JULIOL-AGOST 2009

Informe Mensual



NÚMERO 326

De crisi subprime *a crisi global: la transmissió a les economies emergents* Pàg. 17
Què explica la ràpida expansió global de la crisi creditícia?

Els programes a mida de la Fed davant la crisi Pàg. 40
La Reserva Federal dels Estats Units no ha dubtat en utilitzar tot l'arsenal al seu abast per afrotar la crisi

La recessió i el mercat de treball: perspectiva comparada entre països Pàg. 50
Per què les taxes d'atur han reaccionat de forma tan diferent als diversos països?

Quines medicines existeixen per desintoxicar el sistema financer? Pàg. 67
Diferents actuacions dels governs per tractar d'alliberar la banca dels actius tòxics

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2008				2009	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions						Previsions
Producte interior brut									
Estats Units	2,0	1,1	–2,9	2,5	2,1	0,7	–0,8	–2,6	–3,7
Japó	2,3	–0,7	–6,9	1,2	0,6	–0,3	–4,4	–8,4	–8,2
Regne Unit	3,0	0,7	–4,6	2,6	1,7	0,3	–1,8	–4,1	–5,3
Zona de l'euro	2,6	0,7	–4,5	2,2	1,5	0,5	–1,7	–4,8	–5,0
Alemanya	*2,6*	*1,0*	*–5,6*	*2,8*	*2,0*	*0,8*	*–1,6*	*–6,9*	*–6,5*
França	*2,1*	*0,7*	*–3,0*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–1,7*	*–3,2*	*–3,3*
Preus de consum									
Estats Units	2,9	3,8	–1,0	4,2	4,3	5,2	1,5	–0,2	–1,4
Japó	0,1	1,4	–1,0	1,0	1,4	2,2	1,0	–0,1	–0,5
Regne Unit	2,1	3,6	1,8	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	1,8
Zona de l'euro	2,1	3,3	0,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,1
Alemanya	*2,3*	*2,6*	*0,4*	*2,9*	*2,9*	*3,1*	*1,6*	*0,8*	*0,2*
França	*1,5*	*2,8*	*0,4*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*1,8*	*0,6*	*0,0*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,4	0,1	–3,1	2,0	0,8	–0,2	–2,3	–4,1	–3,9
Consum de les AP	4,9	5,3	4,3	3,7	5,0	6,1	6,3	5,4	4,5
Formació bruta de capital fix	5,3	–3,0	–15,4	2,4	–0,8	–4,1	–9,3	–13,1	–15,4
Béns d'equipament	*10,0*	*–1,1*	*–22,2*	*5,2*	*1,8*	*–1,3*	*–9,7*	*–18,6*	*–25,0*
Construcció	*3,8*	*–5,3*	*–14,2*	*0,2*	*–3,1*	*–7,3*	*–10,9*	*–12,4*	*–12,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,1	–5,4	2,6	1,2	–0,2	–3,0	–5,3	–5,8
Exportació de béns i serveis	4,9	0,7	–14,4	4,8	4,4	1,5	–7,9	–19,0	–16,7
Importació de béns i serveis	6,2	–2,5	–17,0	3,6	1,8	–2,0	–13,2	–22,3	–18,8
Producte interior brut	**3,7**	**1,2**	**–3,7**	**2,7**	**1,8**	**0,9**	**–0,7**	**–3,0**	**–4,2**
Altres variables									
Ocupació	2,9	–0,6	–6,6	1,6	0,1	–0,9	–3,1	–6,0	–7,5
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,3	18,4	9,6	10,4	11,3	13,9	17,4	18,7
Índex de preus de consum	2,8	4,1	–0,2	4,4	4,6	4,9	2,5	0,5	–0,8
Costos laborals unitaris	2,9	3,4	–0,5	4,2	3,6	3,4	2,6	0,8	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–9,5	–6,1	–12,1	–9,5	–8,7	–7,9	–8,7	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,1	–5,5	–11,2	–9,0	–8,4	–7,6	–8,5	
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,8	–9,5						
MERCATS FINANCERS			Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	2,1	0,3	3,2	2,1	2,0	0,9	0,3	0,3
Repo BCE	3,8	3,9	1,2	4,0	4,0	4,2	3,4	1,8	1,1
Bons EUA 10 anys	4,6	3,6	3,2	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	3,3
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	3,0	3,9	4,3	4,3	3,5	3,1	3,1
Tipus de canvi									
$/Euro	1,37	1,48	1,34	1,50	1,56	1,51	1,34	1,30	1,36

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
12 Xina
14 Brasil
16 Mèxic
17 De crisi **subprime** *a crisi global: la transmissió a les economies emergents*
19 Primeres matèries

21 Unió Europea
21 Zona de l'euro
24 Alemanya
26 França
27 Itàlia
28 Regne Unit
29 Europa emergent

32 Mercats financers
32 Mercats monetaris i de capital
40 Els programes a mida de la Fed davant la crisi

43 Conjuntura espanyola
43 Activitat econòmica
47 Mercat de treball
50 La recessió i el mercat de treball: perspectiva comparada entre països
54 Preus
58 Sector exterior
61 Sector públic
63 Estalvi i finançament
67 Quines medicines existeixen per desintoxicar el sistema financer?

De les hipoteques escombraries a la crisi global: dos anys d'inquietud

A l'estiu del 2007, fa dos anys, es va fer patent que una petita part del mercat hipotecari nord-americà, els préstecs *subprime*, presentava una anomalia inquietant. Amb una crisi immobiliària ja en marxa i uns tipus d'interès que havien pujat de forma relativament ràpida, no era estrany que la morositat augmentés notablement en aquests préstecs hipotecaris, concedits a clients de dubtosa solvència. El més desconcertant va ser que aquest fenomen comportés en un tres i no res una cadena de reaccions, en termes d'aversió al risc, col·lapse de la liquiditat i desconfiança generalitzada, que va situar el sistema financer al caire de l'abisme. I no solament als Estats Units, sinó també a Europa i a Àsia.

A mesura que s'ha anat desvetllant la trama d'errors, incompetències i, fins i tot, comportaments poc ètics que han dut a la crisi actual, el fenomen ha pogut ser entès i ha propiciat el disseny de mecanismes per evitar-ne la repetició. En part, els orígens del desastre tenen molt a veure amb la dinàmica de les bombolles, reals o financeres. Una etapa molt llarga de polítiques monetàries laxes, intensificades arran de la crisi de les *puntcom* el 2000 i dels atemptats terroristes del 2001, va establir les bases d'una bombolla de liquiditat i de creixement del crèdit que va dur a l'excepcional expansió mundial del 2003-2007, fonamentada en bases febles i alimentada pels baixos tipus d'interès, pel sobreendeutament del sector privat i pels persistents desequilibris globals. La prudència es va relaxar, i els inversors van menysprear cada cop més el perill. Es deia que els cicles havien passat a la història i semblava que les vaques grasses durarien eternament.

