçala un executiu continuista.**

**La inflació de l'1,7% a l'octubre facilita la continuïtat de les polítiques expansives.**

**Els nombrosos suports al creixement brasiler comencen a fer efecte.**

## BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2010	2011	2011		2012		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	7,5	2,7	1,4	0,7	0,5	...	...
Producció industrial	10,6	0,4	-1,8	-3,5	-4,4	-2,6	...
Confiança del consumidor (*)	159,7	156,4	155,2	164,3	163,5	158,4	161,4
Taxa d'atur (**)	6,7	6,0	5,2	5,8	5,9	5,4	5,3
Preus de consum	5,0	6,6	6,7	5,8	5,0	5,2	5,5
Balança comercial (***)	20,1	29,8	29,8	29,1	23,9	22,5	21,8
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	11,00	9,75	8,50	7,50	7,25
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,86	1,83	2,01	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.

### La balança comercial es deteriora per l'afebliment de les exportacions de primeres matèries.

dels estímuls sobre determinats components de la despesa interna. Així i tot, el sector exterior també esbossa una certa millora, i, per bé que el superàvit comercial de l'octubre s'ha deteriorat, per la caiguda de les exportacions de primeres matèries, les exportacions de semimanufactures i de manufactures van assolir el nivell més alt des que hi ha registres i han evidenciat la millora en la competitivitat externa dels béns industrials. Tot fa pensar que la frenada apreciativa del real impulsada pel banc central del país i les polítiques proteccionistes de suport a les exportacions hi han tingut molt a veure. En aquest mateix sentit, l'índex de gestors de compres (PMI) computat per Markit ha pujat a l'octubre i s'ha situat per damunt dels 50 punts, resultat que suggereix el manteniment de la tònica expansiva.

En canvi, la producció industrial i l'esmentat índex d'activitat econòmica han reulat al setembre, després de tres mesos seguits de creixement intermensual. Aquesta contraposició entre els diferents indicadors conjunturals és força freqüent en les situacions d'inflexió cíclica, quan el cicle toca el seu mínim i es comença a re-

cuperar. I això és, justament, el que esperem que succeeixi en els pròxims trimestres a la primera economia de l'Amèrica Llatina. Així i tot, el pobre registre de la primera meitat de l'any –del 0,6% interanual– situarà el còmput total de l'any al voltant d'un avanç de l'1,5%.

### Mèxic: moderació prevista

A mesura que avança el 2012, es va materialitzant la prevista moderació mexicana. La segona economia llatinoamericana va frenar el ritme d'expansió en el tercer trimestre del 2012, amb un avanç del 3,3% interanual, enfront del 4,4% del trimestre anterior. En termes intertrimestrals, el creixement va ser del 0,5%, per sota del 0,8% del segon trimestre. La desacceleració de la producció industrial dels Estats Units, principal soci comercial del país, i l'esgotament dels efectes de la despesa governamental extraordinària pròpia del període electoral expliquen aquest alentiment. D'altra banda, la feblesa renovada de la demanda global i la incertesa fiscal als Estats Units auguren la continuïtat d'aquesta moderació en el quart trimestre.

### Mèxic modera lleugerament el creixement amb un avanç del 3,3% interanual en el tercer trimestre del 2012.

## MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2012				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB real	5,3	3,9	3,9	4,9	4,4	3,3	...
Producció industrial	6,1	4,0	4,0	4,0	4,1	4,0	...
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	90,3	94,1	96,4	96,8	94,9
Índex avançat d'activitat (*)	116,8	121,6	123,6	125,0	126,1	126,9	...
Taxa d'atur (**)	5,4	5,2	4,8	5,0	4,8	5,1	...
Preus de consum	3,9	3,2	3,5	3,9	3,9	4,6	4,6
Balança comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	1,4	1,9
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicans per dòlar (*)	12,33	11,90	13,94	12,81	13,43	12,87	13,09

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

Així i tot, el bon registre de la primera meitat de l'any –que es va revisar a l'alça del 4,3% interanual, ja prou robust, al 4,7%– manté la previsió de creixement per al còmput total del 2012 al voltant del 3,8%, molt per damunt del de la majoria de grans economies mundials.

En l'àmbit dels preus, la moderació en la demanda domèstica i la feblesa global, la temporalitat dels xocs d'oferta que han afectat els preus dels aliments –la sequera nord-americana i el brot de grip aviària– i les ancorades expectatives de la inflació subjacent ajudaran a contenir les tensions inflacionistes. En particular, la inflació es va desacelerar a l'octubre fins al 4,6% des del màxim anual del 4,8% del setembre. Així, doncs, atesa la lleugera moderació dels preus, s'espera que Banxico mantingui la «pausa monetària» actual fins a mitjan 2013, malgrat haver expressat més cautela davant una taxa inflacionista que supera ja el límit superior a la fita oficial del 3% ±1%.

En aquest context, el repte més complicat del nou president, Enrique Peña Nieto,

continua sent impulsar el programa de reformes estructurals pendents, per assegurar un major potencial de creixement a mitjà i a llarg termini. En aquest sentit, la reforma laboral presentada i aprovada pel Congrés al final de setembre, amb l'objectiu de guanyar flexibilitat i de modernitzar l'obsolet entramat legal, s'ha quedat a mig fer al Senat i ha limitat els beneficis tant per als treballadors com per a les empreses. Concretament, el Senat va revalidar les importants mesures de flexibilitat, però va vetar les clàusules que pretenien democratitzar l'antiquat i autoritari model sindical. Així i tot, després de quaranta anys d'immobilitat en les estructures laborals, l'aprovació parcial del Senat evidencia que les reformes estructurals en l'àmbit fiscal i de seguretat pública, tan necessàries, també són possibles.

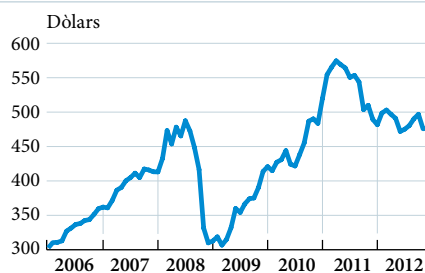
### Repunt moderat del petroli

El petroli es va encarir i va interrompre la tendència a la baixa de les últimes setmanes. Entre el 22 d'octubre i el 22 de novembre, el preu del cru va guanyar un mínim

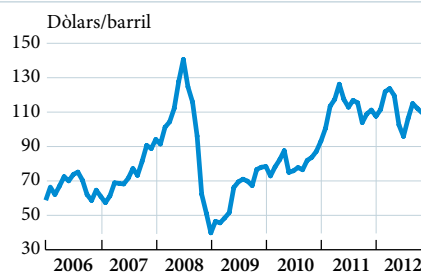
### Aprovació parcial de la reforma laboral.

## EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (\*)

Índex CRB



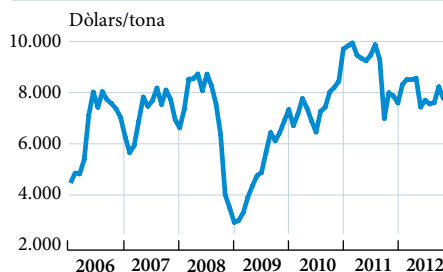
Petroli Brent



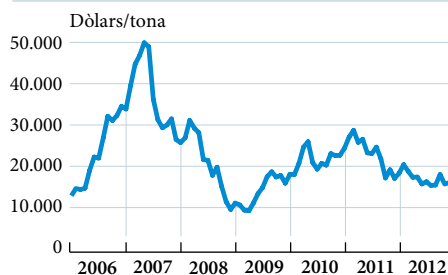
Or



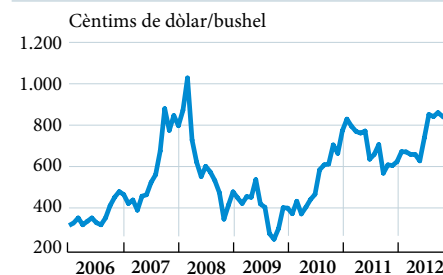
Coure



Níquel



Blat



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

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

### Les tensions a l'Orient Mitjà interrompen el descens del preu del petroli.

0,4% i es va quedar en els 110,30 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes). La reacció alcista es concentra en les dues últimes setmanes i compensa uns inicis marcadament a la baixa. El petroli se situa, així, el 3,0% per damunt del nivell del començament de l'any i guanya el 2,9% en relació amb la cota d'un any enrere.

Les últimes tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà han tingut un efecte més limitat que altres vegades. Malgrat tot, això ha estat suficient per interrompre una ten-

dència a la baixa que es fonamentava en l'increment de producció de l'Aràbia Saudita, el principal productor mundial, i en la feblesa de la demanda global.

L'evolució del preu de la resta de primeres matèries s'ha desvinculat de la del cru i manté una tendència a la baixa que es correspon amb una certa desacceleració de les economies emergents, notablement de l'Índia, i amb una davallada de la demanda per part de la indústria xinesa, que, malgrat tot, manté un creixement vigorós.

## La zona de l'euro continua reculant

Continuen les discrepàncies al si de la Unió Europea sobre temes clau com garantir la sostenibilitat del deute grec o les negociacions sobre el pressupost comunitari per al 2014-2020. Aquestes divergències d'opinió entre els diferents Estats membres i la dilació a l'hora d'adoptar decisions no ajuden a reduir l'elevada incertesa que pesa sobre les perspectives econòmiques de la zona de l'euro. Així, el PIB del tercer trimestre per al conjunt de la zona de l'euro es va mantenir gairebé estancat, amb una reculada del 0,1% intertrimestral, que situa la taxa de creixement interanual en el -0,6%. Amb aquesta dada, fa un any que no s'anota una taxa de creixement positiva, i tot fa pensar

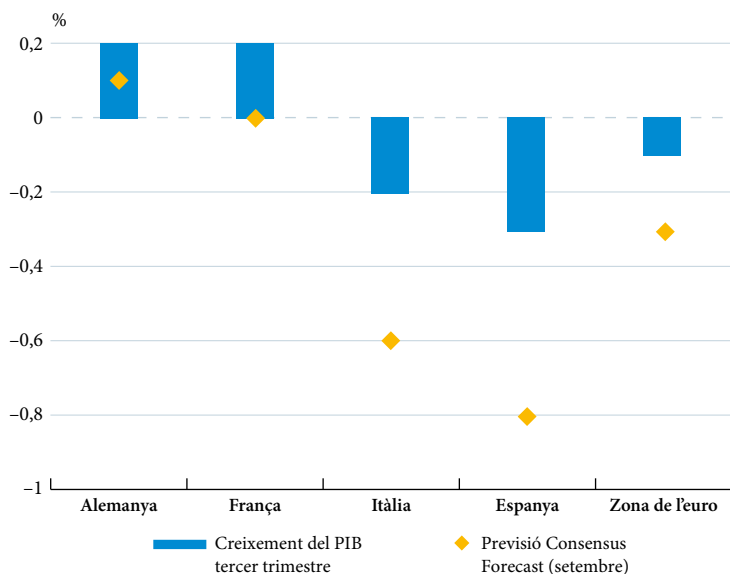
que la contracció serà més intensa en el quart trimestre.

L'evolució per països mostra grans divergències, ja que la crisi afecta de forma molt desigual la perifèria i el centre. Destaca l'important descens de l'economia portuguesa, amb una reculada del 0,8% intertrimestral. Espanya i Itàlia també van presentar taxes negatives, del -0,3% i del -0,2% intertrimestral, respectivament. Malgrat haver experimentat una caiguda de l'activitat, va ser menys intensa del que esperava el consens d'analistes, tal com es pot observar al gràfic següent. Pel seu costat, Alemanya i França van presentar un avanç del 0,2% intertrimestral, registres que també van ser lleugerament millors

**La taxa de creixement interanual del PIB és del -0,6% en el tercer trimestre.**

## EL PIB DEL TERCER TRIMESTRE SORPRÈN POSITIVAMENT

Creixement del PIB del tercer trimestre i previsió de Consensus Forecast al setembre



FONTS: Eurostat i Consensus Forecast.



**Els indicadors avançats anticipen que la recessió s'intensificarà en el quart trimestre.**

del que s'esperava. Així, els països del nucli han mostrat, fins al moment, uns fonamentals relativament sòlids, que els permeten continuar creixent en un entorn clarament desfavorable. No obstant això, els indicadors avançats del quart trimestre anticipen que la seva capacitat de resistència es podria estar esgotant i que, probablement, la caiguda del PIB podria afectar, aquest cop sí, aquestes economies.

Així, per al quart trimestre, es preveu que la recessió de la zona de l'euro es podria accelerar lleugerament. L'índex de gestors de compres PMI del novembre es va situar en els 45,7 punts, clarament per sota de la mitjana de 46,2 punts registrada en el tercer trimestre. Aquest descens va ser conseqüència del mal comportament de l'índex del sector serveis, que va caure fins als 45,7 punts al novembre, la pitjor dada des del juliol del 2009. En canvi, l'índex del sector de manufactures va millorar lleugerament en relació amb als mesos anteriors i es va situar en 46,2 punts, però continua molt per sota dels 50 punts, valor que separa l'expansió de l'activitat de la contracció. Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ISE) va disminuir per vuitè mes consecutiu, tot i que la caiguda de

l'octubre va ser inferior a la registrada en mesos anteriors.

Els indicadors de demanda del quart trimestre també van mostrar senyals de feblesa. La confiança dels consumidors va recular de nou, al novembre, fins a un valor de -26,9, de manera que acumula una caiguda de gairebé 8 punts entre el març i el novembre, i es va situar en valors similars als del maig del 2009. Tot plegat apunta a una contracció del PIB més intensa en el tram final de l'any.

Coherent amb aquest afebliment de l'activitat, la Comissió Europea ha revisat a la baixa les previsions de creixement del PIB per a l'any vinent a tots els països de la zona de l'euro. Des de l'última publicació de previsions de primavera, s'ha revisat el creixement de la zona euro en 9 dècimes a la baixa, de manera que, en conjunt, es preveu que creixi el 0,1% el 2013. Com era d'esperar, la revisió és més intensa als països perifèrics, com Portugal i Espanya, que mantindran taxes de creixement negatives del -1,0% i del -1,4%, respectivament. Aquests països hauran d'esperar al 2014 per tornar a créixer. D'altra banda, els països del nucli, com França o Alemanya,

## 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	2012				
			IV	I	II	III	Octubre
<b>PIB</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	...
<i>Alemanya</i>	4,0	3,1	1,9	1,2	1,0	0,9	...
<i>França</i>	1,6	1,7	1,1	0,2	0,1	0,1	...
<i>Itàlia</i>	1,8	0,6	-0,5	-1,4	-2,4	-2,4	...
<i>Espanya</i>	-0,3	0,4	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	...
<b>Vendes al detall</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	...
<b>Confiança del consumidor (*)</b>	<b>-14,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-20,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>-19,7</b>	<b>-24,0</b>	<b>-25,7</b>
<b>Producció industrial</b>	<b>7,4</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	...
<b>Sentiment econòmic (*)</b>	<b>100,5</b>	<b>101,0</b>	<b>93,6</b>	<b>94,1</b>	<b>91,1</b>	<b>86,4</b>	<b>84,5</b>
<b>Índex d'activitat empresarial Ifo (*)</b>	<b>107,8</b>	<b>111,3</b>	<b>106,9</b>	<b>109,2</b>	<b>107,2</b>	<b>102,3</b>	<b>100,0</b>

NOTA: (\*) Valor.

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

retornaran a taxes de creixement positives el 2013, del 0,4% i del 0,8%, respectivament.

Aquestes previsions són coherents amb els resultats de l'enquesta del Banc Central Europeu a experts en previsió econòmica corresponent al tercer trimestre del 2012. Aquests resultats mostren que, de mitjana, les expectatives de creixement del PIB de la zona de l'euro per al 2012, el 2013 i el 2014 s'han revisat a la baixa. Concretament, en 0,2 punts percentuals, fins al -0,5%, per al 2012; en 0,3 punts percentuals, fins al 0,3%, per al 2013, i en 0,1 punts percentuals, fins a l'1,3%, per al 2014. Les principals raons esmentades per justificar aquestes revisions són la major persistència de la incertesa i el manteniment de les mesures d'intensificació de

consolidació fiscal en alguns països de la zona de l'euro.

Malgrat aquests ajustaments a la baixa de les previsions, la Comissió assenyala dos elements que confereixen un optimisme moderat a l'evolució futura. En primer lloc, els avanços en política econòmica, com la unió bancària o l'anunci de les operacions monetàries de compravenda per part del Banc Central Europeu, van ajudar a reduir de forma significativa els escenaris més pessimistes i van relaxar les tensions als mercats. En segon lloc, els esforços de consolidació fiscal i la correcció de desequilibris estan contribuint a millorar la competitivitat. Això permetrà recuperar la confiança sobre el potencial de creixement a llarg termini de la zona de l'euro.

**La Comissió Europea preveu una recuperació a dues velocitats per al 2013.**

## Zona de l'euro: disset països, una destinació

Ha transcorregut exactament un any des que, en aquesta mateixa publicació, es mantenia que calia diagnosticar correctament l'origen de la crisi del deute europeu, distingint les causes de fons de les immediates, i que calia, també, neutralitzar aquestes causes mitjançant remeis i no pegats. De llavors ençà, per a bé o per a mal, ha plogut molt. Per a bé, les institucions de l'euro i els governs dels països membres han deixat clar, per la via de l'acció, que el seu compromís amb la moneda única és irrevocable, que tenen identificat l'origen dels problemes i que són conscients que esmenar-los exigeix reforçar els fonaments de la unió. El següent pas és obvi: fixar la dosi i començar a prendre's el remei. Llavors, què explica la tardança?

Doncs que tot el que té d'obvi ho té de complicat. Reforçar els fonaments de la unió no és trivial: requereix canvis institucionals i cessions de sobirania nacional que són políticament molt costosos. Com és d'esperar, aquestes concessions comporten un procés de negociació que, per la seva naturalesa, s'anticipa llarg, gradual i amb turbulències. Tant o més quan no hi ha una entesa clara sobre el model d'unio cap al qual ens dirigim. Per tant, el primer que cal acordar és quins fonaments s'han de tocar i en quina mesura.

Des de la seva concepció, s'ha sabut que la UEM distava del que la teoria econòmica va definir com una «àrea monetària òptima». Concretament, pecava de: una integració econòmica incompleta, sobretot en relació amb el mercat de treball; rigideses en preus, en salaris i en estructures que complicarien l'ajustament davant un *shock* extern que afectés asimètricament diferents Estats membres, i la manca d'un sistema de pressupost integrat o de mutualització de riscos fiscals i/o financers que permetés compensar les dues limitacions anteriors. La persistència i la intensitat de les tensions i dels dubtes sobre la viabilitat de la moneda única obliguen a actuar sobre aquests tres eixos.

Per raons culturals i idiomàtiques, el marge de millora, en termes de mobilitat del treball, és limitat i necessitarà dècades. Això explica que els esforços se centrin en els dos altres fronts: reformar els estaments institucionals a nivell de país i completar els fonaments de la UEM. D'una banda, els països de la perifèria europea estan immersos en processos d'ajustaments i de reformes estructurals que pretenen dotar les seves economies de més flexibilitat i de més disciplina macroeconòmica. De l'altra, els últims consells europeus han començat a traçar un full de ruta per reforçar la unió monetària, primer, amb una unió bancària i, més endavant, amb avanços cap a una unió fiscal.

Tot i que inacabat, aquest full de ruta està ja en fase d'execució: a la cimera d'octubre, es va acordar la implementació de la primera pota de la unió bancària, un mecanisme únic de supervisió del sector bancari europeu que pretén estar en marxa abans de l'1 de gener del 2013 i que hauria de trencar el vincle viciós entre risc sobirà i risc bancari mitjançant la recapitalització directa de la banca. D'altra banda, al desembre, està previst un informe dels quatre presidents (CE, Eurogrup, BCE i Consell Europeu) detallant els següents avanços cap a una major integració fiscal.

Fins aquí, es manté el consens, i tothom ha començat a fer els deures –ni que sigui empesos per la urgència que han imposat les agudes tensions financeres i per l'efecte contagi entre països–. Les diferències sorgeixen, però, en fixar

### SHOCK ASIMÈTRIC, FEBLESA GENERALITZADA

Perspectives de creixement del PIB el 2013 (en %)



FONTS: Previsions pròpies per a Espanya, Alemanya, França i Itàlia; la resta, de la Comissió Europea i elaboració pròpia.

les dosis i les prioritats i deriven, fonamentalment, d'una certa contraposició entre la visió alemanya i la visió francesa. La visió alemanya està enfocada a llarg termini i és més ambiciosa en el grau d'integració (econòmica i política) al qual aspira. Per aquest motiu, exigeix més disciplina i més coordinació de les polítiques econòmiques dels Estats membres a canvi de donar suport a la mutualització dels riscos fiscals i financers. La visió francesa, en canvi, defensa, principalment, un model d'unió més modest, ja que no vol fer cessions excessives de sobirania. Des d'aquest punt de vista, la mutualització dels riscos financers per la via de la unió bancària seria suficient per enfortir la UEM i, per tant, es considera innecessària, o fins i tot redundant, la unió fiscal.

Aquests desacords, obvis i públics, que han derivat, sovint, en canvis de posicionament (com, per exemple, pel que fa a la recapitalització directa de la banca espanyola, acordada a la cimera de juny i qüestionada a la d'octubre), susciten dubtes sobre la implementació del full de ruta i danyen la credibilitat de les autoritats europees. L'«on va dir blanc ara diu negre» qüestiona qualsevol bri de confiança. De fet, aquests dubtes i el recel sobre l'èxit de la política d'austeritat expliquen, en part, les reticències del Govern espanyol a sol·licitar una línia de crèdit preventiva al MEDE.

