

Informe Mensual



DESEQUILIBRIS ENTRE CENTRE I PERIFÈRIA A LA ZONA DE L'EURO

No preguntis què pot fer Europa per tu. Pregunta què pots fer tu per Europa Pàg. 20

La refundació de la UEM requerirà cessions importants de sobirania i una major legitimitat democràtica

Reequilibris dels comptes corrents a la zona de l'euro Pàg. 26

Els guanys en competitivitat i la moderació de la demanda interna sustenten la correcció

Consolidació fiscal de la perifèria: reequilibri en marxa Pàg. 30

L'ajust dels països perifèrics reforça els fonaments de la unió fiscal

Dinàmiques de desendeutament privat al centre i a la perifèria de la zona de l'euro Pàg. 47

Un major endeutament del centre podria ajudar al despallejament de la perifèria

Previsions

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

	2011	2012	2013	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL									
Previsions									
Producte interior brut									
Estats Units	1,8	2,3	2,0	1,6	2,0	2,4	2,1	2,5	1,9
Japó	-0,5	2,1	0,9	-0,5	0,0	3,3	4,0	0,5	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	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4
<i>Alemanya</i>	3,1	1,0	1,0	2,7	1,9	1,2	1,0	0,9	1,0
<i>França</i>	1,7	0,1	0,4	1,5	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Preus de consum									
Estats Units	3,1	2,1	1,8	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	1,9
Japó	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,3
Regne Unit	4,5	2,8	1,9	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	2,4
Zona de l'euro	2,7	2,5	2,1	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,3
<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	1,9
ECONOMIA ESPANYOLA									
Previsions									
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	-0,8	-1,8	-1,7	-0,2	-2,4	-1,3	-2,1	-2,0	-1,8
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	-8,8	-4,7	-4,2	-6,0	-7,5	-9,2	-9,9	-8,8
<i>Maquinària i béns d'equipament</i>	2,5	-6,0	-1,4	3,4	-1,6	-5,5	-6,9	-7,3	-4,1
<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 Δ 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	4,2	9,9	7,6	5,8	2,4	2,9	4,3	7,3
Importació de béns i serveis	-0,8	-3,7	2,2	-1,2	-4,9	-5,8	-5,1	-3,5	-0,3
Producte interior brut	0,4	-1,3	-1,3	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,7
Altres variables									
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	2,3	3,1	2,8	2,0	2,0	2,8	3,2
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	-8,4	-6,2	-6,8	-14,8	-5,9	-11,3		
MERCATS FINANCERS									
Previsions									
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Repo BCE	1,23	0,88	0,50	1,47	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75
Bons EUA 10 anys	2,77	1,78	1,95	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,68
Bons alemanys 10 anys	2,65	1,51	1,67	2,30	1,98	1,88	1,50	1,42	1,26
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,39	1,29	1,31	1,41	1,35	1,31	1,28	1,26	1,29

Índex

- 1 Editorial**
- 2 Resum executiu**
- 6 Conjuntura internacional**
 - 6 Estats Units
 - 10 Japó
 - 12 Xina
 - 13 Brasil
 - 14 Mèxic
 - 15 Primeres matèries
- 17 Unió Europea**
 - 17 Activitat econòmica
- 20 *No preguntis què pot fer Europa per tu. Pregunta què pots fer tu per Europa***
 - 21 Mercat de treball
 - 23 Preus
 - 24 Sector exterior
- 26 *Reequilibris dels comptes corrents a la zona de l'euro***
 - 29 Sector públic
- 30 *Consolidació fiscal de la perifèria: reequilibri en marxa***
 - 33 Estalvi i finançament
 - 35 Europa emergent
- 38 Mercats financers**
 - 38 Mercats monetaris i de capital
- 47 *Dinàmiques de desendeutament privat al centre i a la perifèria de la zona de l'euro***
- 50 Conjuntura espanyola**
 - 50 Activitat econòmica
 - 54 Mercat de treball
 - 58 Preus
 - 61 Sector exterior
 - 64 Sector públic
 - 66 Estalvi i finançament

Desequilibris entre centre i perifèria a la zona de l'euro

Els primers anys de vida de l'euro van coincidir amb un llarg cicle de prosperitat a Europa. Això va fer pensar que molts dels desequilibris existents en diversos Estats membres, notablement als anomenats «països perifèrics», es podrien corregir de forma gradual. No obstant això, en molt poc temps, la crisi financera iniciada el 2008 va evidenciar que no podria ser així. S'ha hagut de treure la pols a l'agenda de reformes estructurals, oblidada durant un temps, per implementar-la a marxes forçades, al mateix temps que s'intenta sanejar les finances públiques i es du a terme el procés de despalanquejament al sector privat. En els moments més difícils de la crisi, quan la desconfiança cap als països perifèrics va assolir el punt culminant, semblava una quimera poder dur a terme tots els ajustos al mateix temps. No obstant això, ja es comencen a obtenir els primers senyals convincents que el procés de reequilibri està en marxa.

L'àmbit en què s'ha produït un progrés més important és l'extern. El dèficit per compte corrent de la perifèria, que va arribar al 6,7% del PIB el 2008, va baixar fins a l'1,7% el 2012, segons les previsions de la Comissió Europea (CE), arran de la caiguda de la demanda interna en aquests països i de les millores assolides en la competitivitat en preus. A més a més, aquesta correcció s'està duent a terme sense que els països del centre hagin impulsat polítiques expansives de la demanda interna, la qual cosa hauria fet el procés més suportable.

La correcció dels desequilibris interns també està ben encarrilada, però la delicada situació econòmica que travessa la perifèria fa que sigui una mica més lenta. El seu dèficit fiscal, que es va situar en el 8,8% del PIB el 2009, va baixar fins al 5,2% el 2012, segons les previsions de la CE. Se situaria, per tant, només 2,2 punts percentuals per damunt del límit fixat en els criteris de Maastricht. Per dur a terme aquest ajust, a més a més, cal lluitar contra el fort augment dels costos de finançament derivats, en part, de les tensions financeres. Mentre que, a la majoria de països de la perifèria, la despesa en interessos del deute supera el 4% del PIB, als països del centre se situa al voltant del 2%.

El procés de despalanquejament dels països perifèrics també sembla canalitzat, però l'ajust pendent en aquesta matèria encara és considerable i limitarà la capacitat de recuperació a mitjà termini. En aquest sentit, sembla contradictòria l'actuació dels països del centre, que, malgrat tenir uns nivells d'endeutament substancialment inferiors als de la perifèria, també estan duent a terme un procés de despalanquejament.

A més dels problemes estructurals dels països de la perifèria, la crisi també ha evidenciat que els pilars institucionals sobre els quals es va construir el projecte comú europeu estan plens d'esquerdes. Per poder-los apuntalar, és imprescindible dotar la zona de l'euro dels instruments necessaris perquè, d'ara endavant, puguin dur a terme un major control dels desequilibris macroeconòmics, fiscals i del sistema financer. No obstant això, mentre que, en aquest últim àmbit, s'ha arribat a acords de fons, com la transferència al Banc Central Europeu de les funcions de supervisió de la banca europea, en els dos altres fronts, els avanços han estat més modestos. A més a més, no es podran tirar endavant sense millorar abans la legitimitat democràtica de les institucions europees, ja que, per poder-los escometre, es precisaran importants cessions de sobirania. El procés és extremadament complex, però, en temps excepcionals, es requereixen decisions excepcionals.

RESUM EXECUTIU

S'estabilitzen els mercats de deute sobirà europeus.

2013, l'any de l'inici de la recuperació?

S'acaba un any marcat pels convulsos esdeveniments derivats de la crisi de la zona de l'euro i per la desacceleració preocupant del ritme de creixement global. Tot i que encara queda un llarg camí per recórrer, els resultats de les polítiques econòmiques i monetàries es comencen a notar. El període de calma que s'ha obert tant en l'escena financera internacional com en la macroeconòmica permet una recuperació gradual de la confiança i millores en els indicadors de conjuntura. El 2013 comença amb l'esperança que aquestes pautes es consolidin.

Augmenta la probabilitat que el BCE retalli el tipus d'interès de referència.

Si alguna cosa ha caracteritzat l'entorn monetari el 2012 ha estat el caràcter marcadament expansiu de les polítiques a nivell mundial. El compromís de les autoritats per proporcionar un marc econòmic i financer estable ha imperat en les decisions de la majoria de bancs centrals. Els principals resultats es poden observar en la relativa estabilització dels mercats de crèdit sobirà a la zona de l'euro i en la contenció del deteriorament de l'activitat a les principals economies. No obstant això, en un context d'estabilitat de preus i sota la consideració que l'activitat encara és molt anèmica, al desembre, s'ha intensificat el relaxament de les condicions monetàries a la zona de l'euro i als Estats Units.

La Fed es compromet a no pujar el tipus d'interès fins que la taxa d'atur no baixi del 6,5%.

A Europa, en l'última reunió de l'any, el Banc Central Europeu (BCE) va decidir mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,75%. L'entitat preveu que, durant una gran part de l'any, l'economia de la regió mantindrà un to feble, caracteritzat per la sobrietat de la despesa interior i per la contenció de la demanda externa. No obstant

això, continua esperant que, de cara al final del 2013, la situació millori, gràcies a l'enfortiment de l'activitat global i a l'efecte de la seva política monetària acomodaticia sobre la confiança dels mercats financers europeus. Ateses aquestes consideracions, el banc central va revisar les previsions de creixement a la baixa i va estimar que, el 2013, la variació del PIB se situarà entre el -0,9% i el +0,3%.

Amb aquest panorama, el mateix Mario Draghi va reconèixer que, a la reunió del Consell, es va discutir àmpliament la possibilitat d'una rebaixa dels tipus oficials, tot i que, finalment, la majoria de membres van optar per mantenir-los en els nivells vigents. Sota la previsió d'un empitjorament del creixement al llarg de l'any, i un cop controlada l'amenaça inflacionista, és probable que el BCE efectui una rebaixa del tipus oficial al començament del 2013. De tota manera, els indicadors d'activitat del quart trimestre no suggereixen, ara com ara, que la recessió s'estigui accelerant. Tot i que continuen en zona de declivi, la seva evolució ha anat millorant al llarg del trimestre. Així, en el mes d'octubre, van marcar nivells mínims; novembre va ser un mes d'*impasse*, i, al desembre, es van moure a l'alça.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha intensificat la laxitud de la política monetària. En la primera reunió després de la reelecció de Barack Obama com a president, la institució va anunciar decisions sense precedents. Per primera vegada en la seva història, la Fed va associar explícitament l'inici de les pujades de tipus d'interès al nivell d'atur i a la inflació. Concretament, la Fed s'ha compromès a mantenir els tipus d'interès excepcionalment baixos (en els nivells actuals de 0%-0,25%) mentre

la taxa d'atur es mantingui per damunt del 6,5% i la inflació esperada a un i a dos anys vista no superi en mig punt percentual el 2%, que és l'objectiu a llarg termini. D'aquesta manera, la Fed pretén millorar l'estratègia de comunicació de la política monetària per maximitzar-ne l'efectivitat.

Adicionalment, la Fed ha decidit ampliar el programa de compra de bons del Tresor nord-americà i de valors de renda fixa recolzats per actius immobiliaris. No obstant això, Bernanke va tornar a comentar que l'efectivitat d'aquesta estratègia està supeditada a l'èxit de les negociacions entre els dirigents polítics per evitar el risc de recessió que comportaria l'«abisme fiscal». Des de la Fed, es va realitzar una trucada emfàtica als congressistes i al president per tancar un acord assenyat, sota l'advertiment de la insuficient capacitat del banc central per afrontar un nou episodi de recessió econòmica.

Als països emergents, l'escenari és diferent. En conjunt, aquests països han aconseguit conduir amb èxit l'aterratge suau de les economies el 2012 amb l'ús de mesures monetàries i fiscals expansives. Aquests processos han trampejat satisfactòriament els riscos derivats del sobreescalfament de l'activitat productiva, de l'apreciació de les divises i de la formació de bombolles d'actius financers. De cara al pròxim exercici, diversos governadors de bancs centrals han anticipat una pausa en el ritme d'expansió de les polítiques, mentre esperen que es consolidi la millora del pols de les economies en els pròxims mesos, tot i que sense tancar les portes a possibles estímuls addicionals. Aquest seria el cas de la Xina i del Brasil.

Com era d'esperar, la intensificació de la laxitud de les polítiques monetàries ha pressionat, encara més, els tipus d'interès interbancaris nord-americans i europeus. Els comentaris de Mario Draghi sobre una possible rebaixa del tipus oficial han proporcionat un nou impuls a la baixa als tipus d'interès euríbor. Tot i que el descens

ha estat d'escassa magnitud, ja que molts operadors ja contemplaven aquesta possibilitat, el tipus d'interès a 12 mesos ha marcat un nou mínim històric (0,54%). En qualsevol cas, les probabilitats estimades que el BCE es decanti per situar el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit en zona negativa són baixes, la qual cosa proporciona un nivell mínim a l'euríbor des dels nivells ja assolits.

Al llarg del 2012, el volum de negociació als mercats financers ha disminuït, amb la notable excepció d'una classe d'actius: els bons corporatius. L'afluència ha estat de tal magnitud que s'han batut els rècords d'emissions de deute corporatiu denominat en dòlars, tant d'empreses amb un grau elevat de qualitat creditícia (*investment grade*) com de risc elevat (*high yield*). No obstant això, malgrat que les perspectives de cara al 2013 són encara positives, han començat a aparèixer alertes sobre la possible formació d'una bombolla en aquest sector. El seguiment de variables com l'impacte de la política monetària quantitativa sobre els rendiments corporatius o l'esgotament dels marges de caiguda de la rendibilitat al segment d'*investment grade* són clau per identificar possibles excessos.

De cara al 2013, els actius de renda variable es perfilen com els grans protagonistes, ja que podrien agafar el relleu de la renda fixa corporativa. El consens dels analistes anticipa un escenari econòmic i financer més benigne, basat en la recuperació de les taxes de creixement a nivell global i en la reducció dels riscos de cua a la zona de l'euro i als Estats Units. Sobre la base d'aquestes premisses, el focus borsari hauria de tornar a les variables pròpies de l'escenari corporatiu: beneficis, dividendes, *M&A*, etc. Pel que fa als índexs, la valoració actual de l'S&P500 i de l'Eurostoxx50 es troba en nivells baixos en termes de la ràtio de preus sobre guanys. De fet, aquestes circumstàncies han propiciat que, en les últimes setmanes de l'any, s'hagi observat un repunt de les recompres d'accions per part de les companyies.

Els països emergents maniobren amb èxit l'aterratge suau de les seves economies.

L'euríbor es troba en mínims històrics per la intensificació de les polítiques monetàries laxes.

La renda variable es perfila com un possible gran protagonista de cara al 2013.

El procés de consolidació fiscal avança a bon ritme.

Pel que fa a la borsa espanyola, l'Ibex 35 ha realitzat un *sprint* final en les últimes sessions i s'ha apropiat als nivells en què va començar l'any. De cara al 2013, les perspectives recullen una certa millora en les condicions de l'entorn econòmic del país.

Així, els indicadors corresponents als mesos d'octubre i novembre mostren que l'activitat continua en declivi, però, ara com ara, no hi ha senyals que la recessió s'estigui agreujant de forma substancial. La taxa de variació interanual de l'índex de producció industrial corregit dels efectes de calendari de l'octubre, per exemple, va millorar en més de quatre punts percentuals en relació amb el setembre i es va situar en el -3,3%. L'índex de gestors de compres PMI de manufactures també va repuntar al novembre fins als 45,4 punts, el valor més alt dels 15 últims mesos.

Les dades d'execució pressupostària de les diferents administracions públiques també han millorat de forma substancial en els últims mesos, en especial l'Estat i les comunitats autònomes, de manera que tota l'atenció se centra ara en la desviació que es pugui produir en les administracions de la Seguretat Social.

De la mateixa manera, la recapitalització del sector bancari espanyol i la posada en marxa del mecanisme de supervisió europea, que va ser ratificada al Consell Europeu del desembre, haurien de propiciar que es recuperi la confiança en l'economia espanyola. Al desembre, es va fer efectiu el primer desemborsament de 39.500 milions d'euros al Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB) en forma de bons del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE). El FROB utilitzarà gairebé 37.000 milions per recapitalitzar les quatre entitats bancàries nacionalitzades, i els fons restants, fins a 2.500 milions, seran la contribució de capital a la societat de gestió d'actius deteriorats (Sareb). Per la seva banda, la Sareb ha aconseguit que més del 50% del seu capital procedeixi d'accionistes privats, de manera que l'aportació pública no

comptabilitzarà, en principi, com a deute de l'Estat.

La Sareb, per tant, ja està llesta per rebre els actius problemàtics de les entitats nacionalitzades. Un cop transferits aquests actius, les entitats aconseguiran sanejar els balanços, la qual cosa és un primer pas per convertir-se, així, en entitats viables a llarg termini. Com a contrapartida, i per evitar distorsions a la competència, els plans de reestructuració aprovats per la Comissió Europea estableixen una sèrie de requisits i d'ajustos que aquestes entitats hauran de realitzar en els 5 pròxims anys, entre els quals destaquen la reducció del 60% del volum del balanç i del 50% de la xarxa d'oficines en relació amb el desembre del 2010, la focalització en el negoci minorista i en la seva regió d'actuació tradicional, l'abandonament de determinades activitats de risc, inclòs el finançament de promotors, la disminució de la ràtio de crèdits sobre dipòsits per sota del 100% i la venda de filials i de participacions industrials.

El Fons Monetari Internacional (FMI), en l'informe sobre la reforma del sistema financer espanyol, valora positivament la implementació del Memoràndum d'Entesa. No obstant això, també adverteix que queden pendents els reptes més difícils, en especial els relacionats amb la implementació dels plans de reestructuració bancària i amb el funcionament efectiu de la Sareb.

Sembla que el procés de transformació de l'economia espanyola està ben encarrilat. A més de la reforma del sector financer, la consolidació fiscal també avança favorablement i el sector exterior continua guanyant pes en l'economia a bon ritme, arran dels guanys de competitivitat que s'estan produint i de l'ús d'una capacitat productiva fins ara infrautilitzada. Si no hi ha sorpreses d'última hora, i si continuen les reformes, el 2013 pot ser l'any de l'inici de la recuperació.

28 de desembre del 2012

L'FMI valora positivament la implementació del Memoràndum d'Entesa.

Sembla que el procés de transformació de l'economia espanyola està ben encarrilat.

CRONOLOGIA

2011

- desembre** 8 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial a l'1,00% i anuncia dues subhastes extraordinàries de liquiditat a 36 mesos, l'ampliació dels actius elegibles com a col·lateral i la reducció de la ràtio de reserves.
30 El Govern aprova un paquet de **mesures de política econòmica** que inclou retallades de despeses i pujades d'impostos.

2012

- gener** 25 Els agents socials signen un acord de **moderació salarial** amb vigència del 2012 al 2014.
- febrer** 3 El Govern aprova un decret llei de **sanejament del sector financer**.
10 El Govern aprova un decret llei de mesures urgents per a la **reforma del mercat laboral**.
- març** 2 Vint-i-cinc països de la Unió Europea signen el **Tractat d'Estabilitat, Coordinació i Governança** per reforçar la disciplina fiscal.
14 L'Eurogrup aprova el finançament del **segon programa d'ajustament de Grècia**.
30 El Govern aprova el projecte de **Pressupostos Generals de l'Estat per al 2012**, que inclouen un ajustament total de 27.300 milions d'euros.
- abril** 2 El Govern aprova el **copagament farmacèutic per als pensionistes i l'augment de les taxes universitàries** per retallar 10.000 milions d'euros en sanitat i educació.
- maig** 11 El Govern aprova l'**augment de les provisions per als actius immobiliaris no problemàtics de la banca** per assegurar la solidesa del sistema financer.
- juny** 25 El Govern sol·licita **assistència financera per a la banca espanyola a l'Eurogrup** després que avaluadors independents estimessin unes necessitats de capital que poden arribar als 62.000 milions d'euros en l'escenari més advers.
Xipre sol·licita ajuda financera a la zona de l'euro i, dos dies més tard, també la demana al Fons Monetari Internacional.
29 El Consell Europeu i l'Eurogrup adopten mesures rellevants per a la **reconducció de la crisi de l'euro**.
- juliol** 5 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial al 0,75%.
13 El Govern aprova un **important paquet d'ajust**, amb un estalvi estimat de 65.000 milions d'euros fins al 2014, mitjançant diverses mesures fiscals i de retallada de despeses.
20 El Govern anuncia la **liberalització del transport ferroviari** a partir del juliol de 2013.
- agost** 3 El Govern aprova el **pla pressupostari per al 2013 i el 2014** per complir els compromisos de consolidació fiscal.
22 Rússia ingressa a l'**Organització Mundial del Comerç**.
- setembre** 6 El **Banc Central Europeu** aprova un **programa per comprar deute sobirà** a curt termini en determinades condicions.
27 El Govern aprova el projecte de **Llei de pressupostos generals de l'Estat per a 2013**.
- 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.
- desembre** 13 La **Societat de Gestió d'Actius procedents de la Reestructuració Bancària (Sareb)** amplia el seu capital amb una contribució majoritària per part de socis privats.
El Consell Europeu aprova la creació del **Mecanisme Únic de Supervisió** per al sector bancari.

AGENDA

Gener

- 2 Avanç IPC (desembre).
- 3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
- 9 Comptes trimestrals no financers dels sectors institucionals (tercer trimestre).
- 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).
- 25 Preus industrials (desembre).
- 29 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 30 Avanç del PIB trimestral (quart trimestre).
Avanç del PIB trimestral dels Estats Units (quart trimestre).
- 31 Avanç IPC (gener).
Balança de pagaments (novembre).

Febrer

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
- 7 Índex de producció industrial (desembre).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 14 Avanç del PIB de la UE (quart trimestre).
- 15 IPC (gener).
- 25 Preus industrials (gener).
IPC harmonitzat de la UE (gener).
- 28 Comptabilitat Nacional Trimestral (quart trimestre).
Avanç IPC (febrer).
Balança de pagaments (desembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units creixen el 2,5% i esperen un to modest el 2013.

L'acord que podria suavitzar els efectes contractius de l'ajust fiscal el 2013 sembla proper, però no s'acaba de confirmar.

Estats Units: esperant l'acord pressupostari

L'expansió nord-americana manté el to amb un creixement del producte interior brut (PIB) que preveiem que se situarà en el 2,2% per al conjunt del 2012. Així mateix, sembla que els efectes de l'huracà Sandy amainen i es confirma que seran menys contractius del que s'esperava. Els dubtes més preocupants, però, cal buscarlos en l'evolució del 2013, amb un creixement previst al voltant del 2,0%, una taxa modesta en comparació amb altres recuperacions.

En una economia en què el sector privat continua buscant la reducció de l'endeutament, la contribució del sector públic al

creixement és crítica. En aquesta situació, l'ajust fiscal previst per al 2013 és especialment inoportú i l'acord esperat entre republicans i demòcrates sembla proper, però necessita concreció. L'acord n'hauria de minimitzar els efectes contractius per al 2013 i hauria d'establir un full de ruta de consolidació fiscal a mitjà termini que permeti estabilitzar i, eventualment, corregir el deute públic, que s'espera que, el 2012, s'apropi al 107% del PIB. Aquest acord s'articularia en tres línies: augment dels ingressos (que, malgrat tot, hauria de preservar les davallades impositives per a les rendes mitjanes i baixes), retardament de la reducció de les despeses i augment del límit del deute. Si s'arriba a un acord, l'ajust fiscal suposaria, de cara al 2013, una reducció una mica superior a l'1% del PIB.

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	Novembre
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	3,7	3,7
Confiança del consumidor (1)	54,5	58,1	53,6	67,5	65,3	65,0	73,1	73,7
Producció industrial	5,4	4,1	4,1	4,4	4,7	3,4	1,6	2,5
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,4	53,3	52,7	50,3	51,7	49,5
Habitatges iniciats	5,7	4,5	25,1	22,5	28,5	26,0	41,0	21,6
Taxa d'atur (2)	9,6	9,0	8,7	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7
Preus de consum	1,6	3,2	3,3	2,8	1,9	1,7	2,2	1,8
Balança comercial (3)	-494,7	-559,9	-559,9	-571,0	-566,9	-556,6	-553,1	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	75,3	70,9	72,3	72,8	73,9	74,0	72,7	73,6

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

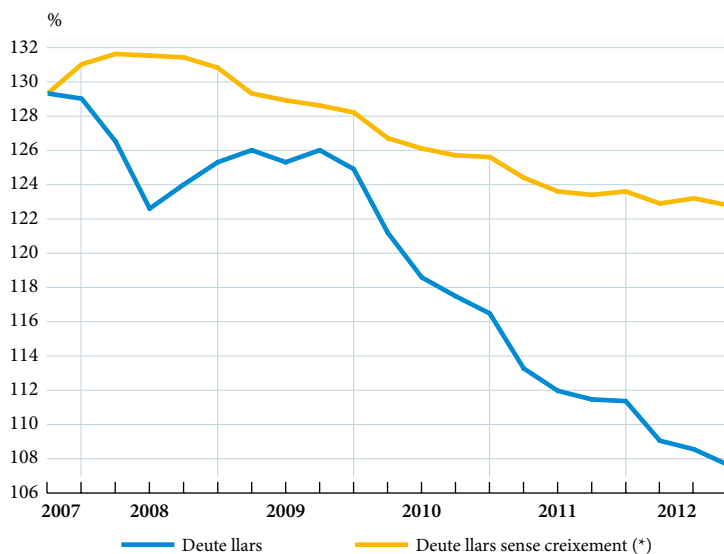
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

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

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

ESTATS UNITS: EL CREIXEMENT FACILITA EL DESPALANQUEJAMENT DE LES LLARS

Deute brut de les llars en percentatge de la renda disponible



NOTA: (*) Amb la renda disponible fixa en el nivell del setembre del 2009.

FONTS: BEA, Reserva Federal i elaboració pròpia.

El primer punt sembla garantit, però una falta d'acord en la resta comportaria una sostracció del 2% del PIB i introduiria noves incerteses.

I és que mantenir el creixement és doblement desitjable: per facilitar el despallanquejament del sector privat i per recuperar l'ocupació. Pel que fa al creixement, la ràtio resultant de dividir la suma del deute pendent de les llars per la seva renda disponible s'ha reduït més per l'augment de la renda disponible que per la disminució del deute pendent. Així, la ràtio es va reduir del màxim de 129,3% del setembre del 2007 al 107,7% del setembre del 2012, una disminució de 21,6 punts percentuals. Si, en lloc de l'augment del 14,0% que va tenir en el període, la renda disponible s'hagués mantingut constant, la ràtio hauria acabat en el 122,7%, una reducció, només, de 6,5 punts percentuals.

Quant al mercat de treball, la recuperació és més lenta que en cicles anteriors. Això es tradueix en un augment de l'atur de

llarga durada, que representa el 40,1% del total, i en una baixa taxa d'activitat, a causa dels desanimats que abandonen el mercat laboral. El risc és que cristal·litzi aquesta baixa proporció d'empleats en relació amb la població més gran de 16 anys, que se situa en el 58,7%. Això, al seu torn, acabaria reduint el creixement mitjà dels pròxims anys. A curt termini, la dada d'ocupació del novembre va ser millor del que s'esperava, amb 146.000 llocs de treball nets creats i amb una taxa d'atur que es va reduir en dues dècimes, fins al 7,7%. Però la reducció de la taxa d'atur es va continuar basant en un creixement sota par de la població activa, que treballa o que busca feina, amb una taxa d'activitat que va recular dues dècimes, fins al 63,6%. Així mateix, si prossegueix la tendència dels tres últims mesos, caldrà esperar fins al final del 2015 per veure culminada la recuperació de l'ocupació.