I, com sempre passa amb els excessos d'eufòria especulativa, un accident banal, en aquesta ocasió les *subprime*, va revertir de sobte la tendència i va evidenciar la fragilitat del sistema financer i els excessos en què s'havia incorregut. Va ser una sorpresa relativa. Per exemple, el Banc de Pagaments de Basilea havia alertat any rere any dels riscos que planaven sobre l'economia internacional. Més a prop, el Banc d'Espanya havia advertit repetidament dels excessos del sector immobiliari. Però, si *a posteriori* és temptador apuntar possibles culpables i dictar sentències condemnatòries, quan la bombolla està en plena ebullició i quan l'exuberància irracional està en ple auge, anar contra corrent és una tasca inútil.

La crisi qüestiona molts principis importants que fins ara es donaven per segurs, com, per exemple, el grau de regulació i supervisió que cal aplicar al sistema financer o, a l'inrevés, el grau d'autoregulació que es pot acceptar. El paradigma de l'eficiència dels mercats, fonament dels models d'inversió basats en la pura racionalitat, també és qüestionat. La resposta a la crisi presenta també grans interrogants. La reacció inicial de les polítiques econòmiques, una ingent injecció de fons públics en l'economia, no és innòcua. El ràpid deteriorament dels comptes del sector públic amenaça l'estabilitat de les economies i pot ser un problema seriós si la recuperació s'allarga. La coordinació internacional, tant en l'àmbit financer com en el real, és clarament millorable. Mentrestant, la crisi continua. Probablement, el pitjor ha quedat enrere, però cal ser molt optimista per pensar que la sortida està lliure de perills. El període d'inquietud potser ha acabat, però encara no s'albira el de tranquil·litat.

RESUM EXECUTIU

El pitjor de la crisi podria haver quedat enrere, segons els índexs de sentiment econòmic.

S'assecaran els brots verds a l'estiu?

El mes passat vam conèixer les dades de creixement del primer trimestre de la majoria de països desenvolupats, les quals van confirmar, per si encara hi havia dubtes, la magnitud de la recessió actual. La reculada anotada per les economies de molts països va ser històrica, però, influïts per l'ambient primaveral, molts analistes vam destacar l'aparició de brots verds o signes que podrien anticipar que el pitjor de la recessió havia quedat enrere. Ara que som a l'estiu i que ha arribat la calor, s'assecaran els brots verds? O seran capaços de resistir uns mesos que, segons tots els pronòstics, seran calorosos i amb un alt risc d'incendis?

El procés gradual de recuperació dels mercats financers també apunta en aquesta direcció.

Fins a la data, els símptomes més convincents de la futura recuperació els ofereixen els índexs de sentiment econòmic. Als Estats Units, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board del maig i l'índex d'activitat i de sentiment empresarial de l'Institute for Supply and Management van continuar recuperant el terreny perdut durant la tardor passada. A la zona de l'euro, la tònica va ser similar. Tant l'índex de sentiment econòmic elaborat per la Comissió Europea com el Purchasing Managers Index van continuar avançant. Tots, però, es troben encara en nivells que indiquen recessió econòmica.

Alguns indicadors de l'economia real comencen a mostrar un canvi de tendència.

La recuperació gradual experimentada pels mercats financers internacionals és un altre punt de suport per als defensors dels brots verds. Durant l'últim mes, s'han continuat reduint els diferencials a l'interbancari; la revaloració acumulada de l'S&P 500 i de l'Eurostoxx50 des dels mínims registrats al març s'ha mantingut a prop de la cota del 40%, i, als Estats Units, s'han començat a reactivar els mercats secundaris, tancats des de l'inici de la crisi. Aquest procés de recuperació ha rebut el suport de les propostes de reformes financeres als dos costats de l'Atlàntic. A més a més, el Banc Central Europeu va dur a terme amb èxit la primera injecció il·limitada de liquiditat a 12 mesos, la qual hauria d'alleujar les tensions i contribuir a una lenta reducció dels diferencials en les properes setmanes.

La incògnita que es desvetllarà en els propers mesos és si la millora dels índexs de sentiment econòmic i de les condicions financeres es traduirà en un deteriorament més moderat del consum, de la producció i del mercat laboral. Ara com ara, les notícies als diferents fronts no són concloents. Les vendes al detall s'han continuat deteriorant tant als Estats Units com al conjunt de la zona de l'euro, però ho han fet de forma més moderada, de manera que la caiguda del consum podria estar tocant fons. La producció industrial, en canvi, es continua enfonsant en les dues economies. El mercat laboral, que, dels tres indicadors, és el que respon amb més lentitud, també es continua deteriorant amb celeritat i tot fa pensar que aquesta tendència perdurarà durant el que queda d'any.

Si el trimestre en què la recessió tocarà fons encara no és del tot clar, la incertesa que envolta la via de sortida encara és més gran. Sens dubte, l'elevat palanquejament de les llars a les principals economies des-

envolupades i el fort augment de la taxa d'atur limitaran la capacitat de recuperació.

Però hem de tenir en compte la capacitat de resistència que mostren molts dels països en vies de desenvolupament. En aquest sentit, destaca la fortalesa de l'economia xinesa: va créixer el 6,1% en el primer trimestre i els indicadors recents mostren una consolidació de la recuperació. Un altre cas el formen els països de l'Europa central i oriental. Si no fa pas gaire semblava que encaraven un escenari gairebé catastròfic, ara les condicions financeres han donat un tomb. Des dels mínims anuals, les borses de la regió han crescut de l'ordre del 60%, les principals divises han recuperat una part del terreny perdut i el cost d'assegurar l'impagament del deute sobirà s'ha reduït gairebé a la meitat. Si els països de l'Europa central i oriental aconsegueixen superar la crisi sense ensurts d'última hora i, sobretot, si el mercat xinès reprèn el vol, el panorama serà molt més tranquil·litzador.

Un altre factor que marcarà la via de sortida de la recessió és la futura evolució de la inflació. Ara com ara, la majoria de països desenvolupats registren descensos que marquen mínims històrics. En el mes de maig, als Estats Units, la taxa interanual va ser negativa del 1,3%. Per la seva banda, el Japó també va anotar una reculada del 0,1%. Mentrestant, a Alemanya, la taxa es va quedar en el 0,1% i, al conjunt de la zona de l'euro, va baixar fins al 0%. La feblesa de la demanda i, sobretot, la caiguda del preu del petroli en són els responsables. No obstant això, esperem que les taxes facin un gir en la segona meitat de l'any. L'efecte de base del preu del petroli i d'altres primeres matèries sobre la taxa interanual s'esvairà en els propers mesos. Cal destacar, a més a més, que hi ha preocupació per com els bancs centrals retiraran l'enorme quantitat de liquiditat introduïda en els mercats, la qual constitueix un risc potencial d'inflació futura.