I la veritat és que no hi ha marge per als dubtes. Està en joc no solament una moneda, sinó un projecte que fa anys que s'està forjant i en el qual s'ha invertit un enorme capital econòmic i polític. Està en joc el benestar de diverses generacions d'uropeus. Està en joc la rellevància geopolítica d'Europa en el futur. Tots els països de l'euro han de ser conscients que una ruptura de l'euro, traumàtica o no, tindria conseqüències dramàtiques per a tots: el centre i la perifèria. Per les seves actuacions al llarg d'aquesta crisi, ens consta que ho són: quan les tensions els han empès a moure fitxa, tots ho han fet en la direcció correcta, ja que més Europa vol dir més solidesa. Per tant, el primer ingredient per a la viabilitat de l'euro hi és present: un interès comú.

Així i tot, pensar en negatiu no és la ruta que ofereix més garanties per treure la zona de l'euro del pou en què (tota sola) s'ha ficat. Com en qualsevol relació que vulgui ser duradora, la millor recepta d'èxit combina tres elements: un interès comú, la confiança i l'empatia. El que cal fer primer, doncs, és reconciliar les diferències en visions i articular aquest projecte futur, que ha d'il·lusionar tothom. Així i tot, això no serà suficient. Aquest projecte, a més d'il·lusionar, ha de ser creïble, perquè es trigarà temps a assolir-lo i comportarà sacrificis. Uns sacrificis que només adquireixen sentit si l'objectiu val la pena i és creïble.

Establir la credibilitat d'aquest projecte exigirà confiança mútua i empatia. Confiança dels països de la perifèria que l'estratègia de resolució de la crisi que s'impulsa és la més adequada i que, en tot cas, si s'hi comprometen, el suport dels socis es mantindrà durant el procés d'ajustament. Confiança del centre en la voluntat dels països de la perifèria de corregir els desequilibris i que no recularan quan la situació s'estabilitzi. Confiança que les concessions en termes de sobirania i l'assumpció de riscos compartits seran equiparables i justes. I forjar aquesta confiança exigirà un compromís ferm amb el projecte comú, però, sobretot, exigirà empatia. Aquesta meravellosa paraula que significa ser capaç de ficar-se en la pell de l'altre. Els governs i els ciutadans del centre han d'entendre que els desequilibris macroeconòmics a la perifèria no són del tot atribuïbles a la prodigalitat dels seus governs i dels seus ciutadans, que els ajustaments exigits són dolorosos i que assumir-los ja denota un compromís. Els de la perifèria també han de comprendre que la consolidació fiscal i la competitivitat és una estratègia d'estabilitat i de benestar futur i no una obsessió alemanya; que els conciutadans del centre ja els ajuden, invertint una part dels seus impostos en el projecte europeu; que el que demanen són garanties que la inversió paga la pena i que no s'abusarà de la seva solidaritat. Aquesta empatia és clau per cohesionar, agilitar el procés de negociació i, en última instància, resoldre la crisi.

S'ha comparat la UEM a un matrimoni que afronta la primera gran crisi, i, com en qualsevol associació, el desenllaç només depèn de la solidesa dels puntals. Els països de l'euro han demostrat que estan convençuts que el futur passa per augmentar la unió, i no per reduir-la. Si s'hi afegeix confiança i una bona dosi d'empatia, el futur de la zona de l'euro quedarà blindat.

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

### La situació del mercat laboral s'agreuja

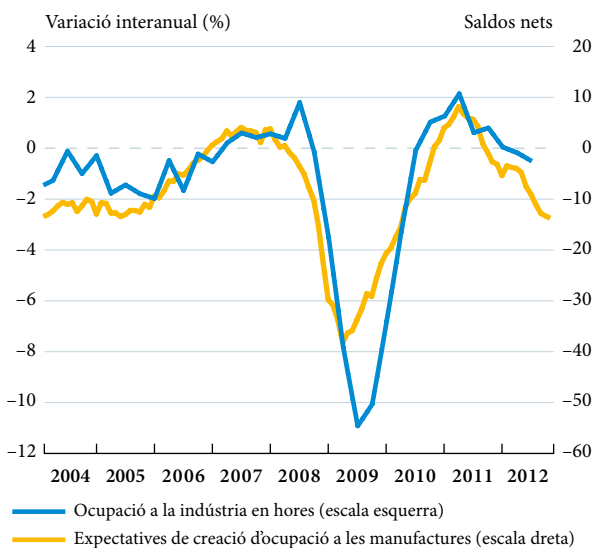
**La taxa d'atur augmenta en una dècima al setembre, fins a l'11,6%.**

El mercat de treball de la zona de l'euro, arran de la feblesa de l'activitat econòmica, es continua deteriorant. La taxa d'atur es va situar en l'11,6% al setembre, un màxim històric. Les perspectives no són esperançadores, ja que els indicadors avançats anticipen una nova contracció de l'ocupació en els diferents sectors d'activitat.

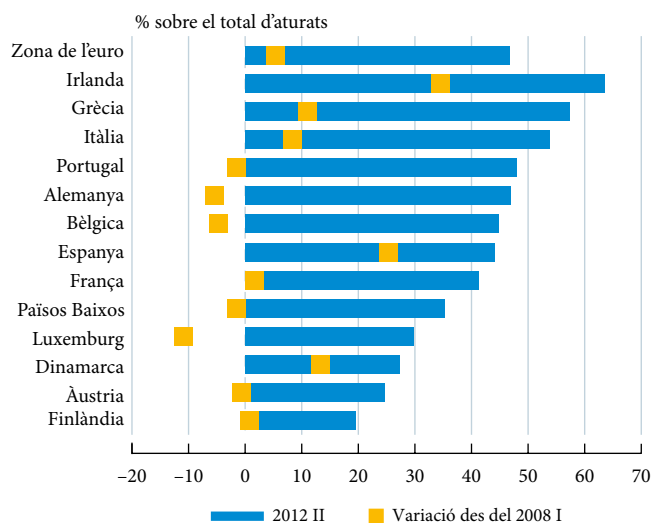
Així, l'enquesta d'octubre de la Comissió Europea sobre la intenció de contractar treballadors en els tres pròxims mesos indica una contracció més intensa al sector serveis que al manufacturer, en línia amb els índexs de gestors de compres PMI. La reculada al sector serveis va ser d'1,6 punts i es va situar en -5,7, un registre que no s'assolia des del novembre del 2009. Pel que fa a l'índex del sector manufacturer, va recular gairebé mig punt, fins als -13,7. No tots els països de la zona de l'euro van

## EL DETERIORAMENT DEL MERCAT DE TREBALL INCIDEIX SOBRE L'ATUR DE LLARGA DURADA

Indicadors d'ocupació (\*)



Atur de llarga durada (\*\*)



NOTES: (\*) Saldos nets (diferència entre respostes positives i negatives, en percentatge). Enquestes de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació durant els tres pròxims mesos. Els valors oscil·len entre -100 (tots els entrevistats trien l'opció negativa) i +100 (tots trien la positiva).

(\*\*) La taxa d'atur de llarga durada es calcula dividint el total d'aturats de llarga durada (més d'un any) pel nombre total d'aturats.

FUENTES: Eurostat, enquestes d'opinió de la Comissió Europea i elaboració pròpia.

## 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		
			IV	I	II	III	Octubre
<b>Ocupació</b>							
Persones	-0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	...	...
Hores	0,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	...	...
<b>Expectatives de creació d'ocupació (*)</b>							
Manufactures	-7,7	2,6	-3,7	-3,7	-7,1	-12,3	-13,7
Serveis	1,5	6,3	3,2	3,0	-2,9	-3,9	-5,7
<b>Costos laborals unitaris per països</b>							
Zona de l'euro	-0,7	0,9	1,5	1,5	1,4	...	...
Alemanya	-1,0	1,3	2,2	2,5	2,5	...	...
França	0,7	1,6	2,1	2,2	1,8	...	...
Itàlia	-0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	...	...
Espanya	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-2,2	...	...
<b>Taxa d'atur per països (**)</b>							
Zona de l'euro	10,1	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	...
Alemanya	7,1	5,9	5,6	5,6	5,5	5,4	...
França	9,7	9,6	9,8	10,0	10,3	10,7	...
Itàlia	8,4	8,4	9,2	10,0	10,5	10,7	...
Espanya	20,1	21,7	23,0	23,8	24,7	25,5	...

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.

experimentar el mateix nivell ni la mateixa evolució d'aquestes variables. Entre els grans, França va presentar el pitjor resultat al sector industrial, -20,8 punts, mentre que Espanya es va situar a la cua al sector serveis, amb un valor negatiu d'11,4 punts.

Un dels aspectes més preocupants del deteriorament del mercat de treball és l'increment de l'atur de llarga durada, ja que aquest col·lectiu és el que té més dificultats per a la reinserció laboral. En el segon trimestre del 2012, va representar el 46,6% del total d'aturats. La divergència entre països també és notòria pel que fa a l'evolució d'aquesta variable. Tal com ho posa de manifest el gràfic anterior, el percentatge d'atur de llarga durada sobre el total

d'aturats és molt dispar. Des del 19,4% de Finlàndia fins al 67,4% d'Irlanda. Així mateix, no tots els països van veure créixer aquesta ràtio al llarg del període recessiu, ja que, mentre en alguns es va mantenir gairebé inalterada, o fins i tot es va reduir, com Luxemburg, en altres va escalar més de 20 punts, com Espanya o Irlanda.

**L'atur de llarga durada supera el 46,6% sobre el total d'aturats.**

### Preus continguts a la zona de l'euro

L'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) del mes d'octubre a la zona de l'euro va augmentar el 0,2% intermensual, mentre que la variació interanual va recular una dècima, fins al 2,5%. La inflació subjacent, que exclou l'energia i l'alimen-

**La inflació a la zona de l'euro es redueix en una dècima, fins al 2,5% interanual.**

tació, va repetir el registre del mes anterior, de l'1,6% interanual. La lectura de la dada ha de ser benigna, ja que tant la inflació subjacent com la general es mantenen en nivells relativament baixos. Tot i que és cert que la taxa d'inflació és elevada si es té en compte l'entorn de feblesa econòmica a la zona de l'euro, també és cert que això és degut, en gran part, a l'impacte de l'augment, en alguns països, d'impostos i de taxes. No és, per tant, indicatiu de pressions inflacionistes.

Durant el mes d'octubre, les dues classes de despesa que van presentar creixements intensos en els preus van ser vestit i calçat i educació. En els dos casos, van registrar creixements intermensuals del 2,2%. En el primer cas, el canvi de temporada va ser la causa de l'increment, però va ser inferior al mateix període de l'any passat, de manera que la inflació interanual de vestit i calçat es va reduir de l'1,6% a l'1,2%. En canvi, l'increment de les taxes acadèmiques va ser substancial, ja que la inflació interanual de l'epígraf d'ensenyament va pujar del 0,5% al 3,0%. Aquesta classe de despesa té un pes de l'1,0% en la cistella dels consumidors, la qual cosa explica que, malgrat el fort augment, no hagi repercutit amb severitat en l'IPCH.

Aquestes pressions inflacionistes van ser contingudes amb escreix per les caigudes intermensuals en els preus del transport (-0,6%), de les comunicacions (-0,4%), de l'oci i cultura (-0,3%) i, finalment, dels hotels i restaurants (-0,3%). A més a més, els preus de l'energia van donar un respir, en el mes d'octubre, amb una caiguda intermensual del 0,5%, que reflecteix la tendència de contenció dels preus del cru iniciada al setembre i continuada a l'octubre.

Per països, es manté l'estabilitat de preus a França i a Alemanya. En els dos casos, la inflació general va ser del 2,1% interanual. És important destacar la caiguda a Itàlia, on la inflació va baixar sis dècimes, en concret fins al 2,8% interanual. Els motius que expliquen aquest descens són dos. En primer lloc, es percep una reducció generalitzada de gairebé totes les classes de despesa. Aquest moviment està influït per la forta feblesa de l'activitat econòmica. Addicionalment, desapareix l'efecte de la pujada de l'impost sobre el valor afegit (IVA) del 20% al 21% experimentada a l'octubre del 2011. En canvi, a Espanya, puja en una dècima i arriba al 3,5%, nivell que s'explica, fonamentalment, per la pujada impositiva de l'IVA del mes de setembre i per l'entrada en vigor d'un increment de taxes en l'ensenyament a l'octubre.

**Preveiem una tendència a la baixa de la inflació en els pròxims mesos.**

**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		
			IV	I	II	III	Octubre
<b>Zona de l'euro</b>							
IPCH	1,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5
IPCH subjacent	1,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
<b>Índex de preus de consum harmonitzat dels principals països</b>							
Alemanya	1,1	2,5	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1
França	1,7	2,3	2,6	2,6	2,3	2,3	2,1
Itàlia	1,7	2,9	3,8	3,6	3,6	3,4	2,8
Espanya	2,0	3,1	2,7	1,9	1,9	2,8	3,5

FONT: Thomson Reuters Datastream.



Per al conjunt de la zona de l'euro, la inflació interanual prevista per als pròxims mesos presenta una lleugera tendència a la baixa i, de fet, es podria situar per sota del 2% cap a la meitat de l'any vinent, com ho reconeix el mateix Banc Central Europeu.

### El superàvit corrent continua sense trobar sostre

El sector exterior ha estat el principal suport de l'economia de la zona de l'euro durant la primera meitat del 2012. D'acord amb les previsions de la Comissió Europea, la demanda externa mantindrà la contribució positiva a l'evolució del producte interior brut (PIB) tant en el segon semestre del 2012 com el 2013. En aquest context, esperem que el superàvit corrent mantingui la trajectòria creixent registrada durant els últims mesos i assoleixi nous màxims des de la creació de la zona de l'euro.

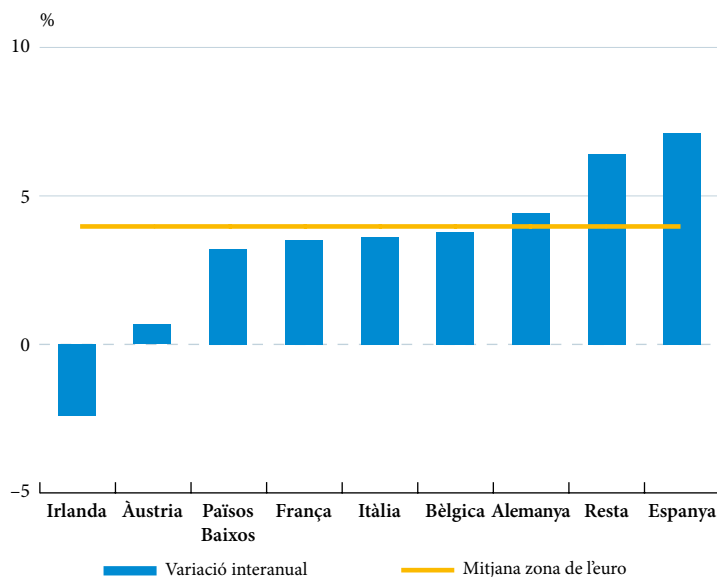
De fet, al setembre, el bon comportament de les exportacions va empènyer el saldo corrent de la zona de l'euro acumulat durant els dotze últims mesos fins als 74.611 milions d'euros. Aquesta xifra contrasta amb el dèficit de 5.556 milions d'euros que presentava un any enrere. L'anàlisi dels components de la balança de pagaments mostra que aquesta millora va respondre a l'augment del superàvit de la balança de béns i, en menor mesura, de la de serveis.

No obstant això, aquest bon comportament de les exportacions de béns fora de la zona de l'euro no va ser homogeni entre els països membres. Aquesta discrepància queda reflectida en el gràfic següent, que mostra la taxa de variació interanual de les exportacions nominals, fora de la zona de l'euro, acumulades durant els dotze mesos fins al juliol del 2012. Com es pot observar, les exportacions espanyoles, alemanyes i dels països més petits de la zona de l'euro

**La demanda externa continuarà contribuint al creixement del PIB el 2013, segons les previsions de la Comissió Europea.**

### L'EVOLUCIÓ DE LES EXPORTACIONS DE BÉNS PRESENTA DIFERÈNCIES ENTRE PAÏSOS

% de variació interanual de les exportacions de béns acumulades durant els dotze últims mesos fins al juliol del 2012 fora de la zona de l'euro



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

## SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011	2012			Octubre
			IV	I	II	III	
<b>Zona de l'euro</b>							
Importacions	21,6	14,0	6,5	4,0	1,2	0,1	-
Exportacions	20,1	13,3	9,2	8,5	8,1	7,4	-
Balança comercial (1)	0,7	-9,2	-11,5	6,8	36,6	68,1	-
<b>Saldos corrents (2)</b>							
Zona de l'euro	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	-
<i>Alemanya</i>	6,0	5,7	5,7	5,7	6,1	6,3	-
<i>França</i>	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-
<i>Itàlia</i>	-3,5	-3,1	-3,1	-2,5	-1,8	-1,8	-
<i>Espanya</i>	-4,5	-3,5	-3,5	-3,4	-3,2	-	-
<b>Tipus de canvi euro/dòlar (3)</b>	<b>1,33</b>	<b>1,40</b>	<b>1,35</b>	<b>1,32</b>	<b>1,30</b>	<b>1,25</b>	<b>1,29</b>
<b>Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)</b>	<b>103,7</b>	<b>103,4</b>	<b>102,1</b>	<b>99,4</b>	<b>98,2</b>	<b>95,9</b>	<b>97,80</b>

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.

### El creixement de les exportacions d'Espanya i d'Alemanya se situa per damunt de la mitjana de la zona de l'euro al juliol.

van créixer el 7,1%, el 4,4% i el 6,4% interanual, respectivament. Aquests augments se situen per damunt de la mitjana de la zona de l'euro, del 4,0% interanual. En canvi, el creixement en altres països, com França o Itàlia, es va situar per sota de la mitjana. Destaca, però, el cas d'Irlanda, on les exportacions fora de la zona de l'euro van recular el 2,4% interanual.

Pel que fa a les exportacions de béns del quart trimestre, esperem que mantinguin un bon ritme de creixement durant els últims mesos. Això i el possible alentiment de les importacions de béns, fruit de la major feblesa de la demanda europea al final de l'any, podria mantenir la tònica de creixement del superàvit corrent en els pròxims mesos.

### La capacitat de finançament de l'economia augmenta fins als 86.202 milions d'euros.

A conseqüència d'aquest increment gradual del superàvit corrent, la capacitat de finançament de la zona de l'euro ha augmentat de forma considerable. Si prenem

com a referència les transaccions realitzades durant els dotze últims mesos, la capacitat de finançament es va situar al setembre en els 86.202 milions d'euros, enfront dels 990 milions de l'any anterior. D'aquesta manera, la sortida de capital de la zona de l'euro per finançar projectes a l'exterior supera l'entrada. Un clar exemple és l'evolució de la inversió directa entre l'abril i el setembre del 2012. Així, durant aquest període, la inversió directa de l'exterior a la zona de l'euro va arribar als 77.100 milions d'euros, una xifra gens menyspreable, però inferior a la inversió directa dels residents a la zona de l'euro a l'exterior, que va arribar als 115.000 milions d'euros en el mateix període.

### Sector públic i governança

El 2012, s'han complert tres anys des de l'inici de la crisi del deute sobirà europeu. El que va començar amb una intensa revi-

sió del desequilibri fiscal grec ha acabat fent trontollar els fonaments de la zona de l'euro. Recentment, els esforços dels Governos i de les institucions europees han aconseguit reduir, parcialment, els dubtes sobre el projecte comú europeu. En aquest sentit, esperem nous avanços en matèria d'unió bancària i fiscal al desembre que mantinguin aquest efecte.

Concretament, s'espera que el Consell Europeu aprovi el mecanisme de supervisió única del sistema bancari de la zona de l'euro. A més a més, s'aprovaran noves propostes per millorar la supervisió dels plans pressupostaris dels Estats membres. Aquest procés de consolidació de la integració europea es podria veure afavorit per dos factors: l'estabilització financera de les economies perifèriques i una major voluntat de consens entre els Estats membres.

Pel que fa al primer aspecte, els esdeveniments dels últims mesos mostren avanços importants. Així, el disseny d'un programa de compra condicionada de deute sobirà per part del Banc Central Europeu (BCE) d'aquells països de la zona de l'euro que ho sol·licitin ha aconseguit relaxar les tensions als mercats financers. En aquest context, els costos de finançament del deute de països que potencialment podrien acollir-se a aquest programa, com Espanya i Itàlia, s'han reduït de forma significativa. Així mateix, el compliment de les exigències imposades pels programes de rescat de Portugal i d'Irlanda permet relaxar els dubtes sobre la seva capacitat de reconduir els desajustaments fiscals. Destaca, en el cas irlandès, la millora de la perspectiva creditícia per part de les agències de qualificació, que, a mitjà termini, podria aplanar el retorn als mercats de finançament.

Grècia, en canvi, ha continuat centrant una gran part de l'atenció dels inversors al novembre. El parlament grec va aprovar el pressupost del 2013, que preveu un ajust

de la despesa de 9.400 milions d'euros. Les principals mesures afecten la partida de despesa en personal, amb una nova reducció dels empleats públics i amb l'eliminació de les pagues extraordinàries, i la partida de pagament de pensions. A més a més, s'augmentarà l'edat de jubilació dels 65 als 67 anys. Tot fa pensar que aquestes retallades permetran desbloquejar, per part de la Comissió Europea (CE) i del Fons Monetari Internacional (FMI), el segon tram del rescat grec, de 43.700 milions d'euros. Aquesta quantitat permetrà solucionar, de forma momentània, les necessitats de liquiditat del sector públic hel·lè.