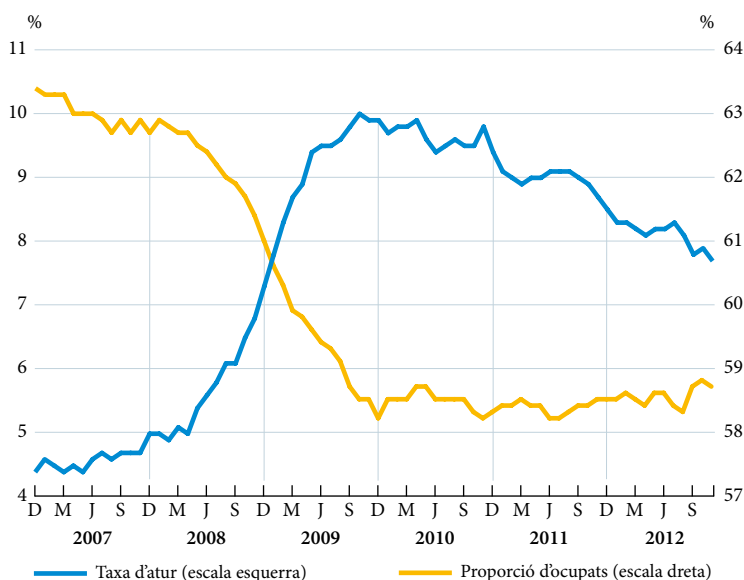
Atesa aquesta necessitat d'apuntalar el creixement, la Fed va oficialitzar, al novembre, la seva intenció d'incorporar la

Mantenir el creixement és crític per continuar reduint l'endeutament i per esperarar la recuperació de l'ocupació.

La taxa d'atur baixa al 7,7% gràcies a la reculada de la població activa.

ESTATS UNITS: LA TAXA D'ATUR MILLORA, L'OcupACIÓ NO TANT

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.

L'IPC moderat deixa marge perquè la Fed inclogui la taxa d'atur com a objectiu de política monetària.

taxa d'atur com a objectiu orientatiu de política monetària. Això es tradueix en el fet que, mentre la taxa d'atur no baixi fins al 6,5%, els tipus d'interès romandran en mínims i continuarà la compra de deute a un ritme inicial de 85.000 milions de dòlars mensuals, sempre que el nivell d'inflació a llarg termini, llegeixi's subjacent, no superi el 2,5%, que és el que espera la Fed. En aquest sentit, l'evolució recent dels preus continua deixant un marge de maniobra apreciable. L'índex de preus al consum (IPC) va avançar l'1,8% interanual al novembre, el 2,2% a l'octubre, a causa d'efectes de base del preu de la factura energètica, mentre que l'IPC subjacent, l'índex general sense l'energia ni els aliments, va mantenir la tònica de moderació, amb una pujada de l'1,9%, 2,0% a l'octubre. La baixa utilització de la capacitat productiva garantirà l'absència de tensions inflacionistes el 2013, malgrat el comportament erràtic que puguin tenir els preus de les primeres matèries.

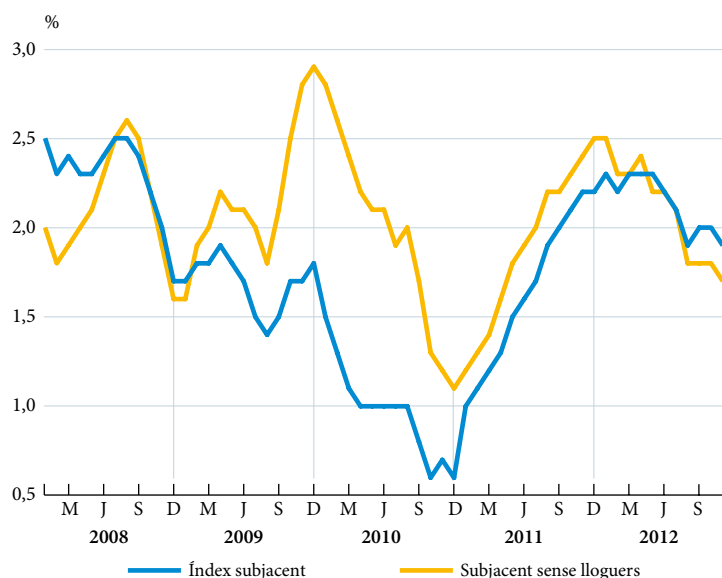
Els indicadors de confiança revelen incertesa per l'ajust fiscal en els consumidors i en els inversors.

A curt termini, els últims indicadors evidencien que els efectes del Sandy són més limitats del que s'esperava. Simultàniament, però, augmenta la desconfiança per la falta d'acord sobre l'ajust fiscal. Així, les vendes al detall van sorprendre a l'alça al novembre, resultat que evidencia el bon to de les compres de la campanya d'Acció de Gràcies, amb un indicador tendencial del comerç minorista, que exclou els automòbils i la benzina, que es va accelerar al novembre amb un avanç del 5,7% interanual. També va repuntar la venda d'automòbils després de l'aturada de l'octubre. Així mateix, la producció industrial va tenir el millor novembre dels dos últims anys, que compensa les reculades de l'octubre i que evidencia una recuperació satisfactòria de les cadenes de producció.

Però és en els índexs de confiança on més es fa sentir la incertesa. L'indicador de confiança del consumidor de la Universitat de Michigan va presentar la caiguda

ESTATS UNITS: LA INFLACIÓ NO PREOCUPA LA FED

Variació interanual de l'índex de preus subjacent amb i sense lloguers (*)



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

més intensa dels dos últims anys, una reculada que es va centrar, per complet, en el component de les expectatives per al 2013, mentre que es va mantenir la percepció del moment actual. La percepció empresarial també va mostrar clarobscurs. L'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management (ISM) de manufactures va baixar fins als 49,5 punts, un nivell inferior a la mitjana històrica i que coincideix amb creixements baixos. L'índex dels serveis, que representen el 83,6% del total de les ocupacions privades, va ser el contrapunt positiu i va pujar fins als 54,7 punts.

La construcció continuarà sent un suport de l'activitat al final d'enguany i al començament del 2013. L'activitat continua millorant malgrat la lleugera reculada del novembre dels habitatges iniciats, que, en termes anuals, es van quedar en 868.000. La reculada és una certa correcció dels últims repunts i hauria de ser temporal, ja que els permisos de construcció, el seu indicador avançat, van continuar a l'alça.

S'està lluny del nivell d'1,5 milions previ a la bombolla, però l'increment interanual del 21,6% fa preveure que la contribució al creixement del sector serà significativament positiva en els pròxims trimestres. En aquesta mateixa línia, les expectatives dels promotors continuen a l'alça, les existències d'habitatges en venda troben comprador en menys de mig any i l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge de segona mà va sumar, al setembre, la setena pujada consecutiva i va acumular uns guanys del 4,6% des del febrer.

Pel que fa al sector exterior, el dèficit de la balança de béns i serveis de l'octubre va augmentar fins als 42.240 milions de dòlars, per la reculada exportadora, que va perdre el que havia guanyat en el repunt del setembre. Així i tot, l'evolució dels últims mesos palesa que el sector exterior hauria de tenir una aportació positiva al creixement en el quart trimestre i, amb menys intensitat, durant la primera meitat del 2013.

La recuperació de l'habitatge continua sent un suport per al creixement.

Les exportacions perden el seu repunt i provoquen un lleuger augment del dèficit comercial.

El Japó entra en recessió en acumular dos trimestres de reculada del PIB.

Abe, el nou primer ministre, defensa una política monetària més agressiva per neutralitzar la deflació.

Japó: recessió, Abe i política monetària

El Japó va confirmar la seva feblesa amb una revisió dels comptes nacionals que va deixar l'economia en situació de recessió, després de sumar dos trimestres consecutius de reculades inter trimestrals. La revisió també va confirmar l'extremada feblesa del sector exportador i de la despesa inversora en una economia que, el 2013, creixerà, probablement, per sota de l'1,0%. En aquest context, el retorn al poder de Shimzo Abe, del conservador partit Liberal Democràtic, amb una victòria aclaparadora en les eleccions del 8 de desembre, podria introduir canvis importants en la política econòmica, amb unes implicacions que van més enllà dels límits de l'arxipèlag del sol naixent pel que fa a les relacions entre el Govern i el banc central.

El nou primer ministre, Shimzo Abe, ha declarat repetidament que és partidari d'un suport més decidit al creixement. Una primera mesura seria establir un ob-

jectiu de creixement del PIB nominal del 3,0% i un d'inflació del 2,0%, el doble del que hi havia fins avui. Addicionalment, Abe ajornaria la pujada d'impostos del consum prevista per al 2014 i el 2015. En tercer lloc, és probable que se suavitzin els termes de l'apagada nuclear.

El principal canvi caldria buscar-lo en l'objectiu d'inflació, per al qual Abe demanaria responsabilitats al governador del Banc del Japó, que fins avui ha fracassat en l'intent de neutralitzar la dinàmica deflacionista. Abe aprofitaria que el mandat de Masaaki Shirakawa, actual governador, acaba a l'abril del 2013 per nomenar un candidat més *reflacionista*, que estigui disposat a dur a terme una expansió monetària indefinida fins que l'IPC no assoleixi el 2,0%. Aquestes mesures són vistes com una reducció de la independència del Banc del Japó en un moment en què els principals bancs centrals duen a terme mesures que actuen com a substituït de les polítiques fiscals expansives.

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			
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	4,7	-0,5	0,0	3,3	4,0	0,5	-	...
Vendes al detall	2,5	-1,2	0,8	5,2	3,1	0,5	-1,2	...
Producció industrial	16,6	-2,3	0,0	2,7	5,1	-4,6	-7,0	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	-4,0	-4,0	-1,0	-3,0	-	-12,0
Habitatges iniciats	2,7	2,6	-4,8	3,6	6,7	-0,9	25,2	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,4	4,2	4,2	...
Preus de consum	-0,7	-0,3	-0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,4	...
Balança comercial (3)	7,9	-1,6	-1,6	-3,7	-3,7	-5,1	-5,1	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,39	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	106,0	113,5	118,6	116,5	116,2	119,2	117,0	114,6

NOTES: (1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

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

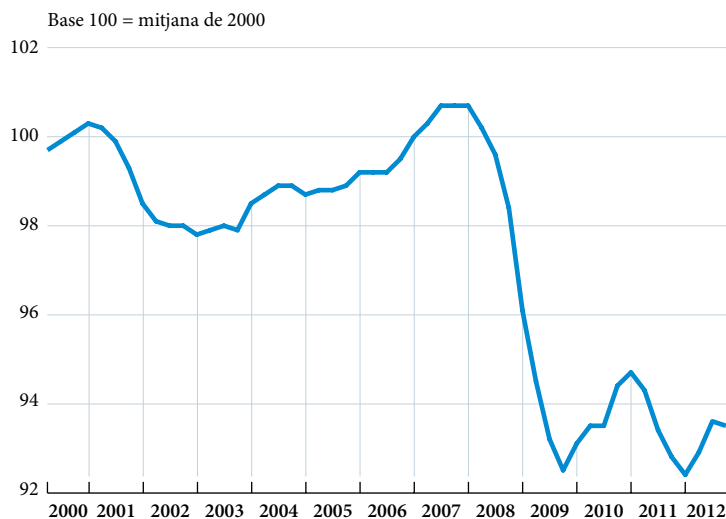
(4) Percentatge.

(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.

JAPÓ: EL VERITABLE ROSTRE DE LA DEFLACIÓ

Producte interior brut nominal del Japó



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

En principi, l'economia japonesa s'hauria de beneficiar d'un creixement nominal més intens. Això ajudaria a reduir la ràtio de deute públic per PIB, que està en el 230%. Així mateix, una inflació més alta podria afavorir la competitivitat de les exportacions, que van recular amb intensitat al llarg del 2012. Arran d'aquestes expectatives, el ien s'ha depreciat en els dos últims mesos i, conseqüentment, les cotitzacions borsàries s'han apreciat. Els dubtes més preocupants procedeixen, però, del mercat de bons, ja que una inflació més elevada hauria d'incrementar el cost de refinançament del deute, que ara està en mínims i que podria afectar el sistema bancari. Addicionalment, la pèrdua d'independència del banc central seria un precedent perillós, en especial en un país que, amb sis primers ministres en els cinc últims anys, no es caracteritza per la durada dels Governos.

Subratllant aquesta preocupació pel creixement, els últims indicadors no auguren

una recuperació ràpida de l'activitat. Les exportacions van tornar a recular a l'octubre, i el dèficit comercial dels dotze últims mesos va marcar un altre rècord de 6,2 bilions de iens, l'1,3% del PIB. La producció industrial de l'octubre va marcar un contrapunt positiu, amb una pujada en relació amb el setembre després de tres davallades consecutives, però va acumular un descens del 7,0% interanual, i les comandes de maquinària del mateix període, que anticipen la demanda d'inversió, continuen en mínims. La publicació de l'índex Tankan de sentiment empresarial del Banc del Japó, que va passar de menys 3,0 a menys 12,0, és la millor síntesi del baix to de l'economia nipona en aquests final d'any i d'un flux creixement esperat per al 2013. Per la seva banda, l'IPC de l'octubre va recular el 0,4% interanual, i l'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, va cedir el 0,5%, la qual cosa posa de manifest la insuficiència dels estímuls implementats fins avui.

Els riscos més preocupants són la pèrdua d'independència del banc central i un augment dels interessos del deute.

L'aturada de la producció industrial i de les exportacions redueix el creixement i provoca un dèficit comercial.

Es confirma la recuperació econòmica gradual de la Xina.

Xina: enfortiment gradual

Els últims indicadors avançats confirmen la reacceleració gradual de l'economia xinesa, al mateix temps que la nova cúpula de líders es mostra més predisposada a tolerar taxes de creixement una mica més moderades per aconseguir un canvi de patró econòmic que atorgui més protagonisme al consum intern i a la inversió privada.

Al front d'activitat, la producció industrial va avançar el 10,1% interanual al novembre, va marcar un màxim en set mesos i va apuntar a un major dinamisme econòmic. Igualment, les vendes al detall també van marcar un màxim en els set últims mesos, amb un creixement del 14,9 interanual en termes nominals. En la mateixa línia, la inversió acumulada en capital fix urbà del gener al novembre va avançar el 20,7%, el mateix registre que l'acumulat fins a l'octubre. En canvi, al front exterior, les exportacions van decebre amb un avanç del 2,8% interanual, enfront d'una mitjana del 8,0% en els tres primers trimestres del 2012. Per la seva banda, les importacions també van recular el 0,1% interanual i van deixar el superàvit comercial del novembre en 19.634 milions de dòlars. Així i tot, el superàvit comercial acumulat dels dotze

últims mesos (fins a l'octubre) se situa encara en 217.614 milions de dòlars, xifra equivalent al 3,0% del PIB, enfront del 2,1% del PIB del 2011.

Malgrat els símptomes d'enfortiment econòmic i d'un repunt lleuger en el preu dels aliments (que pesen més d'un terç en el còmput de l'índex general de preus), la inflació es va mantenir moderada i per sota de la meta governamental al novembre i es va situar en el 2% interanual. Així i tot, atesa l'expectativa que la recuperació econòmica gradual prosseguirà, no esperem canvis en el tipus d'interès oficial, que es manté en el 6,0% després de les dues últimes retallades de l'estiu passat.

En canvi, sí esperem canvis en les polítiques que pretenen refredar el mercat immobiliari. Al novembre, el preu mitjà de venda dels habitatges nous a 70 ciutats grans i mitjanes va pujar a 53 de les 70 ciutats, enfront de l'alça a 35 ciutats del mes d'octubre. Atès aquest panorama, les autoritats del país han assegurat que mantindran les estrictes mesures destinades a neutralitzar qualsevol índex de bombolla immobiliària (més aportacions inicials en la compra d'habitatges o augmentos en els impostos de compravenda).

El mercat immobiliari xinès també es reactiva.

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	Novembre
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	10,1
Producció elèctrica	14,0	10,9	8,9	6,5	1,2	2,1	7,1	8,0
Preus de consum	3,3	5,4	4,6	3,8	2,9	1,9	1,7	2,0
Balança comercial (*)	184	155	155	158	181	198	213	218
Tipus d'interès de referència (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00	6,00
Renminbi per dòlar	6,8	6,5	6,4	6,3	6,3	6,4	6,3	6,2

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.

En qualsevol cas, la interpretació d'aquestes dades del sector immobiliari exigeix cautela. D'una banda, els índexs de preus oficials solen ser molt diferents a altres indicadors subministrats per proveïdors privats de dades del sector immobiliari de la Xina. De l'altra, en un mercat tan ampli com el xinès, és difícil generalitzar el comportament de les diferents ciutats. En aquest sentit, nombrosos estudis conclouen que no es pot parlar de bombolla immobiliària generalitzada al gegant asiàtic, sinó de bombolles a les grans ciutats costaneres del sud-est del país i a la capital, Pequín.

Finalment, i reprenent la qüestió sobre la predisposició de les autoritats a taxes de creixement més moderades, alguns dels executius que van assistir a la Conferència Anual de Treball Econòmic celebrada a mitjan desembre van assegurar que, per al 2013, la meta de creixement oficial es mantindrà en el 7,5% (per sota de la mitjana anual del 10% de les tres últimes dècades) i es rebaixarà l'objectiu oficial de la inflació en 50 punts bàsics, fins al 3,5%. Així mateix, d'aquesta conferència també es va desprendre la voluntat de reforçar la

protecció jurídica sobre la propietat i d'intensificar les reformes que facilitin el procés d'urbanització, actualment molt restringit pel sistema de registre *hukou* (document equiparable a l'empadronament que permet accedir a la condició de ciutadà de ple dret en una ciutat de la qual no s'és originari).

Brasil: l'esperança es va tornar decepció

L'economia brasilera va decebre en el tercer trimestre del 2012. El PIB de la primera potència llatinoamericana va créixer amb prou feines el 0,6% en relació amb el segon trimestre de l'any (l'1% interanual), la meitat del que pronosticaven les previsions del consens. Això revifa els dubtes sobre la magnitud dels problemes estructurals de l'economia brasilera i, a més a més, ens obliga a revisar la nostra previsió d'avanç per al còmput total de l'any 2012, des de l'1,5% previst anteriorment fins a l'1,0%.

Per components de demanda, la decepció més gran la va propiciar la inversió, que va caure per cinquè trimestre consecutiu, el

El PIB del Brasil avança un decebedor 1% interanual en el tercer trimestre del 2012.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011				2012	
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	7,6	2,7	1,4	0,7	0,4	1,0	-	...
Producció industrial	10,6	0,4	-1,9	-3,5	-4,4	-2,5	0,3	...
Confiança del consumidor (*)	...	113,2	113,2	113,2	113,4	113,2	116,4	117,0
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	5,5
Balança comercial (***)	20,1	29,8	29,8	29,1	23,9	22,5	21,8	21,0
Tipus d'interès SELIC (%)	10,00	11,79	11,00	9,75	8,50	7,50	7,25	7,25
Reals per dòlar (*)	1,78	1,63	1,86	1,83	2,01	2,03	2,03	2,14

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 inflació no es modera i es manté en el 5,5%, per damunt de l'objectiu del Banc Central.

2% en relació amb el segon trimestre (el -5,5% en termes interanuals). Contràriament al comportament de la formació bruta de capital fix, el consum de les llars va resistir i va marcar un avanç del 0,9% en relació amb el segon trimestre. Per bé que s'espera que aquesta tendència continuï en els pròxims trimestres, no serà suficient per millorar de forma significativa les taxes de creixement del PIB sense el suport de la inversió.

Aquest desencís inesperat en el tercer trimestre ha estat, sens dubte, un cop dur per a l'Executiu brasiler, que no ha escatimat en l'ús de palanques per revifar el sector privat i que ha recorregut tant a incentius fiscals com a la reducció de les elevades taxes energètiques, entre moltes altres mesures de suport.

Així i tot, es manté en la mateixa línia: ateses aquestes dades, la presidenta del Brasil, Dilma Rousseff, no va trigar a anunciar un nou i important pla d'inversions, per valor de 20.000 milions d'euros, per millorar les infraestructures portuàries del país. D'altra banda, es va anunciar la reducció de la taxa d'interès a llarg termini (TJLP) del banc nacional de desenvolupament (BNDES) en 50 punts bàsics, fins al 5,5%, a partir del gener del 2013, amb la finalitat d'estimular la inversió deprimida abaratint-ne el finançament. Tot plegat complementa el pla d'inversions de 53.000 milions d'euros anunciat a l'agost i les nombroses retallades de la taxa SELIC des de l'agost del 2011.

Caldrà veure de quin marge disposarà la política monetària per continuar donant suport al creixement, ja que, malgrat el to persistent de feblesa de l'activitat, la inflació continua sense moderar-se. Al novembre, es va mantenir en el 5,5%, lleugerament per damunt del que s'esperava. Això respon, en bona part, a l'alentiment menys intens dels preus dels aliments, però no hi

ha dubte que les mancances estructurals esmentades més amunt també hi tenen alguna cosa (o molt) a veure. La falta de moderació en l'índex de preus al consum i el fet que la seva taxa de creixement se situï encara un punt percentual per damunt de l'objectiu del Banc Central reflecteixen alguns dels problemes estructurals esmentats anteriorment.

Mèxic: tots amb les reformes

«És hora de la trobada i de l'acord». Amb aquestes paraules va començar Enrique Peña Nieto la seva intervenció en la cerimònia de la signatura del Pacte per Mèxic. Menys de 24 hores després de la investidura com a nou president de Mèxic, el centrista Peña Nieto va presentar un pla de reformes ambiciós i únic, ja que va aconseguir unir les signatures de les principals forces polítiques del país en aquest afany reformista. I, malgrat que l'abast de les reformes dependrà del grau d'acord que assoleixin els diferents projectes al Congrés, moment en què, segurament, els parlamentaris ponderaran els costos polítics de les seves decisions, aquest és, sens dubte, un pas esperançador.

Després de la recent aprovació d'una reforma laboral sense precedents en 40 anys, les principals línies d'actuació conciliades en el Pacte per Mèxic inclouen la reforma fiscal, la reforma del sector energètic i de telecomunicacions (on s'afavorirà un entorn més competitiu) i una profunda revisió del sistema educatiu. Tot plegat, amb la finalitat d'augmentar el potencial de creixement del país (del 3,5% al 5%, segons alguns analistes) i de reforçar els programes que fomentin la inclusió social. D'altra banda, també cal destacar el canvi radical d'actitud en la lluita contra el narcotràfic. Es trenca amb l'estratègia reactiva dels mandats anteriors, que ha comportat el desplegament de gairebé 80.000 efectius de les

Noves mesures per estimular la deprimida inversió brasilera.

Signatura del Pacte per Mèxic per apuntalar el creixement econòmic del país.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		Octubre	Novembre
			IV	I	II	III			
PIB real	5,3	3,9	3,9	4,9	4,4	3,3	-	...	
Producció industrial	6,1	4,0	4,1	4,1	4,0	3,9	2,1	...	
Confiança del consumidor (*)	86,3	91,7	90,3	94,1	96,4	96,8	94,9	94,2	
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	5,0	...	
Preus de consum	3,9	3,2	3,5	3,9	3,9	4,6	4,6	4,2	
Balança comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	1,4	0,3	...	
Tipus d'interès oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	
Pesos mexicans per dòlar (*)	12,33	11,90	13,94	12,81	13,43	12,87	13,09	12,92	

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

FONTS: Banc de Mèxic, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

forces armades sense una preparació específica ni un full de ruta clar sobre el seu paper en la guerra contra el narco.

Mentre arriben les promeses, continua avançant la realitat: el desglossament per components del PIB del tercer trimestre, que va créixer un moderat 3,3% inter-annual, enfront del 4,6% de la primera meitat del 2012, demostra, una vegada més, la resistència de la demanda interna, tant del consum com de la inversió, tots dos amb una contribució propera al punt i mig percentual. En canvi, es posa de manifest l'alentiment global amb la menor aportació de les exportacions al progrés econòmic. Sens dubte, ateses la incertesa econòmica dels Estats Units, el seu principal soci comercial, i la feblesa mundial, cal esperar que la menor rellevància de la demanda externa s'allargui fins ben entrat el 2013, la qual cosa repercutirà en el creixement del país el 2013, l'estimació oficial del qual s'ha situat en el 3,5%.

Finalment, en l'àmbit dels preus, la inflació es va tornar a moderar i es va situar en el 4,2% al novembre, per sota del 4,6% del

mes anterior, tot i que encara es manté per damunt del límit superior oficial, del 3% \pm 1%. Aquesta moderació dels preus ha ajudat a Banxico en la decisió de mantenir sense canvis el tipus d'interès de referència (4,5%), tot i que ha tornat a expressar la seva determinació d'apujar-lo si les pressions inflacionistes repunten, malgrat el deteriorament econòmic global, que imposa riscos a la baixa en l'avanç del país.

El petroli segueix una trajectòria moderada a la baixa

El petroli es va depreciar de forma moderada. Entre el 19 de novembre i el 18 de desembre, el preu del cru va perdre l'1,0% i es va quedar en els 108,90 dòlars per barril (qualitat Brent, per a lliuraments a un mes). El petroli s'estabilitza a la baixa i se situa el 3,0% per damunt del nivell del començament de l'any.

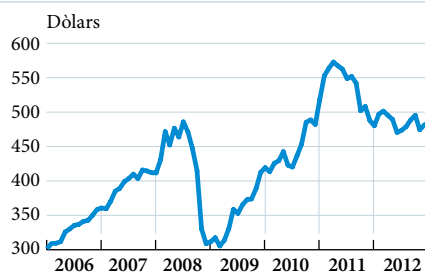
La lògica de l'oferta i la demanda es va anar imposant a aquest efecte alcista de les tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà i va dur el Brent a la referència dels 105 dòlars

La demanda interna resisteix l'afeblida demanda externa.

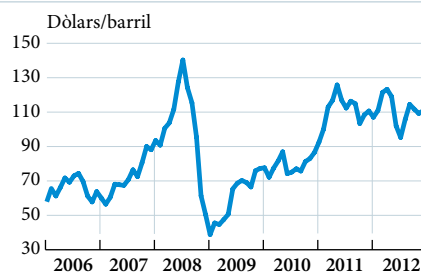
El petroli es deprecia l'1,0% en un mes.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)

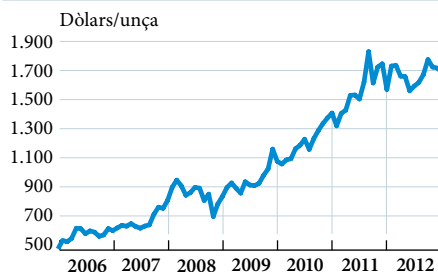
Índex CRB



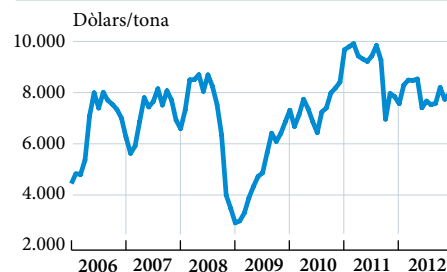
Petroli Brent



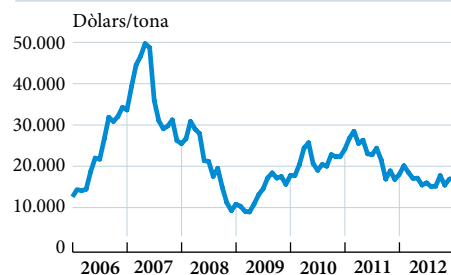
Or



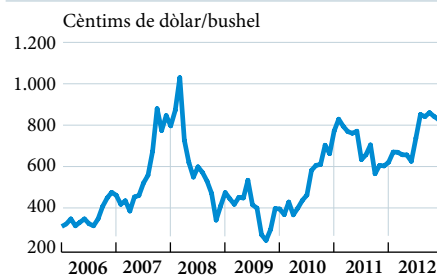
Coure



Níquel



Blat



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 18 de desembre).

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

Atesa la feblesa de la demanda, l'Aràbia Saudita redueix la producció.

per barril. No obstant això, atesa la feblesa de la demanda global, l'Aràbia Saudita va restringir la producció, que estava en màxims, la qual cosa ha suavitzat els descensos en les dues últimes setmanes.