La disjuntiva en què es troba l'economia espanyola és similar a la de les principals economies avançades. Després dels resultats del primer trimestre, s'analitzen amb lupa tots els indicadors per esbrinar si, efectivament, s'està produint una moderació de la contracció de l'activitat durant el segon trimestre.

Com a la majoria de països desenvolupats, els indicadors de sentiment econòmic i les condicions financeres milloren. L'índex de confiança dels consumidors, per exemple, va repuntar en els mesos de març i abril, per bé que encara continua en nivells molt baixos.

Pel que fa a les condicions financeres, l'euríbor a un any va marcar un nou mínim històric al juny, en col·locar-se poc per damunt de l'1,50%. A més a més, en els últims mesos, s'aprecia una certa moderació de la caiguda experimentada per la taxa de creixement del crèdit al sector privat, coherent amb la millora de les condicions de liquiditat de les entitats financers. L'aprovació del Fons de Reestructuració Ordenada Bancària propiciarà que continuïn millorant les condicions financers. Aquest fons té una dotació inicial de 9.000 milions d'euros, però es podria endeutar fins a 90.000 milions d'euros per finançar la recapitalització i les fusions d'entitats financeres. A més a més, incrementarà la confiança en el sector financer espanyol, que ha vist com, a l'abril, la taxa de morositat del conjunt de les entitats de crèdit continuava pujant fins al 4,5% i com l'agència de qualificació Moody's rebaixava els *ratings* de 30 entitats bancàries espanyoles.

Els efectes dels plans de reactivació econòmica impulsats pel govern ja han començat a fer efecte. El pla d'inversió pública en

La capacitat de resistència d'alguns països en vies de desenvolupament podria actuar de suport.

A Espanya, els índexs de sentiment econòmic i les condicions financeres també milloren.

A més a més, les mesures de reactivació econòmica comencen a fer efecte.

Alguns indicadors de l'economia real sembla que han tocat fons...

l'àmbit dels ajuntaments, aprovat cap al final de l'any passat, s'ha fet notar en els resultats de l'ocupació i de l'atur del mes de maig. La recuperació de les vendes d'automòbils al maig i al juny respon al pla d'ajuda a la compra de vehicles. Amb efectes menys immediats, el Govern du a terme la reforma estructural del sector serveis, mitjançant la transposició de la corresponent directiva comunitària. Es tracta d'impulsar la competència al sector, d'eliminar rigideses burocràtiques i de liberalitzar diverses activitats. S'estima que l'impuls a la competència al sector tindrà un impacte positiu en el PIB de l'1,2% i podria generar entre 150.000 i 200.000 llocs de treball.

...i el mercat laboral comença a marcar un tímid canvi de tendència.

Els plans d'estímul, la millora dels índexs de sentiment econòmic i la recomposició de les condicions financeres es tradueixen en una certa moderació del ritme de contracció de la demanda i de l'activitat agregades. Per exemple, la caiguda de les vendes al detall es va frenar al maig, el descens de la producció de béns de consum de l'abril va ser inferior al del primer trimestre i l'enfonsament de l'índex de producció industrial es va moderar lleugerament.

El mercat laboral també comença a marcar un canvi de tendència. Per segon mes consecutiu, es va observar un alentiment del procés de destrucció d'ocupació i d'escalada de l'atur. No obstant això, els costos laborals van continuar augmentant en el primer trimestre del 2009, malgrat el fort deteriorament experimentat pel mercat laboral. El component salarial es va incrementar el 2,8% interanual, ja que moltes revisions salarials estan indexades a la inflació passada.

En qualsevol cas, la perspectiva immediata encara és recessiva, com a mínim fins ben entrat l'any 2010.

Igual que a la resta de països desenvolupats, l'evolució futura de la inflació a Espanya serà clau per determinar el perfil de sortida de l'actual procés recessiu. Ara com ara, al maig, els preus al consum van prosseguir el gir a la baixa i van anotar una taxa de variació interanual negativa per tercer mes consecutiu. Aquesta taxa se situa ja en el 0,9%, un descens superior a l'esperat i que reflecteix les pressions a la baixa que pateixen els preus a conseqüència de la forta contracció del consum privat. La inflació subjacent va davallar fins al 0,9%, la cota més baixa de les últimes dècades.

Un altre factor que determinarà el potencial de creixement de l'economia espanyola a més llarg termini és el creixent desequilibri del sector públic. Els ingressos es continuen reduint i les despeses augmenten notablement, a causa de l'increment dels pagaments per atur i del pla d'estímul econòmic. En aquest sentit, el Govern ha revisat les previsions del dèficit per al 2009 i el 2010 i les ha situat en el 9,5% i en el 8,4% del producte interior brut, respectivament.

El Govern també ha revisat les previsions macroeconòmiques per al 2009-2012 i ha projectat una caiguda del producte interior brut del 3,6% el 2009 i del 0,3% el 2010. D'acord amb aquestes previsions, en els propers trimestres, la recessió s'anirà atenuant i, l'any vinent, començaríem a veure taxes de creixement intertrimestrals positives. No obstant això, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic no ho veu tan clar, ja que espera una reculada del 4,2% enguany i un nou descens del 0,9% el 2010. En definitiva, s'espera que els brots verds superin l'estiu, però el seu creixement futur pot ser més lent del que desitja tothom.

26 de juny de 2009

CRONOLOGIA

2008

setembre

19 El govern dels Estats Units presenta un **pla de rescat del sistema bancari nord-americà** per un import de 700.000 milions de dòlars.

octubre

7 El Govern anuncia la creació d'un **fons per a la compra d'actius financers** a les entitats de crèdit fins a un màxim de 50.000 milions d'euros i apuja la garantia dels dipòsits i inversions a 100.000 euros.

8 El **Banc Central Europeu**, la **Reserva Federal** i el **Banc d'Anglaterra**, en una acció concertada amb altres bancs centrals, retallen els tipus d'interès oficials en 50 punts bàsics.

12 Els països de la zona de l'euro acorden una **acció concertada** per reforçar el sistema financer fins al final del 2009.

13 El Govern autoritza l'atorgament d'**avals de l'Estat** fins a 100.000 milions d'euros el 2008 a noves operacions de finançament de les entitats financeres, amb possible ampliació al 2009.