En contraposició, augmenta l'allunyament entre les posicions de l'FMI i de la CE sobre el procediment que cal seguir per garantir la sostenibilitat del deute públic grec. Des del punt de vista del Fons, és primordial que el deute es redueixi fins al 120% del PIB el 2020. Segons les previsions de la institució, aquesta xifra representa una reducció del deute de més de 60 punts percentuals en 7 anys, una correcció difícilment realitzable. Això explica que l'FMI defensi una nova reestructuració del deute grec, que, en aquest cas, afectaria tant els tenidors privats com els públics. Aquesta opció representaria elevades pèrdues per als socis europeus, que posseeixen una gran part del deute grec. No és estrany, doncs, que la proposta inicial de la Comissió Europea es basi en un allargament de dos anys del termini per assolir l'objectiu de deute del 120% el 2022 i en mesures que permetin reduir-ne la càrrega financera.

Però aquestes discrepàncies a l'hora de decidir sobre el futur de la Unió Europea (UE) també es fan presents entre els països membres. Un clar exemple és la dificultat per tancar el pressupost comunitari entre el 2014 i el 2020. Les posicions són molt allunyades. Així, mentre alguns països, com el Regne Unit i Holanda, defensen una retallada dels pressupostos, altres,

**S'esperen nous avanços cap a la unió bancària i fiscal al desembre.**

**Els costos de finançament del deute d'Espanya i Itàlia es redueixen significativament.**

**La situació financera de les economies perifèriques es comença a estabilitzar.**

**El tancament del pressupost comunitari entre el 2014 i el 2020 reflecteix les discrepàncies entre els països membres.**

com França i Espanya, lluiten per defensar les ajudes a les seves regions i a l'agricultura, dos dels àmbits més afectats per una possible reducció. Sens dubte, sembla que la voluntat de consens entre els països de la UE és una condició necessària per dur a terme el procés d'integració política, bancària i fiscal.

### **La restricció al crèdit es manté en un nivell alt**

Atesa l'elevada incertesa vigent a la zona de l'euro, el que caldria esperar seria un augment de l'estalvi de les llars per motius de precaució. No obstant això, la taxa d'estalvi ha caigut des de mitjan 2009. En el segon trimestre del 2012, es va situar en el 12,9% de la renda bruta disponible de les llars, el registre més baix des de l'any 2001. Aquesta tendència és deguda, principalment, a l'erosió de la renda dels consumidors, els quals, en intentar mantenir el nivell de consum, han hagut de sacrificar l'estalvi. Les pujades impositives que s'han produït a nombrosos països també han contribuït a la disminució de la capacitat d'estalvi de les famílies.

La caiguda de la taxa d'estalvi podria semblar contradictòria amb la tendència alcista que presenten els dipòsits. No obstant això, aquesta circumstància no és el resultat d'un augment de l'estalvi de les llars, sinó d'un canvi en la seva composició. A causa de l'augment de la incertesa, les llars augmenten la proporció dels estalvis en actius menys arriscats i més líquids. Concretament, els dipòsits a més curt termini presentaven, en el mes de setembre, una taxa de creixement interanual del 5,1%, un registre relativament elevat, tot i que lleugerament inferior al del mes anterior. Els instruments negociables, en canvi, van recular l'1,4% interanual, que representa una caiguda d'un punt percentual en relació amb la dada de l'agost.

**Augmenta el recurs de les grans empreses als mercats de finançament majorista.**

El descens del poder adquisitiu de les famílies també impulsa una reducció de la demanda de crèdit, segons l'Enquesta de Préstecs Bancaris del tercer trimestre. Aquesta tendència també s'observa al sector empresarial, tot i que, en aquest cas, la causa és la major capacitat d'autofinançar-se. Aquest fet és fruit de l'acumulació d'actius financers líquids durant els últims mesos, a conseqüència dels intensos processos de despalanquejament que les empreses estan duent a terme.

La capacitat financera de les empreses, però, continua presentant un nivell elevat d'heterogeneïtat. D'una banda, les més grans recorren amb més assiduitat a altres fonts de finançament extern, com l'emissió de bons corporatius i d'accions. En canvi, les empreses menys grans, que no poden accedir a aquests mercats, han vist com la denegació de sol·licituds de préstecs bancaris augmentava fins al 15% entre l'abril i el setembre del 2012, el registre més elevat des del segon semestre del 2009.

Els requeriments exigits per obtenir un crèdit també es van endurir durant el tercer trimestre. Concretament, la diferència entre els bancs que afirmen que han endurit els requisits i els que afirmen que els han relaxat se situa en el 15%, enfront del 10% del trimestre anterior. Aquesta restricció de crèdit no és nova, però el motiu que la genera ja no és tant, com era fins ara, la falta de capital i de liquiditat bancària, sinó que és conseqüència, sobretot, de les expectatives poc favorables de la conjuntura econòmica. No obstant això, la necessitat d'ajustament dels balanços de les entitats de crèdit en alguns països continua sent primordial per restaurar el flux de crèdit cap a les llars i les empreses.

L'enduriment de les condicions es produeix, sobretot, mitjançant l'ajustament de preus i l'increment del diferencial dels tipus d'interès dels préstecs més arriscats.

**S'endureixen les condicions creditícies pel deteriorament de les perspectives econòmiques.**

## 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			
			IV	I	II	III	Octubre
<b>Finançament al sector privat (1)</b>							
Societats no financeres	-1,0	2,0	1,9	0,7	0,2	-0,6	...
Llars (2)	2,7	2,7	2,2	1,9	1,3	0,9	...
<b>Dipòsits (1)</b>							
Dipòsits a la vista	8,7	1,4	1,0	1,9	2,5	4,9	...
Altres dipòsits a curt termini	-5,2	2,7	2,0	2,7	2,4	1,1	...
Instruments negociables	-9,1	-5,4	-3,0	0,5	2,8	0,9	...
<b>Tipus d'interès del mercat monetari (%)</b>							
Repo BCE	1,0	1,3	1,42	1,00	1,00	0,83	0,75
Euríbor a 3 mesos	0,8	1,4	1,54	1,14	0,71	0,44	0,22
Euríbor a 12 mesos	1,3	2,0	2,08	1,76	1,32	0,98	0,69
<b>Tipus d'interès de préstecs i dipòsits (%)</b>							
Crèdit a les societats no financeres (3)	2,2	2,8	3,0	2,7	2,6	2,3	...
Préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge (4)	2,7	3,3	3,5	3,4	3,2	3,0	...
Dipòsits fins a 1 any de les llars	2,1	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	...

NOTES: (1) Dades ajustades d'efectes estacionals, calendari, vendes i titulitzacions.

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

(3) Crèdits superiors a un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

(4) Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus inicial.

FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

No obstant això, l'increment dels bancs que han pujat el diferencial en els préstecs vinculats a activitats amb risc s'ha vist compensat, en part, per la caiguda en el nombre de bancs que han abaixat el diferencial dels préstecs ordinaris. En conjunt, el tipus d'interès dels préstecs bancaris a societats no financeres es va mantenir constant en el 2,2% al setembre. Per la seva banda, el cost de finançament per a l'adquisició d'un habitatge també va romandre estable en el 2,9%.

La caiguda del PIB del tercer trimestre i la molt probable intensificació de la recessió en el quart no fan preveure que el crèdit bancari es pugui revifar en els pròxims trimestres. No obstant això, és crucial que, paral·lelament, s'avanci en la reestructuració del sector bancari en alguns països,

perquè pugui exercir el seu paper de dinamitzador de l'activitat econòmica tan aviat com sigui possible.

### Tres qüestions clau a l'Europa emergent: el fons de l'alentiment, Polònia i Hongria

Amb el final de l'any a la vista, els principals interrogants que suscita la conjuntura econòmica a l'Europa emergent són tres. El primer, i, segurament, el més fonamental, és si l'empitjorament de l'activitat ha tocat ja fons en el tercer trimestre. Per respondre de forma total aquesta qüestió caldrà, així mateix, opinar sobre què està succeint a Polònia. El trio de qüestions del moment es tanca amb el dubte sobre si Hongria arribarà, pròximament, a un

**A l'Europa emergent, ha tocat fons l'alentiment?...**

**...tot fa pensar que no,  
i que el quart trimestre  
serà pitjor que el tercer.**

**Una demanda interna que  
s'afebleix, principal causa  
de l'apreciable alentiment  
de l'economia polonesa.**

acord amb el Fons Monetari Internacional (FMI).

Pel que fa a la incògnita de si l'activitat ha tocat fons, o no, en el tercer trimestre, aquest diagnòstic sobre la posició cíclica, lluny d'haver-se clarificat, encara es mostra més embolicat després d'haver-se conegut les dades de comptabilitat nacional en aquest trimestre. Recordem que, en aquest període, i d'acord amb les estimacions preliminars, la República Txeca, Hongria i Romania van recular en termes inter trimestrals (-0,3%, -0,2% i -0,5%, respectivament). L'excepció a aquesta dinàmica negativa va ser, un trimestre més, Eslovàquia, que va anotar un creixement inter trimestral del 0,6%. De Polònia, sobre la qual tornarem més endavant, encara no es disposa de xifres de variació del PIB del tercer trimestre.

En termes interanuals la visió no canvia apreciablement. El grau de caiguda interanual és gairebé idèntic a la República Txeca i a Hongria (s'ha situat a la zona del -1,5%) i lleugerament inferior a Romania (reculada interanual del 0,8%). Eslovàquia, per la seva banda, suma dos trimestres consecutius creixent al voltant del 2,5% interanual. Tot i que no es disposa del detall de components, els indicadors mensuals disponibles fan pensar que, en tots els casos, la combinació d'una demanda interna en alentiment i una demanda externa que pateix apreciablement l'aturada dels mercats centrals de la zona de l'euro ha llastat el creixement.

Partint d'aquesta evolució, què cal esperar de cara als pròxims trimestres? D'entrada, convé tenir en compte que les dades del tercer trimestre han estat, en termes generals, lleugerament pitjors del que estava previst. A aquesta posició de partida moderadament inferior a l'esperada, s'afegeix el fet que es preveu que la zona de l'euro, que va entrar en recessió en el tercer tri-

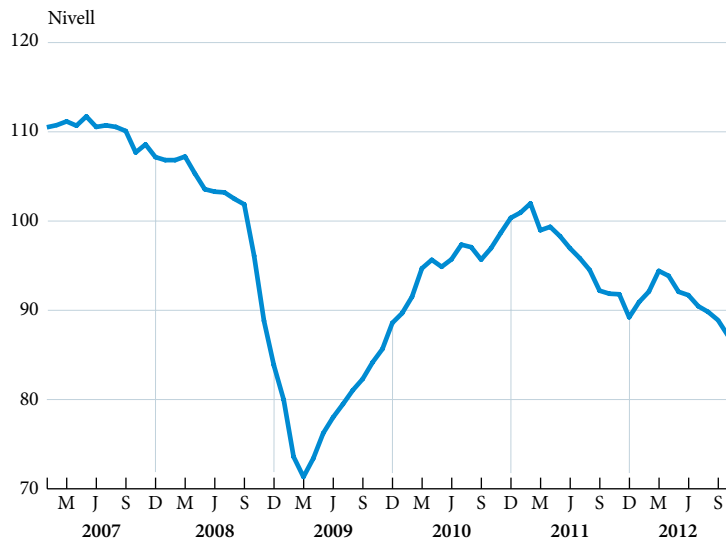
mestre, continuï veient com l'activitat ce-  
deix també en el quart trimestre. Final-  
ment, cal afegir que l'evolució del senti-  
ment econòmic, com s'aprecia al gràfic  
següent, apunta a un ritme d'activitat que  
continua reculant. Tot plegat avala un es-  
cenari en què l'activitat encara no hauria  
tocat fons en el tercer trimestre i en què,  
per sort, podria fer-ho en el quart.

L'element regional fonamental que condi-  
cionarà el compliment de l'escenari és  
l'evolució de Polònia. Per valorar-la, cal  
respondre la segona de les preguntes amb  
què obríem l'apartat: què està passant en  
aquest país? En síntesi, la resposta és que,  
després de diversos anys en què destacava  
positivament en el conjunt de la Unió  
Europea (UE), l'economia polonesa, la  
més gran de l'Europa emergent, ha regis-  
trat un alentiment notable des del segon  
trimestre del 2012. El principal factor  
explicatiu d'aquest deteriorament és la  
pèrdua de dinamisme de la demanda in-  
terna, circumstància que, al seu torn, s'ex-  
plica per una combinació de factors. En  
primer lloc, després d'uns quants anys  
d'ajornament (més del que l'ortodòxia  
pressupostària hauria recomanat), el 2012  
la política fiscal s'ha començat a tornar  
més restrictiva. El Govern, després d'una  
certa prodigalitat fiscal, que es pot asso-  
ciar, en part, a esdeveniments com l'Euro-  
copa d'enguany, ha començat a moderar el  
ritme de despesa i d'inversió per evitar que  
el deute públic trenqui el límit legal del  
55% del PIB.

Un segon factor és que s'han intensificat  
altres tendències que ja es produïen fa un  
temps, com són la contenció dels beneficis  
empresarials o l'empitjorament del mercat  
laboral. Atesa la inèrcia que caracteritza la  
demanda interna, preveiem que el procés  
de desacceleració es mantindrà en el quart  
trimestre i que no es pot esperar un canvi  
de tendència fins al començament del  
2013. En aquest context, és comprensible

## SENSE SENYALS DE RECUPERACIÓ A L'EUROPA EMERGENT

Índex de sentiment econòmic (\*)



NOTA: (\*) Mitjana de Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania.

FONTS: Eurostat, Comissió Europea, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

que el banc central polonès hagi rebaixat en 25 punts bàsics el tipus d'intervenció, fins al 4,5%. Aquest moviment representa l'inici d'un cicle que, amb tota probabilitat, es perllongarà el 2013.

Finalment, la tercera qüestió que plantejàvem més amunt és si Hongria accedirà, en breu, a l'ajuda financera internacional, orquestrada, fonamentalment, per l'FMI i per la UE. Com es recordarà, la motivació subjacent a la petició d'ajuda financera multilateral, que compleix un any en aquestes dates, és la necessitat d'incrementar el marge de maniobra financer del país per afrontar, a un cost raonable, les seves obligacions exteriors. A diferència de l'anterior programa, del 2008, en aquest cas, no existeix un problema de liquiditat apressant.

Per aquest motiu, l'executiu tracta d'accedir a alguna modalitat d'assistència de ti-

pus preventiu que permeti augmentar la capacitat financera del país i rebaixar, al mateix temps, el cost del finançament extern. Després de successius vaivens en la negociació, i malgrat que Hongria ha adoptat un pressupost per al 2013 prou restrictiu, que li permet allunyar-se de la situació de dèficit excessiu, la poca ortodòxia d'algunes mesures fiscals (com el tractament impositiu de les activitats i de les operacions bancàries) ha produït un desacord entre les autoritats polítiques del país i les institucions internacionals. En un context global de reducció de l'aversion al risc, i amb la crisi de la zona de l'euro allunyant-se, aparentment, dels moments culminants d'estrès financer, considerem que els incentius per a un acord immediat són limitats. Per aquest motiu, ens inclinem a pensar que la qüestió es pot mantenir en l'*impasse* actual fins ben entrat el 2013.

**L'interrogant sobre si Hongria sol·licitarà de forma urgent l'ajuda financera continua obert.**

**Si les circumstàncies dels mercats financers no canvien, existeixen pocs incentius per a un ajut immediat.**



# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

### Obstacles en el camí cap a l'estabilització dels mercats financers

El novembre ha estat un mes de transició als mercats financers. Per moments, les ombres de la incertesa han tornat a entelar l'ànim dels inversors globals, però ho han fet amb una intensitat sensiblement inferior a la d'altres episodis tempestuosos dels últims anys. Així, per exemple, les borses i altres actius de risc s'han mostrat febles, però no hi ha hagut grans descensos, i, amb les primeres notícies positives, les cotitzacions han exhibit una notable capacitat de recuperació. Aquest és un comportament remarcable, atès que els focus de preocupació són importants, en particular tres. El primer procedeix dels Estats Units, on la proximitat del venciment de les mesures fiscals expansives aprovades durant l'era Bush, el «precipici fiscal», ha despertat temors sobre la possible recessió a la qual s'enfrontaria l'economia nord-americana, ja prou vulnerable. El segon i el tercer es localitzen a la zona de l'euro. D'una banda, la Comissió Europea ha confirmat la previsió que la regió travessarà diversos trimestres de caiguda del PIB. Addicionalment, en el marc de la crisi del deute de la regió, el front obert per les necessitats urgents de liquiditat de Grècia ha posat de manifest les dificultats tècniques i polítiques per aconseguir solucions contundents. En aquest marc, l'absència d'ensurts d'envergadura als mercats constituiria un signe que els inversors confien en la capacitat de les autoritats per evitar els riscos i anar avançant en els reptes existents. Si, com és d'esperar, això efectivament es confirma en les pròximes setmanes, no hi haurà dificul-

tats per reprendre la tònica de revaloració dels actius amb risc.

### Les polítiques monetàries s'instal·len en la laxitud

Al llarg de l'any, les estratègies de la gran majoria de bancs centrals han consistit en un procés sostingut de relaxament de les condicions monetàries. La feblesa del ritme de creixement global i la inestabilitat generada pels problemes de la zona de l'euro han provocat una acumulació extraordinària de mesures, convencionals i no convencionals, orientades a generar un entorn monetari i financer el més folgat possible. Per la seva quantia i per la seva contundència, les actuacions de les autoritats europees i nord-americanes han adquirit una gran rellevància als mercats financers. Simultàniament, les decisions dels responsables monetaris dels països emergents han estat més graduals, però això no vol dir que no hagin estat interessants per als inversors. El novembre ha donat continuïtat a aquest procés, sense que s'albirin canvis de rumb en l'horitzó.

A la zona de l'euro, els missatges del Banc Central Europeu (BCE) són de continuïtat en la seva estratègia i de confiança en els seus instruments. Un element d'especial importància és el que es va introduir el passat mes de setembre, quan el Consell de Govern del BCE va acordar la posada en marxa del programa d'Operacions Monetàries de Compravenda (OMC). Des del seu anunci, les tensions creditícies als mercats financers dels països de la perifèria han disminuït, així com el temor a una

**Els inversors es mostren cauts davant els riscos, però no s'espanten.**

**Les cotitzacions exhibeixen una notable capacitat de recuperació.**

**Les autoritats monetàries es comprometen a impulsar el creixement i a estabilitzar els mercats financers.**

ruptura de la unió monetària. Aquest clima ha propiciat, entre d'altres resultats, la col·locació satisfactòria de deute públic per part d'Espanya i d'Itàlia entre els inversors internacionals i la millora del desequilibri del sistema TARGET 2. Atesos aquests efectes tranquil·litzadors, molts analistes i polítics auguren una millora encara més significativa de les condicions financeres si el BCE comença a intervenir de forma directa als mercats de bons públics dels membres de la zona de l'euro. No obstant això, aquest mecanisme d'actuació requereix acceptar una condicionalitat estricta per part de l'Estat beneficiari. Aquesta va ser la declaració més important del president de l'entitat, Mario Draghi, després de

la reunió del Consell celebrada al novembre. Com en ocasions precedents, Draghi ha insistit que el requisit indispensable per a l'activació de les OMC és que els països sol·licitin oficialment ajuda al MEDE i acceptin la condicionalitat continguda al programa de rescat. I, lògicament, que la compleixin. En cas contrari, el banc central retiraria l'ajuda a l'Estat que l'hagi sol·licitat. Una consideració clau, va emfatitzar Draghi, és que les OMC es conceben com un instrument per salvaguardar la correcta transmissió de la política monetària a l'economia real a tots els països, i no com un mecanisme de finançament dels estats. En conseqüència, el BCE defuig adquirir compromisos explícits pel que fa

**El BCE condiona la compra de deute públic a la sol·licitud d'ajuda al MEDE.**

## 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						
<b>2011</b>									
Octubre	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Novembre	1,25	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Desembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
<b>2012</b>									
Gener	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrer	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Març	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Maig	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Juny	1,00	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	0,75	0,20	0,62	0,25	0,31	0,19	0,50	0,53	0,08
Novembre (1)	0,75	0,19	0,58	0,25	0,31	0,19	0,50	0,52	0,00

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.

**Segons les estimacions del BCE, el creixement de la zona de l'euro serà feble en els pròxims mesos.**

**Les mesures monetàries quantitatives de la Fed comencen a donar fruits.**

**Bernanke adverteix de la capacitat limitada de la Fed per afrontar una eventual recessió.**

a les quantitats de bons que podria comprar i al preu (tipus d'interès) resultant de les seves operacions.

Un segon aspecte que va protagonitzar l'exposició del president del BCE va ser el reconeixement del recent deteriorament econòmic de la zona de l'euro. Els indicadors mostren que, durant la segona meitat de l'any, l'activitat econòmica de la regió ha perdut pols i que les perspectives immediates no són bones. En paral·lel, la taxa d'inflació se situarà per damunt de l'objectiu del 2% en els pròxims mesos, com a resultat de l'evolució del preu del cru i de la pujada dels impostos indirectes, tot i que, a mitjà termini, les tendències no són preocupants pel que fa a l'estabilitat dels preus. Sobre la base d'aquestes projeccions, el Consell del BCE va estimar oportú mantenir el tipus d'interès rector en el 0,75% i va advertir que no queda gaire marge per proporcionar més estímuls per aquesta via. L'entitat apel·la als Governos perquè actuïn mitjançant dues vies transcendents per fer possible una millora de la situació econòmica. D'una banda, anima a prosseguir la consolidació fiscal i les reformes estructurals. I, de l'altra, recomana que els països més febles adoptin polítiques de foment de la competitivitat i de reducció dels desequilibris per compte corrent.