El comportament de la resta de primeres matèries va ser desigual. Així, per bé que l'índex CRB va baixar el 2,1% entre el 19 de novembre i el 18 de desembre, els metalls bàsics van registrar alces, que coincideixen amb un to més positiu de l'economia xinesa, que n'és el principal consumidor

mundial. Així, el coure va guanyar el 2,6%; el níquel, el 8,1%, i l'alumini, el 6,4%. Entre els metalls preciosos, el pal·ladi i el platí, amb usos industrials, també es van apreciar, però l'or va perdre el 2,7% i es va situar en els 1.692 dòlars per unça. Pel que fa als aliments, van predominar els descensos, motivats per les bones collites del Brasil, que han invertit la tendència de males collites que s'havia donat fins llavors als Estats Units i als països de l'hemisferi sud. Així, el blat va cedir el 3,7%; el sucre, l'1,8%, i el cafè, el 5,3%.

La zona de l'euro es manté estancada

Per segona vegada en quatre anys, la zona de l'euro va entrar en recessió en el tercer trimestre del 2012. En concret, el PIB de la zona de l'euro va recular el 0,1% en el tercer trimestre del 2012, després d'una contracció del 0,2% en el segon i d'un creixement nul en el primer. En termes interanuals, la taxa es va situar en el -0,6%, empesa per la feblesa de la demanda interna, la contribució de la qual al creixement del PIB va ser de -2,3 punts percentuals. D'altra banda, la demanda externa va mantenir la seva aportació positiva en 1,7 punts percentuals.

La inversió va ser la principal responsable de la caiguda de la demanda interna, amb una taxa de variació intertrimestral del -0,7%. Des de l'any 2007, la inversió privada ha reculat el 16,6%. La falta d'inversió durant un període llarg de temps pot acabar tenint conseqüències perniciosos per a l'economia, ja que aquest component és un motor fonamental per al creixement. D'aquesta manera, el disseny de polítiques que estimulin la inversió pot ajudar a dinamitzar l'activitat econòmica.

D'altra banda, el consum privat va mostrar un creixement nul en el tercer trimestre. La falta de dinamisme del consum privat és conseqüència, principalment, de la reculada en la renda disponible de les famílies, reduïda per la negativa evolució del mercat laboral. La taxa d'atur de la zona de l'euro de l'octubre es va incrementar en una dècima, fins a l'11,7%, i va mantenir, així, la trajectòria ascendent iniciada en el mes de juny del 2011. L'evolució negativa

del mercat laboral redueix la capacitat de consum de les llars, i això es nota en l'absència de pressions inflacionistes. En efecte, en el mes de novembre, la taxa d'inflació va baixar tres dècimes, fins al 2,2% interanual.

Pel que fa a l'últim component de la demanda interna, el consum públic, va mostrar una lleugera reculada, del 0,2% intertrimestral, com a resultat dels esforços de consolidació fiscal en marxa a diversos països de la zona de l'euro.

Pel que fa a la demanda externa, el comportament de les exportacions va mostrar un avanç del 0,9%, mentre que el de les importacions va ser del 0,2% intertrimestral. Aquest patró, en què les exportacions superen les importacions, es ve observant des del 2010. El sector exterior està contribuint de forma sostinguda i significativa al creixement del PIB des de fa més de dos anys. Dos factors, principalment, expliquen aquesta evolució. D'una banda, la feblesa de la demanda interna, en especial de la inversió, manté deprimides les importacions. De l'altra, la solidesa de la demanda exterior de la zona de l'euro ha permès incrementar les exportacions.

De cara al quart trimestre del 2012, els indicadors avançats suggereixen que la recessió no s'està accelerant. Tot i que es mantenen en zona de declivi, la seva evolució ha anat millorant al llarg del trimestre. Així, en el mes d'octubre, van marcar nivells mínims; novembre va ser un mes d'*impasse*, i, al desembre, es van moure a l'alça. Per exemple, l'índex PMI de gestors de compres es va mantenir, a l'octubre i al

La fragilitat de la demanda interna arrossega el PIB del tercer trimestre.

La demanda no troba suports.

Els indicadors del desembre apunten a una estabilització de la contracció.

EL BCE revisa substancialment a la baixa el creixement previst per al 2013.

novembre, per sota del registre del tercer trimestre, a causa, en gran mesura, de la caiguda del subíndex de serveis. En canvi, en el mes de desembre, va pujar fins als 47,3 punts, el seu màxim en els nou últims mesos.

L'evolució dels indicadors per a l'economia alemanya segueix un patró similar. L'enquesta empresarial Ifo, després de marcar un mínim de 100 en el mes de setembre, va pujar fins als 101,4 a l'octubre i va tornar a pujar, fins als 102,4, al desembre. També destaca l'evolució positiva del component d'expectatives en el mes de desembre, que permet acabar l'any amb un to optimista per a l'economia alemanya.

Per la seva banda, l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea es va incrementar en 1,4 punts al novembre, fins als 85,7, impulsat per la confiança de la indústria, que, per primera vegada des del febrer, va augmentar de forma significativa. L'indicador de clima empresarial, també de la Comissió Europea, va anotar al novembre un increment de 0,4 punts,

fins als -1,2. Pel que fa a la demanda, l'índex de confiança del consumidor es va deteriorar a l'octubre i al novembre, però, al desembre, va registrar un lleuger ascens, fins als -26,6 punts, i es va estabilitzar en els nivells del maig del 2009. Es confirma, així, que l'activitat continua reculant en el quart trimestre, però no hi ha indicis que la recessió s'estigui agreujant.

Pel que fa a l'evolució macroeconòmica a mitjà termini, el Banc Central Europeu (BCE), al seu informe de desembre, va rebaixar de forma substancial el creixement de la zona de l'euro per al 2013, en concret en 8 dècimes, fins al -0,6%. Aquesta previsió se situa clarament per sota de la del consens d'analistes, que, de mitjana, és del -0,1%. A més a més, el BCE adverteix que hi ha riscos a la baixa en aquesta previsió. En particular, s'assenyala que el principal risc continua sent la incertesa sobre la resolució de la crisi del deute sobirà i de les qüestions de governança de la zona de l'euro. En aquest sentit, el BCE insta els Governos perquè adoptin mesures per continuar reduint els desequilibris

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,9	1,5	0,6	-0,1	-0,5	-0,6	-	...
<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	-1,3	-2,3	-2,4	-	...
<i>Espanya</i>	-0,3	0,4	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-	...
Vendes al detall	0,9	-0,6	-1,3	-1,0	-1,6	-1,2	-3,6	...
Confiança del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-20,6	-20,0	-19,7	-24,0	-25,7	-26,9
Producció industrial	7,4	4,6	-0,3	-1,8	-2,4	-2,3	-3,6	...
Sentiment econòmic (*)	100,5	101,0	93,6	94,1	91,1	86,4	84,3	85,7
Índex d'activitat empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	106,9	109,2	107,2	102,3	100,0	101,4

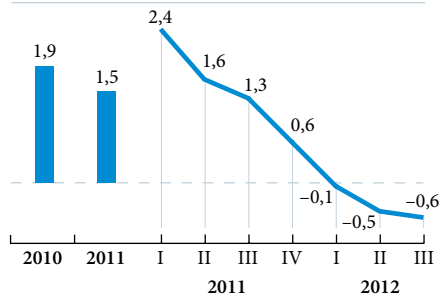
NOTA: (*) Valor.

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

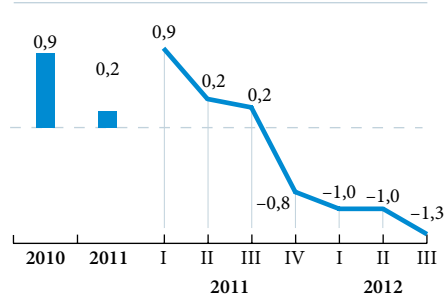
EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

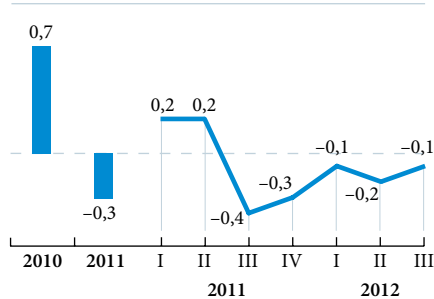
PIB



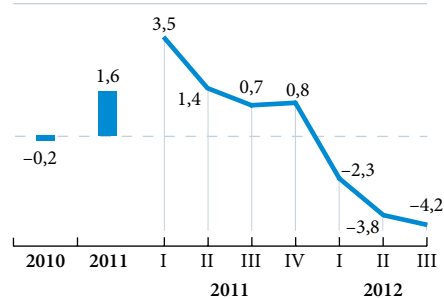
Consum privat



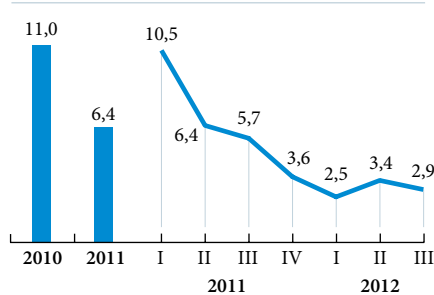
Consum públic



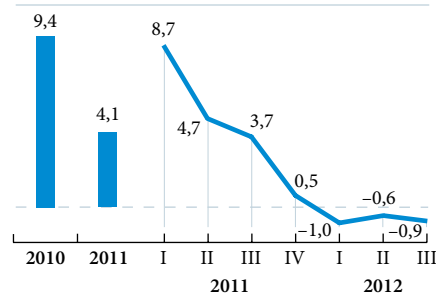
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

pressupostaris i estructurals i per avançar en la reestructuració del sector financer. Aquests seran, sense cap mena de dubte,

els factors determinants perquè la recuperació pugui enlairar-se en els pròxims trimestres.

El BCE insta els Govers perquè continuïn reduint els desequilibris estructurals.

No preguntis què pot fer Europa per tu. Pregunta què pots fer tu per Europa

John F. Kennedy, quan va accedir a la presidència dels Estats Units el 1961, es va trobar un país que travessava moments difícils. Per poder sortir de la recessió, era necessari un lideratge clar i un ampli suport de la ciutadania al programa de reformes que es pretenia impulsar. Aquest esperit va quedar reflectit en el discurs d'investidura, en què va pronunciar unes paraules que, amb el temps, s'han convertit en cèlebres: «No preguntis què pot fer el país per tu, pregunta què pots fer tu pel país». L'economia europea, com llavors la nord-americana, també travessa moments difícils. En aquest cas, però, sembla impossible imaginar-se algun líder europeu pronunciant unes paraules similars.

La mateixa naturalesa de la crisi ha fet que, fins avui, una gran part del debat se centrés en les millores que cal fer en el disseny institucional europeu, és a dir, en allò que Europa ha de fer per nosaltres. La crisi financera internacional va posar en evidència importants problemes estructurals, tant a nivell nacional com, també, en els fonaments sobre els quals es va construir la Unió Econòmica i Monetària (UEM). Identificar-los no ha estat fàcil, ja que l'origen de la crisi va ser diferent a cada país. El detonant de la crisi a Grècia, per exemple, va ser l'enorme deteriorament dels comptes públics i la seva incapacitat per redreçar-los; a Irlanda, en canvi, va ser l'esclat de la bombolla immobiliària i el seu impacte en el sistema financer, i, a Portugal, van ser els problemes estructurals de competitivitat els que van qüestionar la sostenibilitat de l'economia lusitana.

Tres crisis amb un origen diferent, però que han acabat afectant el conjunt de la zona de l'euro i que serveixen per il·lustrar els tres eixos d'actuació sobre els quals s'ha considerat que les institucions europees han de jugar un paper clau d'ara endavant: un major control fiscal, els desequilibris macroeconòmics i el sistema financer. Identificar aquests tres eixos no ha estat trivial, però encara ha estat més difícil dotar-los de contingut de manera consensuada i dibuixar un full de ruta, és a dir, definir un ordre de prioritats i un tempo. Les reunions de l'Ecofin i del Consell Europeu, amb escassa transcendència mediàtica abans de la crisi, han arribat a ser, en alguns moments, determinants per al futur de l'euro. Els diferents posicionaments que cada país defensa, que, a vegades, han semblat irreconciliables, han centrat tota l'atenció i han deixat en un segon pla els importants avanços que ja s'han fet en els tres eixos esmentats més amunt.

En matèria fiscal, s'ha definit un calendari a nivell europeu per coordinar el procés d'elaboració i d'aprovació dels pressupostos de cada país de manera que les institucions europees hi puguin participar. Així mateix, també s'ha establert un mecanisme per a la supervisió dels desequilibris macroeconòmics i financers. Així, des de les institucions europees, es pretén detectar de forma precoç desequilibris potencials, tant macroeconòmics com fiscals, i fer recomanacions perquè els diferents Governos de cada país ho tinguin en compte a l'hora d'elaborar els pressupostos de l'any següent. Per als països que tinguin un procés de dèficit excessiu obert, però, les recomanacions de la Comissió Europea tindran un caràcter obligatori, ja que, si no es compleixen, s'imposaran sancions, que poden arribar al 0,2% del PIB.

També s'han fet passos importants en el que ja s'anomena procés d'unió bancària. El més rellevant: el Banc Central Europeu (BCE) passarà a ser el responsable últim de la supervisió de tota la banca europea. En principi, només supervisarà de forma directa les entitats amb uns actius superiors a 30.000 milions d'euros, però, si ho creu necessari, també pot fer-ho en el cas de les més petites.

Els avanços, per tant, ja han estat notables, però encara queda molt camí per recórrer. Ara com ara, només en l'àmbit de la unió bancària, sembla que el full de ruta traçat avança a bon ritme. En la cimera del Consell Europeu celebrada al desembre del 2012, es va acordar que el BCE començaria a exercir les funcions de supervisió a partir del març del 2014. A més a més, es va pactar que, en la cimera del juny d'enguany, es definirien el marc operacional per a la recapitalització directa de la banca, els mecanismes de resolució bancària i el fons de garantia de dipòsits. Tot plegat servirà, entre d'altres coses, per tallar d'una vegada per totes el nexes entre risc bancari i risc sobirà que, fins ara, ha alimentat la crisi del deute sobirà.

En els altres dos fronts, en canvi, els avanços que es van produir en l'última cimera van ser gairebé nuls. Això va ser molt decebedor, ja que, unes setmanes abans, s'havia publicat un document signat pels quatre presidents de les màximes institucions europees en què es detallava un ambiciós full de ruta tant en matèria fiscal com en el paper que havien de jugar les institucions europees en la prevenció i en l'esmortiment dels desequilibris macroeconòmics.⁽¹⁾ Entre les diferents propostes que s'hi feien, destacava el desenvolupament de la capacitat pressupostària de la Unió Europea per facilitar els ajustos de països que haguessin patit un impacte advers en la seva economia. S'argumentava, també, que aquesta capacitat pressupostària podria ser utilitzada per facilitar la implementació de reformes estructurals per millorar la competitivitat i el creixement potencial d'un país. Finalment, el document tornava a obrir la porta a noves fórmules per a la creació d'actius de deute públic a nivell europeu.

Una vegada més, les propostes més ambicioses es van quedar sobre la taula. És cert que s'han produït avanços significatius, però, per tirar endavant el procés d'integració europeu, serà necessari un canvi d'actitud. Les reformes que caldrà fer a partir d'ara implicaran importants cessions de sobirania. Uns passos que han d'anar acompanyats d'una major legitimitat democràtica de les institucions europees. Ha arribat l'hora que els líders europeus comencin a pensar en allò que els seus països poden fer per Europa.

(1) Herman Van Rompuy (president del Consell Europeu), José M. Barroso (president de la Comissió Europea), Jean-Claude Juncker (president de l'Eurogrup) i Mario Draghi (president del BCE).

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

S'accelera lleugerament el ritme de destrucció de l'ocupació

La continuïtat de la crisi econòmica de la zona de l'euro en el quart trimestre del 2012 i les perspectives d'un creixement força anèmic per a l'any vinent auguren una evolució poc favorable per al mercat de treball. La taxa d'atur de la zona de l'euro es va incrementar en una dècima a l'octubre, fins a l'11,7%, i va mantenir, així, la trajectòria ascendent iniciada al juny del 2011.

Els indicadors avançats suggereixen que aquesta tendència es mantindrà al llarg del quart trimestre. Així, l'enquesta de la Comissió Europea sobre la intenció de contractar treballadors en els tres pròxims mesos mostra, a l'octubre i al novembre, una contracció més intensa que la del tercer trimestre. Per exemple, l'índex del sector serveis per a aquests dos mesos va anotar, de mitjana, un valor negatiu de 5,6 punts, mentre que aquesta variable es va situar, del juny al setembre, en els 3,9 punts negatius. També s'observa un deteriora-

La taxa d'atur augmenta en una dècima a l'octubre, fins a l'11,7%.

L'ocupació recula el 0,7% interanual en el tercer trimestre.

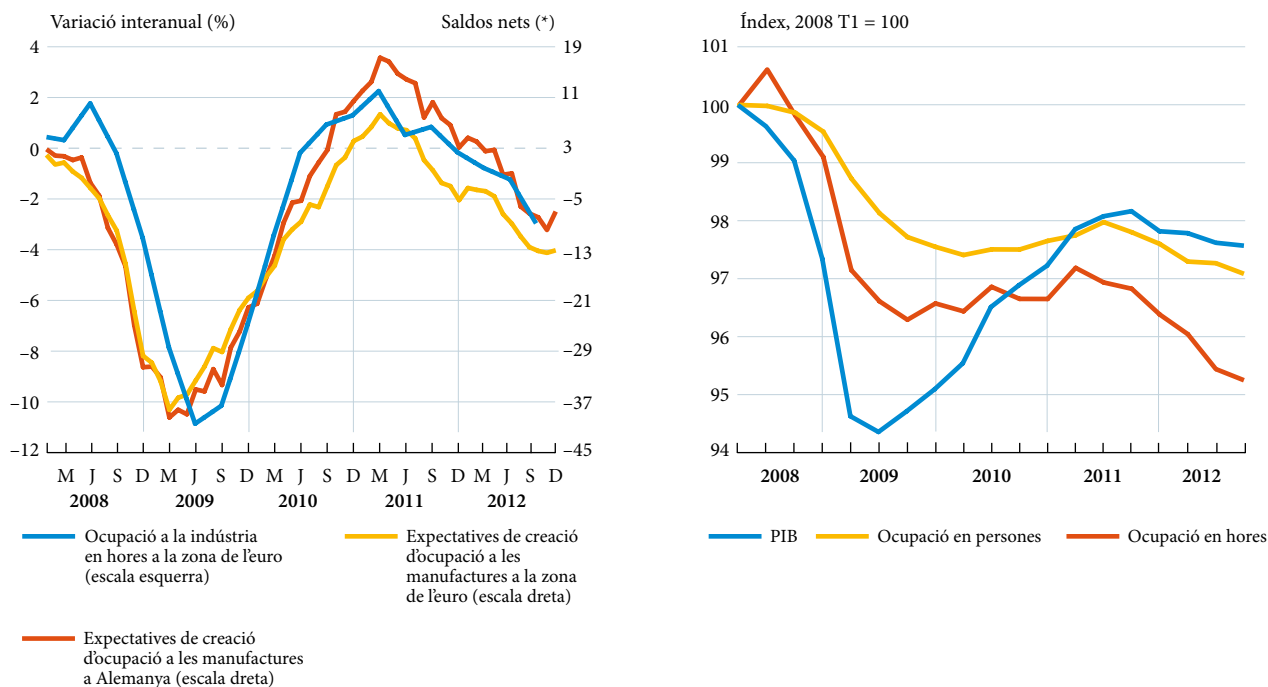
ment en les expectatives de contractació al sector manufacturer, tot i que menys intens. Aquesta trajectòria descendent per al conjunt de la zona de l'euro no és igual per a tots els països. Destaca el comportament més positiu d'Alemanya, on, al novembre, l'índex del sector de serveis es va incrementar en 4,4 punts, fins als 6,8 punts positius, i el de manufactures, en 2,9 punts, fins a un valor negatiu de 7,1.

En el tercer trimestre, la reculada en el nombre de persones ocupades es va agreujar en una dècima, fins al 0,7% interanual. Aquesta dada per al conjunt de la zona de l'euro amaga notables diferències entre països. A Alemanya, per exemple, la taxa va ser positiva, del 0,9%, mentre que, a Espanya, es va situar en el -4,6%.

La doble recessió experimentada per la zona de l'euro des de la crisi financera del 2008 ha deteriorat profundament el mercat de treball. No obstant això, els efectes han estat diferents en cada fase. En la primera, la correcció de l'ocupació va ser relativament moderada, gràcies a un ajust més gran en les hores treballades i a les mesures de suport a l'ocupació dutes a terme a diversos països, en especial a Alemanya. En canvi, en la segona fase, iniciada el 2011, la destrucció de llocs de treball és més intensa en relació amb la caiguda del PIB. Això és degut, en part, al fet que la recaiguda és relativament més forta als països que es caracteritzaven per tenir, en general, un marc institucional menys favorable per dur a terme ajustos flexibles dels salaris i de l'ocupació.

EL MERCAT DE TREBALL MOSTRA UN COMPORTAMENT MÉS NEGATIU EN RELACIÓ AMB LA CAIGUDA DEL PIB DURANT LA SEGONA FASE DE LA CRISI

Indicadors d'ocupació



NOTA: (*) Saldos nets (diferència entre respostes positives i negatives, en percentatge). Enquestes de la Comissió Europea sobre les expectatives de creació d'ocupació en els tres pròxims mesos. Els valors oscil·len entre -100 (tots els entrevistats escullen l'opció negativa) i +100 (tots escullen la positiva).
 FONTS: 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	Novembre
Ocupació								
Persones	-0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	...	...
Hores	0,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	-1,6	...	...
Expectatives de creació d'ocupació (*)								
Manufactures	-7,7	2,6	-3,7	-3,7	-7,1	-12,3	-13,6	-13,2
Serveis	1,5	6,3	3,2	3,0	-2,9	-3,9	-5,7	-5,5
Costos laborals unitaris per països								
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	2,5	...	...
França	0,7	1,6	2,1	2,2	1,8	1,7	...	...
Itàlia	-0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	2,3	...	...
Espanya	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-2,2	-3,0	...	...
Taxa d'atur per països (**)								
Zona de l'euro	10,1	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,7	...
Alemanya	7,1	5,9	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	...
França	9,7	9,6	9,8	10,0	10,3	10,6	10,7	...
Itàlia	8,4	8,4	9,2	10,0	10,5	10,6	11,1	...
Espanya	20,1	21,7	23,0	23,8	24,7	25,6	26,2	...

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.

Reculada en l'IPC de la zona de l'euro

Durant el mes de novembre, la reducció del preu de l'energia va permetre un lleuger descens de la inflació a la zona de l'euro. Efectivament, l'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) va baixar el 0,2% intermensual, mentre que la variació interanual va recular tres dècimes, fins al 2,2%. La inflació subjacent, que exclou l'energia i l'alimentació, es manté en l'1,6% des del setembre. La diferència entre els dos índexs no prové de l'epígraf de l'alimentació, que, al novembre, va presentar una taxa interanual del 2,9% i va repetir el mateix registre que el mes anterior. En canvi, el preu de l'energia, que, al novembre, va recular l'1,4%

intermensual i va dur la variació interanual del 8,0% al 5,7%, va ser el principal responsable d'aquesta correcció en l'IPC general.

Un altre epígraf que va propiciar la reculada de l'IPC general va ser el de comunicacions. La caiguda del preu dels serveis de telecomunicacions va provocar una davallada intermensual del 0,7%, que situa la variació interanual en el -4,1%. De forma similar, oci i cultura, amb una reculada intermensual del 0,3%, va donar suport al descens de la inflació. En aquest cas, els responsables van ser la baixada de preus en equips audiovisuals i en equips d'informàtica. La resta de classes de despesa no van patir variacions intenses en relació amb els

La inflació a la zona de l'euro es redueix en tres dècimes, fins al 2,2% interanual.

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	Novembre
Zona de l'euro								
IPCH	1,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5	2,2
IPCH subjacent	1,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6
Índex de preus de consum harmonitzat dels principals països								
Alemanya	1,1	2,5	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1	1,9
França	1,7	2,3	2,6	2,6	2,3	2,3	2,1	1,6
Itàlia	1,7	2,9	3,8	3,6	3,6	3,4	2,8	2,6
Espanya	2,0	3,1	2,7	1,9	1,9	2,8	3,5	3,0

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Mantenim la nostra previsió d'una lleugera tendència a la baixa de la inflació de la zona de l'euro.

registres interanuals presentats en el mes anterior.

Geogràficament, cal destacar la intensa caiguda de cinc dècimes en l'IPC de França, fins a l'1,6% interanual. En part, això s'explica per la caiguda dels preus energètics, que, amb més o menys intensitat, va ser generalitzada a tots els països de la zona de l'euro. No obstant això, en el cas gal, s'hi va afegir una forta reducció dels preus del sector de serveis, gràcies a una retallada en les factures dels serveis de telefonia mòbil, que acumulen una taxa de variació interanual del -15,1%, i, addicionalment, a una intensa caiguda, del 5,6% intermensual, en els preus dels bitllets aeris. Per la seva banda, els epígrafs de paquets vacacionals i hotels i restaurants, amb caigudes del -2,9% i del -0,2% intermensual, respectivament, no van ser immunes a aquestes davallades de preus.

Per al conjunt de la zona de l'euro, mantenim la nostra previsió d'una lleugera tendència a la baixa per a l'IPC. Ens sentim confortables amb la nostra estimació d'inflació per a enguany del 2,1%, nivell lleugerament superior a l'1,6% del Banc Central Europeu. La diferència entre les dues estimacions recull un biaix lleugerament més positiu en el to de l'activitat econòmica.

El saldo corrent de la zona de l'euro augmenta fins als 79.440 milions d'euros.

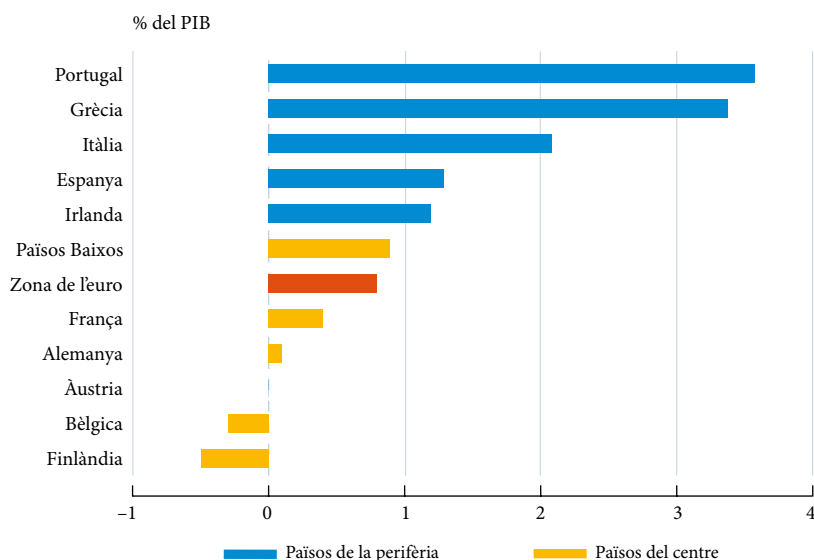
La balança de béns continua impulsant el superàvit corrent

No sembla que l'inici del 2013 vagi acompanyat de canvis significatius en els principals factors que van determinar l'evolució de l'economia de la zona de l'euro l'any passat. Els processos de consolidació fiscal i de despallanquejament del sector privat, principalment intensos als països de la perifèria, mantindran feble la demanda interna. Tot fa pensar que el sector exterior continuarà sent el principal suport de l'economia de la zona de l'euro el 2013. En aquest context, el superàvit corrent continuarà creixent al llarg d'aquest exercici, tot i que, possiblement, perdi intensitat a mesura que avanci l'any.