28 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004.

29 La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a l'1,00%.

novembre

6 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 3,25%.

15 Reunió del G-20 a Washington per a la **reforma del sistema financer internacional**.

20 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (7.552,3) des del 2003.

28 El Govern anuncia un **pla d'inversió pública** de 8.000 milions d'euros en obres municipals i de 3.000 milions en diversos sectors i àmbits de l'economia.

desembre

4 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,50%.

16 La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a una banda del 0%-0,25%.

24 El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (37,23 dòlars per barril) des del juliol del 2004.

2009

gener

1 Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Eslovàquia, fins a disset estats membres.

15 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,00%.

20 Barack Obama pren possessió com a **president dels Estats Units**.

març

5 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,50%.

6 El Govern anuncia mesures per **facilitar el finançament del circulant de les empreses mitjanes** i per **reactivar l'ocupació** i pal·liar els efectes de l'**atur**.

27 El Govern aprova un conjunt de **mesures per impulsar l'activitat**: reforma de la llei concursal, la reactivació de les assegurances de crèdit i la transposició de la Directiva de Serveis comunitària.

abril

2 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,25%.
Reunió del G-20 a Londres per a la **reforma del sistema financer internacional**.

maig

7 El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins a l'1,00% i anuncia mesures per facilitar liquiditat al sistema bancari.

12 El Govern anuncia **noves mesures de política econòmica**: eliminació parcial de la deducció fiscal per la compra de l'habitatge habitual a partir del 2011, ajudes per a la compra d'automòbil, reducció de la fiscalitat per a algunes pimes i autònoms, etc.

juny

12 El Govern **apuja els impostos** que graven el tabac, la benzina i el gasoil d'automoció.

26 El Govern crea el **Fons de Reestructuració Ordenada Bancària**.

AGENDA

Juliol

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.

3 Índex de producció industrial (maig).

10 IPC (juny).

15 IPC harmonitzat de la UE (juny).

22 Comerç exterior (maig).

23 Preus industrials (juny).

24 Enquesta de població activa (segon trimestre).

28 Ingressos i pagaments de l'Estat (juny).

30 Avanç IPCH (juliol).

31 Balança de pagaments (maig).
PIB dels Estats Units (segon trimestre).

Agost

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).

5 Índex de producció industrial (juny).

6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.

13 IPC (juliol).

14 Avanç del PIB (segon trimestre).
IPC harmonitzat de la UE (juliol).

19 Comerç exterior (juny).

25 Preus industrials (juliol).

27 Comptabilitat nacional trimestral (segon trimestre).

28 Avanç IPCH (agost).

31 Ingressos i pagaments de l'Estat (juliol).

Estats Units: s'ha tocat fons?

Estats Units: l'economia baixa el 5,7% per l'enfonsament de la inversió.

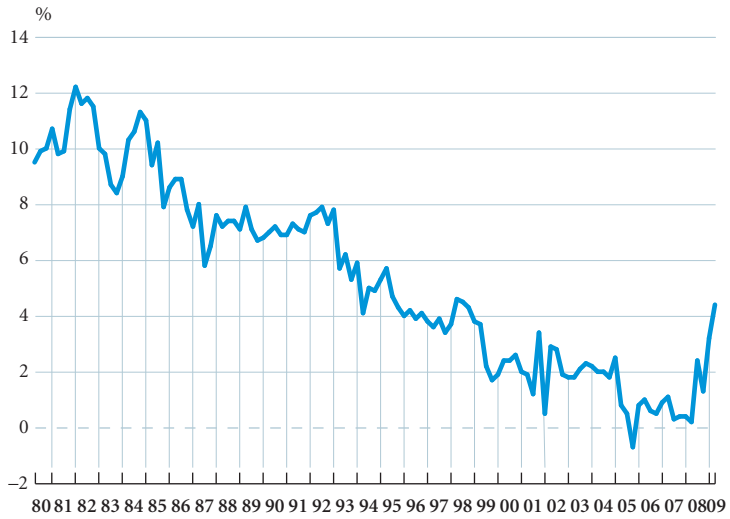
L'economia nord-americana podria ser molt a la vora de tocar fons. Després d'una primera revisió alcista de les dades publicades prèviament, el producte interior brut (PIB) del primer trimestre del 2009 va recular el 2,5% interanual, el 5,7% intertrimestral anualitzat. No obstant això, l'estabilització dels descensos vindrà acompanyada d'una recuperació llanguida. Prova d'això és que el consum privat de l'abril va baixar per segon mes consecutiu, després del lleuger repunt de l'inici del 2009, per l'increment de la taxa d'estalvi de les llars, que, en el mateix mes, es va enfilar fins al 5,7% de la renda disponible, situació que no es donava des del febrer de 1995.

L'economia pot tocar fons en el segon trimestre, però l'endeutament de les llars dificulta la recuperació.

Per què la recuperació serà més feble que en cicles anteriors? Simplement, perquè el consum privat (el 70% del PIB) no pot créixer com ho havia fet en els anys anteriors a la recessió, quan s'havia basat en l'endeutament de les famílies, amb una taxa d'estalvi que evolucionava constantment a la baixa. Així, entre el final del 2000 i el final del 2007, el deute brut de les llars va passar del 95,9% al 133,0% de la renda disponible. Segons la Fed, el retorn del deute a un nivell raonable del 100% de la renda disponible, amb un tipus d'interès del deute considerat normal, sostrauria el 0,75% per any del consum privat durant tot el procés, deu anys, en relació amb una situació de taxa d'estalvi estable. Si a això s'afegeix la disminució de riquesa per la depreciació dels

ESTATS UNITS: CAL RECONSTRUIR L'ESTALVI

Estalvi de les llars en percentatge de renda disponible



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

actius, el llast que haurà d'afrontar la recuperació és considerable.

Els últims indicadors de demanda confirmen que el consum ha tocat fons, però no mostra signes de recuperació. El consum al detall va presentar al maig un avanç magre, després de dos mesos consecutius de reculades. Sense automòbils ni benzina, les vendes al detall van cedir el 5,4% interanual en termes reals, tot i que els béns duradors van deixar enrere la pressió a la baixa dels mesos previs. En un to d'optimisme moderat, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board del maig va prosseguir amb una recuperació més basada en expectatives que en la percepció del moment actual i va recuperar el nivell del setembre del 2008, quan es van intervenir les asseguradores hipotecàries Freddie Mac i Fanny Mae i Lehman Brothers va entrar en fallida.