Als Estats Units, el to de la política monetària també és de continuïtat. Al setembre, la Reserva Federal (Fed) va acordar iniciar la tercera ronda d'expansió quantitativa, que consisteix en l'adquisició de titulitzacions hipotecàries. Simultàniament, l'autoritat monetària ha mantingut vigents els programes d'extensió de venciments del deute públic i la reinversió del principal i dels interessos de les obligacions de la seva cartera. A més a més, manté el tipus d'interès oficial en nivells extraordinàriament baixos (0%-0,25%) i continua manifestant que no contempla pujades fins a l'any 2015.

En l'acta de la reunió del FOMC de l'octubre, l'entitat assenyalava que l'activitat econòmica continua evolucionant a un ritme moderat, per bé que detecta que els efectes de les diferents actuacions monetàries s'han començat a constatar en diversos indicadors econòmics. En concret, la despesa de les famílies i la seva propensió al consum s'han accelerat en el tercer trimestre. Igualment, s'ha apreciat una millora en l'activitat constructora i immobiliària, en forma de pujada dels preus dels habitatges i de les operacions de compravenda. Aquests avanços han anat acompanyats de la caiguda moderada de la taxa d'atur i del repunt dels preus al consum, arran de l'encariment de l'energia. En l'àmbit financer, les millores han estat protagonitzades per l'expansió del crèdit bancari, pel descens dels tipus d'interès hipotecaris i per la caiguda de la rendibilitat dels bons del Tresor. No obstant això, al si del Comitè de la Reserva Federal, està obert el debat sobre la conveniència de prorrogar, estendre o ampliar les mesures d'estímul. D'una banda, alguns membres mantenen que cal ampliar les compres de deute hipotecari a partir del gener, quan hagi finalitzat el programa d'extensió dels venciments del deute sobirà (Operació Twist). Consideren que, així, es reforçarien els impulsos necessaris per assolir l'estabilitat financera i la creació d'ocupació a mitjà i a llarg termini. Al bàndol contrari, hi ha els membres que temen que l'excés de laxitud en la política monetària pugui desencadenar, en els pròxims trimestres, un procés indesitjat de pressions inflacionistes creixents. Amb independència d'aquests posicionaments, Ben Bernanke, president de la Fed, en la primera compareixença després de la reelecció de Barack Obama, ha apel·lat a la responsabilitat dels dirigents polítics per evitar el risc de recessió que comportaria el «precipici fiscal». En paraules de Bernanke, «l'habilitat de la Fed per afrontar les adversitats no és infinita».

Per la seva banda, la política monetària dels països emergents també es troba immersa en un procés de relaxament. Les autoritats es basen en l'ús d'eines monetàries tradicionals i en altres de caràcter extraordinari, amb el propòsit de reactivar el ritme de creixement de les economies. Pel que fa a l'efectivitat d'aquestes actuacions, és clau el complement proporcionat per les polítiques fiscals i macroprudencials. En les últimes setmanes, alguns indicadors avançats d'activitat comercial i manufacturera han ofert sorpreses positives sobre aquest tema, tot i que la tendència generalitzada fa pensar que l'expansió monetària en aquests països continuarà en vigor en els primers mesos del 2013. Aquest és el cas dels bancs centrals de Polònia, Turquia i l'Índia, els governadors dels quals han sumat a les rebaixes recents dels tipus d'interès declaracions que apunten a nous moviments expansius en un futur immediat.

Seguint la tendència d'uns mesos enrere, els tipus d'interès interbancaris han man-

tingut la tònica a la baixa durant el mes de novembre, tot i que amb un pendent de caiguda cada vegada menor. Els tipus d'interès euríbor a dotze mesos han protagonitzat l'ajust més important, ja que s'han arribat a situar en el nivell mínim històric (0,58%) i han acumulat un descens molt important des del gener. La confirmació de l'alentiment del creixement de les principals economies de la zona de l'euro, Alemanya i França, ha augmentat les expectatives dels inversors sobre la continuïtat d'una política monetària ultralaxa. Aquesta circumstància ha anat acompanyada de nous avanços en la millora de les condicions creditícies de la perifèria europea i, per tant, en la percepció del risc sobre les entitats financeres.

### Nous capítols, mateix guió, en la crisi de la zona de l'euro

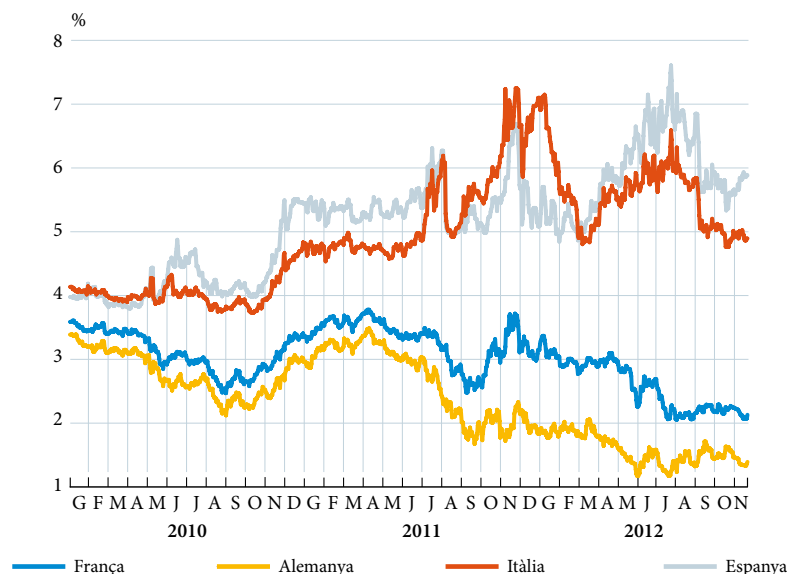
La taxa de rendibilitat implícita del deute dels països amb màxima qualificació creditícia, els Estats Units i Alemanya, ha

**L'euríbor a 12 mesos se situa en el nivell mínim des de la creació de l'euro.**

**Els deutes d'Alemanya i dels Estats Units ofereixen rendibilitats molt reduïdes.**

## ELS BONS DE LA PERIFÈRIA MANTENEN UNES RENDIBILITATS ELEVADAS

Rendiments del deute públic de la zona de l'euro a 10 anys



FONT: Bloomberg.

## Moody's rebaixa la qualificació creditícia de França.

retornat als nivells mínims dels mesos anteriors. Els dubtes que envolten les negociacions sobre el «precipici fiscal» nord-americà i sobre la delicada situació financera de Grècia han servit perquè els inversors hagin optat per incrementar les carteres amb actius de qualitat. En el cas d'Alemanya, la incertesa suscitada per les desavinences entre els prestadors internacionals (FMI, UE i BCE), en relació amb el lliurament del següent tram d'ajudes a Grècia, ha mantingut vives les pors a una possible nova reestructuració del deute hel·lè i, fins i tot, a la ruptura de la unió monetària. Per la seva banda, Moody's ha rebaixat la qualificació de França d'AAA a Aa1 amb perspectiva negativa. Aquestes circumstàncies han provocat que el bo alemany a 2 anys hagi arribat a oferir una rendibilitat negativa durant diverses jornades. No obstant això, la *yield* ha recuperat nivells positius cap al final del mes,

atesa la viabilitat d'una solució constructiva per a Grècia. En el cas del *Treasury bill* nord-americà, a més de l'efecte de les eleccions presidencials i de les converses per evitar un ajustament fiscal excessiu al gener, la deslluïda campanya de resultats empresarials del tercer trimestre ha provocat un augment de fluxos de capitals cap als actius amb un perfil de risc més baix.

Pel que fa als mercats de deute dels països de la perifèria de la zona de l'euro, la millora experimentada després de l'anunci de les OMC per part del BCE ha anat seguida, al novembre, d'una etapa de nou inestable. El principal detonant d'aquest retorn de les tensions ha estat Grècia. L'acceptació per part dels prestadors internacionals (UE, FMI i BCE) de l'extensió del termini per al compliment dels objectius pressupostaris va tenir un impacte moderat als mercats. Els inversors han estat més atents

## El fiscal cliff amenaça l'estabilitat del deute sobirà dels Estats Units.

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

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
<b>2011</b>								
Octubre	2,0	3,1	5,5	6,1	2,1	1,0	2,4	1,0
Novembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Desembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
<b>2012</b>								
Gener	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrer	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Març	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Maig	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Juny	1,58	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	1,46	2,24	5,62	4,96	1,69	0,78	1,85	0,50
Novembre (*)	1,42	2,16	5,69	4,79	1,67	0,74	1,83	0,49

NOTA: (\*) Dia 23.

FONT: Bloomberg.

a les negociacions entre l'FMI i l'Eurogrup per desbloquejar el nou tram del rescat, que, al seu torn, s'ha encallat per les discrepàncies sobre les mesures a prendre per aconseguir que l'evolució del volum del deute grec torni a una via sostenible. Malgrat que tot fa pensar que s'assolirà un acord en les pròximes setmanes, les diferències entre les dues parts cal buscar-les en el repartiment de sacrificis per aconseguir aquesta sostenibilitat. L'FMI defensa l'aplicació d'una quitança al deute en mans del sector oficial, proposta a la qual s'oposa una bona part dels estats europeus, entre ells Alemanya. Arran de la conjuntura grega, els dubtes sobre l'estabilitat de la UEM s'han revifat. El contagi dels temors ha perjudicat els bons espanyols, que han arribat a oferir taxes de rendibilitat properes al 6% durant els moments més tensos de les negociacions. No obstant això, cal destacar que les turbulències sobre el deute espanyol han estat d'una magnitud molt inferior a les d'episodis anteriors. En part perquè la perspectiva que, finalment, s'aconseguirà una solució acceptable per a Grècia s'ha mantingut oberta, sobretot durant el tram final del mes. I, d'altra banda, perquè la solidesa creditícia d'Espanya ha continuat acumulant diversos punts al seu favor. Primer, la millora de l'accés al finançament als mercats de capitals internacionals. Gràcies a unes subhastes reeixides, el Tresor ja ha aconseguit cobrir totes les necessitats de finançament previstes per al 2012. Segon, les reformes financeres, fiscals i estructurals implementades per l'Executiu, que han rebut el vistiplau de la Comissió Europea, malgrat que es pugui produir un cert desviament de l'objectiu de dèficit fiscal d'enguany. Tercer, el compliment dels compromisos de reestructuració bancària sota els criteris signats en el Memoràndum d'Entesa al juliol passat. No obstant això, encara queden aspectes

associats al deteriorament econòmic i a la possibilitat que el MEDE pugui injectar fons directament als bancs espanyols, que ofereixen resistència a un descens més decidit de la prima de risc.

### **El ien cedeix posicions enfront de l'euro i del dòlar**

Desmarcant-se de la tendència dels mesos anteriors, el tipus de canvi de l'euro va cedir posicions durant les primeres setmanes de novembre. Els resultats obtinguts en les successives reunions per solucionar la necessitat de liquiditat de Grècia no van complir les expectatives dels inversors, que esperaven que els acords tinguessin un abast més ampli. Atesa aquesta circumstància, el preu d'intercanvi de l'euro enfront del dòlar va baixar fins als 1,27 dòlars. No obstant això, a mesura que s'han anat albirant les possibles solucions a les diferències entre els membres de la troica i, fins i tot més important, al desemborsament del rescat a Grècia, la divisa europea ha recuperat posicions i s'ha aproximat a l'1,30.

Una altra divisa que mereix un esment especial és el ien japonès. Al llarg del mes de novembre, la divisa nipona s'ha depreciat notablement enfront del dòlar i de l'euro i s'ha arribat a situar en el valor mínim en sis mesos. El tipus de canvi del ien és una peça clau per a la seva economia, atesa la seva enorme vocació exportadora. Després dels recents conflictes diplomàtics amb la Xina, i tenint en compte la desaceleració del consum global, els exportadors japonesos esperen una actuació imminent del banc central, injectant liquiditat en l'economia, que mantingui baix el preu de la seva divisa.

**Es reforça la solidesa creditícia d'Espanya.**

**El tipus de canvi de l'euro és molt vulnerable als problemes de la perifèria europea.**

**El ien es deprecia sensiblement enfront del dòlar i de l'euro al novembre.**

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-11-2012

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	82,4	3,0	6,6	6,1
Lliura esterlina	0,628	-0,1	2,5	2,6
Franc suís	0,935	0,2	-0,4	1,6
Dòlar canadenc	0,997	0,5	-2,4	-5,1
Pes mexicà	13,026	0,4	-7,0	-8,8
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,289	0,7	0,5	3,4
Ien japonès	106,2	2,3	6,1	2,9
Franc suís	1,205	-0,5	-1,0	-1,9
Lliura esterlina	0,809	-0,6	-3,0	-6,2
Corona sueca	8,584	-0,6	-3,9	-7,6
Corona danesa	7,458	0,0	0,3	0,3
Zloty polonès	4,122	-0,1	-8,4	-9,0
Corona txeca	25,39	1,9	-0,8	-1,2
Forint hongarès	280,4	-0,4	-12,3	-10,6

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

FONT: Bloomberg.

### El transvasament de fluxos inversors accelera la demanda de bons corporatius.

#### Els inversors prefereixen la renda fixa corporativa

Malgrat els vaivens en la crisi de la zona de l'euro i el context de creixement global, la renda fixa empresarial és l'actiu estrella del 2012. En la seva incessant recerca de rendibilitat, els inversors, tant institucionals com minoristes, han trobat en els bons corporatius un binomi de rendibilitat i risc més atractiu que en les accions. Des del setembre, aquesta circumstància s'ha vist afavorida per la intensificació de la laxitud de les estratègies monetàries als Estats Units i a la zona de l'euro. La caiguda dels tipus d'interès a llarg termini, generada per la compra de bons sobirans i hipotecaris per part de la Fed, i l'anunci de les OMC del BCE han provocat un intens moviment dels fluxos de capital cap a aquesta classe d'actius i han accelerat la demanda global de tota classe de bons corporatius. Segons EPFR, les entrades netes

de capital als mercats de renda fixa ascendien a 400.000 milions de dòlars entre el gener i l'octubre. Els balanços empresarials sanejats, els riscos moderats de fallida i l'atractiu de la rendibilitat són els principals elements que estan imperant en les decisions dels inversors.

Com a contrapartida de l'augment de la demanda, l'activitat emissora de les companyies ha mantingut el bon ritme iniciat al setembre. Als Estats Units, les emissions de bons de companyies amb una qualificació creditícia baixa (bons *high yield*) han continuat aprofitant la conjuntura econòmica i financera i han augmentat el seu volum fins als 205.000 milions de dòlars des del gener. En aquest entorn, destaquen també les emissions de CLO (*collateralised-loan-obligations*), paquets d'inversió formats, principalment, per bons de baixa qualitat i préstecs d'alt risc. L'emissió d'aquesta classe de productes, molt criti-



cats al començament de la crisi financera del 2007, s'ha duplicat enguany en relació amb el 2011. En el marc europeu, el balanç de les emissions també ha estat força favorable. Les condicions de finançament que troben les companyies als mercats de renda fixa són molt més beneficioses que les limitades oportunitats ofertes a través del crèdit bancari. Això explica que moltes empreses, tant de les economies del centre com de la perifèria, estiguin augmentant la presència en aquest mercat. No obstant això, el sector bancari europeu presenta un ritme d'emissions més modest. De fet, les emissions de deute *sènior* i de *covered bonds* han baixat fins al nivell de tres anys enrere. Aquesta circumstància s'explica, en bona part, per una menor necessitat d'apel·lar als mercats de capitals, atesos el procés de despallanquejament i el finançament obtingut amb els préstecs a 3 anys que el BCE va concedir al començament de l'any.

### Ensopegada borsària al novembre

Després de la recuperació experimentada per les borses entre el juny i el setembre i de la posterior estabilització a l'octubre, els índexs borsaris més importants han travessat, al novembre, una etapa de lleugers descensos. Un dels principals factors que expliquen aquest canvi de sentit dels índexs és el nerviosisme sobre les perspectives de creixement a les economies desenvolupades. Als Estats Units, la materialització del «precipici fiscal» l'1 de gener del 2013 arrossegaria de nou l'economia a una recessió, contra la qual la Fed ja ha advertit que podria no disposar d'instruments suficients. A la zona de l'euro, la Comissió Europea ha anunciat que, de cara als pròxims trimestres, l'economia de la regió presentarà taxes de creixement negatives. Addicionalment, les tensions vinculades a la situació grega han retornat una certa inestabilitat als mercats i han posat a prova la millora incipient que s'havia percebut en el sentiment dels inversors. No obstant això, l'en-

sopegada del novembre no desllueix el comportament de la renda variable en l'acumulat anual. De mitjana, els índexs internacionals més rellevants acumulen guanys propers al 5%, llevat del selectiu espanyol, que és l'únic índex europeu amb pèrdues el 2012. L'Ibex 35, a més de reflectir la incertesa sobre una possible petició oficial d'una línia de crèdit preventiva al fons de rescat permanent, recull altres circumstàncies, entre les quals destaquen, d'una banda, unes expectatives econòmiques molt afeblides en un escenari d'exigent austeritat fiscal i, de l'altra, el constant procés de despallanquejament en què estan immerses les empreses i les famílies.

En l'àmbit dels mercats de renda variable, els analistes han intensificat, en les últimes setmanes, la rebaixa de les estimacions sobre els beneficis empresarials. Durant la campanya de resultats del tercer trimestre, el consens ja havia previst una minva de les companyies cotitzades, deguda, principalment, a la desacceleració de l'activitat global i a l'encariment de certes primeres matèries. Aquesta tendència s'ha reforçat en les últimes setmanes, després que moltes empreses hagin anunciat que, de cara al final de l'any, esperen una caiguda superior dels marges i després que els dubtes sobre el creixement als Estats Units i a Europa hagin augmentat. Per sectors, els més perjudicats són tots aquells estretament vinculats a l'evolució del cicle econòmic. En canvi, el sector financer, que ha estat el gran castigat durant els últims anys, presenta un potencial de revaloració més gran. Elements com la reestructuració del sector financer, el sanejament dels balanços de les entitats i el suport dels bancs centrals han propiciat la millora de les perspectives del sector. En un altre ordre de coses, des del dia 1 de novembre, el regulador dels mercats financers de la zona de l'euro ha imposat la prohibició de les vendes en descobert de deute públic i d'accions. A Espanya, la CNMV ha prorrogat aquesta prohibició fins al 31 de gener del 2013.

**L'activitat emissora està en màxims des de l'inici de la crisi financera.**

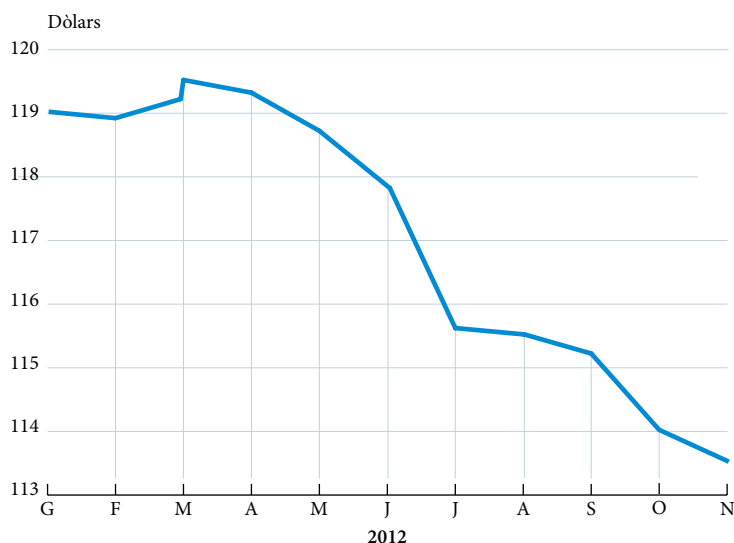
**L'empitjorament de les perspectives econòmiques pesa sobre les borses.**

**La majoria dels índexs acumulen guanys des del gener.**

**Els analistes temen una caiguda dels beneficis empresarials de cara al 2013.**

## ELS ANALISTES REVISEN A LA BAIXA LES ESTIMACIONS DE CARA A L'ANY VINENT

Evolució de les estimacions del benefici per acció per al 2013 per a companyies de l'S&P 500



FONT: Thomson Reuters Datastream.

## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

23-11-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	12.836,9	-3,8	5,1	11,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.391,0	-3,0	10,6	17,1
<i>Nasdaq</i>	2.926,6	-3,0	12,3	16,1
Tòquio	9.366,8	3,9	10,8	12,7
Londres	5.803,6	0,1	4,2	12,9
Zona de l'euro	2.535,3	2,3	9,4	20,9
<i>Frankfurt</i>	7.255,5	1,1	23,0	32,9
<i>París</i>	3.500,2	2,8	10,8	24,0
<i>Amsterdam</i>	328,5	0,5	5,1	20,4
<i>Milà</i>	15.509,3	-0,4	2,8	11,5
<i>Madrid</i>	7.859,8	1,4	-8,2	1,6
Zuric	6.696,2	1,0	12,8	24,3
Hong Kong	21.914,0	1,0	18,9	22,7
Buenos Aires	2.242,4	-5,3	-8,9	-7,0
São Paulo	56.437,0	-2,2	-0,6	2,7

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

FONT: Bloomberg.