Les dades disponibles fins a l'octubre del 2012 mostren un intens dinamisme de les exportacions de béns de la zona de l'euro, amb un increment del 14,3% interanual. Aquesta xifra va superar l'augment de les importacions en el mateix període, del 6,9% interanual. Aquest bon comportament de la balança de béns va incrementar el superàvit corrent acumulat durant els dotze mesos previs a l'octubre fins als 79.440 milions d'euros, equivalent al 0,9% del producte interior brut (PIB) de la zona

MILLORA LA POSICIÓ CORRENT DELS PAÏSOS DE LA PERIFÈRIA

Variació anual del saldo corrent el 2012



FONTS: Comissió Europea i elaboració pròpia.

de l'euro. D'acord amb les previsions de la Comissió Europea, aquesta tendència es va mantenir durant els dos últims mesos de l'any, fins a situar el superàvit corrent en l'1,1% del PIB, 8 dècimes per damunt del registre del 2011.

Com ho mostra el gràfic anterior, la Comissió Europea estima que la millora del saldo corrent va ser un procés gairebé generalitzat. Així, dels onze principals països membres de la unió monetària, només dos van registrar un deteriorament del saldo corrent entre el 2011 i el 2012. Destaca la important correcció als països perifèrics, reflex del major estancament de la demanda interna. Grècia i Portugal van registrar els ajustos més importants, en els dos casos per damunt de 3 punts percentuals del PIB.

Una segona lectura que s'extreu del gràfic anterior té a veure amb l'evolució del saldo corrent als diferents països de la zona de l'euro. Concretament, les millores del saldo corrent van ser més importants als paï-

sos amb desequilibris exteriors més elevats. Malgrat tot, això no va anar només en detriment d'una reducció del superàvit de la resta de països. Així, per exemple, tant els Països Baixos com Alemanya, dos països que, tradicionalment, presenten importants superàvits corrents, van tornar a incrementar el saldo positiu el 2012. Això es pot explicar, en part, per la millora de la competitivitat de la zona de l'euro durant l'any 2012. Una bona mostra d'això és la reducció del tipus de canvi efectiu nominal de l'euro.

De cara a l'any que iniciem, esperem un nou increment del superàvit corrent de la zona de l'euro. No obstant això, el perfil de la recuperació del PIB el 2013, amb una major activitat econòmica durant la segona meitat de l'any, fa preveure que el procés de millora del saldo corrent perdrà dinamisme. Una afirmació que s'alinea amb la menor previsió de l'increment del saldo corrent de la zona de l'euro per al conjunt de l'any, de 5 dècimes.

Millora intensa del saldo corrent dels països perifèrics el 2012.

Esperem una nova millora del superàvit el 2013, tot i que cada vegada menor.

SECTOR EXTERIOR

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	Novembre
Zona de l'euro								
Importacions	21,6	14,0	6,9	3,8	0,9	0,0	6,9	...
Exportacions	20,1	13,3	9,2	8,5	8,1	7,3	14,3	...
Balança comercial (1)	0,7	-9,2	-15,6	3,3	34,1	66,1	77,0	...
Saldos corrents (2)								
Zona de l'euro	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	0,93	...
<i>Alemanya</i>	6,0	5,7	5,7	5,7	6,1	6,3	6,5	...
<i>França</i>	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	...
<i>Itàlia</i>	-3,5	-3,1	-3,1	-2,5	-1,8	-1,3	-1,2	...
<i>Espanya</i>	-4,5	-3,5	-3,5	-3,4	-2,9	-2,2	...	...
Tipus de canvi euro/dòlar (3)	1,33	1,40	1,35	1,32	1,30	1,25	1,29	1,29
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,7	103,4	102,1	99,4	98,2	95,9	97,80	97,20

NOTES: (1) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

(2) Saldo acumulat de 12 mesos en percentatge del PIB dels 4 últims trimestres.

(3) Valors superiors indiquen una apreciació de la moneda.

(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.

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

Reequilibris dels comptes corrents a la zona de l'euro

L'acumulació d'una sèrie de desequilibris al si de la UEM ha acabat desembocant en una crisi de deute sobirà i ha obligat a replantejar els fonaments de la Unió. Les tensions han revifat la idea que la UEM no encaixa en allò que el premiat Robert Mundell va definir com una «àrea monetària òptima», a causa, fonamentalment, de rigideses nominals excessives en un context d'escassa mobilitat laboral entre països i del poder fiscal limitat de la zona de l'euro en conjunt. Aquestes limitacions van contribuir, en el seu moment, a la formació dels desequilibris i, ara, en compliquen la reconducció en un context caracteritzat per la diferent situació econòmica d'uns (el centre) i altres (la perifèria).

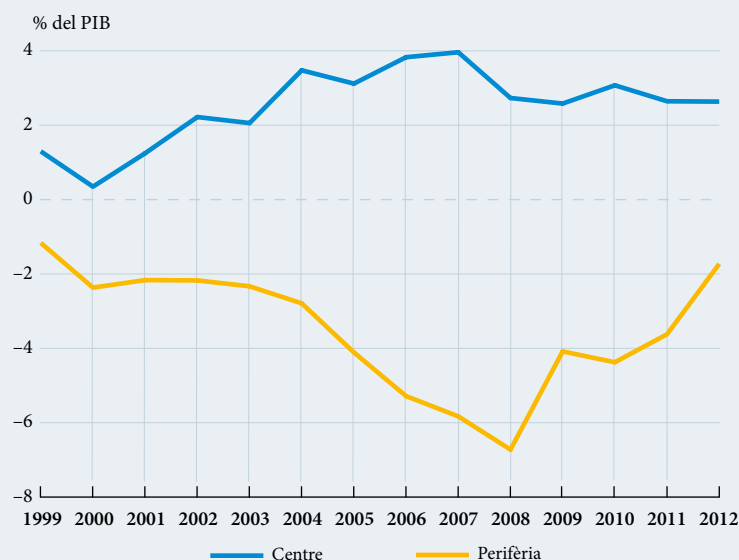
Ara bé, com afirma la dita, «no hi ha mal que per bé no vingui». De manera que la primera gran crisi a la qual s'ha enfrontat la zona de l'euro ha desencadenat un ambiciós procés de reformes estructurals, tant a nivell de país com a nivell de la UEM, que pretenen esmenar aquestes mancances. Al mateix temps, la perifèria ha iniciat una via de correcció dels desequilibris (fiscals, externs i de deute privat) que, esperonada per aquest procés de reformes, continua avançant sense pressa però sense pausa. En l'àmbit extern, l'ajust dels respectius dèficits per compte corrent ha estat, sens dubte, extraordinari.

Segons les dades de l'FMI, i tal com ho il·lustra el gràfic següent, els països perifèrics⁽¹⁾ han passat de tenir un dèficit agregat per compte corrent proper al 7% del PIB el 2008 a un modest registre deficitari de l'1,7% del PIB

(1) La distinció entre països perifèrics i centrals no obeeix a criteris geogràfics, sinó a la magnitud dels desequilibris generats en el període 2000-2008. Vegeu el gràfic per a una llista exacta.

REEQUILIBRI SUBSTANCIAL DELS SALDOS PER COMPTE CORRENT

Saldo per compte corrent



NOTA: Centre: Àustria, Finlàndia, França, Alemanya, Luxemburg, Països Baixos i Bèlgica. Perifèria: Xipre, Estònia, Grècia, Irlanda, Itàlia, Malta, Portugal, Eslovàquia, Eslovènia i Espanya.

FONTS: FMI (WEO Outlook, octubre 2012) i elaboració pròpia.

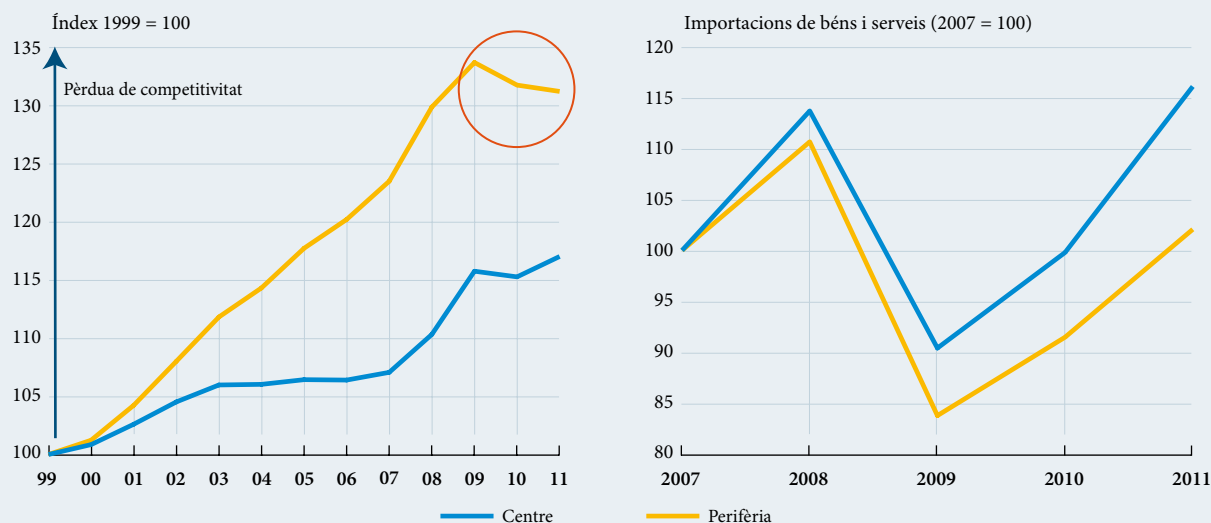
previst per al 2012. En contrapartida, i malgrat que amb una reducció menys intensa, els països centrals han passat d'un superàvit proper al 4% del PIB el 2007 al 2,6% del PIB el 2012. *Grosso modo*, la UEM hauria corregit ja gairebé el 80% dels desequilibris per compte corrent (en relació amb el que l'FMI considera el nivell d'equilibri).⁽²⁾

¿Què ha impulsat aquest reequilibri? A més de l'efecte del cicle econòmic, hi ha hagut tres factors fonamentals: millores en la competitivitat en preus a la perifèria, una major diversificació geogràfica i/o sectorial de la seva exportació i una moderació de caire estructural de la seva demanda interna. En funció de la rellevància real d'aquestes hipòtesis, comptarem amb més o menys garanties que la correcció sigui estructural i no simplement cíclica. Anem, doncs, per parts.

La pèrdua de competitivitat en preus de les economies perifèriques en relació amb els socis del centre entre el 2000 i el 2007 es va erigir com un determinant clau dels desequilibris intraunió. De la mateixa manera, els guanys aconseguits des que va esclatar la crisi (vegeu el gràfic següent) han donat suport a l'actual procés de reequilibri intraunió. Sens dubte, tant l'exportació com la correcció de la importació a la perifèria s'han beneficiat de la reducció dels costos laborals unitaris (CLU), en relació amb els dels socis europeus, impulsada, en gran part, per les reformes estructurals, en especial en l'àmbit laboral. No obstant això, no tots els països de la perifèria han registrat una millora en aquest àmbit (Itàlia, per exemple, ha continuat perdent competitivitat en relació amb els seus socis).

(2) Estimació realitzada a partir dels resultats de R. Philip Lane i Gian Maria Milesi-Ferretti (2012) (vegeu referència a la nota 3) i de les previsions a mitjà termini del FMI (WEO, octubre 2012).

CORRECCIÓ A LA PERIFÈRIA: MÉS COMPETITIVITAT, MENYS IMPORTACIONS



FONTS: BCE, WTO i elaboració pròpia.

L'esforç, en especial a la perifèria, per diversificar les exportacions més enllà dels seus mercats i dels sectors habituals també ha contribuït al reequilibri de les balances corrents dels països de l'euro, però, com en el cas de la competitivitat, tampoc de forma generalitzada. Algunes economies, entre les quals destaca Espanya, han aprofitat la crisi per explotar el potencial que ofereixen economies com la Xina, l'Índia o el Brasil i han augmentat la penetració de les seves exportacions en aquests mercats. En canvi, altres economies, entre les quals se situa Itàlia, no han impulsat els vincles comercials amb els grans emergents i han vist caure la penetració en aquests mercats. Per la seva banda, i tot i ser un avanç positiu, alguns països del centre europeu, com Alemanya, també han sabut treure profit a la situació per millorar el seu intercanvi comercial amb els grans emergents, la qual cosa ha mitigat el reequilibri dels saldos corrents al si de la UEM i, per tant, el pes de la diversificació com a factor d'impuls d'aquesta correcció.

I, malgrat que la recuperació de la competitivitat en preus i l'esforç per diversificar dels països deficitaris han ajudat al reequilibri de les balances externes dels països de l'euro, no han estat els únics determinants (ni els més importants). El mèrit principal s'atribueix a la moderació de la demanda interna a la perifèria. Un estudi recent de Lane i Milesi-Ferretti corrobora que l'avanç més contingut de la demanda interna dels països perifèrics (més intens com més gran era el dèficit corrent abans de la crisi) ha estat l'element clau en la correcció dels dèficits per compte corrent. A tall d'exemple, i segons el mateix estudi, la moderació de la demanda interna d'Espanya explica gairebé el 60% de la correcció del dèficit per compte corrent des de l'inici de la crisi fins avui.⁽³⁾ Aquest efecte ha estat important, tot i que ho podria haver estat més si les economies del centre haguessin compensat més la menor demanda de la perifèria amb polítiques de demanda expansives.

(3) Càlcul realitzat a partir dels estimadors de Philip R. Lane i Gian Maria Milesi-Ferretti, «External adjustment and the global crisis», *Journal of International Economics*, vol. 88, núm. 2, novembre de 2012, pàgs. 252-265.

La importància de la moderació de la demanda interna perifèrica com a element corrector dels desequilibris per compte corrent a la zona de l'euro suscita dubtes sobre la sostenibilitat d'aquesta correcció quan es recuperi el cicle econòmic. Atesa aquesta circumstància, cal apel·lar als significatius canvis estructurals, tant a nivell de país com a nivell de la zona de l'euro, que pretenen consolidar les bases per canalitzar una via de creixement més equilibrada. En aquest sentit, el fet que els significatius guanys de competitivitat dels països perifèrics siguin fruit, en bona part, de les reformes estructurals n'avalua la persistència. Així mateix, els avanços cap a una major i millor coordinació de les polítiques macroeconòmiques a la UEM també donaran suport a la continuïtat del procés de correcció de desequilibris i a un creixement més equilibrat a mitjà termini (vegeu el requadre «No preguntis què pot fer Europa per tu. Pregunta què pots fer tu per Europa»).

En definitiva, la recuperació gradual de la competitivitat en preus dels països perifèrics i, en especial, la moderació de la seva demanda interna (en part cíclica, en part estructural) han impulsat la correcció dels desequilibris per compte corrent a la zona de l'euro. No obstant això, queda camí per recórrer: competitivitat per atresorar per part de la perifèria; més suport al procés de reequilibri per part de les economies centrals, per la via del foment de la demanda interna, i avanços ambiciosos cap a una unió econòmica i monetària més sòlida.

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

El Consell Europeu impulsa la unió bancària

El Consell Europeu celebrat al desembre es va saldar amb resultats modestament positius. La lectura favorable és que els acords assolits introdueixen elements bàsics per reforçar institucionalment la Unió Econòmica i Monetària (UEM), sobre la base de consensos sòlids sense la pressió de la urgència. A més a més, el clima negociador va ser tranquil i sense manifestacions externes de discrepàncies entre els líders. La lectura crítica és que aquests acords es mantenen en la línia de gradualisme pausat i es queden curts en relació amb el que s'esperava.

Els principals avanços es van produir en la creació d'un marc financer integrat, que es coneix com unió bancària. Aquest és un pilar fonamental per trencar el vincle entre risc bancari i sobirà i per garantir un accés al crèdit en condicions similars a tots els

països de la zona de l'euro. En particular, es va confirmar la creació d'un Mecanisme Únic de Supervisió (MUS), tal com ja s'havia proposat al Consell del juny. Es va acordar que el Banc Central Europeu assumeixi les competències de supervisió al març del 2014, i, en principi, tindrà la responsabilitat última sobre tots els bancs europeus. No obstant això, a efectes pràctics, exercirà la supervisió directa dels bancs amb actius superiors als 30.000 milions d'euros o que superin el 20% del PIB del país, amb un nivell mínim d'actius de 5.000 milions. A més a més, el BCE, a instàncies de l'autoritat nacional competent, pot supervisar qualsevol entitat que sigui considerada de rellevància significativa en relació amb l'economia nacional.

Els altres acords en matèria bancària van ser menys encoratjadors. Pel que fa als altres dos pilars fonamentals de la unió bancària, el mecanisme de resolució bancària i un esquema de garantia de dipòsits, es

La discussió sobre la unió fiscal s'ajorna fins al juny.

El BCE supervisarà la banca europea a partir del març del 2014.

S'inicia la correcció dels desequilibris macroeconòmics, tot i que trigarà a completar-se.

demana a la Comissió Europea que presenti una proposta de directiva per ser discutida al Consell del juny vinent. També es va acordar desenvolupar, durant el primer semestre del 2013, un marc operacional que defineixi les condicions per a la recapitalització directa de la banca amb fons comuns i la definició dels «actius heretats», malgrat que encara no s'ha acordat una data d'aplicació efectiva.

En els altres fronts oberts, els processos d'integració fiscal i econòmica, igualment importants, no es van fer grans avanços. Simplement es va establir, com a prioritat immediata, implementar el marc de governança econòmica que ja s'havia aprovat anteriorment (*six-pack*, *two-pack*, *fiscal compact*). Però no es va aprofundir en altres aspectes de la unió fiscal, com podria ser la creació d'un pressupost central específic per donar suport als països que implementin reformes estructurals. Aquests, juntament amb altres aspectes relacionats amb la coordinació de les reformes nacio-

nals i de les polítiques econòmiques, seran els temes de discussió centrals de la reunió del juny.

En paral·lel a aquests avanços en el marc institucional, les reformes estructurals adoptades a nivell nacional ja estan donant els seus fruits. Així, en l'últim informe sobre alertes per a la prevenció i la correcció dels desequilibris macroeconòmics, la Comissió Europea (CE) afirma que s'observa una millora notable de la competitivitat i de la balança per compte corrent dels països perifèrics. No obstant això, 14 països de la Unió Europea continuen encara sota el programa d'anàlisi profunda de la CE, amb el qual es pretén guiar els Estats membres en l'adopció de polítiques adequades per resoldre els desequilibris i per establir els fonaments per a un creixement sostenible i per a la creació d'ocupació. Malgrat els avanços observats fins avui, el procés de correcció dels desequilibris és lent i trigarà encara uns quants anys a completar-se.

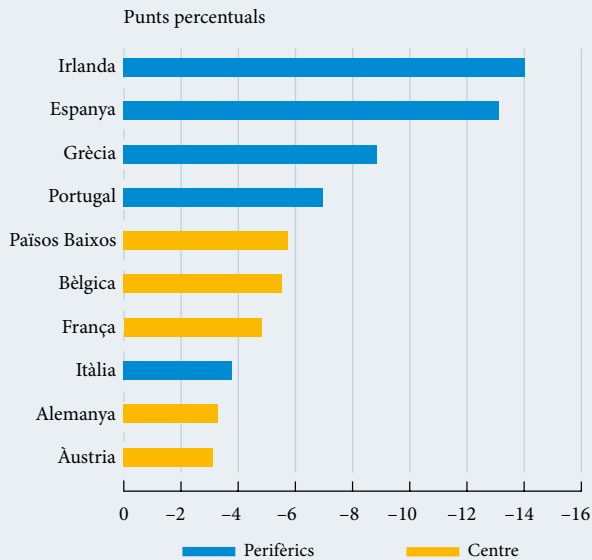
Consolidació fiscal de la perifèria: reequilibri en marxa

Els comptes públics dels països europeus semblaven solvents abans que esclatés la crisi *financera global* el 2007. El temps, però, ha evidenciat que això no era així. Una mostra d'això són els quinze procediments de dèficit excessiu (PDE) que van ser oberts per la Comissió Europea entre el febrer del 2009 i el maig del 2010 per incompliment dels criteris de Maastricht, que fixen un objectiu de dèficit públic màxim del 3% del PIB. Un fet fins a un cert punt raonable, atesa la magnitud de la recessió que es va produir.

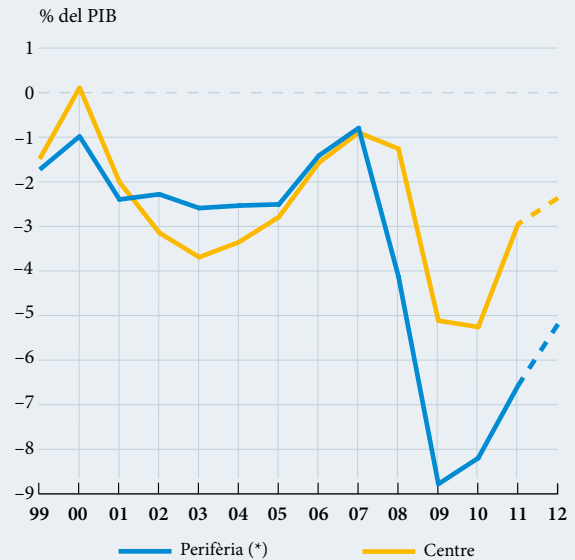
No obstant això, les dificultats que alguns països han tingut per redreçar els comptes públics, notablement als països anomenats de la perifèria, van posar de manifest que el model de finançament públic no era sostenible a molts països de la zona de l'euro. Per aconseguir reconduir les finances públiques era necessari emprendre reformes de gran importància. La dificultat rau en el fet que les reformes estructurals requereixen amplis consensos socials, difícils d'assolir en temps de crisi, i, a més a més, els seus resultats no són immediats. Les conseqüències de tot plegat són ben conegudes: la pitjor crisi econòmica i social a Europa en dècades. La urgència de la situació, però, va fer que, tant a nivell europeu com a cada país, s'adoptessin nombroses i profundes reformes. Enmig de tantes notícies negatives, és important destacar que s'estan començant a obtenir els primers resultats.

DESPRÉS DEL DETERIORAMENT DEL DÈFICIT PÚBLIC, ELS PAÏSOS PERIFÈRICS AVANCEN EN EL PROCÉS DE CONSOLIDACIÓ FISCAL

Variació del saldo públic entre el 2007 i el 2009



Dèficit públic mitjà



NOTA: (*) Vegeu la nota (1) al peu d'aquesta pàgina.
FONT: Comissió Europea.

Comencem pel principi. L'augment del dèficit públic entre el 2007 i el 2009 va ser especialment intens als països perifèrics. Com ho mostra el gràfic anterior, Irlanda i Espanya van encapçalar la llista de països amb un deteriorament més intens del saldo públic durant aquest període, amb caigudes de 14,0 i de 13,1 punts percentuals, respectivament. L'increment del desequilibri fiscal a Grècia i a Portugal també va ser important, tot i que més contingut, de 8,8 i de 7,0 punts percentuals, respectivament. Només el dèficit italià va presentar un comportament similar a la mitjana dels principals països del centre, amb creixements de 3,8 i de 4,1 punts percentuals, respectivament.

Però, més enllà de l'impacte inicial de la crisi sobre els comptes públics, el que va alimentar la desconfiança sobre la capacitat de consolidació fiscal de la perifèria van ser les dificultats inicials per reconduir el deteriorament de les finances públiques. L'escassa reducció del dèficit públic que es va produir el 2010, menys d'un punt percentual al conjunt dels països perifèrics, sumada a l'incompliment generalitzat dels objectius de dèficit el 2011, va donar motius per desconfiar de la capacitat d'ajustar els comptes públics en aquests països.⁽¹⁾ De fet, a diferència del que ha succeït als països del centre, cap dels països de la perifèria, llevat d'Itàlia, ha aconseguit complir l'exigent via de consolidació fiscal marcada en els seus PDE. Les revisions consegüents del procés d'ajust no van fer més que espornar les reticències dels inversors sobre la capacitat d'aquests països per poder establir el deute públic en nivells sostenibles.

(1) Per disponibilitat de dades, s'analitzen 9 dels 17 països de la zona de l'euro. El centre està integrat per Finlàndia, França, Alemanya i Bèlgica, i la perifèria, per Grècia, Irlanda, Itàlia, Portugal i Espanya. El criteri per assignar els països a un grup o a un altre es basa en la posició de superàvit o de dèficit, respectivament, en la balança per compte corrent.

El 2012, però, tenim ja nombroses proves que, a la perifèria, s'estan fent importants esforços. D'acord amb les previsions de la Comissió Europea (CE), el dèficit s'haurà reduït gairebé en 4 punts percentuals del PIB entre el 2010 i el 2012. Concretament, els països perifèrics tancaran el 2012 amb un dèficit públic, de mitjana, proper al 5% del PIB, només dos punts percentuals per damunt del límit fixat en els criteris de Maastricht.

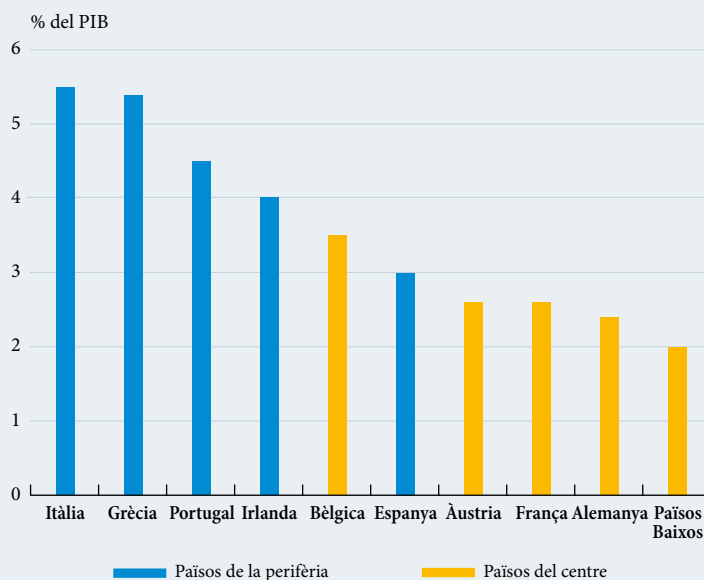
En aquest sentit, és important destacar que l'esforç fiscal que els països perifèrics han hagut de fer ha estat molt superior al del centre. No solament han reduït el dèficit públic en 1 punt percentual més durant aquest temps, sinó que ho han fet en unes condicions econòmiques molt més adverses. El PIB dels països de la perifèria haurà caigut el 0,4% entre el 2010 i el 2012 en termes nominals, d'acord amb les previsions de la CE, mentre que, als països del centre, haurà augmentat el 5,5%. Això no solament fa que, automàticament, el dèficit com a percentatge del PIB sigui superior (per l'efecte de tenir un denominador menor), sinó que, en un context de recessió, l'esforç fiscal que un país ha de fer per reduir el dèficit és superior. La caiguda de l'activitat redueix la capacitat recaptadora i, al mateix temps, augmenta la despesa per la via de l'increment de prestacions socials.

Un segon obstacle al qual s'han hagut d'enfrontar els països perifèrics és el fort increment de la despesa en interessos del deute. Aquest augment respon, en part, al major endeutament públic. Segons les previsions de la CE, el 2012, el deute públic haurà augmentat fins al 115,3% del PIB a la perifèria, 40 punts percentuals per damunt del nivell del 2007. D'altra banda, les tensions financeres als mercats de deute sobirà europeu han provocat un intens augment dels costos de finançament. Arran d'això, la despesa en interessos del deute haurà superat el 4% del PIB a tots els països de la perifèria el 2012, llevat d'Espanya, que es queda en el 3%. Als països del centre, en canvi, aquesta xifra és significativament menor.

En definitiva, la perifèria europea ja pot, finalment, demostrar amb fets els efectes dels ajustos que està duent a terme. És d'esperar, per tant, que, gradualment, la comunitat inversora internacional vagi guanyant confiança en

ELS PAÏSOS DE LA PERIFÈRIA SUPORTEN UNA MAJOR CÀRREGA D'INTERESSOS EL 2012

Despesa en el pagament d'interessos



FONT: Comissió Europea.

la solvència del deute d'aquests països, la qual cosa s'hauria de traduir en una reobertura també gradual dels mercats i en menors costos de finançament. Això també hauria de facilitar el procés de refundació de la Unió Econòmica i Monetària, ja que reduirà els arguments dels qui no confien en la capacitat d'integració de la perifèria als estàndards del centre. Això sí, el procés d'ajust no ha acabat. Els països de la perifèria es troben en una situació molt vulnerable i difícilment podrien afrontar amb garanties un nou xoc econòmic. El procés de reequilibri de la seva economia continua sent tan necessari com urgent i ha d'anar acompanyat per l'estabilitat econòmica i política del conjunt de la zona de l'euro, al mateix temps que s'avança en les reformes institucionals de la unió monetària.