Pel costat de l'oferta, l'índex d'activitat i sentiment empresarial de l'Institute for Supply Management del maig es va continuar apropant progressivament a la barrera dels 50 punts, considerat el llindar que marca l'inici d'etapes expansives. Les noves comandes es van quedar a la vora del punt d'equilibri, però l'ocupació, tot i que també va moderar el ritme de deteriorament, va ser el component més feble. La producció industrial va continuar essent el contrapunt més negatiu dels indicadors de l'oferta, amb un descens que, al maig, va ser del 13,1% interanual, mentre que la utilització de la capacitat productiva va continuar marcant nous mínims històrics i va baixar fins al 68,3%.

L'habitatge va continuar sense donar senyals d'haver tocat fons, tant en la demanda com en l'oferta. El preu dels immobles continua empitjorant la situació patrimonial de les llars, amb un índex Case-Shiller que, al març, va acumular una reculada del 33,1% en relació amb el màxim del juny del 2006. Les vendes

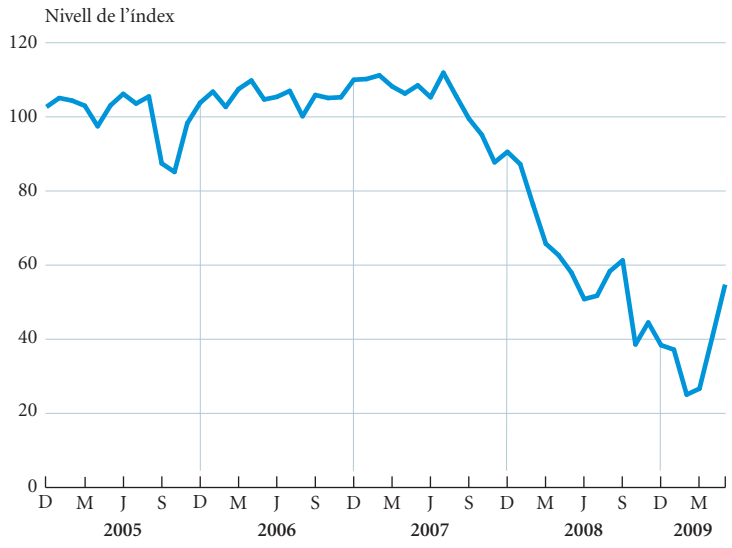
La confiança dels consumidors millora i les vendes al detall toquen fons.

Els empresaris són menys pessimistes, però la indústria no se'n surt.

El preu dels immobles continua a la baixa i els habitatges desocupats impedeixen que l'habitatge toqui fons.

ESTATS UNITS: EL BROT MENYS VERD ES BASA EN EXPECTATIVES

Índex de confiança del consumidor



FONTS: Conference Board i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	2,0	1,1	2,1	0,7	–0,8	–2,5	–	...
Vendes al detall	3,3	–0,7	2,4	0,4	–8,0	–8,9	–10,0	–9,6
Confiança del consumidor (1)	103,4	58,0	57,3	57,3	40,7	29,9	40,8	54,9
Producció industrial	1,5	–2,2	–0,4	–3,2	–6,7	–11,6	–12,7	–13,4
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,1	47,4	36,1	35,9	40,1	42,8
Venda d'habitatges unifamiliars	–26,7	–37,4	–39,3	–36,2	–41,0	–38,5	–34,0	...
Taxa d'atur (2)	4,6	5,8	5,4	6,1	6,9	8,1	8,9	9,4
Preus de consum	2,9	3,8	4,4	5,3	1,6	0,0	–0,7	–1,3
Balança comercial (3)	–701,4	–695,9	–711,3	–725,8	–695,9	–604,5	–571,5	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,3	2,8	2,8	3,2	2,2	1,2	1,0	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,9	74,4	70,9	73,5	81,3	82,7	82,3	81,2

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.
(4) 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.

L'atur arriba al 9,4% i continuarà creixent en els propers mesos.

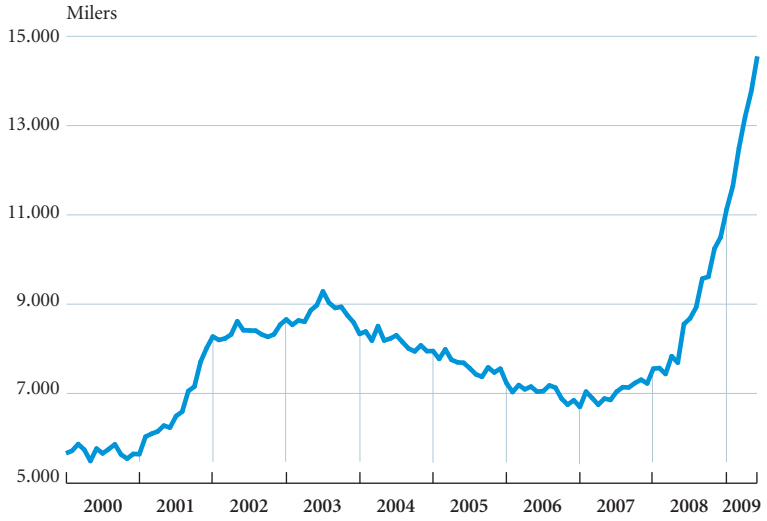
d'habitatges de segona mà, el descens de les quals es va reduir el 3,5% interanual, van continuar temptejant un fons de resistència. Però la recuperació del mercat de l'habitatge haurà d'esperar la reducció de l'inventari d'habitatges desocupats a la venda, que alimentat per un nombre creixent d'hipoteques executades, se situa molt per damunt de la seva tendència secular. Això fa que l'augment dels habitatges iniciats al maig, fins als 532.000 en termes anuals, hagi de ser interpretat amb cautela.

Una dificultat per a la recuperació de la demanda en el mercat de l'habitatge es troba en la feblesa del mercat de treball. L'atur, que, al maig, es va enfilar fins al 9,4% de la població activa, continuarà augmentant més enllà del 10,0%, malgrat que els 345.000 llocs de treball no agrícoles destruïts se situen molt per sota de la pèrdua mitjana dels sis mesos previs. A diferència de les últimes recessions, la menor proporció d'acomiadaments temporals en relació amb els acomiadaments totals i el gran nombre de treballadors ocupats involuntàriament a temps parcial indiquen que hi haurà una major proporció d'atur de llarga durada. Així, el nombre d'aturats va superar al maig els 14,5 milions de persones, el doble que el 2007.