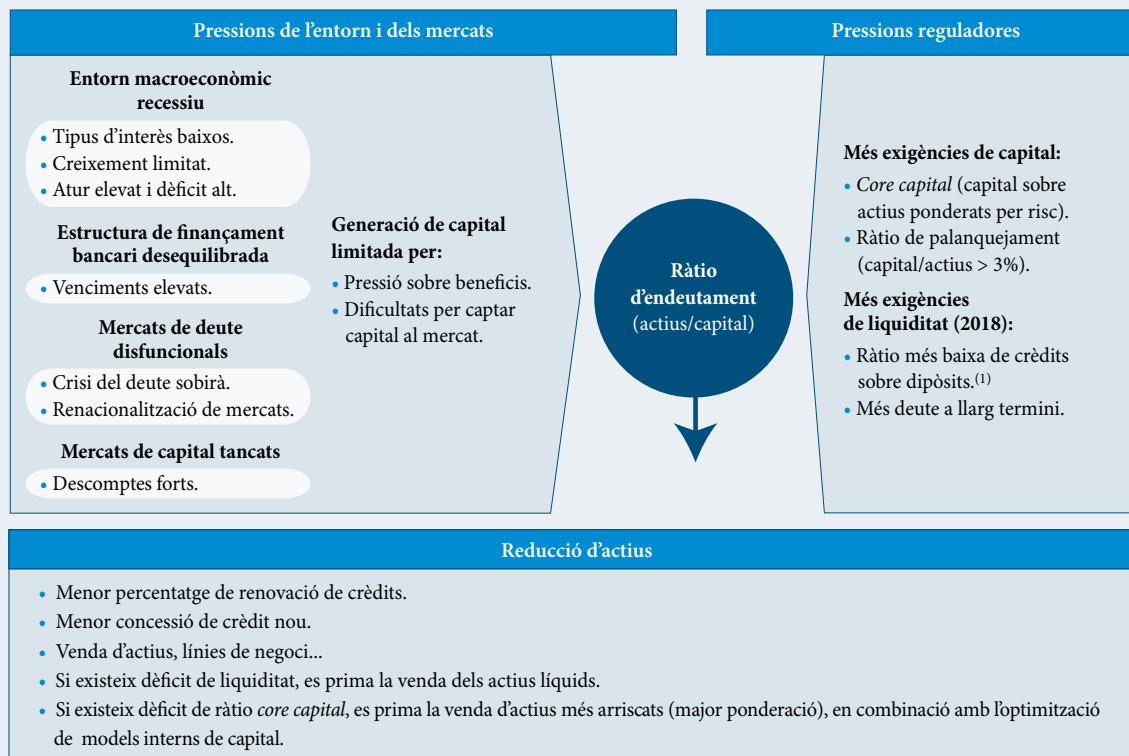
## Perspectives de desendeutament bancari a Europa

El procés de desendeutament o despalanquejament bancari, que implica un augment de capital i una reducció d'actius, és inevitable després d'un *boom* creditici. I, tot i que dolorós, és necessari per corregir els desequilibris acumulats en la fase expansiva i per restablir la solidesa del sector bancari. No obstant això, segons com s'efectuï, pot tenir conseqüències molt nocives per a l'economia. En particular, preocupa la possibilitat d'una contracció severa de l'oferta creditícia, el temut *credit crunch*. Europa es troba en aquesta cruïlla, i això fa que aquest procés de desendeutament generi recel entre les autoritats, que l'estan supervisant de prop.

Les pressions al desendeutament amb què ha de bregar el sistema bancari europeu provenen de diferents angles: la necessitat de reduir l'alta dependència del finançament majorista a curt termini; les tensions de liquiditat, intensificades per la crisi del deute sobirà; l'increment de les exigències reguladores en termes de liquiditat i de capital, i, a més a més, el desgast de la base de capital ocasionat pel deteriorament de la qualitat dels actius.

Ateses aquestes pressions, els bancs tenen diferents opcions per millorar les ràtios d'endeutament. D'una banda, poden augmentar la base de capital, mitjançant l'emissió de noves accions o la retenció de beneficis. Poden, també,

### PRESSIONS SOBRE LA RÀTIO D'ENDEUTAMENT



NOTA: (1) La ràtio crèdits sobre dipòsits s'utilitza com una *proxy* de la ràtio d'inversió creditícia sobre recursos de finançament estables.

FONT: Elaboració pròpia.

intentar augmentar el recurs a fonts de finançament relativament estables, com els dipòsits o el deute majorista a més llarg termini. Finalment, una altra alternativa consisteix a reduir els actius. Això últim es pot materialitzar de diferents formes: la venda de línies de negoci o d'actius no estratègics (sovint a l'estranger); la venda d'actius líquids (per exemple, deute); les baixes de balanç d'actius dubtosos, i, finalment, la disminució de la cartera de préstecs. Aquesta disminució, al seu torn, pot ser el resultat del procés de despallanquejament de les empreses i de les famílies o, l'opció menys desitjable de totes, d'una restricció de l'oferta de crèdit.

En els últims anys, el sistema bancari europeu ha optat, principalment, per augmentar el capital de forma molt significativa. Així, entre el 2008 i el 2011, l'augment de fons propis es va situar al voltant dels 400.000 milions d'euros, mentre que el volum d'actius es va mantenir gairebé estable. Addicionalment, arran de l'exercici de recapitalització de l'Autoritat Bancària Europea,<sup>(1)</sup> les entitats han ampliat la base de capital en uns 116.000 milions més.

De tota manera, algunes entitats també han recorregut a l'ajustament d'actius per cobrir una part del dèficit de capital identificat. L'FMI ha estimat que, entre el setembre del 2011 i el juny del 2012, una mostra de 58 grans bancs europeus ha reduït el volum d'actius en uns 450.000 milions d'euros. La majoria han estat actius no estratègics, i menys de la meitat han estat el resultat d'una reducció de la cartera de crèdit (una bona part de l'impacte en el crèdit està vinculada al compliment de les condicions associades als ajuts estatals).

Tot fa preveure, però, que el procés de reducció d'actius de la banca europea no ha finalitzat. L'FMI, per exemple, estima que, entre mitjan 2012 i el final del 2013, encara cal reduir actius per valor d'1,7 bilions d'euros, aproximadament el 6% dels actius totals, en un escenari base en què continuen les polítiques actuals (suport per part del BCE, implementació de la unió bancària, etc.).<sup>(2)</sup> El BCE, per la seva banda, ha examinat els plans de negoci de les entitats europees més grans i calcula que la reducció prevista d'actius el 2012 i el 2013 arriba als 1,5 bilions d'euros (1,2 bilions per als bancs de la zona de l'euro). Està previst que el gros d'aquestes reduccions es dugui a terme en les carteres de banca corporativa i de banca d'inversió i, amb una intensitat molt inferior, en banca minorista.

En qualsevol cas, la incertesa sobre aquestes estimacions és elevada, i diversos factors poden afectar la velocitat i la intensitat del procés de desendeutament en els pròxims anys, entre els quals cal esmentar: el nivell de l'activitat econòmica, un element clau per a la rendibilitat dels bancs; l'evolució de la crisi del deute europeu; la implementació de la nova normativa sobre capital (Basilea III), i el desenvolupament de nous requisits de liquiditat. En general, molt dependrà de les polítiques econòmiques i financeres que s'adoptin a nivell nacional i, especialment, a nivell europeu. En aquest sentit, l'FMI ha alertat que, en un escenari en què es retarda la unió bancària i no s'avança cap a la creació d'un mecanisme de rescat bancari supranacional i cap a una assegurança de dipòsits europea, les pressions per a la reducció d'actius serien molt més intenses i podrien arribar als 3 bilions d'euros, més del 10% dels actius totals. En canvi, en un escenari de polítiques més ambiciosos que en l'escenari central, que contribuirien a una major reducció de les primes de risc i a una menor fragmentació dels sistemes financers nacionals, la reducció d'actius prevista seria d'1,4 bilions d'euros (menys del 5% dels actius totals).

Amb un procés de reducció d'actius relativament ràpid i desordenat, es corre el risc de perjudicar greument l'activitat econòmica. En particular, hi ha dues categories d'actius que poden patir fortes retallades en un espai

(1) Al setembre del 2011, l'European Banking Authority va augmentar el *Core Tier 1* mínim per a 71 entitats considerades sistèmiques fins al 9% i, a més a més, va exigir un coixí per l'exposició del deute sobirà perifèric. Aquesta exigència s'havia de complir al juny del 2012.

(2) Global Financial Stability Report, octubre del 2012.

breu de temps: el crèdit a les empreses i el crèdit per al finançament del comerç internacional. Les dues categories són extremadament importants per al funcionament normal de l'economia. Preocupa, en especial, l'impacte sobre el crèdit a les pimes per la seva forta dependència del crèdit bancari. Sobre el crèdit al comerç internacional, cal destacar que un terç de l'oferta mundial prové de les entitats europees.

Perquè el procés de desendeutament es pugui dur a terme de manera compassada, sense ofegar l'activitat econòmica, és imprescindible consolidar la confiança en els sistemes bancaris europeus i en els governs que els acullen. Això requerirà, entre d'altres mesures, avançar de forma decidida en el procés de reformes en què està immersa la unió monetària, tant a nivell nacional com europeu (vegeu el requadre «Zona de l'euro: disset països, una destinació»). Sense cap mena de dubte, el preu de no fer-ho seria massa elevat, i Europa no s'ho pot permetre.

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

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

### L'activitat econòmica continua en reculada

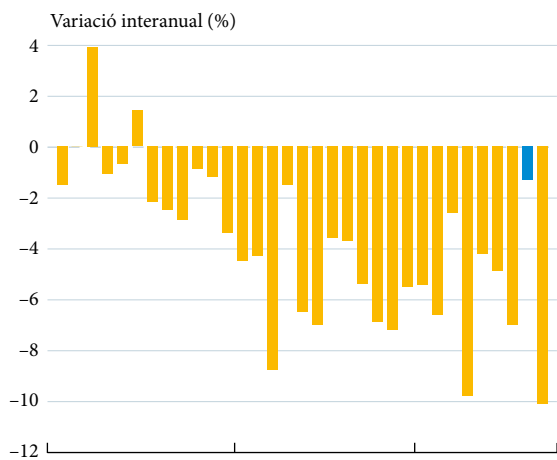
**El PIB es contreu el 0,3% en el tercer trimestre.**

El ritme de contracció del producte interior brut (PIB) va millorar en una dècima en el tercer trimestre en relació amb el període anterior i es va situar en el -0,3% intertrimestral. Amb aquesta dada, l'economia espanyola encadena cinc trimestres de creixement negatiu, de manera que la taxa de variació interanual va registrar un -1,6%. Malgrat recular, l'evolució de l'activitat va ser millor del que havia previst el consens d'analistes, que esperava una caiguda del 0,8% intertrimestral. El desglossament del PIB per components publicat per l'Institut Nacional d'Estadística (INE) ofereix les claus per entendre aquest comportament més positiu del que s'esperava.

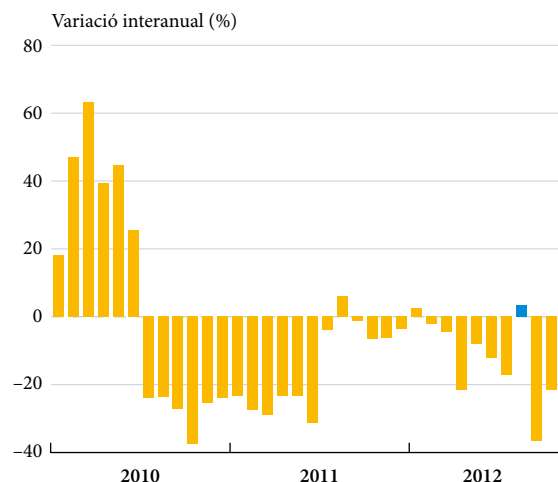
D'una banda, la demanda interna va moderar la contracció en relació amb el trimestre anterior. Concretament, l'aportació de la demanda interna al creixement intertrimestral del PIB va ser de -1,1 punts percentuals, lleugerament superior al -1,3 registrat en el segon trimestre. La principal raó d'aquesta millora relativa cal buscar-la en l'avanç de les compres per part de les llars i de les empreses davant la pujada de l'IVA l'1 de setembre. Així, la reculada del consum de les llars, del -0,5% intertrimestral, va ser inferior al -1,0% registrat en el segon trimestre. Les dades mensuals de vendes al detall mostren que la caiguda de les vendes es va moderar de forma notable a l'agost i van registrar una variació interanual del -1,3%. No obstant això, després de l'entrada en vigor dels nous tipus

### L'EFECTE IVA FRENA DE FORMA TEMPORAL LA CAIGUDA DE LA DEMANDA

Vendes del comerç al detall (\*)



Matriculacions d'automòbils



Agost 2012

NOTA: (\*) Deflactades i corregides de l'efecte calendari.  
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## L'efecte IVA modera la caiguda del consum privat.

impositius de l'IVA al setembre, la caiguda de les vendes al detall es va accelerar fins al -10,1%. Un patró similar s'observa en les matriculacions d'automòbils: després d'un increment del 3,4% a l'agost, es van registrar unes reculades del -36,8% i del -21,7% al setembre i a l'octubre, respectivament. En definitiva, atesa la naturalesa temporal d'aquests efectes, esperem que, en el quart trimestre, el descens del consum torni a ser significatiu. Així es desprèn de l'índex de confiança dels consumidors del mes d'octubre, que es va situar en -35,8 punts, per sota del valor mitjà de -35,2 registrat en el tercer trimestre. Atès el deteriorament constant del mercat laboral i de les rendes salarials de les famílies, que estan reduint la capacitat de compra de les llars, no esperem una recuperació del consum privat a curt termini.

Les dades relatives a la inversió van millorar en relació amb el trimestre anterior,

gràcies, sobretot, a una evolució més positiva de la inversió en béns d'equipament i en transport. Després de tres trimestres de reculades importants, del -2,6% de mitjana, en el tercer, va avançar el 0,3% i va deixar la taxa de variació interanual en el -7,3%. Per la seva banda, la inversió en construcció mostra una evolució menys favorable, ja que va recular el 2,8%. Des de l'inici de la crisi, en el quart trimestre del 2007, la inversió en construcció s'ha contractat el 44%.

Els indicadors avançats d'inversió i d'indústria mostren senyals de feblesa de cara al quart trimestre. Pel costat de la demanda, les matriculacions de vehicles industrials van registrar un -18,0% en el mes d'octubre. Els indicadors d'oferta tampoc no ofereixen dades optimistes. El consum d'electricitat va anotar una reculada interanual de l'1,0% a l'octubre, i l'indicador de confiança de la indústria va baixar fins

### INDICADORS DE DEMANDA

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

	2010	2011	2011	2012			
			IV	I	II	III	Octubre
<b>Consum</b>							
Producció de béns de consum (*)	0,8	-1,0	-2,2	-3,7	-4,5	-4,7	...
Importació de béns de consum (**)	-9,5	-2,2	0,4	-6,1	-11,3	...	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	-17,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,8	-21,7
Crèdit al consum de béns duradors	-12,3	-9,9	-10,4	-12,8	-13,6	...	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-20,9	-17,1	-16,8	-24,6	-29,0	-35,2	-35,8
<b>Inversió</b>							
Producció de béns d'equipament (*)	-3,3	0,8	-4,8	-10,3	-13,9	-10,1	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	-3,1	-7,2	-11,5	-11,9	...	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	-6,6	-15,1	-19,1	-26,6	-27,9	-18,0
<b>Comerç exterior (**)</b>							
Importacions no energètiques	10,3	1,0	-3,1	-8,7	-8,5	...	...
Exportacions	15,6	10,1	5,4	-0,3	2,7	...	...

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

(\*\*) En volum.

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

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



**Després de la millora transitòria del tercer trimestre, la recessió s'intensifica.**

als -20,5 punts i es va mantenir en nivells molt baixos, similars als del 2009. L'índex de gestors de compres PMI del sector de manufactures va caure al nivell de 43,5 a l'octubre, des del 44,5 registrat al setembre, arrossegat per l'efecte que ha tingut sobre la confiança el nou deteriorament de les condicions econòmiques.

Les polítiques de consolidació fiscal es van veure reflectides en una contenció de la despesa pública, que va recular el 2,4%, el major descens registrat en l'última dècada. Per bé que aquesta reducció de la despesa pública no ajuda al creixement del PIB a curt termini, cal destacar la necessitat de dur a terme aquest ajustament per complir els objectius de dèficit públic pac-

tats amb la Comissió Europea. Encara més, una disciplina fiscal més severa i la implementació de les reformes estructurals en marxa són les claus per assegurar un creixement sostingut i equilibrat a llarg termini. Atesa la tònica de reducció del dèficit públic per al 2013 i el 2014, esperem que la contribució al creixement de la despesa pública continuï sent negativa en els pròxims trimestres.

Un altre factor que explica la bona evolució del PIB en el tercer trimestre és el sector exterior. La contribució de la demanda externa al creixement intertrimestral del PIB va ser de 0,8 punts percentuals, en línia amb el 0,9 registrat en el mes anterior. Destaca la dada de les exportacions, que es

## INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011		2012		
			IV	I	II	III	Octubre
<b>Indústria</b>							
Consum d'electricitat (1)	2,7	-1,3	-4,1	-1,8	-1,3	-1,9	-1,0
Índex de producció industrial (2)	0,8	-1,4	-5,0	-5,8	-7,1	-5,3	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-13,8	-12,5	-16,5	-14,8	-17,1	-20,0	-20,5
Utilització capacitat productiva (4)	72,0	73,3	72,7	72,5	73,4	71,6	74,1
Importació béns interm. no energ. (5)	24,6	3,1	-4,0	-9,6	-7,2	...	...
<b>Construcció</b>							
Consum de ciment	-15,4	-16,9	-26,8	-31,3	-37,8	-34,6	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	-29,7	-55,4	-53,6	-50,4	-52,2	-55,5	-56,6
Habitatges (visats obra nova)	-17,3	-14,6	-26,1	-35,2	-46,4	...	...
Licitació oficial	-38,0	-46,2	-59,8	-50,6	-43,6	...	...
<b>Serveis</b>							
Vendes comerç minorista (6)	-1,0	-5,4	-6,5	-4,9	-6,3	-6,2	...
Turistes estrangers	1,0	6,5	6,1	2,6	3,1	4,8	...
Ingressos turisme	3,9	8,6	5,7	0,5	-0,1	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	-9,8	-12,6	-7,6	-8,3	...
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	1,5	-5,4	-4,0	-3,0	-7,1
Consum de gasoil automoció	-1,2	-3,7	-5,6	-4,5	-5,8	-7,9	...

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

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

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

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

(5) En volum.

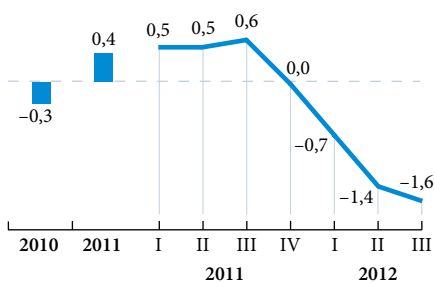
(6) Índex (sense estacions de servei) deflactat i corregit de l'efecte calendari.

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

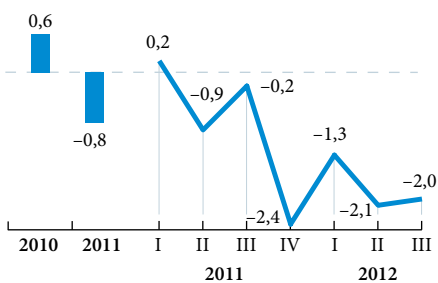
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (\*)

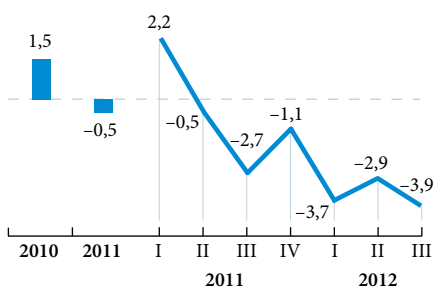
### PIB



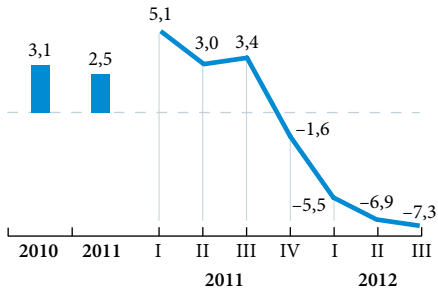
### Consum de les llars



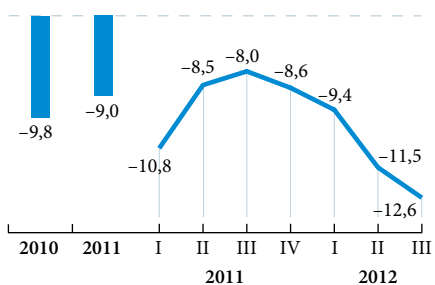
### Consum públic



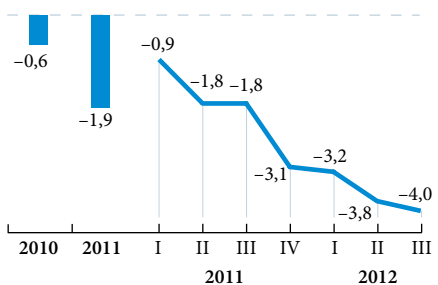
### Inversió en béns d'equipament



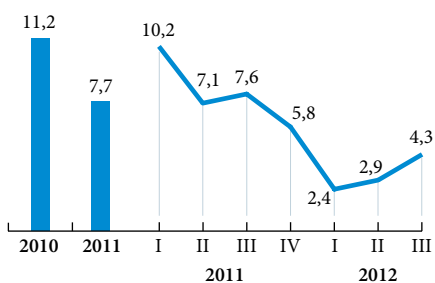
### Inversió en construcció



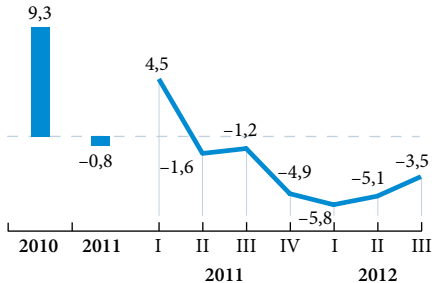
### Demanda nacional (\*\*)



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



NOTES: (\*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

(\*\*) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

**La Comissió Europea  
rebaixa el creixement  
del 2013 al -1,4%.**

van incrementar el 4,8%, el millor registre de l'última dècada. L'increment de les importacions, del 2,4%, va fer que la contribució del sector exterior no fos superior. Així i tot, el sector exterior continua sent l'única font de creixement de l'economia espanyola, la qual cosa reflecteix l'important esforç internacionalitzador de les empreses espanyoles, fins i tot de les mitjanes i de les petites.