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

Es redueix la fragmentació al mercat de crèdit

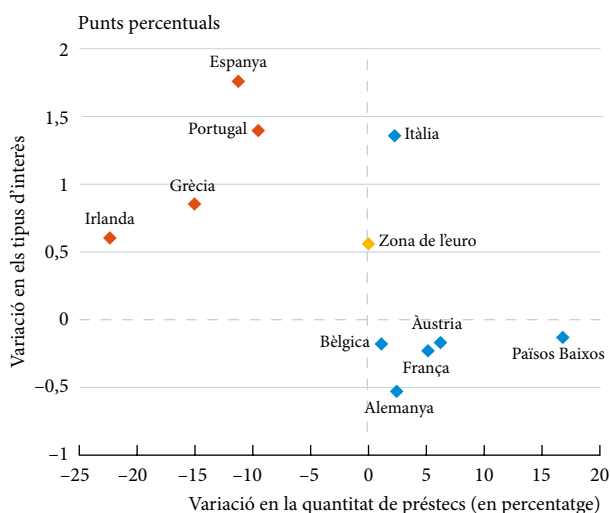
Des de l'esclat de la crisi del deute sobirà europeu, s'ha produït una fragmentació dels mercats financers europeus i s'ha creat un dualisme en els costos de finançament entre països centrals i perifèrics. La diferència és especialment àmplia per als préstecs inferiors a un milió d'euros, que són

els utilitzats per les petites i mitjanes empreses (pimes). Entre l'agost del 2010 i l'agost del 2012, el tipus d'interès al qual es financen les pimes va augmentar de forma notable als països perifèrics, mentre que es va reduir als països del centre. Això és especialment significatiu, ja que, com més gran és el cost de finançament, menor és la capacitat creditícia. Així, en països com Espanya i Portugal, on el cost del crèdit va

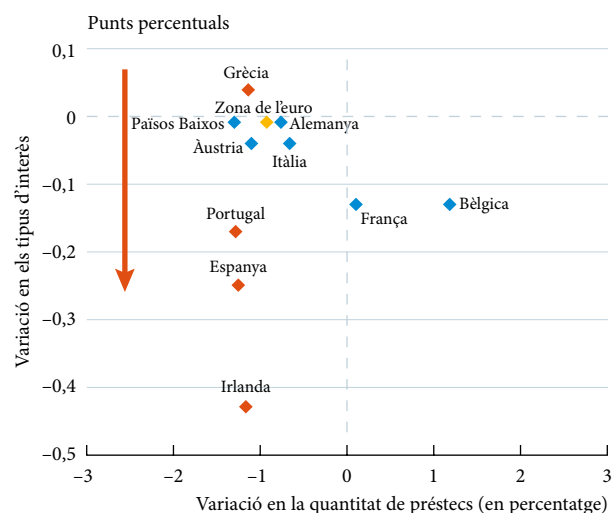
Es redueix la dispersió en els costos de finançament entre països de la zona de l'euro.

DISMINUEIX LA FRAGMENTACIÓ AL MERCAT DE CRÈDIT EUROPEU

Evolució en les condicions de finançament entre l'agost del 2010 i l'agost del 2012



Evolució en les condicions de finançament entre l'agost del 2012 i l'octubre del 2012



FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

El Consell Europeu confirma el compromís de crear el Mecanisme Únic de Supervisió, però l'ajorna fins al 2014.

augmentar en 174 i en 180 punts bàsics, respectivament, també es va experimentar una contracció major, de l'11,3% i del 9,6%, concretament. Per la seva banda, països com Alemanya es van beneficiar d'una reducció del tipus d'interès de 54 punts bàsics, que va ajudar a incrementar el crèdit bancari.

Aquesta heterogeneïtat en els costos de finançament va propiciar la intervenció decidida del Banc Central Europeu, en el mes d'agost, anunciant un programa de compres il·limitades de deute sobirà als mercats secundaris, subjecte a condicionalitat i mostrant el compromís de fer tot el possible per garantir la unitat de l'euro. Després d'aquest anunci, es va produir una certa correcció en la divergència dels costos de finançament entre els països de la moneda comuna. Així, entre l'agost i l'octubre del 2012, el tipus d'interès va dismi-

nuir a tots els països, llevat de Grècia, i va fer-ho amb especial intensitat a Irlanda i a Espanya. No obstant això, ara com ara, l'ajust només s'ha produït en preus i encara no s'ha traduït en una menor caiguda del crèdit. Així, el finançament al sector privat no financer ha tornat a disminuir a la zona de l'euro, fins assolir, en el mes d'octubre, un creixement interanual del -1,5%, enfront del -1,2% del setembre.

Els dipòsits, per la seva banda, van registrar taxes de creixement molt elevades, en especial els comptes a la vista, amb una taxa de creixement interanual del 7%. Això es degut, en part, al fet que les aportacions de capital que van realitzar a l'octubre els països de la zona de l'euro per a la constitució del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) es comptabilitzen com a dipòsits a la vista. Si es té en compte aquest efecte, l'increment interanual passa a ser del 5,1%,

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	Novembre
Finançament al sector privat (1)								
Societats no financeres	-1,0	2,0	1,9	0,7	0,2	-0,6	-1,5	...
Llars (2)	2,7	2,7	2,2	1,9	1,3	0,9	0,8	...
Dipòsits (1)								
Dipòsits a la vista	8,7	1,4	1,1	1,9	2,5	4,9	7,0	...
Altres dipòsits a curt termini	-5,3	2,6	1,9	2,7	2,4	1,1	1,7	...
Instrumentos negociables	-9,1	-5,4	-3,0	0,4	2,8	0,8	0,0	...
Tipus d'interès del mercat monetari (%)								
Repo BCE	1,0	1,25	1,42	1,00	1,00	0,83	0,75	0,75
Euríbor a 3 mesos	0,80	1,38	1,54	1,14	0,71	0,44	0,22	0,20
Euríbor a 12 mesos	1,34	1,99	2,08	1,76	1,32	0,98	0,69	0,62
Tipus d'interès de préstecs i dipòsits (%)								
Crèdit a les societats no financeres (3)	2,2	2,8	3,0	2,7	2,6	2,3	2,2	...
Préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge (4)	2,7	3,3	3,5	3,4	3,2	3,0	2,9	...
Dipòsits fins a 1 any de les llars	2,1	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	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 inicial.

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

FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

un creixement lleugerament superior al del mes de setembre.

Amb les seves actuacions, el BCE ha aconseguit estabilitzar les tensions financeres i ha esvaït qualsevol dubte sobre el seu posicionament en defensa de l'euro. No obstant això, en última instància, el que garanteix el futur de la unió és el compromís polític d'avançar cap a un marc financer integrat. En aquest sentit, l'acord assolit pels líders europeus al Consell Europeu del desembre d'avançar cap a una unió bancària és un pas en la direcció correcta. En concret, es va aprovar la creació del Mecanisme Únic de Supervisió, tot i que es va ajornar la data d'assumpció de competències del BCE fins al març del 2014.

No obstant això, els aspectes més sensibles, com la recapitalització directa de la banca pel Mecanisme Europeu d'Estabilitat i la definició dels «actius heretats», han quedat pendents. No obstant això, el Consell Europeu voldria assolir l'acord d'un marc operacional per resoldre aquests aspectes al llarg del primer semestre del 2013, fet crucial per trencar el cercle viciós existent entre risc bancari i sobirà. A més a més, també demana a la Comissió que presenti una proposta de directiva per al mecanisme de resolució bancària i un esquema de garantia de dipòsits.

Els avanços duts a terme durant aquests últims mesos han aconseguit reduir, en part, la fragmentació financera. No obstant això, les diferents condicions d'accés al crèdit perjudiquen la competitivitat de les empreses dels països amb més necessitats de finançament extern. Per aconseguir uns mercats financers totalment integrats, és necessari continuar avançant en la creació d'institucions que fomentin la fortalesa de la zona de l'euro i mitiguin les diferències en els tipus d'interès suportats per les llars i, sobretot, per les empreses.

Europa emergent: 2013, any de recuperació?

Què oferirà l'Europa emergent el 2013 en matèria de creixement econòmic? Amb tota la prudència que exigeix un moment econòmic presidit per una incertesa notable, el nostre escenari central contempla que, en aquest exercici, la regió en conjunt registrarà una recuperació de l'activitat, però que la seva intensitat serà clarament moderada.

El punt de partida d'aquest escenari són les tendències més recents d'activitat econòmica. En aquest front, que determina els resultats econòmics a curt termini, i sense disposar encara de les dades de tancament del 2012 en el moment d'escriure aquestes línies, l'element més rellevant que cal retenir és que els indicadors disponibles suggereixen una certa recuperació de l'activitat en el quart trimestre. Aquesta tendència s'aprecia amb més nitidesa en l'indicador de sentiment econòmic, que ha repuntat al novembre.

No obstant això, cal plantejar-se si aquest moviment és, simplement, una correcció puntual. Cal recordar que, en el tercer trimestre, les xifres de comptabilitat nacional de les cinc economies que ressenyem habitualment en aquestes pàgines (Polònia, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia i Romania) van tendir a empitjorar més del que estava previst. Això suggereix un to de feblesa que hauria de tenir una certa persistència. Tractant de conciliar les dues visions, la de molt curt termini i la de caràcter més subjacent, la nostra lectura és que les dades del quart trimestre no són un rebot circumstancial, sinó que representen l'inici d'un moviment més sostenible, ja que els indicadors de caràcter més anticipador, com les comandes industrials, apunten en aquesta direcció.

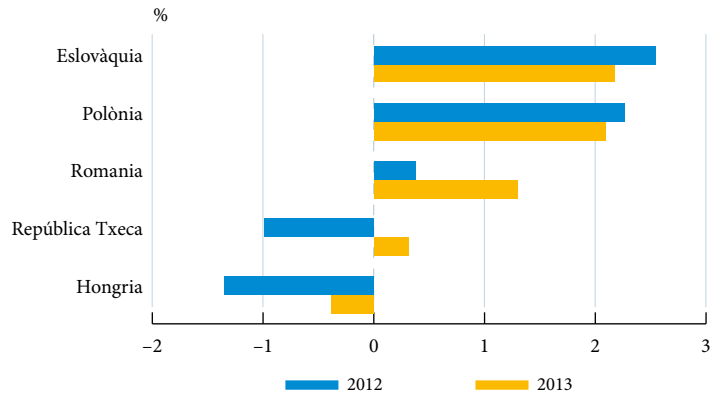
Queden per resoldre aspectes de la unió bancària.

A l'Europa emergent, preveiem una recuperació moderada el 2013.

Dos aspectes crítics per consolidar la incipient reactivació són que l'estrès financer continuï contingut...

L'ACTIVITAT ES RECUPERARÀ DE FORMA MODERADA A L'EUROPA EMERGENT EL 2013

Previsió de creixement real, en percentatge



FONTS: Oficines nacionals d'estadística, Eurostat i elaboració pròpia.

...i que la zona de l'euro surti de la recessió durant la primera part del 2013.

Així i tot, l'escenari de recuperació dependrà, críticament, de dos desenvolupaments externs a l'Europa emergent. El primer és que el nivell d'estrès financer sobre les economies de la regió no empitjori de forma apreciable. En aquest sentit, cal recordar que, després de la seqüència de decisions comunitàries dels últims mesos, que han establert la base per a la contenció de la crisi del deute de la zona de l'euro, les primes de risc de les cinc economies que comentem aquí s'han reconduït de forma notable. Tot i que els repunts conjunturals no són descartables, és important que no s'inverteixi la tendència a la millora experimentada des de l'estiu passat. La nostra hipòtesi és que aquest serà, efectivament, el cas, la qual cosa implica que, en la mitjana del 2013, les condicions de finançament externes d'aquests països seran menys restrictives que les que es van donar entre mitjan 2011 i mitjan 2012.

El segon element exogen a la regió fa referència a l'evolució cíclica prevista de la zona de l'euro. En aquest front, el nostre escenari central preveu que la recessió de la zona de l'euro es tancarà al començament del 2013 i que es passarà a registrar una recuperació lenta, però sostinguda, des del primer trimestre d'aquest exercici. Això

hauria de permetre que girin a l'alça les exportacions de béns de les economies de l'Europa emergent i, en particular, les de béns d'equipament, fonamentals en aquests països.

En aquesta millora esperada de l'activitat, el paper de la política econòmica serà reduït. D'entrada, cal esperar que la política fiscal mantingui l'esforç de consolidació fiscal registrat en els últims temps. Això fa que la política monetària sigui l'únic suport disponible. No obstant això, ni els nivells actuals dels tipus de referència (en termes històrics, relativament baixos) ni la situació de la inflació (amb prou feines continguda, fins i tot tenint en compte les escasses pressions de demanda registrades) fan preveure un moviment excessiu de relaxament monetari.

Sota aquestes hipòtesis, el creixement previst per al 2013 que considerem per al conjunt de la regió és de l'1,1%, que, tot i ser escàs, gairebé dobla el registrat el 2012. Malgrat aquest panorama general, convé aturar-se un instant en algunes circumstàncies dels diferents països, ja que presenten matisos rellevants. Si es compleixen les previsions, l'únic país de la zona que experimentarà una caiguda del PIB el 2013 serà

Hongria, fonamentalment perquè el país està intensificant l'ajust fiscal per controlar el dèficit públic. Així i tot, aquesta reculada serà menor que la del 2012. Millors perspectives mantindran la República Txeca i Romania. En els dos casos, l'avanç del PIB serà, el 2013, de l'ordre d'un punt percentual per damunt de l'avanç del 2012. Atesa la contenció de la demanda interna, aquest plus de creixement serà generat, principalment, per les exportacions.

Finalment, l'escenari de Polònia i d'Eslovàquia presenta també certes particulari-

tats. Amb un creixement previst proper al 2,5% el 2013, són les dues economies de la regió que creixeran més. Així i tot, aquesta xifra representa una desacceleració moderada en relació amb els registres del 2012. Això és degut al fet que les demandes internes polonesa i eslovaca estan enfilant una via descendent des de mitjan 2012, tendència que hauria de mantenir la inèrcia fins ben entrat el 2013 i que hauria d'impedir que la millora de l'exportació, que també arribarà a aquestes economies, es traslladi a una acceleració de l'activitat.

Per països, cal destacar que Hongria podria ser l'únic país amb caiguda del PIB el 2013.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Bon comportament en el tram final de l'exercici

S'acaba un any marcat pels convulsos esdeveniments vinculats a la crisi de la zona de l'euro i per la desacceleració preocupant del ritme de creixement global. L'actuació de les autoritats governamentals i monetàries ha estat crucial per aconseguir la contenció de riscos que es percep ara en els dos fronts. Les autoritats governamentals han acordat l'establiment d'un full de ruta per reforçar institucionalment la UEM incorporant elements per a una veritable unió bancària i fiscal. A més a més, han redoblat els esforços per reconduir els problemes dels països perifèrics. Les autoritats monetàries han intensificat el grau de laxitud de les polítiques monetàries, amb el propòsit de consolidar l'estabilitat financera i d'estimular el creixement econòmic. Tot i que encara queda un llarg camí per recórrer, els resultats es comencen a notar. El període de calma que s'ha obert en l'escena financera internacional es caracteritza per una recuperació de la confiança, per la recerca de rendibilitat per part dels inversors (després de mesos apostant pels actius de màxima qualitat) i per una millora dels indicadors de conjuntura. El 2013 comença amb l'esperança que aquestes pautes es consolidin. No obstant això, a nivell global, es mantenen encara diferents focus d'incertesa, que constitueixen amenaces que cal vigilar. A més de l'evolució de la zona de l'euro, destaca l'assumpte de les negociacions entre demòcrates i republicans per evitar l'anomenat *fiscal cliff*, que podria dur els Estats Units de nou a la recessió. En un altre pla, abunden les incògnites sobre els efectes (tant els buscats

com els indesitjats) de les agressives mesures monetàries que s'estan adoptant als països desenvolupats.

Els bancs centrals intensifiquen l'expansió monetària

L'orientació marcadament expansiva de les polítiques a nivell mundial ha caracteritzat l'entorn monetari del 2012. El compromís de les autoritats per proporcionar un marc econòmic i financer estable ha imperat en les decisions de la majoria de bancs centrals. Malgrat que les eines utilitzades han diferit en contingut i en forma, les mesures implementades han estat decidides i ambicioses. Els fruits comencen a arribar. Els principals resultats es poden observar en la relativa estabilització dels mercats de crèdit sobirà a la zona de l'euro i en la contenció del deteriorament de l'activitat a les principals economies. No obstant això, sota la consideració que encara queda molt per fer, al desembre, s'ha intensificat el relaxament de les condicions monetàries a la zona de l'euro i als Estats Units.

A Europa, en l'última reunió de l'any, el Banc Central Europeu (BCE) va decidir mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,75%. L'entitat preveu que, durant una gran part de l'any, l'economia de la regió mantindrà un to feble, caracteritzat per la sobrietat de la despesa interior i per la contenció de la demanda externa. No obstant això, continua esperant que, de cara al final del 2013, la situació millori, gràcies a l'enfortiment de l'activitat global i a l'efecte de la seva política monetària acomodaticia sobre la confiança dels mercats

Els mercats financers travessen una etapa de relativa calma.

L'incert dels Governos i dels bancs centrals és clau per a l'estabilització financera.

Les polítiques monetàries expansives dominen l'escenari global.

financers europeus. Ateses aquestes consideracions, el banc central va revisar les previsions de creixement lleugerament a la baixa i va estimar que, el 2013, la variació del PIB se situarà entre el -0,9% i el +0,3%. Opina també que les pressions inflacionistes es mantindran contingudes en els pròxims trimestres i que, a curt termini, els principals riscos són l'encariment dels preus del cru i els derivats de l'augment dels impostos indirectes. Amb aquest panorama, el mateix Mario Draghi va reconèixer que, a la reunió del Consell, es va discutir àmpliament la possibilitat d'una retallada dels tipus oficials, tot i que, finalment, la majoria de membres van optar per mantenir-los en els nivells vigents. La

veritat és que el debat sobre una propera rebaixa de tipus ha passat a ser un tema central entre els participants als mercats financers. Sota la previsió d'empitjorament del creixement durant l'any, i controlada l'amenaça inflacionista, la probabilitat que el BCE efectui una retallada del tipus oficial al llarg del primer trimestre del 2013 és elevada.

D'altra banda, dins el capítol de mesures no convencionals, el Consell va decidir prorrogar el règim de subhastes de liquiditat a tipus d'interès fix amb adjudicació plena (l'anomenada «barra lliure») durant el temps necessari i, com a mínim, durant el primer semestre del 2013.

El BCE revisa a la baixa les previsions de creixement per al 2013.

Draghi deixa les portes obertes a possibles rebaxes de tipus d'interès.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euribor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2011									
Novembre	1,25	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Desembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
2012									
Gener	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrer	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Març	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Maig	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Juny	1,00	0,65	1,21	0,25	0,46	0,20	0,50	0,90	0,09
Juliol	0,75	0,39	0,95	0,25	0,44	0,20	0,50	0,74	0,08
Agost	0,75	0,28	0,81	0,25	0,42	0,19	0,50	0,68	0,00
Setembre	0,75	0,22	0,68	0,25	0,36	0,19	0,50	0,60	0,05
Octubre	0,75	0,20	0,62	0,25	0,31	0,19	0,50	0,53	0,08
Novembre	0,75	0,19	0,57	0,25	0,31	0,19	0,50	0,52	0,00
Desembre (1)	0,75	0,18	0,54	0,25	0,31	0,18	0,50	0,52	-0,02

NOTES: (1) Dia 20.

(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.

El mecanisme de supervisió bancària a Europa beneficiarà el funcionament dels canals de crèdit.

La institució, però, considera que és prioritari restituir la correcta transmissió de la política monetària a tots els països membres, la qual cosa passa per normalitzar les condicions de finançament dels sobirans i de les entitats bancàries i per trencar els vincles perniciosos encara existents. Per aquest motiu, el BCE suggereix que les entitats bancàries han de reforçar les polítiques de liquiditat i de solvència. Precisament, és en aquest àmbit on incideix el Mecanisme Únic de Supervisió bancària, que té el BCE al capdavant. En l'últim Ecofin, els ministres de finances de la Unió Europea van acordar que la màxima autoritat monetària supervisarà els bancs de la regió amb actius valorats en més de 30.000 milions d'euros o amb un pes superior al 20% del PIB del seu país d'origen.

La Fed vincula la pujada de tipus a l'evolució de l'atur i de la inflació.

Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) ha intensificat la laxitud de la política monetària. De fet, en la primera reunió després de la reelecció de Barack Obama com a president, la institució va anunciar decisions sense precedents. La Fed va explicar que la seva anàlisi dels diferents indicadors econòmics mostra que el ritme de creixement del PIB s'ha mantingut moderat en els últims mesos i ha defraudat els pronòstics d'acceleració, tot plegat, però, en un entorn d'estabilitat de preus. En particular, va destacar aspectes fonamentals com el mercat laboral, que continua presentant una taxa elevada d'atur. En conseqüència, la Fed ha optat per intensificar els esforços per assolir el doble objectiu d'impulsar la creació de llocs de treball i de mantenir l'estabilitat de preus. Per aquest motiu, s'ha compromès a mantenir els tipus d'interès excepcionalment baixos (en els nivells actuals de 0%-0,25%) mentre la taxa d'atur es mantingui per damunt del 6,5% i la inflació esperada a un i a dos anys vista no superi en mig punt percentual el 2%, que és l'objectiu a llarg termini. Aquest anunci se superposa a la referència temporal que anticipava que les

Els països emergents gestionen amb èxit la desacceleració de les seves economies.

pujades de tipus d'interès es produïrien a partir del 2015.

Adicionalment, la Fed ha decidit ampliar el programa de compra de bons del Tresor nord-americà i de bons recolzats per actius immobiliaris. Quan finalitzi, al desembre, l'Operació Twist, el banc central considera convenient incrementar el volum mensual de compres de deute, amb la finalitat d'assegurar unes condicions financeres laxes. En concret, a partir del gener del 2013, la Fed adquirirà, mensualment, titulitzacions hipotecàries per valor de 40.000 milions de dòlars i bons del Tresor amb venciment a llarg termini per valor de 45.000 milions de dòlars. Així mateix, mantindrà la política de reinversió dels interessos i el principal dels títols en el seu poder. Igual que amb els tipus d'interès, en aquest cas, el perfil acomodatiu de la política monetària supedita la durada d'aquestes actuacions a la millora de l'ocupació i de la inflació, sense posar ni data ni quantia límits.

No obstant això, Bernanke va tornar a comentar que l'efectivitat d'aquesta estratègia està supeditada a l'èxit de les negociacions entre els dirigents polítics per evitar el risc de recessió que comportaria l'«abisme fiscal». Des de la Fed, es va realitzar una crida emfàtica als congressistes i al president per tancar un acord assenyat, sota l'advertiment de la insuficient capacitat del banc central per afrontar un nou episodi de recessió econòmica.

Als països emergents, l'escenari és diferent. En conjunt, aquests països han aconseguit maniar amb èxit l'aterratge suau de les economies el 2012 amb l'ús de mesures monetàries expansives. Aquests processos han trampejat de forma satisfactòria els riscos derivats del sobreescalfament de l'activitat productiva, de l'apreciació de les divises i de la formació de bombolles d'actius financers. De cara al

pròxim exercici, diversos governadors de bancs centrals han anticipat una pausa en el ritme d'expansió de les seves polítiques, mentre esperen que es consolidi la millora del pols de les economies en els pròxims mesos, tot i que sense tancar les portes a possibles estímuls addicionals. Aquest seria el cas de la Xina i del Brasil.

Com era d'esperar, la intensificació de la laxitud de les polítiques monetàries ha pressionat, encara més, els tipus d'interès interbancaris nord-americans i europeus. Pel que fa als europeus, els comentaris de Mario Draghi sobre una possible rebaixa del tipus oficial han proporcionat un nou impuls a la baixa als tipus d'interès euríbor. Tot i que el descens ha estat d'escassa magnitud, ja que molts operadors ja contemplaven aquesta possibilitat, el tipus d'interès a 12 mesos ha marcat un nou mínim històric (0,54%). En qualsevol cas, les probabilitats estimades que el BCE es decanti per situar el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit en zona negativa són molt baixes, la qual cosa proporciona un nivell

mínim de suport a l'euríbor des dels nivells ja assolits.

La reducció dels riscos de cua afavoreix el deute perifèric

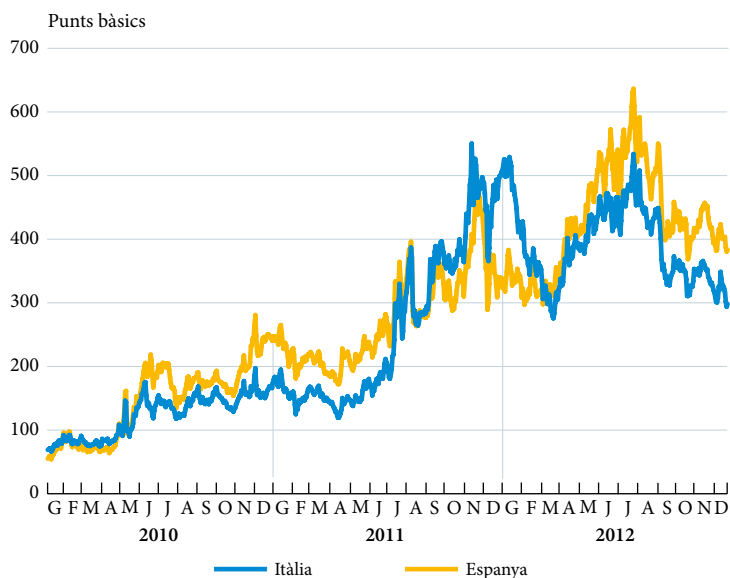
En la recta final de l'any, les taxes de rendibilitat del deute públic dels països més solvents (Alemanya i els Estats Units) han romàs a la zona de mínims històrics que ja havien assolit uns mesos enrere. Aquesta continuïtat és el resultat de diversos factors: a la zona de l'euro, de la rebaixa de les expectatives de creixement per al 2013, dels baixos tipus d'interès oficials, de l'abundant liquiditat proporcionada pel BCE i de la desconfiança que encara pesa sobre el deute públic dels països perifèrics; als Estats Units, de la incertesa generada per la falta d'acord parlamentari per evitar l'«abisme fiscal» i de la pressió que exerceix la intervenció de la Fed als mercats de bons. En suma, aquests elements han ajudat a definir un marc tranquil per als inversors que donen prioritat als actius de

L'euríbor baixa per la possibilitat que el BCE abaixi els tipus.

L'expansió monetària estabilitza les rendibilitats del deute alemany i nord-americà.

LES PRIMES DE RISC DE LA PERIFÈRIA ES RELAXEN

Diferencials dels bons sobirans a 10 anys d'Espanya i Itàlia amb el *Bund* alemany



FONT: Bloomberg.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2011								
Novembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Desembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
2012								
Gener	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrer	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Març	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Maig	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Juny	1,58	2,69	6,33	5,82	1,64	0,84	1,73	0,67
Juliol	1,29	2,06	6,75	6,08	1,47	0,79	1,47	0,48
Agost	1,33	2,16	6,86	5,85	1,55	0,80	1,46	0,52
Setembre	1,44	2,18	5,94	5,09	1,63	0,78	1,73	0,54
Octubre	1,46	2,24	5,62	4,96	1,69	0,78	1,85	0,50
Novembre	1,39	2,05	5,32	4,50	1,62	0,72	1,78	0,45
Desembre (*)	1,42	2,00	5,27	4,40	1,78	0,77	1,96	0,56

NOTA: (*) Dia 20.