L'índex general de preus al consum (IPC) del maig va recular l'1,3% interanual i l'IPC subjacent, el general sense aliments ni energia, va alentir les pujades dels últims mesos i va augmentar l'1,8% interanual, percentatge relativament moderat, que, sense el lloguer de l'habitatge, va arribar al 2,1%. Els riscos inflacionistes pesaven cada cop més que els deflacionistes i la pujada del petroli i el comportament de l'índex subjacent en els últims mesos apuntaven a pressions

ESTATS UNITS: RÈCORD ABSOLUT D'ATURATS

Nombre d'aturats majors de 16 anys



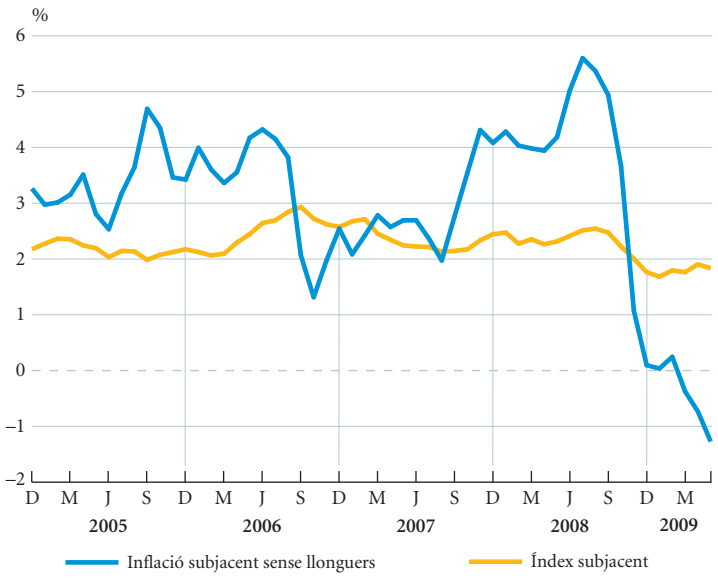
FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

alcistes dels preus, reforçades per les polítiques monetàries expansives de la Fed. Un petroli més car representa menys renda disponible per a les llars i entorpeix la recuperació, ja prou precària. A més a més, la intensificació de les pressions de preus podria empènyer a l'alça els tipus de les hipoteques i endarrerir la

L'IPC baixa el 1,3% però es modera la tendència alcista de l'índex subjacent.

ESTATS UNITS: UNA ESTABILITAT SUBJACENT

Variació interanual de components de l'índex de preus al consum subjacent (*)



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

Sembla que el dèficit comercial és cada cop més lluny de consolidar la correcció.

recuperació del mercat immobiliari. Per aquest motiu, l'estabilitat de la inflació subjacent del maig és un bàlsam considerable.

Al sector exterior, l'expectativa d'una correcció sostinguda del dèficit sembla una mica més lluny després de la dada de l'abril. El dèficit comercial va augmentar per segon mes consecutiu i va arribar als 29.163 milions de dòlars, mentre que la reducció de fluxos comercials va prosseguir, tot i que a un ritme menor. Des de l'octubre del 2008, quan va començar la disminució dels volums de comerç, el dèficit s'ha reduït en més de 30.000 milions, dels quals, però, gairebé 19.000 deriven de l'abaratiment del petroli. Amb un consum intern que ja no recula com al final del 2008, amb una demanda mundial que sembla incapaç d'absorbir les exportacions provinents dels Estats Units i amb un petroli a l'alça, el desequilibri comercial nord-americà, lluny de continuar corregint-se, apunta a nous augments.

El Japó recula el 8,4% a causa de la caiguda de les exportacions.

Japó: cap a l'estabilització de les pèrdues

En el primer trimestre del 2009, l'economia nipona es va contreure el 8,4% interanual, el 14,2% en termes intertrimestrals anualitzats, reculada rècord des del 1945 que s'explica gairebé en la seva totalitat pel descens de les exportacions, que van caure el 36,8% interanual. També cal destacar, al costat negatiu, la inversió en béns d'equipament, que va cedir el 22,4%, i la intensificació del descens del consum privat, que va cedir el 2,7% interanual i que, amb més inèrcia i pes en l'economia, dificultarà una ràpida recuperació.

El Japó va ampliar la caiguda de l'activitat global perquè les exportacions, el 17,4% de l'economia, es van enfonsar a causa de la reducció de la demanda mundial, inclosa la de béns japonesos; perquè la distorsió del comerç mundial pel costat de l'oferta, provocada per l'augment dels costos de l'assegurança de crèdit i caució,

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

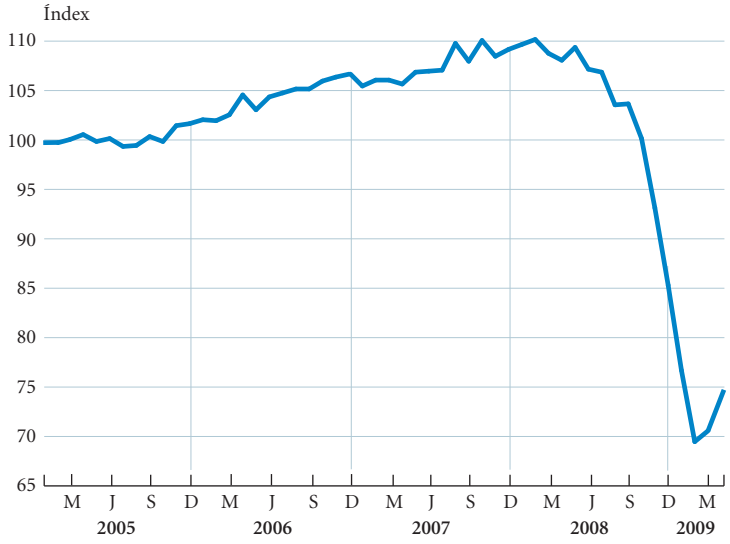
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	2,3	–0,7	0,6	–0,3	–4,4	–8,4	–	...
Producció industrial	2,9	–3,4	1,6	–3,3	–15,0	–34,0	–30,7	...
Índex d'actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	–2,8	5,0	–3,0	–24,0	–58,0	–	...
Habitatges iniciats	–17,2	2,4	–11,1	40,3	3,9	–21,4	–32,6	...
Taxa d'atur (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,4	5,0	...
Preus de consumo	0,1	1,4	1,4	2,2	1,0	–0,1	–0,1	...
Balança comercial (3)	12,6	4,0	10,3	7,5	4,0	1,4	1,0	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	77,1	86,6	82,6	81,9	98,5	102,1	95,9	96,3

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

JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL INICIA LA RECUPERACIÓ

Índex de producció industrial



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

ha provocat ruptures en les cadenes de proveïdors, i perquè les exportacions japoneses són més intensives que altres en béns de capital, de naturalesa més fluctuant que els de consum, i tenen un alt valor afegit.