En definitiva, malgrat haver experimentat una caiguda de l'activitat menor del que s'esperava en el tercer trimestre, no hi ha senyals que s'estigui produint un canvi de tendència. Més aviat s'espera una acceleració de la contracció fins al final de l'any i una lenta recuperació de l'activitat el 2013. Així ho pronostica la Comissió Europea en el nou escenari de previsions de tardor. Segons aquestes estimacions, la reculada del PIB de l'any vinent serà la mateixa que la d'enguany, concretament del -1,4%, un registre coherent amb el consens d'analistes i substancialment inferior al previst pel Govern, del -0,5%.

La Comissió Europea també ha rebaixat les previsions de creixement per al 2013 de

tots els països de la zona de l'euro. En conjunt, s'espera un creixement del 0,1%. Aquesta feblesa de la zona de l'euro és el principal risc per a la recuperació, ja que el sector exterior és l'únic impuls al creixement de l'economia espanyola i la zona de l'euro és el seu principal soci comercial. En aquest sentit, caldria orientar els esforços cap a la diversificació de les exportacions cap a països amb més perspectives de creixement, com els grans emergents.

Però, sens dubte, la millor recepta per assolir una recuperació sostinguda a llarg termini és recuperar la competitivitat perduda. En aquest sentit, és important continuar impulsant les reformes estructurals per millorar l'entorn regulador i empresarial, facilitar la creació d'empreses i incrementar l'eficiència de l'Administració i de la Justícia, entre d'altres mesures. Aquests són els pilars assenyalats pel Banc Mundial en el rànquing de «Facilitat per fer negocis» (*Doing Business*), en el qual Espanya ocupa el lloc 44 i n'ha reculat dos en relació amb l'any anterior. Una millora en aquestes categories permetria situar les empreses espanyoles en una millor situació competitiva en el pla internacional.

## Mercat de treball

### El mercat de treball es continua deteriorant

L'Enquesta de Població Activa (EPA) corresponent al tercer trimestre del 2012 va confirmar que el ritme de destrucció de llocs de treball es va mantenir estable en relació amb el període anterior. Aquesta evolució és compatible amb el fet que la contracció de l'activitat econòmica en els dos trimestres va ser similar, del 0,3% i del 0,4%, respectivament. A curt termini, en un context de feblesa notable de l'economia, les perspectives són que el deteriorament del mercat laboral s'intensificarà lleugerament.

Les dades de l'EPA van mostrar que es van destruir 96.900 llocs de treball del juliol al

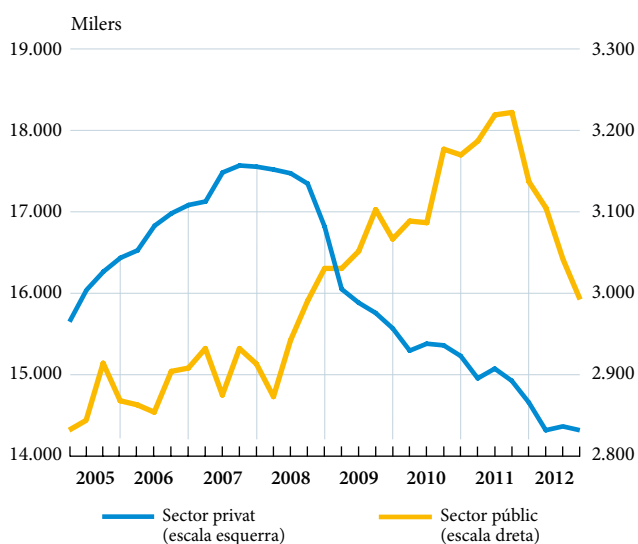
setembre, de manera que la xifra d'ocupats es va situar en 17.320.300 persones. Amb aquest descens, inferior als 146.800 llocs de treball perduts durant el mateix període de l'any anterior, la taxa de caiguda interanual es va reduir en dues dècimes, fins al 4,6%.

Una de les dades més interessants pel que fa a l'evolució de l'ocupació en l'últim any és que els ocupats per compte propi van augmentar, en especial durant el tercer trimestre. La difícil situació del mercat laboral ha fet necessària la recerca de fórmules alternatives, i això ha fet augmentar el nombre d'emprenedors. D'aquesta manera, segons l'EPA del tercer trimestre, els assalariats han reculat, en l'últim any, el 6,2%, 946.300 persones en valors absoluts,

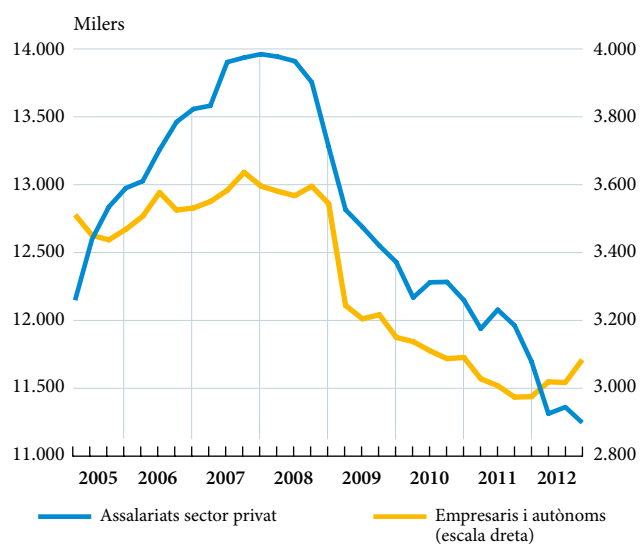
**L'ocupació cau el 4,6% interanual en el tercer trimestre del 2012.**

### EL SECTOR PÚBLIC ACCELERA L'AJUSTAMENT, MENTRE QUE EL SECTOR PRIVAT FRENA LA CORRECCIÓ, GRÀCIES A L'IMPULS DELS EMPRESARIS I DELS AUTÒNOMS

Evolució de l'ocupació als sectors públic i privat



Evolució de l'ocupació al sector privat



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## OCUPACIÓ ESTIMADA

Tercer trimestre 2012

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>								
Agricultura	720,4	-11,9	-1,6	-88,0	-10,9	12,6	1,8	4,2
No agraris	16.600,0	-85,0	-0,5	-399,1	-2,3	-848,5	-4,9	95,8
<i>Indústria</i>	2.442,0	3,8	0,2	-84,3	-3,3	-134,3	-5,2	14,1
<i>Construcció</i>	1.136,8	-56,1	-4,7	-140,1	-11,0	-233,9	-17,1	6,6
<i>Serveis</i>	13.021,2	-32,7	-0,3	-174,7	-1,3	-480,3	-3,6	75,2
<b>Per empleadors</b>								
Sector privat	14.328,6	-47,6	-0,3	-342,8	-2,3	-607,1	-4,1	82,7
Sector públic	2.991,7	-49,4	-1,6	-144,4	-4,6	-228,9	-7,1	17,3
<b>Per situació professional</b>								
Assalariats	14.233,1	-164,2	-1,1	-596,1	-4,0	-946,3	-6,2	82,2
<i>Contracte indefinit</i>	10.811,4	-179,4	-1,6	-313,3	-2,8	-417,5	-3,7	62,4
<i>Contracte temporal</i>	3.421,8	15,3	0,4	-282,6	-7,6	-528,6	-13,4	19,8
No assalariats	3.077,3	64,9	2,2	108,6	3,7	108,4	3,7	17,8
<i>Empresaris empleadors</i>	933,9	9,0	1,0	30,3	3,4	-1,6	-0,2	5,4
<i>Empresaris no empleadors</i>	2.010,9	51,0	2,6	75,7	3,9	101,2	5,3	11,6
<i>Ajudes familiars</i>	132,5	4,9	3,8	2,6	2,0	8,8	7,1	0,8
Altres	9,9	2,3	30,3	0,3	3,1	1,9	23,7	0,1
<b>Per temps d'ocupació</b>								
A temps complet	14.831,8	14,8	0,1	-517,2	-3,4	-925,9	-5,9	85,6
A temps parcial	2.488,5	-111,8	-4,3	30,0	1,2	90,0	3,8	14,4
<b>Per sexes</b>								
Homes	9.468,5	-28,2	-0,3	-337,1	-3,4	-565,5	-5,6	54,7
Dones	7.851,8	-68,7	-0,9	-150,1	-1,9	-270,4	-3,3	45,3
<b>TOTAL</b>	<b>17.320,3</b>	<b>-97,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-487,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-836,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>100,0</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

### El sector públic destrueix més ocupació que el privat.

percentatge que contrasta amb l'increment del 3,7% registrat pels no assalariats, que van sumar 110.300 individus.

Cal assenyalar que el total d'assalariats engloba els treballadors dels sectors privat i públic, les trajectòries dels quals han estat molt diferents des de l'inici de la crisi en el segon trimestre del 2008. Mentre que, al sector privat, la contracció va començar en el punt de partida de la recessió, l'ajustament del personal de l'Administració pública no va arribar fins al final del 2011. En els últims mesos, la pèrdua d'assalariats

del sector públic ha guanyat més profunditat en termes relatius. En aquesta línia, les dades de l'EPA del tercer trimestre posen de manifest que el descens d'assalariats del sector públic va ser relativament superior al del sector privat, de l'1,6% i de l'1,0% intertrimestral, respectivament.

En aquest context, el Reial decret 1483/2012, del 29 d'octubre, facilitarà que continuï la reducció del personal del sector públic, tot i que només per part dels treballadors que no són funcionaris. Efectivament, aquesta llei defineix les condicions

en què l'Administració pública pot dur a terme un expedient de regulació d'ocupació: dèficit pressupostari en l'exercici anterior i caiguda del crèdit del 5% en l'exercici corrent (o del 7% en els dos anteriors). Així mateix, s'aprofundeixen alguns aspectes de la reforma laboral en relació amb els acomiadaments col·lectius. Per exemple, es detalla el funcionament del període de consultes per evitar que un expedient de regulació d'ocupació es pugui declarar nul per defectes de forma: actuació de l'autoritat laboral, documentació de l'empresa, plans de recol·locació, etc. D'altra banda, es redueix també l'aportació pública a les prejubilacions, ja que les empreses amb beneficis que acomiadin treballadors de més de 50 anys hauran de compensar el cost generat al Servei Públic d'Ocupació.

Tornant als resultats de l'EPA, el nombre d'aturats va augmentar en 85.000 persones, xifra que situa el total en 5.778.100, un increment superior al previst, ja que s'esperava una major contracció de la pobla-

ció activa. Així, l'efecte descoratjament va ser, en part, compensat per l'entrada de dones al mercat laboral per esmoreir la caiguda dels ingressos de les seves llars. Com a resultat, la taxa d'atur del tercer trimestre es va situar en el 25,0%, un nou màxim històric.

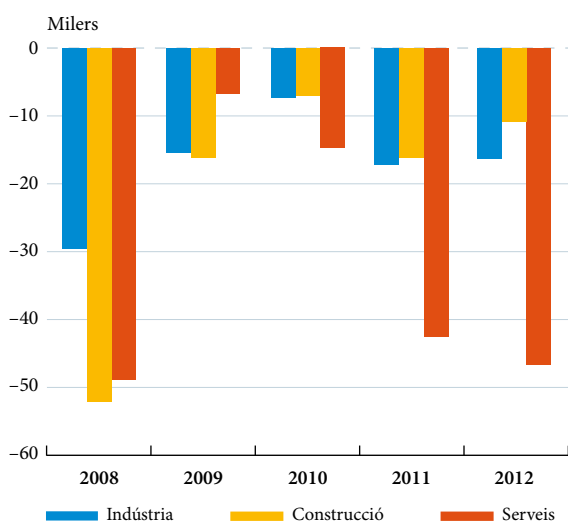
Pel que fa a l'últim trimestre de l'any 2012, el nombre d'afiliats en alta a la Seguretat Social va baixar en 73.077 persones a l'octubre, un descens molt semblant al registrat en el mateix mes de l'any anterior, de manera que el ritme de caiguda de l'ocupació va romandre estancat en el 3,6% interanual. Des de l'any 2000, quan es va començar a compilar aquesta sèrie, només el 2008 la caiguda del total d'afiliats en un mes d'octubre va ser superior, amb una reculada propera als 102.000 llocs de treball. El descens de l'afiliació a l'octubre va ser generalitzat per branques d'activitat, tot i que cal destacar el mal comportament del sector serveis, que va perdre gairebé 50.000 llocs de treball.

**El Govern aprova un nou reial decret que detalla alguns aspectes de la reforma laboral.**

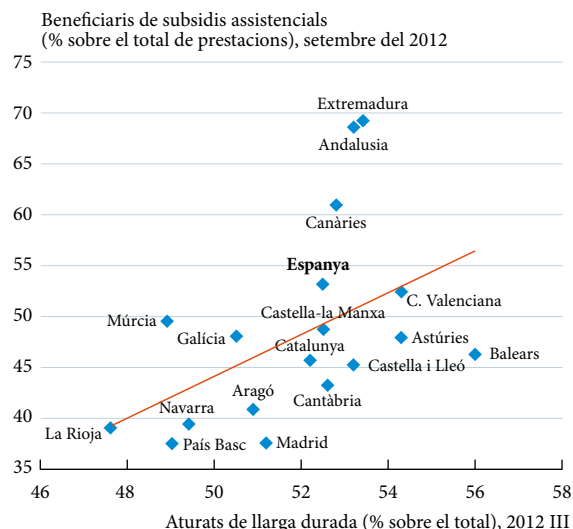
**La taxa d'atur arriba al 25,0%, un rècord històric.**

### ELS SERVEIS LIDEREN LA DESTRUCCIÓ DE LLOCS DE TREBALL I L'INCREMENT DELS ATURATS DE LLARGA DURADA DETERIORA LA QUANTIA REBUDA PER PRESTACIÓ D'ATUR

Variació de l'afiliació a la Seguretat Social a l'octubre de cada any



Cobertura per atur i atur de llarga durada



NOTA: La taxa d'atur de llarga durada es calcula dividint el total d'aturats de llarga durada (més d'un any) pel nombre total d'aturats.  
 FONTS: Ministeri de Treball i Immigració, Enquesta de Població Activa, Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

**El ritme de caiguda del total d'afiliats es manté en el 3,6% interanual a l'octubre.**

Per la seva banda, l'atur registrat va créixer en 128.242 persones, més de 30.000 per damunt de les previsions. Segons xifres desestacionalitzades, l'atur va augmentar en 37.000. El 76% de l'increment de l'atur del mes d'octubre es va concentrar als serveis, a conseqüència d'un nombre considerable de llocs de treball de caràcter estacional. En l'últim any, l'atur es va incrementar en 472.595 persones, el 10,8% interanual. Així i tot, la taxa de variació interanual es va reduir gairebé en cinc dècimes, de manera que es va desaccelerar el ritme d'escalada.

**La taxa d'atur de llarga durada se situa en el 53%.**

Per bé que la trajectòria dels registres laborals d'aquest mes d'octubre és igual de negativa que la de l'any anterior, hi ha una característica que fa que la població atura-

da es trobi en una situació menys favorable: l'empitjorament de la cobertura de l'atur, ja que, en el transcurs dels dotze últims mesos, el col·lectiu de persones que van perdre la feina fa més d'un any va augmentar de forma substancial, el 27% interanual, segons dades de l'EPA del tercer trimestre. Això fa que la taxa d'atur de llarga durada hagi arribat al 53% del total d'aturats, de manera que cada vegada hi ha menys persones que tenen dret a rebre prestacions per atur. Entre aquestes persones, la ràtio dels subsidis sobre el total augmenta. Segons les dades del setembre, el 53% dels beneficiaris van cobrar només una prestació assistencial (426 euros mensuals), enfront dels 860 euros que es percep, de mitjana, amb una prestació contributiva.

## POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Tercer trimestre 2012

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	4.021	36	0,9	2.597	-156	-5,7	1.424	191	15,5	35,4
Aragó	659	8	1,3	535	-10	-1,8	124	18	17,5	18,8
Astúries	485	6	1,3	379	-18	-4,4	106	24	28,8	21,8
Balears	629	14	2,2	507	1	0,2	123	13	11,9	19,5
Canàries	1.124	12	1,1	746	-37	-4,8	378	50	15,1	33,6
Cantàbria	277	-5	-1,7	233	-9	-3,6	44	4	9,6	15,7
Castella i Lleó	1.187	-7	-0,6	960	-42	-4,2	227	35	18,3	19,1
Castella-la Manxa	989	-11	-1,1	712	-64	-8,2	277	52	23,2	28,0
Catalunya	3.725	-94	-2,5	2.885	-192	-6,2	840	98	13,3	22,6
Comunitat Valenciana	2.499	2	0,1	1.797	-83	-4,4	702	85	13,7	28,1
Extremadura	511	24	4,9	344	-28	-7,6	167	52	45,1	32,7
Galícia	1.312	-2	-0,1	1.048	-39	-3,6	264	38	16,6	20,1
Madrid	3.384	16	0,5	2.756	-40	-1,4	628	55	9,6	18,6
Múrcia	748	11	1,5	533	-26	-4,7	216	37	20,9	28,8
Navarra	309	-1	-0,4	263	-11	-4,1	46	10	27,6	15,0
País Basc	1.019	-42	-3,9	861	-70	-7,5	158	29	22,2	15,5
La Rioja	152	-7	-4,3	121	-10	-7,7	31	3	11,6	20,3
Ceuta i Melilla	68	4	6,4	44	-2	-4,6	24	6	34,1	35,9
<b>Total</b>	<b>23.098</b>	<b>-36</b>	<b>-0,2</b>	<b>17.320</b>	<b>-836</b>	<b>-4,6</b>	<b>5.778</b>	<b>800</b>	<b>16,1</b>	<b>25,0</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.



## Preus

### La inflació continua pujant

Després de la important pujada experimentada per l'índex de preus de consum (IPC) al mes de setembre, a causa de l'increment de l'impost sobre el valor afegit (IVA), va prosseguir, a l'octubre, la pressió sobre els preus. La taxa de variació interanual de l'IPC va augmentar en una dècima, fins al 3,5% interanual. La variació mensual de l'octubre de l'IPC va ser de vuit dècimes, una dècima per sota del registre del mes anterior. L'increment es va fer notar amb més intensitat en la inflació subjacent, que exclou els aliments frescos i l'energia, ja que la seva taxa de variació interanual va passar del 2,1% al 2,4% i va as-

solir el nivell més alt des del desembre del 2008.

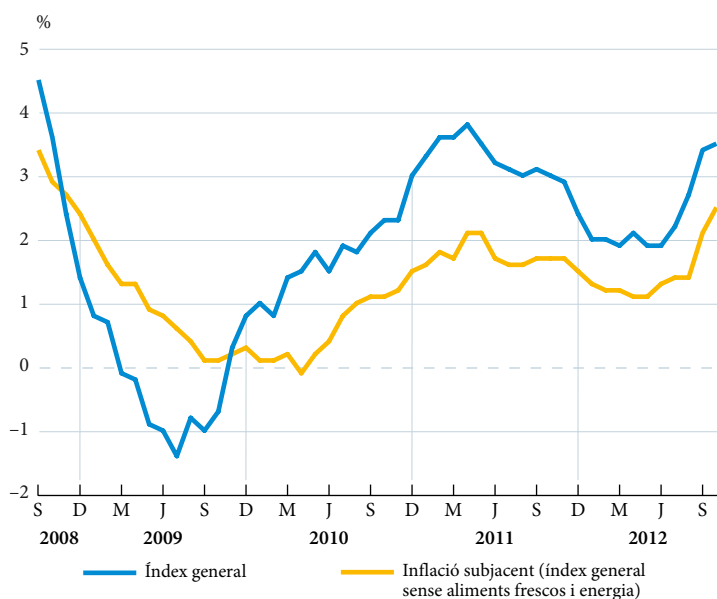
Dins els grups amb més repercussió mensual positiva en l'índex general, paga la pena destacar el vestit i el calçat, amb un increment mensual del 10,5%, que recull el comportament de la nova temporada d'hivern, i una repercussió positiva de set dècimes en l'IPC general. D'altra banda, prossegueix la pressió de l'increment de les taxes fixades per les administracions públiques, que, a l'octubre, ha influït de forma sensible en l'ensenyament, amb una variació intermensual del 9,2%, i que fa augmentar en una dècima l'IPC general. Dins el grup de despesa d'ensenyament,

**La inflació puja una dècima a l'octubre, fins al 3,5% interanual.**

**Vestit i calçat i ensenyament són els epígrafs més inflacionistes.**

### L'ENCARIMENT DE L'ENSENYAMENT I DE CULTURA I OCI IMPULSA LA INFLACIÓ A L'OCTUBRE

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística (INE).

**En canvi, el transport i l'habitatge donen un respir a l'IPC a l'octubre.**

destaca el subepígraf de l'ensenyament superior, que va presentar un creixement intermensual del 24,5%.