FONT: Bloomberg.

La calma en la crisi del deute sobirà de la perifèria és notable.

qualitat enfront dels més rendibles i arriats. El caràcter refugi d'aquests actius es pot observar en l'evolució descendent de les taxes de rendibilitat del *Bund* alemany i del *Treasury* nord-americà a 10 anys des del gener. No obstant això, a mesura que els riscos polítics i els frens econòmics a banda i banda de l'Atlàntic vagin desapareixent al llarg dels pròxims mesos, cal esperar que es produeixi una tímida recuperació del pendent de la corba de rendibilitats del deute d'aquests països.

Si ens centrem a la zona de l'euro, és un fet que la percepció als mercats del risc de ruptura de la UEM s'ha reduït en el quart trimestre de l'any. Després de l'anunci de les Operacions Monetàries de Compra-venda (OMC) per part del BCE, altres factors han contribuït a la millora del panorama. En aquest sentit, cal destacar el flux de notícies favorables sobre la creació de la unió bancària europea i sobre la recapita-

litació del sistema financer espanyol amb fons europeus, que ha aportat una major dosi de calma als mercats de capitals internacionals. Al desembre, el desemborsament d'un nou tram d'ajudes a Grècia i els acords de l'última reunió del Consell Europeu han afegit nous estímuls positius al sentiment dels mercats. Pel que fa als desenvolupaments interns als dos països clau sotmesos a pressió, Espanya i Itàlia, també s'han produït notícies d'especial rellevància per a la reducció de les primes de risc. A Espanya, s'aprecia, en l'àmbit econòmic, un deteriorament dels indicadors d'activitat menys intens del que s'esperava. En el terreny fiscal, la desviació de l'objectiu de dèficit acordat fa pensar que podria ser una mica inferior després de les encoratjadores dades d'execució pressupostària de l'Estat i de l'anunci de noves mesures de contenció de la despesa pública. Addicionalment, el procés de sanejament de la banca espanyola ha per-

Les eleccions a Itàlia i les dades pressupostàries d'Espanya seran focus de turbulències passatgeres.

mès la relativa recuperació de la confiança exterior i ha facilitat una còmoda col·locació de deute en les subhastes del Tresor. No obstant això, el futur immediat dels mercats de deute sobirà del sud europeu continua exposat a un grau elevat de vulnerabilitats, entre les quals destaquen les eleccions presidencials a Itàlia, les dades pressupostàries finals d'Espanya i el consegüent debat sobre la possible sol·licitud per part del Govern d'una línia de crèdit preventiva al MEDE.

Les actuacions dels bancs centrals es fan sentir als mercats de divises

El 2012, el canvi euro-dòlar ha estat protagonitzat per diferents episodis d'instabilitat. Les oscil·lacions s'han produït sem-

pre al voltant dels 1,30 dòlars per euro, en un rang relativament estret en termes històrics, però suficient perquè la variació entre el preu mínim i el màxim hagi arribat al 10%. Els principals determinants d'aquest tipus de canvi han estat tres. En primer lloc, les diferents mesures que s'han anat adoptant en el marc de les estratègies monetàries ultralaxes, en especial per part de la Fed i, amb menor mesura, per part del BCE. En segon lloc, els canvis en les expectatives de creixement a les dues regions. En tercer lloc, l'evolució de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro i els consegüents brots d'aversion al risc. En la part final de l'any, el conjunt d'aquests factors s'ha decantat a favor de l'euro, que ha progressat gairebé fins als 1,33 dòlars. De cara a l'any vinent, la projecció d'aquests mateixos determinants no fa esperar que

L'euro es revalor per una confluència de factors.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

20-12-12

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2011	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	84,0	2,7	8,4	7,2
Lliura esterlina	0,615	2,1	4,5	3,7
Franc suís	0,913	-3,0	-2,8	-2,1
Dòlar canadenc	0,989	-0,8	-3,3	-4,2
Pes mexicà	12,784	-1,7	-9,0	-7,8
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,323	-3,2	-2,1	-1,2
Ien japonès	111,1	5,8	10,3	8,3
Franc suís	1,208	0,2	-0,8	-0,9
Lliura esterlina	0,814	1,1	-2,4	-2,7
Corona sueca	8,666	-0,1	-2,9	-3,6
Corona danesa	7,461	0,0	0,4	0,4
Zloty polonès	4,071	-1,1	-9,7	-9,4
Corona txeca	25,21	-0,6	-1,5	-1,4
Forint hongarès	286,2	1,9	-10,0	-5,3

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

FONT: Bloomberg.

El ien es deprecia amb les mesures expansives del Banc del Japó.

el tipus de canvi s'allunyi gaire del nivell actual, per bé que, atesa la magnitud que estan adquirint les mesures de política monetària, la volatilitat podria augmentar.

En una línia similar, el ien japonès travessa una de les etapes de major protagonisme en els últims temps. El tipus de canvi de la divisa nipona ha prosseguit la tònica de depreciació enfront de l'euro i del dòlar i s'ha situat en el valor mínim dels deu últims mesos. Aquesta circumstància és el resultat de l'augment de les expectatives que el primer ministre, Shinzo Abe, escollit recentment, pressionarà el Banc del Japó perquè adopti mesures monetàries contundents per estimular l'economia i les exportacions a la resta del món. Al final de desembre, el banc central va decidir ampliar el programa de compra d'actius financers amb la finalitat d'injectar més liquiditat a l'economia i, en conseqüència, d'abaratir el preu del ien. Igualment, va anunciar que, al gener, estudiarà la possibilitat d'apujar l'objectiu oficial d'inflació de l'1% al 2%.

Culmina un gran any per a la renda fixa corporativa

Al llarg de l'any que acaba, el volum de negociació als mercats financers ha disminuït, amb la notable excepció d'una classe d'actius: els bons corporatius. El 2012, i principalment des de l'estiu, l'activitat en aquest mercat s'ha vist afavorida per la concurrència de diversos factors. D'una banda, l'augment de la laxitud monetària als Estats Units i a la zona de l'euro. A més de calmar el sentiment dels inversors, ha pressionat a la baixa les *yields* del deute sobirà i ha encoratjat el transvasament de fluxos inversors cap a altres actius, com el deute privat. El compromís de les autoritats ha facilitat la reducció dels diferencials dels índexs de renda fixa i ha diluït l'efecte

de les negatives dades econòmiques. Les companyies també han fet grans esforços per sanejar els balanços, i el risc de fallida empresarial s'ha reduït de forma considerable. De l'altra, els inversors, institucionals i minoristes, han trobat en la renda fixa corporativa una opció atractiva de rendibilitat i de seguretat, amb perspectives de retorn positives a mitjà termini. Lògicament, en aquest entorn de bonança relativa, les empreses amb necessitats de finançament han aprofitat les condicions del mercat per realitzar noves emissions. L'afluència ha estat tan considerable que, el 2012, s'han batut els rècords d'emissions de deute corporatiu denominat en dòlars, tant d'empreses amb elevat grau de qualitat creditícia (*investment grade*) com de risc elevat (*high yield*). Precisament, les emissions d'aquest últim sector han protagonitzat el *boom* emissor. En aquest sentit, han destacat les emissions realitzades per empreses de països europeus en dòlars i l'augment de la negociació de productes estructurats de crèdit d'alt risc, com els CLO (*collateralised-loan-obligations*). No obstant això, tot i que, de cara al 2013, les perspectives són positives, han començat a aparèixer alertes sobre la possible formació d'una bombolla en aquest sector. El seguiment de variables com l'impacte de la política monetària quantitativa sobre les *yields* corporatives o l'esgotament dels marges de caiguda de la rendibilitat al segment d'*investment grade* són fonamentals per identificar els possibles excessos.

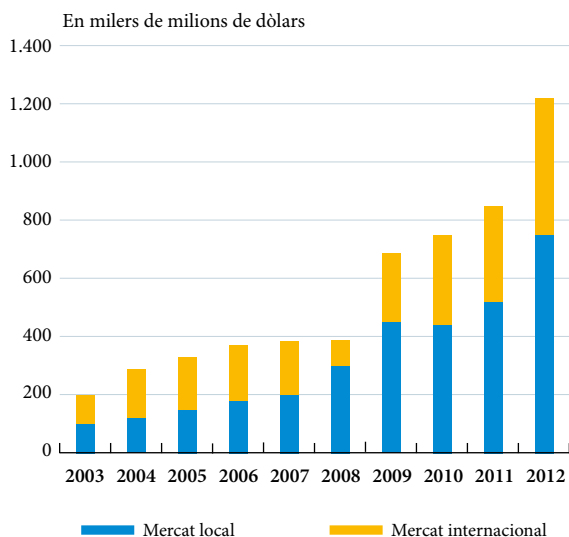
Pel que fa als països emergents, la sostenibilitat de les expectatives de creixement econòmic, el marge d'actuació que encara tenen els bancs centrals i la bona qualificació creditícia de les empreses han generat el desplaçament del flux de capitals cap a aquesta classe d'actius. Com en el cas de les economies desenvolupades, el ritme de les emissions de deute ha superat les expectatives, i, al mercat, han dominat les

El 2012, les emissions de bons corporatius han batut rècords.

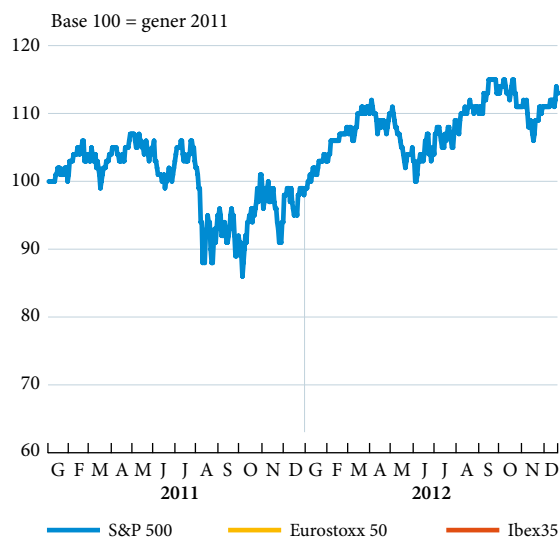
Alguns indicadors de mercat adverteixen de la possible formació d'una bombolla en aquests actius.

ELS ACTIUS DE RISC S'HAN COMPORTAT FAVORABLEMENT EL 2012

Mercats emergents: emissió de bons corporatius



Cotització dels principals índexs borsaris



FONT: Bloomberg.

col·locacions de bons per part de companyies xineses.

Final brillant d'un any borsari turbulent

Els principals índexs borsaris han finalitzat l'any amb guanys. L'alça de les cotitzacions ha estat el resultat conjunt de l'anunci de noves mesures d'estímul monetari als dos costats de l'Atlàntic i de la valoració positiva de les iniciatives adoptades pels dirigents europeus per apuntalar l'estabilització financera de la regió. Igualment, algunes dades de conjuntura econòmica nord-americanes i xineses han sorprès favorablement en el tram final de l'exercici. La percepció de menys riscos s'ha manifestat en la caiguda de la volatilitat implícita dels índexs, que s'han situat per sota de la mitjana dels vint últims anys. No obstant això, cal destacar que els dubtes sobre el resultat final de les negociacions sobre l'«abisme fiscal» han entorpit la bona marxa de les cotitzacions nord-americanes.

Des del punt de vista sectorial, els avanços en la creació del mecanisme de supervisió bancària europea i en la recapitalització de les entitats espanyoles han donat un nou impuls a la cotització del sector bancari a la zona de l'euro. Paral·lelament, les empreses financeres nord-americanes també han recollit guanys, amb el suport de l'ampliació dels estímuls monetaris de la Fed. Per la seva banda, les borses dels països emergents han continuat immerses en la tendència alcista iniciada al setembre. La perspectiva de sostenibilitat de la reactivació econòmica a les principals economies emergents i l'afluència constant dels fluxos de capitals cap a aquests mercats donen suport als índexs.

De cara al 2013, els actius de renda variable es perfilen com els grans protagonistes i agafaran el relleu de la renda fixa corporativa. El consens dels analistes anticipa un escenari econòmic i financer més benigne, basat en la recuperació de les taxes de creixement a nivell global i en la reducció dels riscos de cua a la zona de l'euro i

Les borses internacionals tanquen l'any amb pujades.

La cotització del sector financer es beneficia dels passos cap a la unió bancària europea.

Les ràtios de valoració dels índexs es troben en nivells baixos.

als Estats Units. Ateses aquestes premisses, el focus borsari hauria de tornar a les variables pròpies de l'escenari corporatiu: beneficis, dividends, M&A, etc. Pel que fa als índexs, la valoració actual de l'S&P 500 i de l'Eurostoxx 50 es troba en nivells atractius en termes de la ràtio de preus sobre guanys. De fet, aquestes circumstàncies han propiciat que, en les últimes setmanes de l'any, s'hagi observat un repunt de les recompres d'accions per part de les companyies.

Pel que fa a la borsa espanyola, l'Ibex 35 ha fet un esprint final en les últimes sessions i

s'ha apropiat als nivells en què va començar l'any. Les perspectives per al 2013 recullen una certa millora en les condicions de l'entorn econòmic del país. La probable petició del Govern de la línia de crèdit preventiva al MEDE i la possible actuació del BCE als mercats d'obligacions espanyols són un suport a la confiança dels inversors i s'anteposaran a la feblesa econòmica espanyola. De la mateixa manera, la recapitalització del sector bancari espanyol i la planificació de la posada en marxa del mecanisme de supervisió europeu haurien d'actuar com a al·licient per a la recuperació de les cotitzacions borsàries d'aquest sector.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

20-12-2012

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	13.252,0	3,6	8,5	9,5
<i>Standard & Poor's</i>	1.435,8	3,5	14,2	15,7
<i>Nasdaq</i>	3.044,4	4,4	16,9	16,9
Tòquio	10.039,3	9,8	18,7	20,4
Londres	5.962,5	3,7	7,0	10,0
Zona de l'euro	2.652,6	5,7	14,5	17,2
<i>Frankfurt</i>	7.661,8	6,8	29,9	31,0
<i>París</i>	3.661,5	5,8	15,9	19,8
<i>Amsterdam</i>	345,5	6,0	10,6	14,5
<i>Milà</i>	16.296,8	6,7	8,0	8,9
<i>Madrid</i>	8.235,9	5,9	-3,9	-2,6
Zuric	6.918,9	4,5	16,6	19,2
Hong Kong	22.659,8	6,7	22,9	25,3
Buenos Aires	2.844,0	23,9	15,5	16,4
São Paulo	60.998,3	8,1	7,5	7,3

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.

Dinàmiques de desendeutament privat al centre i a la perifèria de la zona de l'euro

La zona de l'euro travessa moments difícils. Els últims avanços institucionals a nivell europeu estan permetent una moderació de les tensions financeres. Però això és només el primer pas cap a la recuperació econòmica. L'activitat difícilment podrà recuperar la velocitat de creure sense el suport del sector financer i, de moment, no sembla que sigui així.

Sens dubte, el procés de despallanquejament del sector privat en què es troba immersa la zona de l'euro no hi ajuda. Sorpren que, a més a més, aquest procés sigui generalitzat a tots els països, quan els nivells d'endeutament són molt dispersos. A Alemanya, per exemple, el deute, com a percentatge del PIB, es troba 128 punts percentuals per sota del de Portugal i, no obstant això, entre el 2010 i el 2012, Alemanya l'ha reduït més que Portugal. Sembla raonable pensar que només els països amb nivells de sobreendeutament haurien d'enfilar el camí de la moderació, mentre que, d'altra banda, seria molt beneficiós que els països amb una capacitat creditícia infrautilitzada, com a mínim, no es despallanquegessin.

Per avaluar fins a quin punt hi ha marge per a la implementació de polítiques d'estímul creditici en uns països i necessitat de contenció del crèdit en uns altres, és imprescindible, primer, determinar el nivell d'endeutament potencial de cada país. Per fer-ho, descomponem la ràtio d'endeutament en tres components per separar el component tendencial de la ràtio d'altres components que també afecten el nivell d'endeutament.⁽¹⁾

El primer component és el factor país, que captura les diferències d'endeutament a causa de factors estructurals propis de cada economia, com, per exemple, els hàbits d'estalvi i de consum o la importància de l'autofinançament de les empreses. El segon factor mesura la influència dels tipus d'interès sobre l'endeutament i, en particular, com la moderació del cost de finançament incrementa la capacitat d'endeutament. Finalment, i més important per al nostre propòsit, cal esmentar el component tendencial de l'endeutament, el qual, un cop descomptat l'efecte país i de tipus d'interès, captura la tendència a llarg termini de la capacitat d'endeutament. Generalment, aquesta tendència és positiva i reflecteix que el nivell de deute sostenible s'incrementa amb el temps, a causa de factors com el progrés tecnològic, que permet una millor gestió del risc, o de factors macroeconòmics, com una major estabilitat de preus.

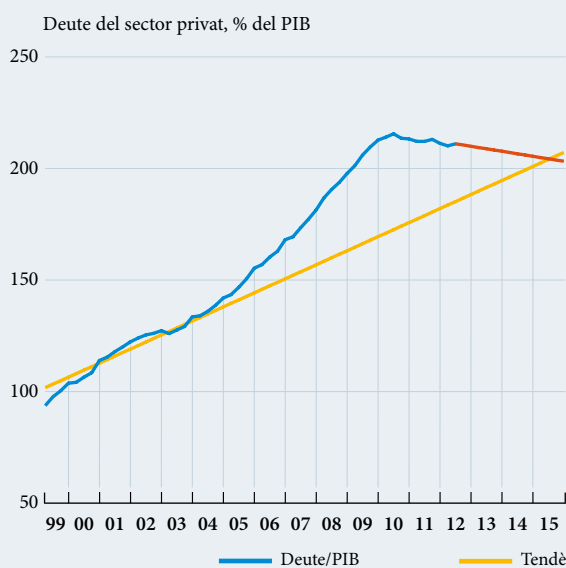
El gràfic següent mostra el deute de les empreses i de les famílies del centre i de la perifèria de la zona de l'euro⁽²⁾ en relació amb el component tendencial. S'hi observa que, malgrat que el nivell d'endeutament privat era superior als països del centre l'any 1999, l'evolució ha estat molt dispar a partir del 2005. Mentre que, als països del centre, l'endeutament es va incrementar per sota del seu potencial, a la perifèria, es va produir un creixement important del deute, molt per damunt del nivell sostenible a llarg termini, situació que reflecteix l'abundància de liquiditat en els anys previs a la crisi, la qual va propiciar un boom creditici i l'aparició de bombolles immobiliàries. L'endeutament de la perifèria es va continuar incrementant fins i tot després de la crisi financera global del 2008. En el segon trimestre del 2010, la ràtio per a aquest grup de països va assolir el valor màxim, del 216% del PIB, 43 punts percentuals per damunt del nivell sostenible.

(1) Concretament, apliquem la metodologia descrita a Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual, «*Perspectives de despallanquejament a Espanya*», Document d'Economia de "la Caixa", núm. 23, desembre del 2011.

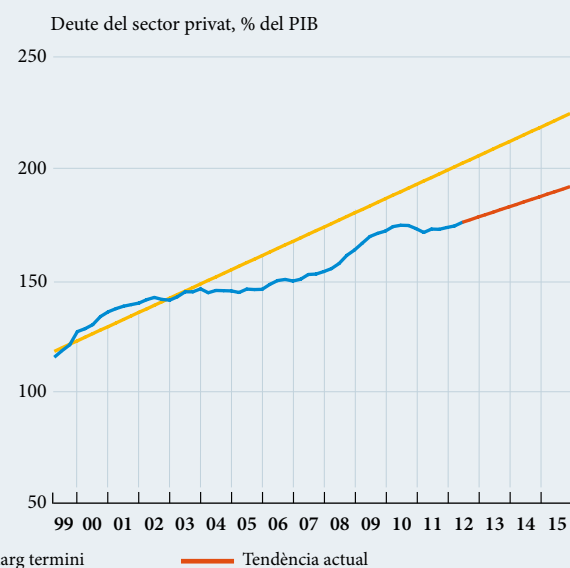
(2) Per disponibilitat de dades, s'analitzen 9 dels 17 països de la zona de l'euro. El centre està integrat per Finlàndia, França, Alemanya i Bèlgica, i la perifèria, per Grècia, Irlanda, Itàlia, Portugal i Espanya. El criteri per assignar els països a un grup o a un altre es basa en la seva posició de superàvit o de dèficit en la balança per compte corrent.

MALGRAT LA CORRECCIÓ REALITZADA A LA PERIFÈRIA, ENCARA QUEDA CAMÍ PER RECÓRRER

Perifèria



Centre



NOTA: Centre: Finlàndia, França, Alemanya i Bèlgica. Perifèria: Grècia, Irlanda, Itàlia, Portugal i Espanya.
 FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

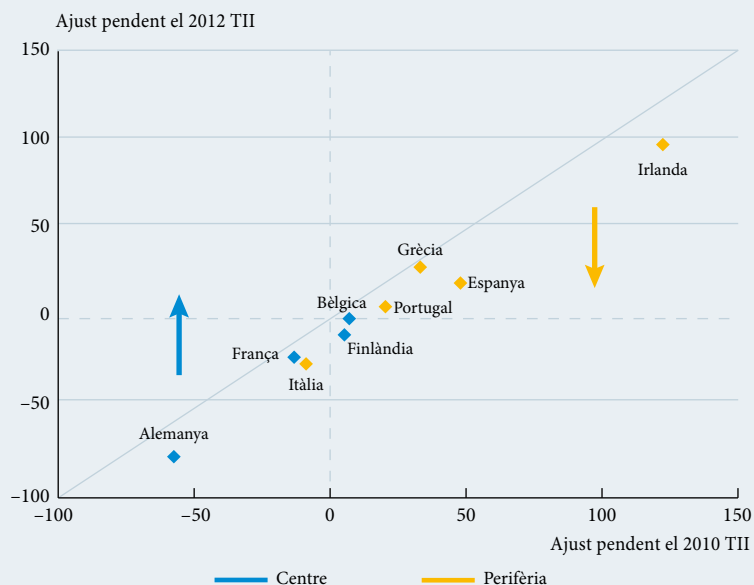
A partir d'aquí, la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro va fer imprescindible un procés d'ajust dels balanços de les empreses i de les llars, de manera que es va iniciar un lent i profund procés de desendeutament del sector privat. Segons les últimes dades disponibles, corresponents al segon trimestre del 2012, la ràtio mitjana dels països perifèrics se situa en el 211% del PIB, 26 punts percentuals per damunt de la tendència a llarg termini. Tot i que s'ha produït un cert ajust, encara és insuficient. Això posa de manifest la dificultat de reduir la ràtio de deute sobre el PIB en un context de recessió econòmica i de baixa inflació, atès que la ràtio d'endeutament s'ajusta, estrictament, per la via del numerador, és a dir, reduint el crèdit al sector privat.

Malgrat aquest ajust de la perifèria, hi ha grans diferències entre països, tal com es posa de manifest al gràfic següent. D'una banda, observem països, com Espanya i, sobretot, Irlanda, que el 2010 havien d'ajustar molt i que han avançat de forma significativa en la reducció del deute. És a dir, els països que es van desviar més de la seva senda a llarg termini són els que han corregit més en els dos últims anys, però encara tenen pendent molt ajustament. Per la seva banda, Portugal havia d'ajustar poc, ja que no havia patit una acumulació excessiva de deute privat durant el *boom* i, a més a més, en els dos últims anys, ha progressat en el camí correcte, de manera que l'ajust pendent és ja molt reduït. A l'altre extrem de l'espectre, trobem Grècia, que, a causa de la intensificació de la recessió, no ha pogut realitzar cap ajustament. Finalment, Itàlia completa el grup dels perifèrics, però, en aquest aspecte, es troba en una situació similar a la dels països del centre.

Si assumim que la velocitat d'ajust experimentada entre el 2010 i el 2012 es manté, els països perifèrics en conjunt podrien assolir nivells de deute sostenible d'aquí a dos anys. Així i tot, la velocitat d'ajust vindrà determinada, en gran part, per la capacitat d'aquests països de tornar a generar creixement econòmic. En aquest sentit, la manera menys traumàtica de completar el procés de despallanquejament és mitjançant una recuperació econòmica sosten-

L'AUGMENT DE L'ENDEUTAMENT AL CENTRE PODRIA AJUDAR AL DESPALANQUEJAMENT DE LA PERIFÈRIA

Ajust pendent el 2010 TII i 2012 TII (*)



NOTA: (*) L'ajust pendent és la diferència entre la ràtio de deute i la tendència a llarg termini, en percentatge del PIB.
 FONTS: Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

guda, és a dir, a través d'un increment del denominador. Així, la reducció de la ràtio d'endeutament pot anar apallada amb un retorn del flux de crèdit a l'economia real.

Per la seva banda, els països del centre de la zona de l'euro mostren un endeutament molt per sota del seu potencial. A més a més, en els dos últims anys, també s'han despallanquejat i han ampliat, així, la bretxa entre el nivell de deute i la capacitat d'endeutament. Així, en el segon trimestre del 2012, l'endeutament mitjà dels països del centre es va situar en el 176% del PIB, 35 punts percentuals per sota de la mitjana de la perifèria. Destaca el poc endeutament d'Alemanya, que, a més a més, el va reduir del 125% al 120% entre el 2010 i el 2012.

Certament, la zona de l'euro travessa moments difícils. Però les dificultats no són les mateixes a tots els països. És cert que alguns han de realitzar un esforç de reducció del deute justament quan més necessitarien l'estímul creditici per potenciar el creixement econòmic. Però també és cert que altres països disposen encara d'un marge ampli de capacitat creditícia, que, sense caure en l'excés, haurien d'explotar. La seva utilització beneficiaria tant aquests països com el conjunt de la zona de l'euro. Mesures en aquest sentit són necessàries i urgents per reactivar l'economia europea i fer més lleuger el procés d'ajust de la perifèria.

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

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Tot i que la tempesta ha amainat, Espanya continua navegant per aigües turbulentes

El ritme de deteriorament de l'activitat es manté en el tram final de l'any.

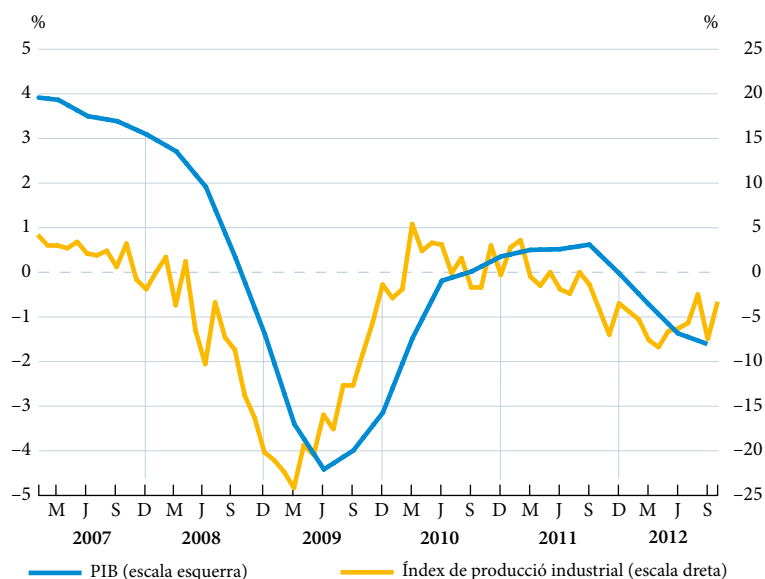
L'economia espanyola continua en recessió, però el ritme de deteriorament de l'activitat es podria haver estabilitzat. En el tercer trimestre del 2012, la variació intertrimestral del producte interior brut (PIB) va ser del -0,3%, una caiguda inferior a l'esperada, a causa, sobretot, de l'avançament de les compres per l'efecte IVA i per una evolució molt favorable de les exportacions. El primer factor, pel seu caràcter temporal, no ajudarà en el quart trimestre, i les exportacions difícilment podran mantenir el ritme de creixement exhibit en el tercer trimestre.