No obstant això, les dades de la balança comercial de l'abril confirmen que el pitjor ha passat. Des del final de setembre del 2008 fins al febrer del 2009, les exportacions japoneses van recular el 49,4%, però, de llavors ençà fins a l'abril, van créixer el 12,9% i van mostrar una certa acceleració. Aquesta recuperació també es va donar al vessant importador, però amb uns ritmes molt inferiors. Així, segons les dades de la balança de pagaments, el superàvit de la balança de béns de l'abril de 263.000 bilions de iens va ser el millor registre dels set últims mesos, després d'un seguit de dèficits inèdits des del 1945. Atès el pes de les exportacions en el creixement, és probable que, en el segon trimestre, l'economia presenti descensos menys intensos que en el primer, tot i que la feblesa del consum i de la inversió no deixa entreveure una recuperació clara.

La major intensitat en béns de capital de les exportacions amplifica la caiguda...

Al Japó, els productors marquen més la pauta que els consumidors, i els indicadors més recents de l'oferta mostren també el final dels descensos sobtats. La producció industrial presenta un patró molt similar al de les exportacions. Després d'haver baixat el 32,9% entre setembre del 2008 i febrer del 2009, el registre de l'abril va confirmar una incipient recuperació, tot i que cal recordar que l'índex se situa el 28% per sota del nivell del setembre passat. No obstant això, aquestes millores van ser menys evidents en les comandes de maquinària, que són un indicador avançat de la inversió.

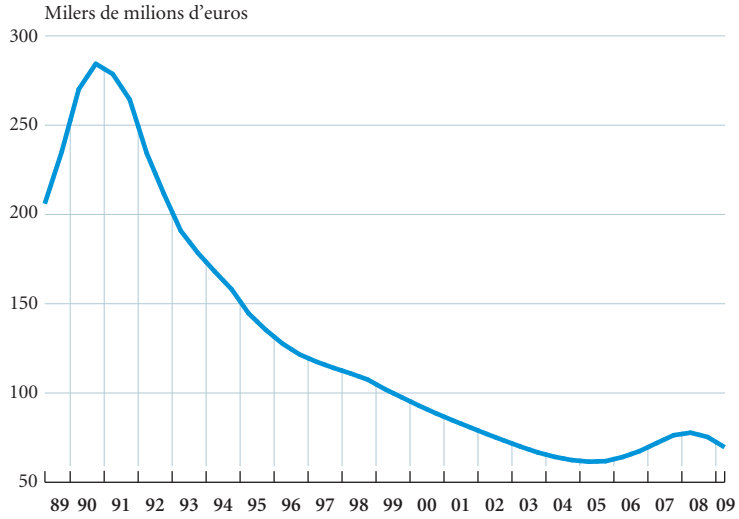
...però les exportacions consoliden la recuperació.

Pel costat de la demanda, va prosseguir la feblesa de les vendes al detall, que, a l'abril, van recular el 2,8% interanual. Les vendes d'automòbils del maig, tot i presentar un lleuger repunt, tampoc no van aconseguir defugir la tendència a la baixa i van confirmar la feblesa del consum pri-

La producció industrial es comença a recuperar.

JAPÓ: COM TOCAR FONS SENSE RECUPERAR-SE

Preu del sòl a les sis principals ciutats (*)



NOTA: Març del 2000 = 100.
FONTS: Japan Real Estate Institute i elaboració pròpia.

El consum cau, l'IPC baixa el 0,1% i l'atur arriba al 5%.

vat. En la mateixa direcció apunta el mercat de l'habitatge, amb unes vendes a l'àrea de Tòquio que van baixar el 19,8% interanual al maig i amb un preu del sòl a les sis ciutats més grans del país que, en el primer trimestre del 2009, va cedir el 9,6% interanual. Per la seva banda, es va intensificar la reculada dels habitatges iniciats a l'abril.

La Xina es desaccelera i creix el 6,1%, amb menys exportacions però més inversió.

Els preus van baixar el 0,1% interanual a l'abril, situació coherent amb la feblesa de la demanda interna. Més significatiu és el descens de l'IPC subjacent, el general sense energia ni aliments, que també va recular per quart mes consecutiu, el 0,4% interanual, i que deixa el Japó sumit de nou en una dinàmica deflacionista. Al maig, l'IPC de Tòquio va cedir el 0,8% interanual i va apuntar a nous descensos de preus. En aquest context, el mercat laboral va continuar orientat a la baixa. La taxa d'atur va arribar al 5,0% de la població activa, el pitjor registre des del novembre del 2003, amb 1.910.000 llocs de treball perduts en els dotze últims mesos.

La producció industrial puja el 8,9%, però la producció d'energia elèctrica continua baixant.

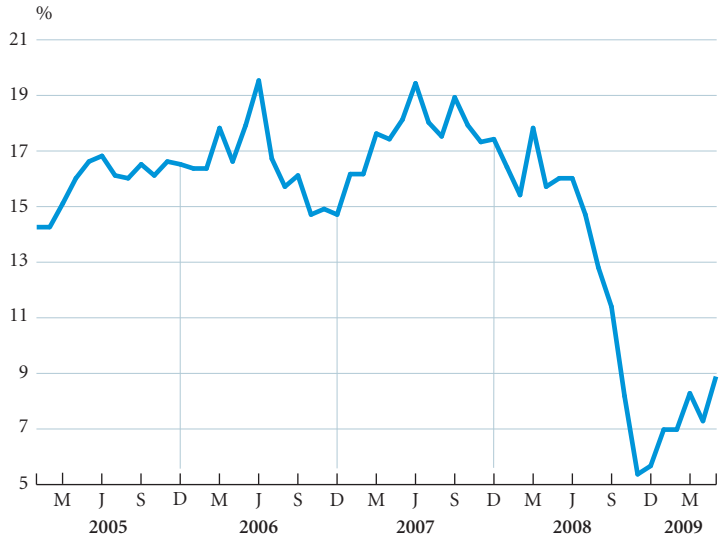
Xina: una forta dependència de l'estímul governamental

L'economia creix al 6,1%, molt per damunt de qualsevol de les grans economies del planeta. La reducció dels fluxos comercials ha afectat menys la Xina que altres economies exportadores, però persisteix l'assignatura pendent de revifar la demanda interna privada, en especial el consum, per reduir així la dependència del paquet d'estímul fiscal, que inclou unes despeses en infraestructures del 4,5% del PIB el 2009 i el 2010.