Altres béns i serveis, parament i aliments i begudes no alcohòliques van aportar, entre les tres classes de despeses, dues dècimes a la taxa de creixement intermensual de l'IPC. Pel que fa a la primera, el que explica l'augment va ser l'increment dels preus dels serveis per a la cura personal i altres assegurances. En el cas del parament, el comportament és degut a l'increment

dels preus dels articles tèxtils per a la llar i dels mobles, i, finalment, en el cas de la tercera classe de despesa, l'alça s'explica per la pujada del preu dels olis.

En canvi, el ritme de caiguda dels preus del transport, la variació dels quals va ser de -0,8% intermensual, és degut a la disminució dels preus dels carburants i lubricants i, amb menys pes, a la reducció del preu dels automòbils. En aquest cas, va repercutir negativament en l'IPC general amb 1,3 dècimes. Un altre component de

## 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
<b>Per classes de despesa</b>							
Aliments i begudes no alcohòliques	103,1	0,1	0,3	1,6	2,0	2,2	2,5
Begudes alcohòliques i tabac	107,6	1,0	0,0	4,0	5,3	10,4	5,5
Vestit i calçat	105,6	10,3	10,5	-3,1	-3,0	0,3	0,4
Habitatge	107,1	0,4	-0,6	5,5	5,9	6,3	6,1
Parament	101,8	0,5	0,9	0,6	0,8	1,0	1,3
Medicina	110,8	0,2	0,2	-0,3	13,3	-0,5	10,5
Transport	107,1	-0,2	-0,8	4,7	6,3	7,6	6,5
Comunicacions	97,4	-0,6	0,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Oci i cultura	101,7	-0,8	-0,1	-0,3	0,3	0,0	2,0
Ensenyament	112,5	2,0	9,2	2,7	10,3	2,9	10,4
Hotels, cafès i restaurants	101,2	-0,3	-0,2	1,3	1,2	1,3	1,0
Altres	103,8	0,1	0,9	2,4	3,1	2,7	3,4
<b>Agrupacions</b>							
Aliments amb elaboració	104,1	0,3	0,5	2,7	2,6	4,4	3,0
Aliments sense elaboració	103,0	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,9	2,7
Conjunt no alimentari	104,5	0,9	1,0	1,8	3,0	2,9	3,6
Béns industrials	106,3	2,1	1,4	2,2	3,9	4,3	4,7
<i>Productes energètics</i>	112,5	0,1	-1,8	10,1	10,9	14,5	11,2
<i>Carburants i combustibles</i>	112,2	0,2	-1,8	10,2	10,4	16,2	10,7
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	103,7	3,0	3,0	-0,7	1,0	0,6	2,0
Serveis	102,8	-0,2	0,6	1,4	2,2	1,6	2,6
Inflació subjacent (**)	103,3	1,0	1,3	0,9	1,9	1,7	2,5
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>104,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>

NOTES: (\*) Base 2011 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

la cistella del consumidor que va ajudar a reduir la pressió inflacionista va ser l'habitatge, que va presentar una taxa de creixement de -0,6% intermensual i una repercussió negativa de gairebé una dècima en l'IPC general. Aquest fet va ser degut, principalment, a la davallada de preus de l'electricitat i del gas.

En definitiva, es pot afirmar que, durant el mes d'octubre, la pressió en preus no va provenir del component energètic de l'IPC. L'alimentació, tot i que va tenir una repercussió positiva sobre l'IPC general, tampoc no explica l'increment dels preus. Tal com es demostra amb l'increment més intens de la inflació subjacent a l'octubre en relació amb l'IPC general, els principals motius que expliquen la persistència de la inflació són dos. En primer lloc, l'entrada en vigor d'unes taxes administratives, com, per exemple, en l'ensenyament universitari. En segon lloc, les empreses continuen repercutint en els preus la pujada de l'IVA que va entrar en vigor l'1 de setembre i que no van aplicar íntegrament al començament del canvi impositiu.

La informació disponible sobre la possible evolució de l'activitat econòmica en el quart trimestre, avançada pels indicadors de conjuntura, apunta a la continuïtat o, fins i tot, a la intensificació de la feblesa. Aquest entorn hauria d'evitar nous repunts de la inflació. No obstant això, l'increment recent d'impostos i de taxes impedeix que, a curt termini, l'IPC pugui baixar de forma significativa, ja que aquest impacte en l'IPC s'arrossegarà durant 12 mesos. En aquest context, és previsible que l'IPC general es mogui al voltant del 3% interanual fins ben entrat l'any vinent.

En els pròxims mesos, aquesta perspectiva mantindrà la situació iniciada a l'agost, quan Espanya va presentar una inflació més alta que la del conjunt de la zona de l'euro. Un increment sistemàtic i durador al llarg del temps de la inflació, a qualsevol país del món, en comparació amb la resta d'Estats, comporta una pèrdua de competitivitat, tot i que aquesta afirmació s'ha de matisar, ja que el diferencial amb la zona de l'euro s'hauria de tancar al final de l'any vinent. D'altra banda, la reducció dels

**La feblesa econòmica hauria d'evitar nous repunts de la inflació en els pròxims mesos.**

**La inflació espanyola és ara més alta que la de la zona de l'euro.**

## 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	0,8	2,9	3,5
Novembre	0,4	2,2	2,9			
Desembre	0,1	2,4	2,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

**És probable que, per al conjunt de l'any, la mitjana de la inflació s'apropi al 2,5%.**

preus industrials, amb una caiguda de tres dècimes al setembre, i la contenció dels sous i dels salaris, reflex de la feblesa al mercat laboral, impedeixen que aquest repunt temporal dels preus es pugui traslladar a altres sectors de l'economia i pugui fer-ne perillar l'estabilitat.

L'augment de la recaptació fiscal amb impostos indirectes, com l'IVA, a diferència dels impostos directes, com el de societats o l'IRPF, afecta de forma més intensa la competitivitat exterior de l'economia espanyola. Per exemple, en determinats sectors, com el de serveis turístics, els consumidors internacionals no solen descomptar els impostos quan tornen als països d'origen. Així i tot, el fort increment de les exportacions espanyoles en el tercer trimestre mostra la fortalesa del sector exportador i evidencia que la bretxa entre la inflació europea i l'espanyola no ha repre-

sentat, si més no fins ara, una dificultat extraordinària per mantenir la quota d'exportacions mundials d'Espanya, que, segons l'Organització Mundial de Comerç, se situa al voltant de l'1,7%.

D'acord amb el que s'ha argumentat més amunt sobre les perspectives d'inflació a Espanya, i llevat sorpreses d'última hora, com, per exemple, un increment important del preu del petroli, és molt probable que la inflació es pugui situar lleugerament per damunt del 3,0% interanual en els últims mesos d'enguany. Això implicaria una inflació mitjana, per al conjunt de l'exercici, propera al 2,5%, un nivell que s'acosta a la nostra previsió d'IPC per al conjunt de l'any 2013, que mantenim en el 2,4%. Això representa un nivell d'inflació interanual sensiblement inferior al final de l'any vinent, quan s'hagi corregit l'efecte de la pujada de l'IVA del setembre del 2012.

## Sector exterior

### La demanda externa a la zona de l'euro manté l'ajust comercial

El bon comportament del sector exterior va tornar a evitar una contracció més intensa de l'economia espanyola en el tercer trimestre del 2012. La contribució de la demanda externa al creixement intertrimestral del producte interior brut (PIB) va ser de 8 dècimes en aquest període. Aquesta aportació s'explica per l'intens creixement de les exportacions reals, del 4,8% intertrimestral entre el juliol i el setembre del 2012. Aquesta xifra representa un màxim des de l'inici de la sèrie, l'any 2000. Pel que fa al quart trimestre, esperem un cert alentiment del creixement de les exportacions, el qual, però, continuarà sent prou elevat per mantenir la contribució de la demanda externa en terreny positiu.

En efecte, la dada de setembre, amb una caiguda de les exportacions reals del 2,8% interanual, mostra que, difícilment, es podrà mantenir el ritme de creixement del tercer trimestre. Aquesta xifra contrasta amb l'augment lleugerament superior al 5% interanual assolit en els dos mesos anteriors. No obstant això, l'elevada volatilitat que presenten els registres mensuals no permet extreure conclusions i haurem d'esperar noves dades del quart trimestre per conèixer la seva evolució.

La tendència que presenten les exportacions cap a la zona de l'euro és més clara. L'anàlisi de les dades nominals mostra una caiguda del valor de les vendes cap a la resta de països membres de la unió monetària del 5,7% interanual al setembre. Si prenem com a referència un marc temporal més ampli, observem que les expor-

tacions a la zona de l'euro acumulades durant els dotze últims mesos es van mantenir gairebé estancades, amb un creixement del 0,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquest comportament contrasta amb el bon ritme de les vendes més enllà de les fronteres del mercat únic, que van créixer el 10,8% en el mateix període. Conseqüentment, el pes de les exportacions destinades a la zona de l'euro s'està reduint de forma gradual, fins al 50,8% del total de les vendes a l'exterior, una quota sis punts percentuals per sota del nivell assolit el 2009.

S'espera el manteniment d'aquesta tendència en els pròxims mesos. Així, la feble demanda europea prevista per al quart trimestre de l'any apunta a noves contraccions de les exportacions cap a la zona de l'euro. Aquest deteriorament serà compensat, en gran part, pel bon ritme exportador cap a la resta de països, en especial Rússia i la Xina. Conseqüentment, el creixement de les exportacions es mantindrà encara en nivells positius en els pròxims mesos, tot i que possiblement inferiors als anotats al juliol i a l'agost.

Simultàniament, les importacions nominals, en línia amb la tendència mostrada en els últims mesos, continuaran registrant taxes de variació negatives. Destaca la intensificació de la contracció de les importacions al setembre, amb una caiguda del 7,4% interanual, la sisena davallada dels set últims mesos. Només el repunt registrat en el mes de juliol, a causa de l'efecte de l'avançament del consum per l'augment de l'impost sobre el valor afegit (IVA), va interrompre aquesta tendència.

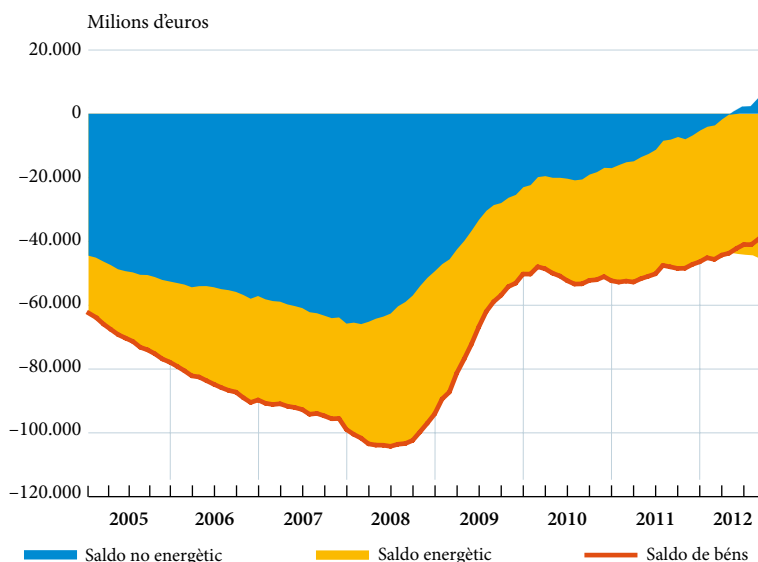
**El sector exterior contribueix en 8 dècimes a la variació intertrimestral del PIB del tercer trimestre.**

**Bon ritme exportador cap als països de fora de l'àrea de l'euro.**

**Les exportacions a la zona de l'euro es redueixen el 5,7% interanual al setembre.**

## EL RITME DE CREIXEMENT DEL SUPERÀVIT COMERCIAL NO ENERGÈTIC S'ACCELERA

Saldo acumulat dels 12 últims mesos



FONT: Departament de Duanes i Impostos Especials.

**El dèficit de béns es redueix fins al 3,5% del PIB, impulsat pel bon comportament del saldo no energètic.**

En conseqüència, el desequilibri de la balança de béns va mantenir el ritme de correcció al setembre. Així, el dèficit de béns acumulat en els dotze últims mesos es va reduir al setembre fins als 37.418 milions d'euros. Aquesta xifra equival al 3,5% del PIB espanyol, un nivell que no s'assolia des de l'any 1997 i que se situa 9 dècimes per sota del nivell del desembre del 2011. Destaca, però, l'evolució diferent entre el component energètic i el no energètic. Així, com ho mostra el gràfic anterior, el dèficit energètic va augmentar en 4.336 milions d'euros en aquest mateix període i es va apropar al màxim històric del final del 2008. Aquest deteriorament va ser compensat amb escreix per la millora del saldo no energètic, de 13.255 milions d'euros, que va assolir un superàvit de 8.076 milions d'euros.

A mitjà termini, aquesta correcció del saldo de béns anirà acompanyada pel bon comportament de la balança de serveis. A l'agost del 2012, el superàvit de serveis acu-

mulat en els dotze mesos anteriors va ser de 37.108 milions d'euros, 2.867 milions d'euros més que el registre de desembre. És important observar que la major part d'aquesta millora respon a la major aportació dels serveis no relacionats amb les activitats turístiques. En el cas espanyol, aquests serveis engloben, principalment, els serveis de transport, els financers i els informàtics.

Així mateix, el dèficit de la balança de rendes també va millorar durant els vuit primers mesos de l'any, en 1.322 milions d'euros. Aquest resultat respon, sobretot, al menor pagament de les rendes de capital a l'exterior, principalment interessos, la qual cosa contrasta amb les tensions financeres registrades durant la primera meitat de l'any, que van empènyer el cost de finançament del deute espanyol fins als nivells màxims de l'última dècada. L'anàlisi del compte financer mostra les raons. Així, s'aprecia un canvi clar en el patró de finançament entre el desembre

## BALANÇA DE PAGAMENTS

Agost 2012

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
<b>Balança corrent</b>					
Balança comercial	-19.457	-26,4	-32.736	9.869	-23,2
Serveis					
<i>Turisme</i>	22.002	2,2	31.086	1.453	4,9
<i>Altres serveis</i>	4.055	142,9	6.022	4.002	198,1
<b>Total</b>	26.057	12,4	37.108	5.454	17,2
Rendes	-15.659	-7,8	-24.784	-1.134	4,8
Transferències	-7.080	11,8	-6.654	5	-0,1
<b>Total</b>	<b>-16.139</b>	<b>-39,3</b>	<b>-27.066</b>	<b>14.195</b>	<b>-34,4</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>3.126</b>	<b>-25,4</b>	<b>4.421</b>	<b>-1.652</b>	<b>-27,2</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	6.592	-	12.381	20.145	-
Inversions de cartera	-81.241	-	-95.813	-112.992	-
Altres inversions	-172.524	-	-236.735	-273.536	-
<b>Total</b>	<b>-247.173</b>	<b>-</b>	<b>-320.168</b>	<b>-366.383</b>	<b>-</b>
Errors i omissions	-7.247	-	-10.184	-10.848	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	267.433	-	352.997	364.689	-

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.

del 2011 i l'agost del 2012. Concretament, el recurs a l'Eurosistema s'ha convertit en la principal font d'entrada de capitals, en detriment de les inversions en cartera i a

curt termini. El tipus d'interès més baix exigint pel primer instrument va permetre reduir el dèficit de rendes.

**El recurs a l'Eurosistema continua sent la principal font de finançament de l'economia.**



## Sector públic

**El dèficit públic es reduirà fins al 8,2% del PIB.**

### La Comissió Europea reconeix l'esforç d'ajust

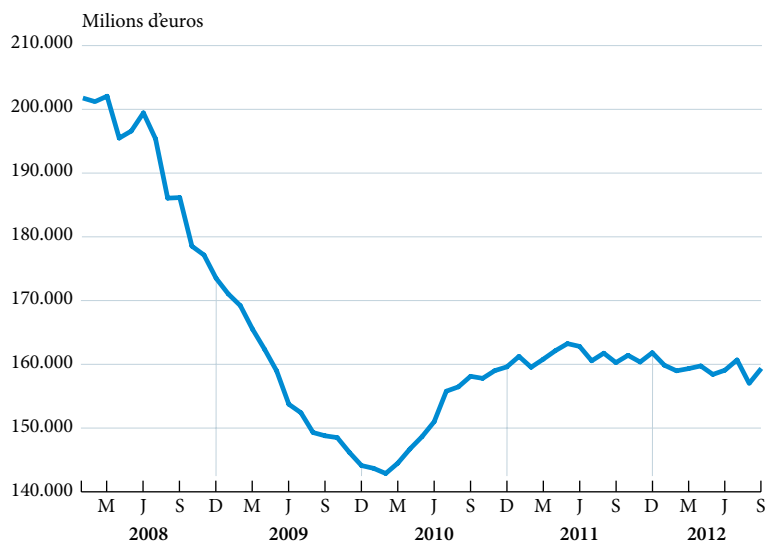
El cap d'any sol ser un moment propici per avaluar els resultats assolits al llarg de l'exercici. En el cas del sector públic espanyol, les dades disponibles d'execució pressupostària deixen entreveure una important desviació del dèficit públic dels objectius acordats amb la Comissió Europea. No obstant això, una anàlisi més detallada mostra l'important esforç realitzat per les administracions públiques per aconseguir reduir el dèficit en un context de deteriorament econòmic. Aquest fet no ha passat desapercebut a la Comissió Europea (CE), que ha introduït certs matisos en les exigències d'estricta compliment dels objec-

tius fiscals per part dels països en procés de consolidació fiscal.

Segons les nostres previsions, el dèficit públic es corregirà 1,2 punts percentuals el 2012 i passarà del 9,4% al 8,2% del producte interior brut (PIB). Aquesta escassa reducció s'explica, en part, pel reconeixement de pèrdues de les ajudes públiques a la banca, que estimem en un punt percentual per a enguany, enfront de les 4 dècimes del 2011. Un cop exclòs aquest efecte, l'ajust del dèficit públic augmenta fins a 1,8 punts percentuals, que representa dos terços de la contracció necessària per assolir l'objectiu de dèficit públic per al conjunt de l'any, del 6,3% del PIB.

### LES MESURES FISCALS EVITEN UNA NOVA CAIGUDA DELS INGRESSOS TRIBUTARIS

Ingressos tributaris del conjunt de les administracions públiques acumulats en els dotze últims mesos



FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Però la reducció del dèficit públic no reflecteix amb exactitud l'esforç de consolidació fiscal dut a terme per les administracions públiques. Així, la dificultat de corregir els desequilibris pressupostaris és molt més gran en un context recessiu com l'actual que en un període de creixement econòmic. En efecte, les mesures d'austeritat implementades pel Govern han estat neutralitzades parcialment per l'augment de les partides cícliques de despesa i per la feblesa dels ingressos públics. Un clar exemple és la despesa en prestacions per atur, que, entre el gener i el setembre, va augmentar en 1.315 milions d'euros en relació amb el mateix període de l'any anterior.

L'evolució dels ingressos públics també va patir un deteriorament important. Durant els nou primers mesos de l'any, les cotitzacions a la Seguretat Social i els ingressos tributaris es van reduir el 2,5% i el 2,1% interanual, respectivament. Això va representar una disminució de la recaptació durant aquest període de 4.434 milions d'euros. De fet, les mesures fiscals aprovades per al 2012, amb un impacte sobre els ingressos tributaris estimat pel Govern de 15.000 milions d'euros per al conjunt de l'any, van evitar una caiguda encara més important. Per tant, la millor mesura de l'esforç de consolidació fiscal del sector públic és l'evolució del saldo estructural. Aquest component del saldo fiscal equival al dèficit públic un cop exclòs el deteriorament provocat pel cicle econòmic. Per al 2012, la CE preveu que la millora d'aquest component del dèficit serà significativa, ja que se situarà al voltant dels 2 punts percentuals del PIB.

L'anàlisi detallada de les dades mensuals d'execució pressupostària mostra que les comunitats autònomes han realitzat una gran part d'aquest esforç. Així, el dèficit acumulat fins al mes d'agost es va reduir en 8 dècimes en relació amb el mateix període de l'any anterior. Tot i que hi ha

diferències importants entre territoris, la major part d'aquesta millora respon a la caiguda de la despesa pública. Destaca la correcció del capítol de les despeses de personal, del 4,4% interanual, i de les inversions reals, que es van reduir el 29,2% en relació amb el mateix període del 2011. L'ajustament observat durant aquests vuit primers mesos de l'any és coherent amb la nostra previsió per al conjunt de l'any. Concretament, esperem que el dèficit de les comunitats autònomes es redueixi en 1,3 punts percentuals en relació amb l'any passat, per situar-se en el 2,0% del PIB. Aquesta xifra, però, supera en 5 dècimes l'exigent objectiu establert per al final de l'any.

Les dades pressupostàries de l'Estat encara no són concloents. En efecte, el dèficit acumulat durant els nou primers mesos de l'any va arribar al 4,4% del PIB, només una dècima per sota del límit fixat per al 2012. Es tracta d'un marge de maniobra molt escàs, en especial si el comparem amb el repunt del dèficit registrat en l'últim trimestre de l'any passat, d'1,6 punts percentuals. No obstant això, els esforços de l'Estat per corregir el desequilibri pressupostari han estat notables, principalment pel costat de la despesa. Així, les diferents partides d'inversió es van reduir en un total de 4.305 milions d'euros fins al setembre. La remuneració dels assalariats, per la seva banda, va mantenir el tímid ritme d'ajustament mostrat al llarg de l'any, tot i que, sens dubte, l'eliminació de la paga extra de Nadal n'incrementarà la contractació. Un efecte similar es va observar en la recaptació de l'impost sobre el valor afegit (IVA) del mes de setembre. La pujada dels tipus impositius en aquest mes va representar un increment de l'IVA del 12,1% en relació amb el mateix mes del 2011. Aquest augment contrasta amb la caiguda del 8,4% interanual observada en els vuit mesos anteriors.