Així, els indicadors avançats del quart trimestre corresponents als mesos d'octubre i de novembre mostren que l'activitat continua en declivi en el quart trimestre, però, ara com ara, no hi ha senyals que la recessió s'estigui agreujant de forma substancial. Per exemple, la taxa de variació interanual de l'índex de producció industrial de l'octubre, corregida dels efectes de calendari, va millorar més de quatre punts percentuals en relació amb el setembre i es va situar en el -3,3%. Aquesta menor caiguda es podria explicar per l'impuls de les exportacions, que, ara com ara, són l'única via de creixement del sector industrial.

L'índex de gestors de compres PMI de manufactures també va repuntar al novem-

L'ACTIVITAT ES MANTÉ ESTANCADA

Producte interior brut i índex de producció industrial, variació interanual



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

bre, fins als 45,4 punts, el valor més alt dels 15 últims mesos. No obstant això, fa 19 mesos que aquest índex es manté per sota dels 50 punts, xifra que acostuma a delimitar la zona de contracció, la qual cosa suggereix que les condicions empresarials imperants al sector manufacturer espanyol es continuen deteriorant, tot i que a un ritme més feble. Així mateix, l'índex PMI del sector serveis, després d'anotar un nivell mínim de 40,2 punts al setembre, va pujar lleugerament a l'octubre i al novembre i va arribar als 42,4 punts. No obstant això, la mitjana del quart trimestre és inferior a la del tercer, de manera que, a curt termini, les perspectives d'aquest sector continuen sent poc encoratjadores.

Pel costat de la demanda, el deteriorament també ha estat intens en el quart trimestre. La confiança del consumidor va anotar nous descensos a l'octubre i al novembre i es va situar per sota de la mitjana registrada en el tercer trimestre. Les matriculacions, tant d'automòbils com de vehicles industrials, es van continuar contraient i, al novembre, van registrar una variació interanual del -20,3% i del -24,9%, respectivament.

Tot i que esperem que la recessió hagi guanyat intensitat en el tram final de l'any, els indicadors del quart trimestre suggereixen que la contracció és més moderada del que estava contemplat en les nostres previ-

La demanda interna continuarà molt deprimida.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	2,7	-1,3	-4,1	-1,8	-1,3	-1,9	-1,0	-2,8
Índex de producció industrial (2)	0,8	-1,4	-5,0	-5,8	-7,1	-5,5	-3,3	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-13,8	-12,5	-16,5	-14,8	-17,1	-20,0	-20,5	-17,2
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	-4,6	...	...
Construcció								
Consum de ciment	-15,4	-16,5	-25,2	-31,3	-37,8	-34,6	-24,7	-33,7
Indicador de confiança en la construcció (3)	-29,7	-55,4	-53,6	-50,4	-52,2	-55,5	-56,6	-67,0
Habitatges (visats obra nova)	-17,3	-14,6	-26,1	-35,2	-46,4	-49,4	-45,9	...
Licitació oficial	-38,0	-46,2	-59,8	-50,6	-43,6	...	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	-1,0	-5,4	-6,5	-4,9	-6,3	-6,2	-9,3	...
Turistes estrangers	1,0	6,8	6,8	2,6	3,1	4,8	-3,2	...
Ingressos turisme	3,9	8,6	5,7	0,5	-0,1	2,4	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	-9,8	-12,6	-7,6	-8,3	13,6	-2,4
Tràfic aeri passatgers	2,9	6,0	1,5	-5,4	-4,0	-3,0	-7,1	-9,9
Consum de gasoil automoció	-1,2	-3,7	-5,6	-4,3	-5,8	-7,8	-3,4	...

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

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

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

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

(5) En volum.

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

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

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Consum								
Producció de béns de consum (*)	0,8	-1,0	-2,2	-3,7	-4,5	-4,8	-2,9	...
Importació de béns de consum (**)	-9,5	-2,2	0,4	-6,1	-11,3	-12,3	...	...
Matriculacions d'automòbils	3,1	-17,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,8	-21,7	-20,3
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	-37,7
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	-3,3	0,8	-4,8	-10,3	-13,9	-10,8	-6,4	...
Importació de béns d'equipament (**)	6,5	-3,1	-7,2	-11,5	-11,9	-15,8	...	...
Matriculació de vehicles industrials	7,0	-6,6	-15,1	-19,1	-26,6	-27,9	-18,0	-24,9
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	10,3	1,0	-3,1	-8,7	-8,5	-7,6	...	...
Exportacions	15,6	10,1	5,4	-0,3	2,7	2,5	...	...

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

(**) En volum.

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

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

El creixement del PIB previst per al 2012 i el 2013 és revisat lleugerament a l'alça.

sions. Atès que el tercer trimestre també va ser millor del que s'esperava, hem corregit lleugerament el nostre escenari macroeconòmic a l'alça tant per al 2012 com per al 2013. La previsió de creixement del PIB se situa ara en el -1,3%, que representa una millora d'una i dues dècimes, respectivament.

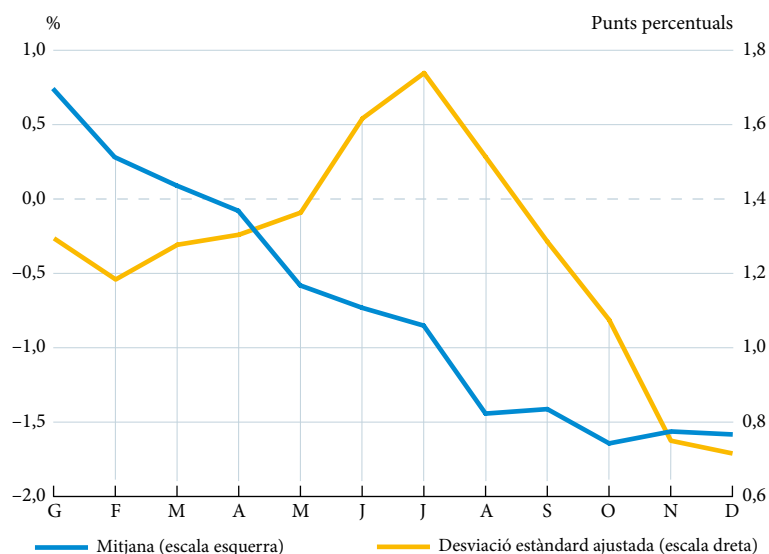
Tot i que la caiguda sigui la mateixa en els dos anys, l'evolució intertrimestral del 2013 anirà de menys a més. És a dir, s'espera que el PIB continuï deprimat en el primer semestre, però que, gradualment, torni a taxes de creixement intertrimestral positives en la segona meitat de l'any. Els principals factors que impulsaran la recuperació seran el dinamisme del sector exportador, gràcies als guanys de competitivitat, i una recuperació gradual de la demanda interna.

Aquest escenari de previsions és similar al de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE). Segons aquesta institució, el focus de risc per al creixement dels països que integren l'OCDE es concentra a la zona de l'euro i a les seves principals economies. Així, per al conjunt de la zona de l'euro, es preveu una contracció del 0,1% el 2012 i del 0,4% el 2013 i una recuperació feble de l'1,3% el 2014. Així mateix, es preveu que l'economia espanyola reculi l'1,3% el 2012 i l'1,4% el 2013 i que avanci un feble 0,5% el 2014.

Les previsions de l'OCDE per a Espanya no s'allunyen gaire de les del consens d'analistes, que, en l'enquesta del desembre, contemplaven caigudes del PIB de l'1,4% per al 2012 i de l'1,6% per al 2013. Cal destacar que, al llarg de l'any 2012, les previ-

LA INCERTESA ES MODERA EN EL SEGON SEMESTRE DEL 2012

Mitjana i desviació estàndard de les previsions de creixement del PIB el 2013 al llarg del 2012



NOTA: La desviació estàndard de les previsions de creixement es normalitza dividint pel valor mitjà mensual, calculat amb les dades dels quatre últims anys.

FONTS: Consensus Forecast i elaboració pròpia.

sions de creixement per al 2013 del conjunt d'analistes van anar empitjorant. Així, al gràfic anterior, s'observa que, mentre que, al gener, es preveia un creixement del 0,7%, a mesura que avançava l'any, les previsions van ser successivament revisades a la baixa, fins a estabilitzar-se en el -1,6% en el mes d'octubre. Això reflecteix, en gran part, la incertesa sobre la resolució de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro, que va incidir negativament sobre el clima empresarial, sobre la disponibilitat de crèdit per als sectors públic i privat i sobre la confiança del consumidor.

Una forma de calibrar el nivell d'incertesa és la dispersió de les previsions de creixement dels analistes. A mesura que augmenta la dispersió, naturalment, creix la incertesa. Al gràfic anterior, s'observa el repunt que es va produir durant el primer semestre de l'any passat i com, amb posterioritat, les mesures adoptades a nivell nacional i europeu han aconseguit capgirar aquesta situació. Això permet pensar que les previsions de creixement podrien anar millorant en els pròxims mesos.

Les mesures adoptades durant el segon semestre redueixen la incertesa.

Mercat de treball

El ritme de caiguda del total d'afiliats s'accelera al novembre fins al 4,2% interanual...

La moderació dels costos laborals permet recuperar la competitivitat

Els indicadors avançats d'activitat, tot i que es mantenen en zona de declivi, suggereixen que la recessió no s'està accelerant en el quart trimestre de l'any. No obstant això, aquest canvi de tendència en el to contractiu de l'activitat no s'observa encara al mercat laboral.

En efecte, els registres del mercat laboral han continuat exhibint un deteriorament important. El nombre d'afiliats en alta a la

Seguretat Social va baixar en 205.679 persones al novembre, de manera que la taxa de variació interanual de l'ocupació va empitjorar en sis dècimes, fins al 4,2% interanual. Sense la data del desembre, les previsions són que l'any tancarà, com a mínim, amb 700.000 afiliats menys. D'aquesta manera, el volum total d'afiliats s'aproparà als 16,5 milions, un nivell similar al del 2003.

No obstant això, els resultats del novembre han de ser avaluats amb cautela, ja que incorporen l'efecte puntual de l'extinció

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Afiliats a la Seguretat Social (1)								
Sectors d'activitat								
<i>Indústria</i>	-4,8	-2,7	-3,3	-4,2	-5,2	-5,9	-6,0	-6,0
<i>Construcció</i>	-13,4	-12,2	-14,9	-16,4	-17,3	-17,7	-17,4	-17,0
<i>Serveis</i>	0,0	0,2	-0,3	-0,9	-1,6	-1,8	-1,9	-2,6
Situació professional								
<i>Assalariats</i>	-1,8	-1,4	-2,1	-2,9	-3,7	-3,9	-4,0	-4,7
<i>No assalariats</i>	-2,8	-1,2	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6
Total	-2,0	-1,3	-1,9	-2,6	-3,2	-3,5	-3,6	-4,2
Població ocupada (2)	-2,8	-1,1	-1,0	-4,0	-4,8	-4,6	-	...
Llocs de treball (3)	-2,5	-1,7	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-	...
Contractes registrats (4)								
Indefinitos	-6,4	-9,6	-22,8	-19,3	-5,7	-3,8	34,3	19,4
Temporals	3,8	1,0	-1,2	-6,7	-4,8	-5,1	8,3	-7,3
Total	2,8	0,1	-3,0	-7,8	-4,8	-5,0	10,2	-5,4

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.

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

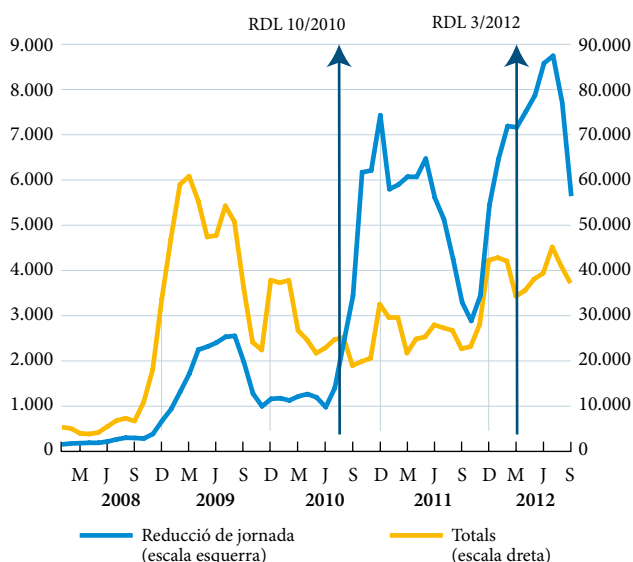
(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(4) Al Servei Públic d'Ocupació Estatal.

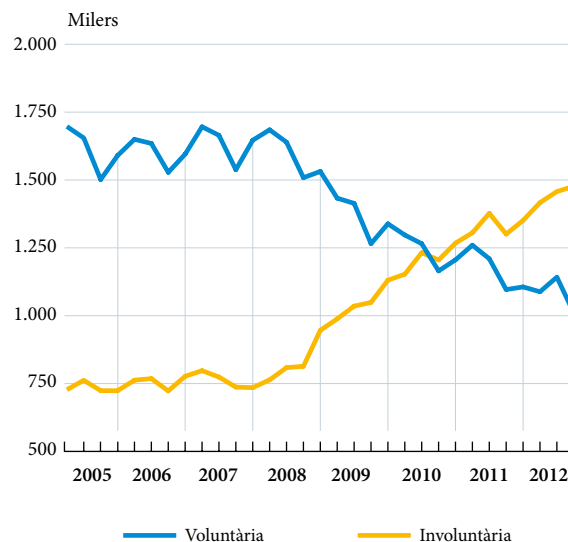
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, Servei Públic d'Ocupació Estatal i elaboració pròpia.

L'AUGMENT DELS EXPEDIENTS DE REDUCCIÓ DE JORNADA ES MANIFESTA EN UNA PUJADA DE L'OCUPACIÓ A TEMPS PARCIAL INVOLUNTÀRIA

Expedients de regulació d'ocupació (*)



Evolució de l'ocupació a temps parcial



NOTA: (*) Mitjanes mòbils de tres mesos.

FONTS: Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

dels convenis especials de la Seguretat Social per a cuidadors no professionals de persones en situació de dependència. El canvi normatiu introduït al Reial Decret 20/2012, del 13 de juliol, va originar que gairebé la meitat de la reculada en el total d'afiliats fos d'aquest grup de persones, que van deixar de ser comptabilitzades com ocupats. Un cop corregit aquest efecte estadístic, la caiguda de l'ocupació es va mantenir més en línia amb el que s'havia observat en els mesos precedents.

Així i tot, un cop exclosos els cuidadors no professionals, la pèrdua d'ocupació acumulada a l'octubre i al novembre, de 193.522 persones, va ser molt elevada i semblant a la registrada durant el mateix període del 2011. Només el 2008 es va obtenir una dada pitjor, amb un descens de 299.000 persones durant aquests dos mesos. Aquestes xifres contrasten amb les dels anys anteriors a la crisi, ja que, entre el 2001, quan es va començar a compilar

aquesta sèrie, i el 2007, es van crear, de mitjana, gairebé 100.000 llocs de treball en aquest mateix període.

El canvi de regulació esmentat va afectar, exclusivament, el sector serveis, que va concentrar la major part de la caiguda de l'ocupació. En efecte, en aquest grup, l'afiliació es va reduir gairebé en 169.000 persones, però 85.233 van ser baixes de cuidadors no professionals. Per la seva banda, la indústria i la construcció van perdre, conjuntament, uns 25.200 llocs de treball. Les dades corregides d'estacionalitat i calendari van mostrar que aquests sectors van destruir ocupació en magnituds similars a les observades en els mesos precedents.

L'atur registrat va augmentar en 74.296 persones al novembre i va assolir un total de 4.907.817. D'aquesta manera, la taxa de variació interanual va augmentar en dues dècimes, fins a l'11,0%. No obstant això, aquest increment hauria estat menys de la

...en gran part a conseqüència de l'extinció del conveni especial dels cuidadors no professionals.

La taxa d'increment de l'atur registrat se situa en l'11,0%.

Augmenta l'ocupació a temps parcial involuntària.

meitat, de 36.310 persones, si no hagués tingut lloc l'efecte puntual dels cuidadors no professionals.

En els dos últims anys, per millorar la situació del mercat laboral i per dinamitzar la creació de llocs de treball a mitjà termini, s'han dut a terme alguns canvis normatius que busquen, per exemple, augmentar la flexibilitat interna de les empreses. Aquesta voluntat reformadora ha estat lloada recentment per organismes internacionals com l'OCDE i la Comissió Europea.

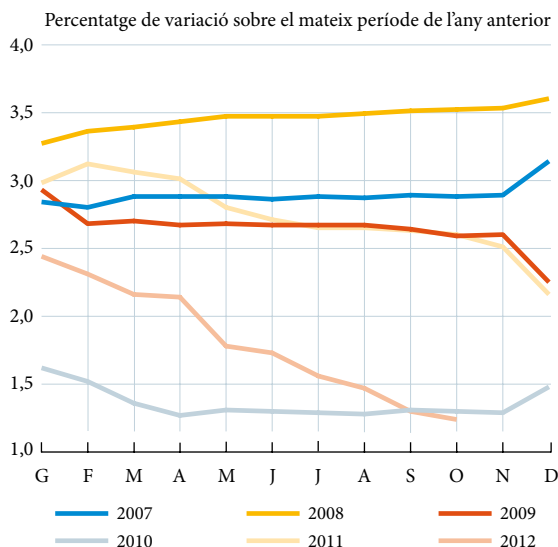
No obstant això, valorar si el nou marc laboral està funcionant no és fàcil, perquè encara és aviat i no es disposa de sèries de dades prou llargues. Tampoc se sap com haurien evolucionat algunes variables si no s'haguessin implementat les reformes.

Així i tot, observant la trajectòria d'alguns indicadors del mercat laboral en els últims mesos, se'n poden inferir alguns efectes.

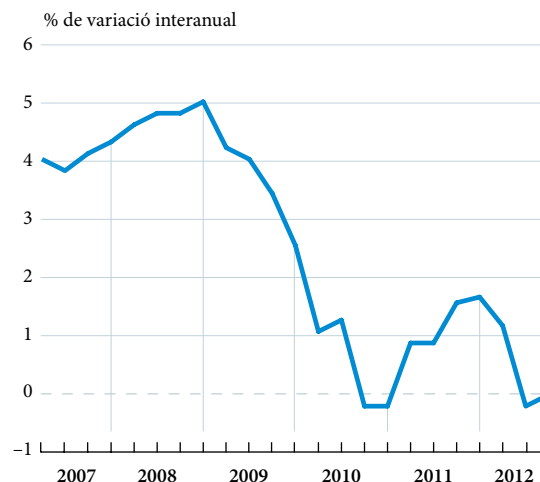
Per exemple, després del Reial Decret-Llei 10/2010, del mes de juny del 2010, es va produir un ascens del nombre d'expedients de regulació d'ocupació per reducció de jornada (vegeu el gràfic anterior). Aquesta nova legislació va permetre a les empreses adaptar millor la seva jornada per motius econòmics, tècnics o organitzatius. Amb posterioritat, en el Reial Decret-Llei 3/2012 i en el 1483/2012, es van aclarir les condicions econòmiques sota les quals les empreses podien utilitzar la major flexibilitat interna. Així mateix, es va permetre l'ús d'hores extres en els contractes a temps parcial. És probable que totes aquestes mesures hagin facilitat que les empreses hagin utilitzat la disminució de la jornada laboral com a mesura d'ajustament, en lloc de l'acomiadament. Això podria explicar que el nombre de persones que treballen a jornada parcial de forma involuntària hagi augmentat significativament en els últims trimestres, tal com ho mostren les dades de l'enquesta de població activa.

L'AUGMENT MODERAT DELS SALARIS PACTATS EN CONVENIS APUNTA A UNA CONTINUÏTAT EN LA CONTENCIÓ DELS COSTOS LABORALS

Increment salarial pactat en convenis (*)



Cost laboral total per treballador



NOTA: (*) No inclou les clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.

FONTS: Ministeri d'Economia i Competitivitat, enquesta trimestral de cost laboral (INE) i elaboració pròpia.

INDICADORS DE SALARIS

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

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

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

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

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

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

Una altra conseqüència important dels canvis normatius d'aquest últim any ha estat un augment més moderat dels increments salarials pactats en convenis (vegeu el gràfic anterior). Justament, un dels objectius de la reforma va ser articular mecanismes que permetessin a les empreses ajustar l'activitat per la via dels preus, en lloc de fer-ho per la via dels acomiadaments. Així mateix, es va limitar la ultraactivitat (pròrroga automàtica dels convenis si no hi ha acord entre els treballadors i els empresaris) fins a un màxim de dos anys.

L'ús d'aquesta major flexibilitat pot estar jugant un paper important en la contenció dels costos laborals de les empreses. Així, doncs, segons l'enquesta trimestral de cost laboral, els costos laborals de les empreses es van moderar per segon trimestre conse-

cutiu. Concretament, en el tercer trimestre de l'any, van recular el 0,1% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior, després de la caiguda del 0,3% del segon trimestre. Aquest resultat contrasta amb els avanços de l'any 2011, propers a l'1%. El descens dels costos laborals va ser el resultat de la caiguda del component no salarial, del 0,9%, ja que els costos salarials van augmentar el 0,3%. La contenció dels costos laborals i la millora de la productivitat contribueixen a recuperar la competitivitat de l'economia. En efecte, els costos laborals unitaris van caure el 3% interanual en el tercer trimestre, mentre que, a Alemanya i a França, van créixer el 2,5% i l'1,7%, respectivament. No obstant això, també representen una pèrdua significativa de poder adquisitiu per a les llars i podrien, així, impactar negativament sobre la capacitat de consum.

El cost laboral per treballador cau el 0,1% interanual en el tercer trimestre del 2012.

Preus

La inflació es redueix en sis dècimes en el mes de novembre, fins al 2,9% interanual.

La disminució del preu dels carburants i lubricants és essencial.

Sorprenent caiguda de la inflació al novembre

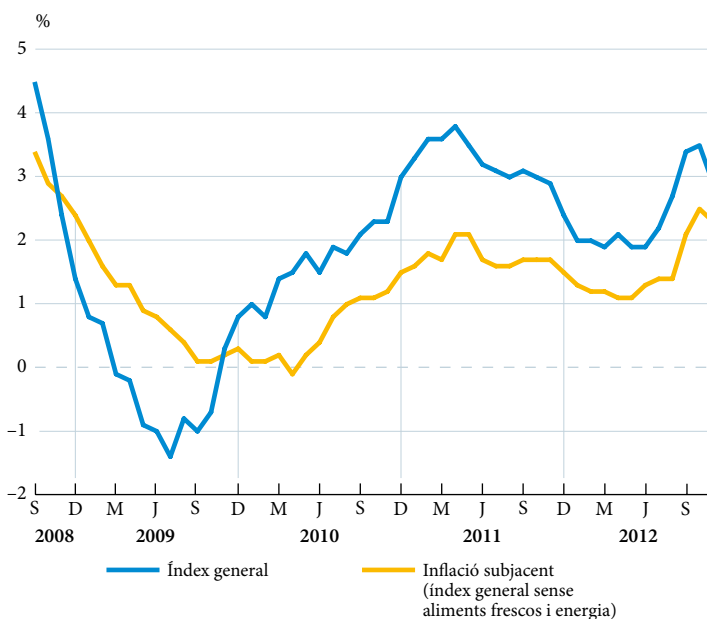
La dada d'inflació del novembre ha sorprès la pràctica totalitat dels analistes econòmics. En efecte, l'índex de preus de consum (IPC) va presentar una variació mensual negativa del 0,1% i va permetre, així, una moderació de sis dècimes en la taxa de variació anual, que va baixar fins al 2,9%. La inflació subjacent, que exclou els components més volàtils (els aliments i l'energia), també va presentar una disminució, tot i que menor, de dues dècimes, de manera que la variació interanual va baixar fins al 2,3%. Aquesta divergència entre els dos indicadors és deguda, principal-

ment, al fort descens del preu dels carburants i lubricants al novembre.

Així, pel que fa als grups amb una repercussió mensual més negativa sobre l'índex general, destaca el transport (que té un pes en l'IPC del 15,2%), la variació mensual del qual, del -2,8%, és deguda a la forta disminució dels preus dels carburants i lubricants i dels automòbils. La seva repercussió mensual en l'IPC va ser de 4,5 dècimes. Per la seva banda, la caiguda dels preus dels cotxes és conseqüència de l'efecte del pla PIVE. Aquest programa consisteix en una subvenció de 2.000 euros (l'Estat n'aporta 1.000 i els fabricants, la resta) per a la compra d'un automòbil elèc-

LA CAIGUDA DEL PREU DELS CARBURANTS INTERROMP LA TENDÈNCIA ALCISTA DE LA INFLACIÓ AL NOVEMBRE

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

tric o de màxima eficiència energètica, sempre que el seu preu no superi els 25.000 euros. Des de la seva entrada en vigor fins al començament de desembre, hi havia un total de 40.000 reserves d'automòbils amb aquest programa d'ajudes, que es mantindrà fins al març del 2013 o fins a l'esgotament de la dotació, de 75 milions d'euros.

L'explicació per a la baixada del preu dels carburants i lubricants és més complicada. Segons les dades publicades per la Co-

missió Europea al Butlletí de Petroli, que exclouen els impostos, des de la meitat d'octubre fins al final de novembre, s'ha produït, a la zona de l'euro, una reducció del 6,5% del preu de la benzina Euro 95. En alguns països, va ser intensa, com, per exemple, a Portugal, amb un -8,3%, o a França, amb un -9,0%, però, en el cas d'Espanya, va ser molt més aguda, en concret del 13,4%. De forma similar, la caiguda del preu del gasoil o dièsel també es va intensificar a Espanya, amb el 8,1%, men-

A Espanya, la caiguda del preu de la benzina i del gasoil és molt intensa.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Novembre 2012

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	103,7	0,2	0,5	1,8	2,5	2,2	2,9
Begudes alcohòliques i tabac	107,4	0,2	-0,2	4,2	5,2	10,5	5,2
Vestit i calçat	111,0	5,0	5,1	1,7	1,9	0,5	0,5
Habitatge	107,0	0,2	-0,1	5,7	5,7	6,0	5,8
Parament	102,1	0,4	0,3	1,0	1,1	1,2	1,2
Medicina	110,9	-2,6	0,0	-2,9	13,4	-2,9	13,5
Transport	104,1	0,4	-2,8	5,1	3,3	7,1	3,1
Comunicacions	96,4	0,0	-1,1	-1,5	-2,7	-1,6	-2,7
Oci i cultura	100,3	-0,5	-1,3	-0,9	-1,0	0,4	1,2
Ensenyament	112,6	0,1	0,0	2,8	10,4	2,8	10,4
Hotels, cafès i restaurants	100,8	-0,3	-0,4	1,0	0,8	1,2	0,9
Altres	104,0	0,1	0,2	2,5	3,3	2,6	3,5
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	104,4	0,3	0,3	3,0	2,9	4,4	3,1
Aliments sense elaboració	103,6	0,0	0,6	0,2	2,8	0,8	3,3
Conjunt no alimentari	104,2	0,5	-0,3	2,3	2,8	2,8	2,9
Béns industrials	106,2	1,1	-0,1	3,4	3,7	3,9	3,4
<i>Productes energètics</i>	109,4	0,5	-2,8	10,7	7,9	13,8	7,5
<i>Carburants i combustibles</i>	107,9	0,7	-3,8	11,1	6,1	15,2	5,7
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	104,8	1,3	1,0	0,6	2,0	0,3	1,7
Serveis	102,4	-0,2	-0,4	1,2	1,8	1,6	2,3
Inflació subjacent (**)	103,6	0,4	0,2	1,3	2,1	1,7	2,3
ÍNDEX GENERAL	104,2	0,4	-0,1	2,2	2,8	2,9	2,9

NOTES: (*) Base 2011 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La pujada dels preus en vestit i calçat i en aliments i begudes no alcohòliques no compensa la caiguda del preu de la benzina.

tre que, a la zona de l'euro, la reclusa va ser, només, del 3,7%.