En aquest context, el vicepresident econòmic de la Comissió Europea, Olli Rehn, va

**El deteriorament de l'activitat econòmica neutralitza una part dels esforços de consolidació fiscal.**

**El dèficit de les comunitats autònomes es redueix en 8 dècimes entre el gener i l'agost.**

**La recaptació de l'IVA augmenta el 12,1% interanual al setembre, a causa de l'increment del tipus impositiu.**

**La Comissió Europea avalua positivament l'ajustament del dèficit estructural espanyol.**

reconèixer l'esforç realitzat pel sector públic espanyol. La seva compareixença va aportar nous matisos sobre l'avaluació del procés de consolidació fiscal. Així, la CE

considera que les mesures aprovades garanteixen l'esforç necessari per corregir el dèficit estructural del 2012 i del 2013 a un ritme satisfactori.

## La reducció del dèficit públic: moltes preguntes i alguna resposta

El paper que el sector públic ha de jugar durant la recessió continua centrant el debat de política econòmica a la majoria de països desenvolupats i, amb tota seguretat, continuarà sent objecte de discussió el 2013, en especial en països com Espanya. La disjuntiva de fons, austeritat o estímul econòmic, no és nova. Però els economistes van dedicar poca atenció a aquesta qüestió durant els anys de bonança i, un cop arribada la recessió, no han sabut donar una resposta clara i sense fissures. Un reflex d'això és el canvi de discurs dels organismes internacionals, que ha generat un cert desconcert en un temps en què abunden les preguntes i escassegen les respostes.

Al novembre del 2008, en constatar les pessimes dades de creixement de la majoria de països europeus, la Comissió Europea (CE) va llançar el Pla de Recuperació Econòmica Europea, sota el lema «l'hora d'actuar». El pla constava de dos pilars. D'una banda, «la injecció massiva de poder adquisitiu en l'economia per estimular la demanda». Per a aquest propòsit, es disposava de 200.000 milions d'euros, l'1,5% del PIB de la Unió Europea. El segon pilar consistia a «reforçar la competitivitat d'Europa a llarg termini».

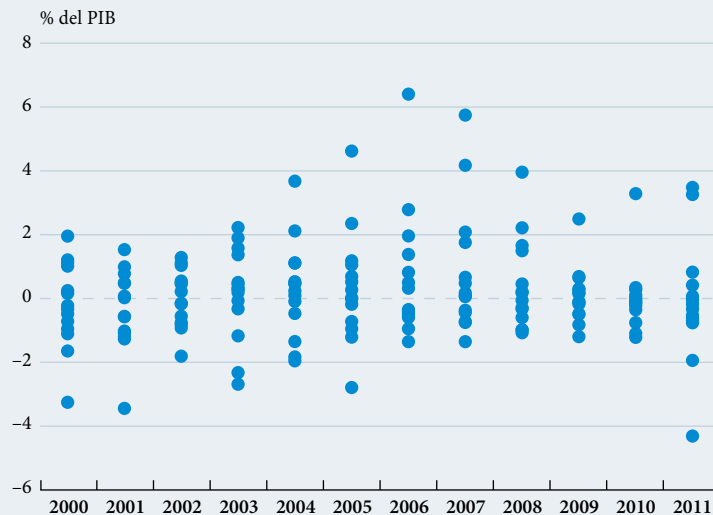
En clar contrast amb el foment d'una política pressupostària expansiva, al cap de dos mesos, la CE va obrir un Procediment de Dèficit Excessiu (PDE) a Espanya. El dèficit públic del 2008 s'estimava en el 3,4% del PIB, per damunt del 3,0% fixat en el Pacte d'Estabilitat i Creixement (PEC). A més a més, s'esperava que, el 2009, pogués arribar al 6,2%. De tota manera, això va quedar en un segon pla, ja que el nivell de deute públic semblava controlat. El 2008, era del 40% del PIB, un dels més baixos de la zona de l'euro i clarament per sota del 60% fixat en el PEC.

La realitat, però, va superar totes les previsions. El 2009, el dèficit públic es va acabar situant en l'11,2%, gairebé el doble del que s'havia previst inicialment. El marge per dur a terme polítiques expansives va passar a ser considerat extremadament limitat. El temor era que, malgrat tenir un nivell de deute públic relativament baix, si no es corregia ràpidament el dèficit, el deute es podria enfilir fins a nivells menys confortables en poc temps. Per aquest motiu, de llavors ençà, el compliment dels objectius de dèficit fixats per la CE ha condicionat el disseny de la política econòmica espanyola, igual que en altres països.

L'estratègia seguida per la CE per assegurar que els països que incompleixen el PEC corregeixin el dèficit ha generat un debat intens. Concretament, quan obre un PDE, la CE fixa un pla de reducció del dèficit públic i un altre de reducció del dèficit estructural. Aquest segon pilar té com a base un sòlid argument conceptual: la part cíclica del dèficit es corregirà quan l'economia torni a créixer. Per tant, per evitar que el deute públic entri en una dinàmica de creixement insostenible, els esforços s'han de centrar en l'ajustament de la part estructural del dèficit.

A la pràctica, però, implementar aquesta teoria no és trivial. Per identificar quina part del dèficit serà estructural i quina part serà cíclica, cal determinar, prèviament, a quin ritme podrà créixer l'economia quan surti de la recessió o, el que és el mateix, la seva taxa de creixement potencial. En aquesta matèria, desafortunadament, l'economia

## DIFERÈNCIA ENTRE EL DÈFICIT ESTRUCTURAL ESTIMAT PER L'FMI I LA CE PER A CADA PAÍS DE LA ZONA DE L'EURO



NOTA: La diferència entre el dèficit estructural d'Irlanda el 2010, -19,3, queda fora de l'eix.  
 FONTS: FMI, CE i elaboració pròpia.

està lluny de ser una ciència exacta. En aquest sentit, no és gens estrany que l'FMI i la CE discrepin en les previsions sobre els components estructural i cíclic del dèficit i en la seva evolució històrica (vegeu el gràfic anterior).

Un altre element que ha generat controvèrsia és que els objectius de dèficit establerts per la CE no contemplen de manera explícita l'esforç fiscal que un país ha de fer, entenent per esforç fiscal la quantia de les mesures d'augment d'impostos i de reducció de despeses que el país du a terme. Aquest element és important en èpoques de recessió, ja que l'esforç fiscal i la reducció final del dèficit solen diferir: el deteriorament econòmic, sigui cíclic o estructural, redueix l'efecte de l'esforç fiscal efectuat.

En un sistema en què no es determina explícitament un nivell d'esforç fiscal, no és senzill distingir si un incompliment dels objectius de dèficit és fruit d'un deteriorament econòmic superior al previst o perquè no es van adoptar les mesures necessàries. Atesa la poca transparència del procés, els incentius per realitzar ajustaments amb un elevat cost polític són limitats. A més a més, la comunitat internacional, conscient d'això, tendeix a interpretar l'incompliment dels objectius de dèficit com el resultat d'una manca de voluntat política. La polèmica que això sol generar no ajuda a recuperar la confiança dels diferents agents.

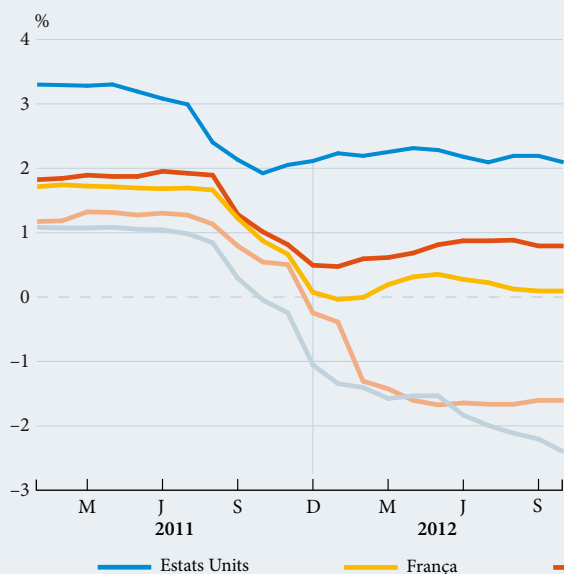
A més a més, per si el desconcert fos poc, en l'últim informe de perspectives globals, l'FMI va qüestionar la velocitat a la qual s'han de dur a terme els ajustaments del dèficit públic i va defensar que calia afluixar el pas. El motiu: mai s'havia produït, de forma sincronitzada, un esforç fiscal tan intens en tants països. Això, argumenta, fa que els efectes negatius de l'esforç fiscal sobre el creixement econòmic hagin estat superiors als previstos inicialment, i, de fet, podria ser un dels principals factors de la recaiguda de l'economia europea el 2012.

La reacció de la CE no es va fer esperar. En el seu informe de previsions de tardor, va argumentar que, de fet, el motiu fonamental d'aquesta recaiguda ha estat el repunt de les tensions financeres. Com es pot observar al gràfic següent,

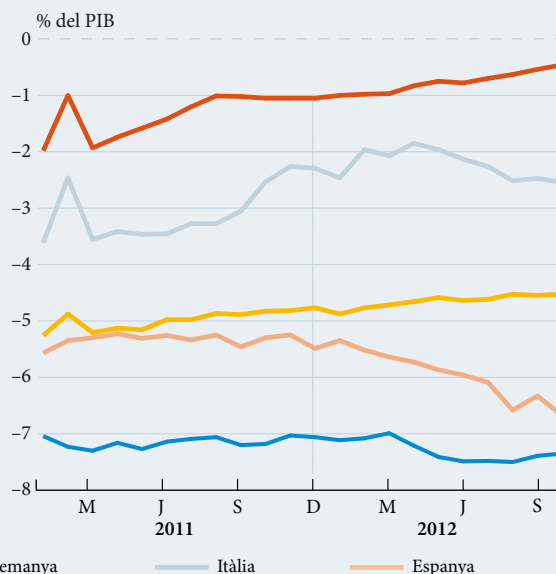
el descens de les perspectives de creixement del 2012 es va produir entre els mesos de juny i de desembre del 2011. Durant aquest lapse de temps, entre d'altres coses, es va anunciar que es produiria una quitança en el deute públic grec, i, a més a més, l'Autoritat Bancària Europea va realitzar les proves d'estrès a la banca i va comptabilitzar el deute públic dels diferents països amb una probabilitat d'impagament positiva, la qual cosa va alimentar els temors al fet que el que havia succeït a Grècia es pogués repetir en altres països. Potser el que és més notori és que, mentre això succeïa, les perspectives de dèficit públic per al 2012 es van mantenir gairebé inalterades. En aquest context, és difícil pensar que un canvi en la política fiscal prevista fos la causant de la recaiguda de l'economia europea.

## LA RECAIGUDA ECONÒMICA DE LA ZONA DE L'EURO: CONSOLIDACIÓ FISCAL O FALLIDA DE LA CONFIANÇA?

Expectatives de creixement del PIB del 2012



Expectatives de dèficit públic del 2012



FONTS: Consensus Forecast i elaboració pròpia.

A mesura que passa el temps, el paper que ha de jugar el sector públic és més confús. El debat sobre el compliment dels objectius de dèficit, generat per un sistema de fixació d'objectius difícil de verificar, i les discrepàncies sobre els efectes de la consolidació fiscal sobre el creixement semblen difícils de resoldre. En aquest sentit, la creació d'una agència fiscal independent, prevista en el MOU d'assistència financera a Espanya, ajudarà a fer el procés més transparent en el cas espanyol. La seva posada en marxa, a més a més, permetrà valorar, des d'un punt de vista tècnic, els pros i els contres de les diferents mesures que es poden dur a terme. El camí per recórrer encara és llarg i generarà més preguntes, però les poques respostes que tenim s'haurien d'implementar el més aviat possible.

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

## Estalvi i finançament

### El sector bancari va recuperant la normalitat

El sanejament de la part més vulnerable del sector bancari espanyol entra en la fase definitiva. Desembre serà un mes decisiu per a les quatre entitats bancàries participades pel Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB), les quals formen l'anomenat grup 1. La Comissió Europea ha d'aprovar els plans de reestructuració i recapitalització o de resolució, que comporten una retallada significativa de les activitats no rendibles i una reducció del risc. Un cop aprovats aquests plans, les entitats començaran a rebre les ajudes procedents dels fons de rescat europeus a través del FROB, que pugen a 37.000 milions d'euros. Aquesta quantitat és inferior a les

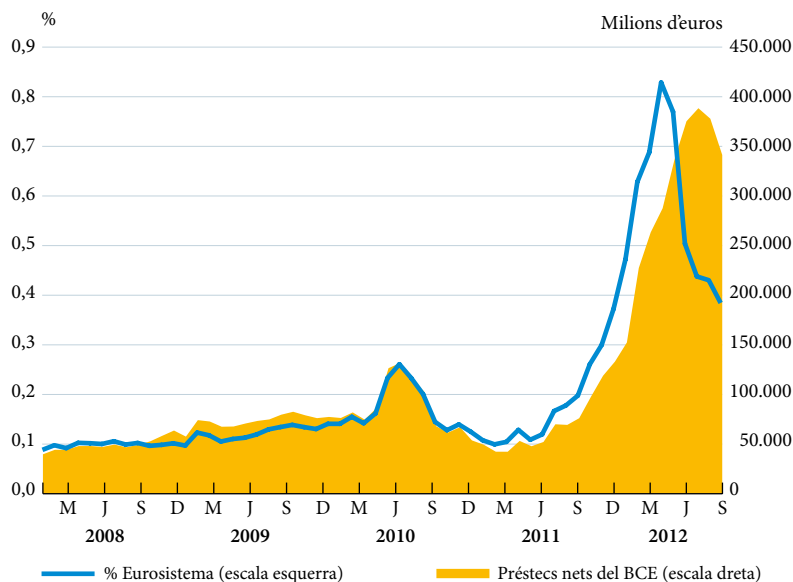
necessitats de capital determinades pels tests de resistència d'Oliver Wyman, atès que els plans de recapitalització inclouen mesures, com la venda d'actius o l'assumpció de pèrdues per part dels tenidors d'instruments híbrids i subordinats, que redueixen els requeriments d'ajudes públiques.

Per la seva banda, el passat 14 de novembre, el Govern va aprovar la legislació que estableix les bases jurídiques sobre les quals es constitueix la Societat de Gestió d'Actius Procedents de la Reestructuració Bancària (Sareb). L'objectiu inicial és que l'entitat estigui plenament operativa al començament de desembre. No obstant això, per posar-la en marxa, és necessari que la Sareb aconsegueixi, pel cap baix, el 50% de capital procedent d'accionistes privats. Tot

**Els bancs nacionalitzats començaran a transferir actius a la Sareb al desembre.**

### ELS BANCS ESPANYOLS REDUEIXEN LA DEPENDÈNCIA DEL BANC CENTRAL EUROPEU

Préstecs nets del BCE a entitats espanyoles i percentatge de l'Eurosistema



FONT: Banc d'Espanya.

## Els bancs espanyols redueixen la dependència del Banc Central Europeu.

i que diversos inversors internacionals han mostrat el seu interès per invertir en aquesta societat, al tancament d'aquest informe, encara no s'han concretat les fonts de finançament.

Quan la Sareb estigui plenament operativa, els bancs del grup I podran començar a transferir els actius. Més endavant, es procedirà a la transmissió d'actius de la resta d'entitats bancàries que, en funció dels plans de recapitalització, necessitin ajudes públiques. La dimensió màxima legal de la Sareb és de 90.000 milions d'euros. S'estima que aquesta capacitat serà suficient per albergar els actius que seran transferits. La qüestió més sensible continua sent el valor de transferència. En aquest sentit, el Banc d'Espanya estima que el descompte mitjà en relació amb el valor brut en llibres serà del 63% per als actius adjudicats i del 46% per als préstecs. Amb aquests valors, s'espera que la Sareb sigui una societat rendible, amb un rendiment sobre recursos propis, segons el pla de ne-

goci presentat, del 14%-15% del capital a llarg termini en un escenari conservador. No obstant això, encara hi ha obertes moltes qüestions sobre el funcionament de la Sareb a mitjà termini, com la gestió d'actius o la velocitat de les vendes.

A mesura que aquest procés de reestructuració bancària es desenvolupi de forma ordenada, és d'esperar que es restauri l'accés als mercats financers per part de les entitats financeres espanyoles. De fet, ja s'han observat els primers signes d'aquesta recuperació. D'una banda, s'ha reduït la dependència del finançament del Banc Central Europeu (BCE), que va caure per segon mes consecutiu i es va situar en 341.000 milions d'apellació neta a l'octubre. Això ha comportat una disminució considerable en relació amb el màxim de 388.000 del mes d'agost i representa el 38,6% del total dels préstecs nets del BCE al conjunt de l'Eurosistema. De l'altra, els dipòsits de no residents s'han incrementat per primera vegada en 14 mesos, en uns

### FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Setembre 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	%
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	participació
Sector privat	2.053.834	-72.422	-3,8	71,5
Empreses no financeres	1.213.254	-42.042	-3,9	42,3
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	792.700	-48.187	-5,9	27,6
<i>Valors diferents d'accions</i>	69.985	4.988	9,5	2,4
<i>Préstecs de l'exterior</i>	350.568	1.157	-1,3	12,2
Llars (4)	840.580	-30.380	-3,6	29,3
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	647.782	-19.084	-3,3	22,6
<i>Altres (3)</i>	189.974	-11.091	-4,7	6,6
<i>Préstecs de l'exterior</i>	2.824	-204	5,4	0,1
Administracions públiques (5)	817.424	80.956	13,7	28,5
<b>TOTAL</b>	<b>2.871.258</b>	<b>8.534</b>	<b>1,0</b>	<b>100,0</b>

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.



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

Setembre 2012

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	261.544	-8.167	-3,0	-610	-0,2	20,3
D'estalvi	200.291	-2.658	-1,3	643	0,3	15,5
A termini	657.901	-39.835	-5,7	-65.658	-9,1	51,0
En moneda estrangera	17.081	-638	-3,6	-1.322	-7,2	1,3
<b>Total dipòsits</b>	<b>1.136.817</b>	<b>-51.298</b>	<b>-4,3</b>	<b>-66.948</b>	<b>-5,6</b>	<b>88,1</b>
<b>Resta del passiu (*)</b>	<b>154.202</b>	<b>-30.762</b>	<b>-16,6</b>	<b>-34.673</b>	<b>-18,4</b>	<b>11,9</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.291.019</b>	<b>-82.060</b>	<b>-6,0</b>	<b>-101.621</b>	<b>-7,3</b>	<b>100,0</b>

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

5.000 milions d'euros. Sembla que aquest resultat indica que el sanejament del sector bancari espanyol està retornant la confiança als inversors internacionals.

Per la seva banda, els dipòsits del sector privat resident es van incrementar en 6.654 milions d'euros al setembre, resultat que millora la taxa de variació interanual fins al -5,5%, des del -6,6% del mes d'agost. Aquest increment s'explica per la supressió dels límits de remuneració dels dipòsits.

Malgrat aquesta millora en el comportament dels dipòsits, el flux de crèdit al sector privat continua deprimat, amb una taxa de variació interanual del -3,8%, mentre que la taxa de mora s'ha incrementat fins al 10,7%. Aquesta reducció dels préstecs bancaris afecta tant les empreses com les llars, que presenten caigudes del 3,9% i del 3,6%, respectivament.

D'acord amb l'enquesta de préstecs bancaris del tercer trimestre, les dificultats per accedir al finançament dels mercats continua afectant la capacitat dels bancs per concedir préstecs a les empreses no financeres. No obstant això, el principal factor

que restringeix l'oferta continua sent la percepció del risc i, en particular, les expectatives de l'activitat econòmica en general. Malgrat això, la caiguda de la demanda és el factor més important per explicar el descens del crèdit. Els bancs enquestats esperen una evolució anèmica de la demanda en els tres pròxims mesos, atès el procés de despallanquejament de les llars i de les empreses no financeres, la qual cosa es reflectirà en una contracció constant del crèdit al sector privat.

El procés de reestructuració de la banca espanyola està arribant al final, però encara cal tancar alguns aspectes importants. La posada en marxa de la Sareb és una peça clau en aquest procés. El sanejament del sector hauria d'ajudar de forma significativa a restaurar les fonts de finançament, la qual cosa, en definitiva, s'hauria de traduir en un increment del flux de crèdit per a l'economia real. A més a més, els avanços a nivell europeu cap a una unió bancària, amb la creació d'un Mecanisme Únic de Supervisió, també són claus per a una major integració financera que garanteixi un accés al crèdit en condicions similars a tots els països de la zona de l'euro.

**La recessió econòmica  
deprimeix el crèdit bancari.**

# Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

## Publicacions

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012

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

### ■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

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

20. Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió Joan Elias
21. La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué Marta Noguer
22. Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible? Pere Miret
23. Perspectives de despallanquejament a Espanya Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual
24. Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari Jordi Gual
25. Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea Àlex Ruiz

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

5. Integrating Regulated Network Markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB Target Employment? Pau Rabanal
7. Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry Jordi Gual

### 8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

### ■ DOCUMENTS DE TREBALL

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

**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 energètics: 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 Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

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

## Consell Assessor

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

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

## Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

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

## INFORME MENSUAL

Desembre 2012

### "la Caixa"

#### Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2011

### ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

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

### PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

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

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

Milions €

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



## "la Caixa" Research a Twitter

@laCaixaResearch

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

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

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

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

Es permet la reproducció parcial de l'Informe Mensual sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