A més de la del transport, l'aportació d'altres classes de despesa a l'IPC general també va ser negativa, tot i que amb menys intensitat. Aquest és el cas d'oci i cultura, amb una variació mensual del -1,3% i una aportació mensual negativa d'una dècima, provocada, en aquest cas, per la davallada dels preus del viatge organitzat i, amb menys pes, dels serveis recreatius i esportius. Finalment, cal destacar l'epígraf d'hotels, cafès i restaurants, la caiguda del qual del 0,4% en taxa mensual s'explica per la reducció dels preus dels hotels i d'altres allotjaments. Això també ha repercutit, aproximadament amb una dècima negativa mensual, en l'IPC general.

Aquests efectes de reducció de l'IPC van ser compensats per l'epígraf de vestit i calçat, que, amb una variació mensual del 5,1%, recull els últims efectes de l'entrada de la temporada d'hivern. La seva repercussió mensual positiva en l'IPC va ser de 0,4 dècimes. Addicionalment, també cal destacar els aliments i begudes no alcohò-

liques, que presenten una taxa mensual del 0,5% i una repercussió positiva en l'IPC general que amb prou feines arriba a una dècima.

Pel que fa a les perspectives d'inflació, la intensitat de la correcció del preu dels carburants, superior a la que pot suggerir el comportament del preu del petroli a nivell internacional, obre un interrogant sobre l'evolució dels preus energètics en el futur. No obstant això, aquesta incertesa no modifica la previsible tònica descendent de l'IPC durant el 2013, justificada per la feblesa de la demanda interna, a la qual cal afegir els efectes de base del repunt del preu del petroli durant el primer semestre del 2012, així com les pujades impositives experimentades per l'economia durant el segon semestre del 2012.

Per tant, sense descartar, en els pròxims mesos, una lleugera pujada de dues dècimes en la taxa de variació interanual de l'IPC general, mantenim la previsió d'una tendència a la reducció de la inflació a Espanya. La nostra estimació d'inflació és del 2,3% interanual per a l'any en curs.

Es manté la previsió d'inflació per al 2013.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Sector exterior

2013: l'any del superàvit corrent?

Durant els primers anys del segle XXI, l'economia espanyola va registrar una de les fases expansives més importants de les últimes dècades. No obstant això, aquest procés va anar acompanyat d'una pèrdua progressiva de competitivitat, que va incrementar el dèficit corrent fins a nivells insostenibles. Concretament, va arribar al 10,6% del producte interior brut (PIB) el 2008. De llavors ençà, aquest desequilibri

s'ha corregit de forma relativament ràpida, fins al 2,2% del PIB en el tercer trimestre del 2012. Es manté, per tant, la tendència clarament favorable, i només falta saber en quin moment el saldo passarà a ser positiu.

En efecte, el dèficit corrent va accelerar el ritme de contracció durant el tercer trimestre del 2012. Així, la reducció del dèficit entre el juliol i el setembre, de 7 dècimes, explica més de la meitat de l'ajust realitzat durant els nou primers mesos de

El dèficit corrent es redueix fins al 2,2% del PIB en el tercer trimestre del 2012.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Setembre 2012

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	-22.129	-28,6	-30.858	12.206	-28,3
Serveis					
<i>Turisme</i>	25.639	2,8	31.307	1.212	4,0
<i>Altres serveis</i>	4.663	144,0	6.388	4.394	220,4
Total	30.302	12,9	37.695	5.606	17,5
Rendes	-16.610	-14,0	-23.410	436	-1,8
Transferències	-8.073	18,0	-7.137	-1.102	18,3
Total	-16.509	-45,5	-23.710	17.146	-42,0
Compte de capital	3.918	-6,1	5.233	-261	-4,7
Balança financera					
Inversions directes	8.478	-	11.751	12.953	-
Inversions de cartera	-70.275	-	-81.696	-86.428	-
Altres inversions	-154.377	-	-211.316	-214.402	-
Total	-216.175	-	-281.262	-287.876	-
Errors i omissions	-4.757	-	-9.083	-14.396	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	233.522	-	308.822	285.387	-

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.

Nou superàvit de la balança de béns i serveis durant els mesos d'estiu.

l'any passat, concretament d'1,3 punts percentuals. Aquesta millora va ser gairebé generalitzada entre els diferents components de la balança corrent espanyola, i només la balança de transferències va registrar un augment del dèficit en aquest trimestre.

Per segon trimestre consecutiu, el saldo acumulat dels dotze últims mesos de la balança de béns i de serveis va assolir nivells positius. En el cas de la balança de béns, el dèficit es va reduir en 3 dècimes, fins al 2,9% del PIB. Això va tenir lloc en un context de contracció de les importacions i d'augment de les exportacions, les quals, com es pot apreciar per l'evolució dels costos laborals unitaris, van ser impulsades per la nova millora de la competitivitat espanyola. Per la seva banda, el superàvit de la balança de serveis es va incrementar en dues dècimes, fins al 3,6% del PIB, i va assolir un nou màxim històric. Com ha succeït en els trimestres anteriors, una part d'aquesta millora respon al bon comportament del superàvit

del component no turístic, que va créixer una dècima, fins al 0,6%.

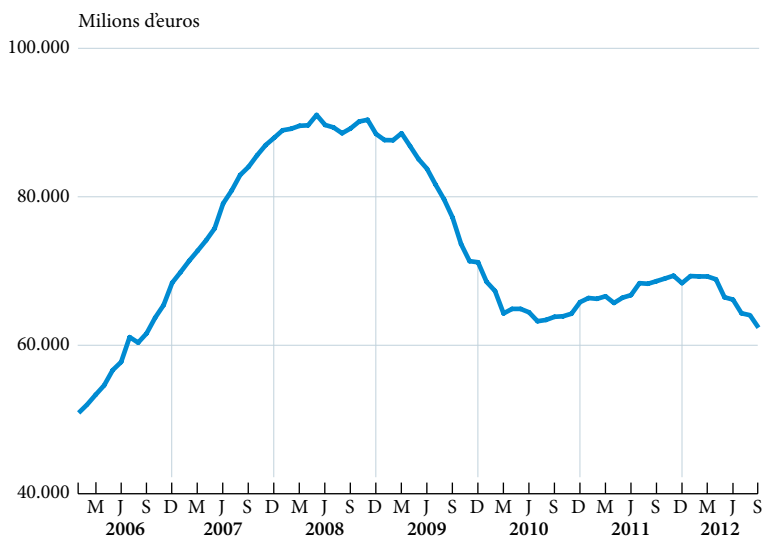
Sens dubte, però, la sorpresa positiva del tercer trimestre va provenir de la balança de rendes. Efectivament, les tensions als mercats de deute sobirà van provocar un creixement gairebé ininterromput del dèficit de rendes des del 2010, fins a quedar situat en el 2,5% del PIB al juny del 2012. No obstant això, la caiguda del dèficit en el tercer trimestre mostra un clar canvi de tendència. Com s'observa al gràfic següent, aquesta millora respon al menor pagament d'interessos durant els mesos d'estiu, quan es van reduir el 22,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior, a causa, principalment, de l'efecte sobre el cost mitjà del finançament bancari a través de l'Eurosistema.

En clau de futur, esperem que aquesta millora de la balança corrent es mantingui durant el quart trimestre del 2012 i durant una gran part del 2013. La feblesa de la demanda espanyola i, per tant, de les impor-

La balança corrent pot assolir un excedent durant la segona meitat de l'any.

EL PAGAMENT DE RENDES ES TORNA A REDUIR EN EL TERCER TRIMESTRE DEL 2012

Pagament de rendes a l'exterior acumulat dels dotze últims mesos



FONT: Banc d'Espanya.

tacions i la remissió de les tensions financeres permetran el manteniment de la correcció del saldo de les balances de béns i de rendes. Per tant, és molt probable que la balança corrent assoleixi superàvit al llarg d'enguany, una fita que no s'aconseguia des de l'any 1997. Malgrat tot, hi ha alguns factors que podrien retardar aquest fenomen. Així, el repunt de les tensions financeres o del preu del petroli augmentaria els pagaments cap a l'exterior i una recuperació de l'economia europea més lenta del previst reduiria els ingressos per exportacions de béns i de serveis.

En aquest sentit, les dades de l'octubre tornen a registrar una caiguda de les exportacions comercials cap als països de la zona de l'euro, del 6,3% interanual. Destaca el deteriorament, proper al 22% en els dos casos, de les vendes a França i Portugal, destinació d'una quarta part de les exportacions espanyoles. Aquesta caiguda va ser neutralitzada per un nou increment de les exportacions a l'exterior de la zona de l'euro, del 27,1% interanual. Els Estats Units, l'Amèrica Llatina i Rússia, amb augments del 59,4%, del 38,3% i del 27,7%, respectivament, encapçalen la llista de països que han incrementat la demanda en aquest mes.

Les exportacions cap a la zona de l'euro disminueixen el 6,3% interanual.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-octubre 2012

	Importacions			Exportacions			Saldo Milions d'euros	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació		
Per grups de productes								
Energètics	52.779	14,8	24,8	13.047	9,2	7,0	-39.732	24,7
Béns de consum	47.132	-8,3	22,1	58.159	1,8	31,4	11.026	123,4
<i>Alimentaris</i>	13.234	-1,1	6,2	22.994	10,5	12,4	9.760	173,8
<i>No alimentaris</i>	33.899	-10,9	15,9	35.165	-3,2	19,0	1.266	103,7
Béns de capital	12.518	-11,7	5,9	14.917	-2,4	8,1	2.400	119,2
Béns intermedis no energètics	100.733	-4,2	47,3	98.983	6,1	53,5	-1.750	98,3
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	106.775	-6,8	50,1	116.106	-1,2	62,7	9.331	108,7
<i>Zona de l'euro</i>	85.921	-7,6	40,3	91.805	-2,1	49,6	5.884	106,8
Altres països	106.387	4,1	49,9	69.000	14,9	37,3	-37.387	64,9
<i>Rússia</i>	6.662	-10,2	3,1	2.465	17,4	1,3	-4.197	37,0
<i>EUA</i>	8.123	-6,5	3,8	7.534	13,3	4,1	-589	92,8
<i>Japó</i>	2.431	-9,4	1,1	1.775	14,4	1,0	-656	73,0
<i>Amèrica Llatina</i>	18.482	32,7	8,7	11.798	17,9	6,4	-6.684	63,8
<i>OPEP</i>	27.036	19,6	12,7	8.941	31,7	4,8	-18.095	33,1
<i>Resta</i>	43.654	-6,9	20,5	36.487	10,7	19,7	-7.166	83,6
TOTAL	213.162	-1,6	100,0	185.105	4,2	100,0	-28.056	86,8

FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

Sector públic

Any nou, objectius nous

El dèficit espanyol s'ha de corregir en 1,8 punts percentuals del PIB el 2013.

El procés de consolidació fiscal sembla una carrera de resistència. Després de dos anys d'enormes esforços, el 2013 la carrera continua. Ja es coneix la ubicació de la línia d'arribada, situar el dèficit en el 4,5% del PIB, però encara es desconeix el punt de partida. En qualsevol cas, sembla que enguany les tensions financeres, amb una tendència gradual a la millora, podrien fer més suportable la marxa.

D'acord amb el Programa d'Estabilitat i Convergència (PEC) de la Comissió Europea, el dèficit espanyol s'ha de corregir en 1,8 punts percentuals del PIB enguany (2,8 punts percentuals si incloem les pèrdues del Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB) del 2012). L'esforç fiscal més important recau sobre les comunitats autònomes (C. A.), el dèficit de les quals ha d'arribar al 0,7% del PIB, 8 dècimes per sota de l'objectiu de l'any passat. L'ajust exigint a les administracions centrals, que engloben l'Estat i la Seguretat Social, és de 7 dècimes, per situar el dèficit en el 3,8% del PIB. Per la seva banda, les corporacions locals hauran de finalitzar l'any amb equilibri pressupostari, enfront de l'objectiu de dèficit del 0,3% del PIB el 2012.

No obstant això, un desviament de la via de consolidació fiscal marcada al PEC del 2012 comportaria un esforç més intens de correcció per a enguany. Un escenari força probable segons es desprèn de les dades disponibles del tercer trimestre del 2012.

En efecte, els comptes públics acumulaven un dèficit de 65.311 milions d'euros al

setembre de l'any passat o, el que és el mateix, del 6,2% del PIB estimat per al conjunt de l'any. Si descomptem les pèrdues del FROB, que, en el tercer trimestre, es van incrementar en 4.500 milions d'euros, aquesta xifra es redueix fins al 5,3% del PIB, 5 dècimes per sota del registre del 2011. Conseqüentment, per reduir el dèficit fins al nivell exigint al PEC del 2012, seria necessària una correcció fiscal de 2,2 punts del PIB en el quart trimestre. Malgrat que una gran part de l'efecte de les mesures fiscals es concentrava en els últims mesos de l'exercici, potser no seran suficients per assolir aquesta meta. Per aquest motiu, la nostra estimació situa el dèficit, al final de l'any, en el 8,4% del PIB, enfront de l'objectiu del 7,3%.

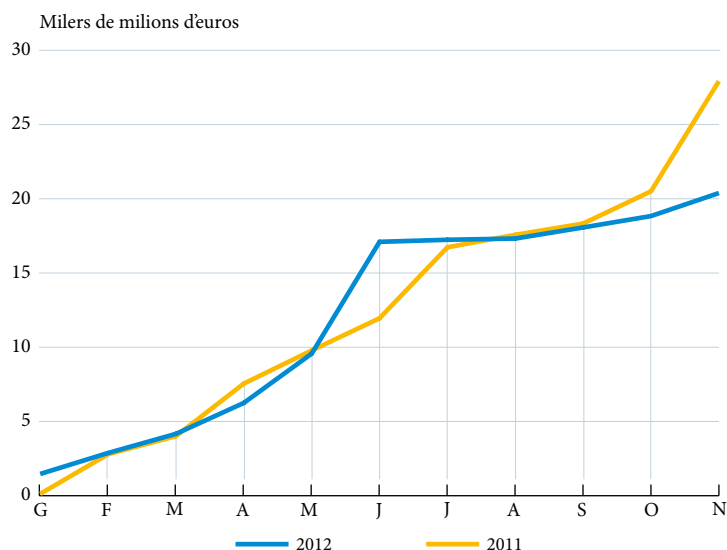
Les últimes dades disponibles mostren que el principal responsable de la desviació del dèficit públic el 2012 és el deteriorament del saldo pressupostari de les administracions de la Seguretat Social (SS), que va passar d'un superàvit del 0,9% del PIB a un dèficit del 0,2% del PIB en el tercer trimestre. Aquesta evolució respondria a dos factors. D'una banda, el feble pols econòmic, que manté la reducció dels ingressos per cotitzacions socials i l'augment del pagament de les prestacions per atur. De l'altra, s'observa una caiguda significativa dels ingressos de la SS provinents de les transferències de l'Estat en el tercer trimestre, concretament de 10.096 milions d'euros en relació amb el trimestre anterior. A causa d'això, el dèficit de l'Estat només va créixer tres dècimes durant el mateix període i es va situar en el 4,3% del PIB.

El dèficit acumulat durant els tres primers trimestres del 2012 arriba al 6,2% del PIB.

Deteriorament del saldo pressupostari de la Seguretat Social.

DECAU EL RITME DE LES TRANSFERÈNCIES CORRENTS DE L'ESTAT A ALTRES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

Transferències corrents de l'Estat a organismes autònoms i a la Seguretat Social



FONT: IGAE.

Com s'observa al gràfic anterior, aquest comportament es va mantenir durant els últims mesos de l'any. Així, per exemple, les transferències corrents de l'Estat a la Seguretat Social i a altres organismes autònoms es van reduir en 5.685 milions d'euros al novembre.

A més de la Seguretat Social, també és probable que les C. A. es desviïn lleugerament de l'objectiu de dèficit marcat per al conjunt del 2012. Malgrat registrar un dèficit del 0,9% del PIB en el tercer trimestre, un registre significativament inferior al de l'any passat, en el quart trimestre se sol acumular una part important de les despeses anuals, la qual cosa, probablement, farà que el dèficit acabi l'any per damunt de l'objectiu de l'1,5% del PIB.

La prima de risc exigida al deute espanyol, mesurada com la diferència de les rendibilitats exigides al bo sobirà espanyol i al bo alemany a 10 anys, no va presentar tensions importants en els últims mesos de l'any. El Tresor va aprofitar l'oportunitat amb noves emissions de deute per ampliar les reserves per al 2013. Aquesta és una bona notícia, tenint en compte els elevats venciments que haurà d'afrontar el sector públic al llarg de l'any. Així, els venciments de deute del Tresor pugen fins als 129.923 milions d'euros enguany, dels quals una mica més de la meitat són de lletres. A aquesta quantitat cal afegir els venciments de l'ICO, del FADE i del FROB, que se situen al voltant dels 20.000 milions d'euros, i de les C. A., amb 14.704 milions d'euros més.

És difícil que les C. A. compleixin l'objectiu de dèficit el 2012.

El sector públic afronta un 2013 amb elevats venciments de deute.

Estalvi i finançament

El procés de sanejament de la banca avança a bon ritme.

Les entitats bancàries són els principals accionistes de la Sareb.

La posada en marxa de la Sareb marcarà els pròxims mesos

El passat 20 de juliol, el Govern espanyol va sol·licitar ajuda financera als fons de rescat de la zona de l'euro per reestructurar el sistema bancari. Finalment, el 13 de desembre, es va fer efectiu el primer desemborsament de 39.500 milions d'euros al Fons de Reestructuració Ordenada Bancària (FROB) en forma de bons del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE). Aquesta és la primera operació realitzada pel fons de rescat permanent des de la seva posada en marxa el 8 d'octubre. Es tracta, doncs, d'una fita important, ja que es demostra la seva capacitat d'actuar com a mecanisme de rescat per als països de la zona de l'euro amb problemes.

El FROB utilitzarà gairebé 37.000 milions per recapitalitzar les quatre entitats bancàries nacionalitzades i els fons restants, fins a 2.500 milions, seran la contribució de capital a la Sareb. Per la seva banda, la Sareb ha aconseguit que més del 50% del seu capital procedeixi d'accionistes privats, de manera que l'aportació pública no comptabilitzarà com a deute de l'Estat. Així, l'entitat va néixer amb un capital inicial de 827 milions d'euros, dels quals 430 van ser aportats per cinc grans bancs espanyols i la resta pel FROB. La contribució restant, que representa el 75% dels fons propis o 2.281 milions d'euros, es farà en forma de deute subordinat, que serà subscrit pels accionistes en proporció a la seva quota de capital. A més d'aquesta aportació inicial, en els pròxims mesos, les injeccions

FINANÇAMENT ALS SECTORS NO FINANCERS (1)

Octubre 2012

	Saldo	Variació any actual	Variació 12 mesos	% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	% (2)	
Sector privat	2.044.285	-81.961	-3,9	71,5
Empreses no financeres	1.206.213	-49.073	-4,2	42,2
<i>Préstecs d'entitats residents (3)</i>	784.088	-56.799	-6,8	27,4
<i>Valors diferents d'accions</i>	72.362	7.374	13,0	2,5
<i>Préstecs de l'exterior</i>	349.763	351	-1,0	12,2
Llars (4)	838.072	-32.888	-3,5	29,3
<i>Préstecs per a l'habitatge (3)</i>	645.440	-21.427	-3,4	22,6
<i>Altres (3)</i>	189.805	-11.260	-4,0	6,6
<i>Préstecs de l'exterior</i>	2.828	-201	4,8	0,1
Administracions públiques (5)	816.424	79.956	13,7	28,5
TOTAL	2.860.710	-2.005	0,9	100,0

NOTES: (1) Residents a Espanya.

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

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

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

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

Octubre 2012

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	254.977	-14.733	-5,5	-3.760	-1,5	19,7
D'estalvi	198.725	-4.224	-2,1	1.581	0,8	15,4
A termini	668.301	-29.435	-4,2	-47.303	-6,6	51,7
En moneda estrangera	20.067	2.348	13,3	3.806	23,4	1,6
Total dipòsits	1.142.071	-46.045	-3,9	-45.677	-3,8	88,4
Resta del passiu (*)	149.667	-35.296	-19,1	-33.231	-18,2	11,6
TOTAL	1.291.738	-81.341	-5,9	-78.907	-5,8	100,0

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

cions de capital i les emissions de deute subordinat s'aniran incrementant, fins als 5.200 milions, a mesura que es vagin transferint actius a la Sareb. També s'espera que altres inversors privats passin a formar part de l'accionariat. Més endavant, s'espera ampliar la base d'inversors mitjançant els anomenats Fons d'Actius Bancaris (FAB), actius financers de caràcter similar als fons de titulització.

La Sareb, per tant, ja està llesta per rebre els actius problemàtics de les entitats nacionalitzades. Amb la transferència d'aquests actius, les entitats aconseguiran sanejar els balanços i es convertiran en entitats viables a llarg termini. Com a contrapartida, i per evitar distorsions en la competència, els plans de reestructuració aprovats per la Comissió Europea estableixen els requisits i els ajustaments que aquestes entitats hauran de realitzar en els cinc pròxims anys, entre els quals destaquen: la reducció del 60% del volum del balanç i del 50% de la xarxa d'oficines en relació amb el desembre del 2010; la focalització en el negoci minorista i en la seva regió d'actuació tradicional; l'abandonament de determinades activitats de risc, inclòs el finançament de promotors; la disminució de la ràtio de crèdits sobre dipòsits per sota del 100%, i la venda de filials i de participacions industrials.

La següent baula en la reforma financera se centra en les entitats del grup 2, és a dir, les que presenten dèficit de capital i que no han pogut captar-lo de forma privada. La Comissió Europea va donar llum verd als seus plans de reestructuració el 20 de desembre, amb unes necessitats d'ajuts públics de 1.865 milions d'euros. Aquestes entitats transferiran els actius problemàtics a la Sareb al febrer. Finalitza així l'aprovació dels plans de tots els bancs que requereixen ajuts públics, que seran recapitalitzats i compliran el requisit del 9% de capital de més alta qualitat.

El Fons Monetari Internacional (FMI), en el seu informe sobre la reforma del sistema financer espanyol, fa una valoració positiva de la implementació del Memoràndum d'Entesa. Es considera que el programa per al sector financer continua avançant segons el calendari previst i compleix totes les dates límit. No obstant això, també s'adverteix que hi ha pendents els reptes més difícils, en especial els relacionats amb la realització dels plans de reestructuració bancària i amb el funcionament efectiu de la Sareb. Això explica que es recomani no retardar la injecció de capital públic a les entitats amb necessitats de capital i el disseny d'una estratègia de sortida per als bancs nacionalitzats. Pel que fa a la Sareb, es considera que el nivell d'actius

L'FMI avala el procés de reestructuració bancari espanyol.

L'entrada de capital estranger ajuda la banca i l'Estat.

a gestionar podria ser un impediment per a la seva eficàcia, de manera que es recomana evitar una expansió del seu perímetre més enllà del que sigui estrictament necessari.

D'ençà que el Banc Central Europeu va anunciar les operacions monetàries de compravenda (OMC), les tensions als mercats financers s'han relaxat, tal com es manifesta en la reducció de la prima de risc. A més a més, al setembre, el compte financer de la balança de pagaments va registrar una entrada de capitals de l'exterior de 30.998 milions d'euros, de manera que s'ha interromput el drenatge de capitals que venia patint l'economia espanyola des de l'estiu del 2011. Tant les administracions públiques com el sector bancari es van beneficiar d'aquesta entrada de capitals, ja que els inversors internacionals van tornar a acudir a les subhastes del Tresor i els bancs van reduir la dependència del finançament del BCE.

Per la seva banda, el sector privat segueix el procés de despallanquejament. Així, el crèdit a les societats no financeres va accelerar la reculada en el mes d'octubre i va registrar una caiguda interanual del 6,8%, gairebé un punt percentual més que en el mes anterior. El crèdit a les llars també continua descendent, tant per a l'adquisició d'habitatges (-3,4%) com per a altres finalitats (-4,0%).

El desglossament per finalitats mostra que el crèdit es contrau a totes les branques d'activitat, situació que reflecteix el pols feble de l'economia espanyola. Destaca l'acceleració de la caiguda del sector serveis, amb una variació interanual del -5,6% en el tercer trimestre.

Les dades dels crèdits dubtosos situen la taxa de morositat per al conjunt del sistema bancari espanyol en l'11,3% a l'octubre. Tot i que les activitats immobiliàries (promotors) i el sector de la construcció concentren

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Tercer trimestre de 2012

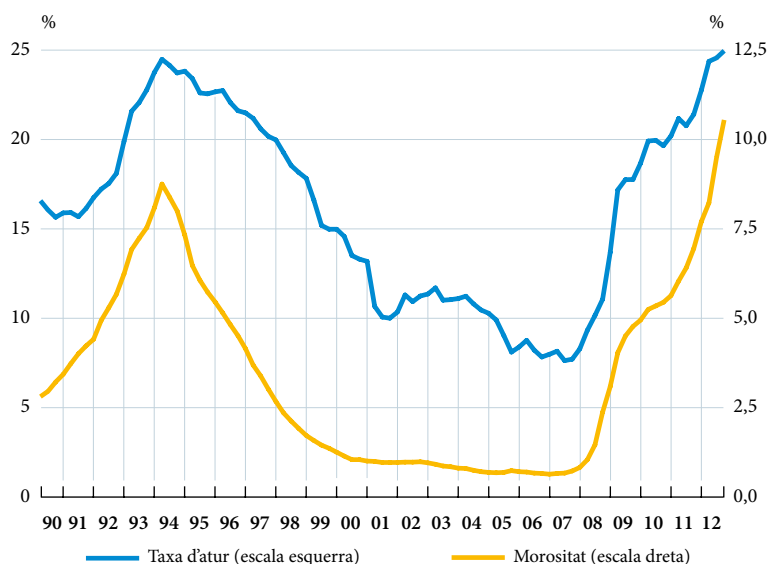
	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	20.852	-930	-4,3	-1.351	-6,1
Indústria	135.140	-8.107	-5,7	-10.363	-7,1
Construcció	87.793	-10.754	-10,9	-14.466	-14,1
Serveis	643.178	-37.305	-5,5	-37.954	-5,6
Total	886.962	-57.096	-6,0	-64.134	-6,7
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	639.522	-16.931	-2,6	-16.205	-2,5
Adquisició de béns de consum durador	31.953	-5.733	-15,2	-6.526	-17,0
Altres finançaments	96.381	-2.911	-2,9	-3.969	-4,0
Total	767.855	-25.575	-3,2	-26.699	-3,4
Altres	46.971	1.904	4,2	3.775	8,7
TOTAL	1.701.788	-80.766	-4,5	-87.058	-4,9
<i>Adquisició d'habitatges i activitats immobiliàries</i>	<i>891.188</i>	<i>-33.685</i>	<i>-3,6</i>	<i>-37.419</i>	<i>-4,0</i>

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

L'ATUR CONTINUARÀ PRESSIONANT A L'ALÇA LA RÀTIO DE MOROSITAT EL 2013

Taxa d'atur i taxa de morositat



FONTS: INE i Banc d'Espanya.

el volum de crèdits dubtosos més important, es va produir un augment de la morositat a totes les branques d'activitat, entre les quals destaca l'increment del sector serveis. Tal com s'observa al gràfic anterior, és probable que les condicions del mercat laboral continuïn pressionant aquesta tendència a l'alça en els pròxims trimestres.

En resum, en els pròxims mesos, es completarà el procés de sanejament del sector bancari espanyol. En l'àmbit europeu, es va aprovar la creació del supervisor bancari únic al Consell del desembre i es va posar data a la definició del marc operatiu per a la recapitalització directa de la banca amb fons comuns. Es tracta de dues fites molt importants per establir les bases d'un sistema financer sòlid que pugui donar suport al creixement econòmic.

La morositat repunta a totes les branques d'activitat.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

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

Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012

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

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

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

■ 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

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? Clàudia 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

Gener 2013

"la Caixa"

Estudis i Anàlisi Econòmica

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

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

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

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2011

ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

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

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

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

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2012

Milions €

Socials	331
Ciència i medi ambient	68
Culturals	69
Educatives i investigació	32
TOTAL PRESSUPOST	500



"la Caixa" Research a Twitter

@laCaixaResearch

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

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

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

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2013

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.