Els indicadors recents mostren la consolidació de la recuperació. Així, la producció industrial va créixer el 8,9% interanual al maig, un ritme que va en augment, tot i que encara és lluny del 15%-16% que ha estat la norma en els últims anys. Les vendes al detall també es van accelerar i els preus van deixar de baixar en relació amb el mes previ, amb un IPC general que, al maig, va davallar l'1,4% interanual, mentre que el d'ali-

XINA: UNA RECUPERACIÓ QUE CONTINUA

Variació interanual de la producció industrial (*)



NOTA: (*) Dades corregides dels efectes de calendari de l'Any Nou Xinès Lunar.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina i elaboració pròpia.

ments va cedir un mínim del 0,6%. No obstant això, també hi ha dubtes sobre el creixement xinès. La producció nacional d'energia elèctrica va baixar el 3,2% interanual al maig, percentatge que contrasta amb la taxa de creixement del 15% dominant en els últims anys. De manera similar, també la producció de ciment, tot i que més volàtil, es va mantenir en nivells molt inferiors a la norma dels anys anteriors.

La feblesa del comerç mundial perjudica l'economia xinesa menys del que s'esperava, però, en canvi, la recuperació del sector exterior, menys intensiu en béns de capital, serà també més lenta. Així, el superàvit comercial dels dotze últims mesos fins al maig es va mantenir a prop del màxim històric de 307.307 milions de dòlars, amb les exportacions caient el 26,4% interanual i les importacions reculant el 25,2%. En els dos casos, una mica més que en el mes previ, en clar contrast amb les exportacions japoneses, que van emprendre la via de la recuperació després d'una caiguda que també ha estat més abrupta.

El creixement xinès s'ha de concentrar en la demanda interna. Els superàvits exteriors han comportat una acumulació de reserves en dòlars que fan que la Xina sigui vulnerable a una política monetària expansiva de la Reserva Federal nordamericana. Això explica que les notícies sobre l'estabilitat de la inflació nordamericana siguin benvingudes. Però el creixement interior passa per augmentar la propensió al consum, i per això és necessària la despesa pública en educació i, especialment, en sanitat, ja que reduiria la necessitat d'estalvi de les llars.

Les exportacions continuen a la baixa, però el superàvit comercial es manté.

La implementació de la despesa de sanitat ha d'estimular el consum privat.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

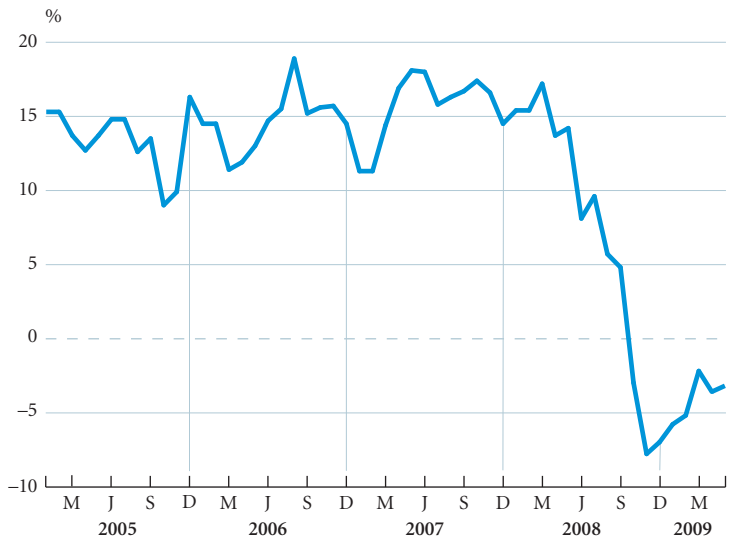
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	13,0	9,1	10,1	9,0	6,8	6,1	–	...
Producció industrial	17,1	13,0	15,9	13,0	6,4	9,2	7,3	8,9
Producció elèctrica	15,7	6,7	11,9	6,7	–6,0	–4,3	–3,6	–3,2
Preus de consum	4,8	5,9	7,8	5,3	2,5	–0,6	–1,5	–1,4
Balança comercial (*)	262,4	295,3	247,5	257,1	295,3	317,1	313,8	307,3
Tipus interbancari 3 mesos (**)	3,6	4,2	4,6	4,4	3,2	1,8	1,7	1,4
Renminbi per dòlar	7,6	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTES: (*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(**) Percentatge.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de Xina, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

XINA: UNA RECUPERACIÓ SENSE ENERGIA ELÈCTRICA

Variació interanual de la producció d'energia elèctrica (*)



NOTA: (*) Dades corregides dels efectes de calendari de l'Any Nou Xinès Lunar.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Mercat de Londres i elaboració pròpia.

Brasil: s'esvaeixen les pors a una recessió prolongada

L'economia es contreu l'1,6% en el primer trimestre...

Durant el primer trimestre del 2009, el producte interior brut (PIB) es va contreure l'1,6% interanual. Per bé que la dada és negativa, amaga matisos positius. D'una banda, la caiguda és principalment fruit de la forta contracció de la inversió, però el consum va continuar registrant taxes de creixement positives. De l'altra, malgrat que l'entorn global continua essent recessiu, el sector exterior en termes nets també va contribuir de forma positiva a l'economia brasilera.

Concretament, durant el primer trimestre, la inversió es va enfonsar el 13,7% interanual, la caiguda més important des del setembre de 1992. La nota positiva pel

costat de la demanda la va aportar, com s'ha dit més amunt, el consum de les llars, capaç de créixer l'1,5% interanual en el període gener-març. Per la seva banda, el sector exterior va fer una aportació lleugerament positiva a la variació del PIB, gràcies a una major contracció de les importacions (caiguda del 21,6% interanual) que de les exportacions (descens interanual del 18,3%).

Les tendències anteriors, referides a la comptabilitat nacional del primer trimestre, es mantenen en els primers mesos del segon trimestre. Així, les perspectives a curt termini de la inversió no són bones. El baix nivell d'utilització de la capacitat instal·lada de l'economia i el considerable marge de disminució de les existències posen de manifest que la recuperació de la inversió serà lenta.

També en línia amb l'evolució del primer trimestre, els indicadors més recents de vendes al detall i de confiança del consumidor indiquen que la tendència continua essent positiva al llarg del segon trimestre. Les vendes al detall van créixer el 6,6% interanual a l'abril, gairebé el doble de la mitjana dels tres primers mesos (3,5%).

I si aquesta és la lectura que cal fer des de la perspectiva de la demanda, els últims indicadors d'oferta evidencien que el pitjor de la recessió econòmica pot haver quedat ja enrere. Tot i que la producció industrial va caure el 12,3% interanual l'abril, s'ha observat un notable repunt des dels mínims assolits al desembre del 2008: la producció de béns intermedis ha avançat el 4,3% i la de béns no duradors ho ha fet el 3,0%. La producció de béns duradors es va incrementar el 58%, impulsada per les mesures adoptades pel Govern per donar suport al sector de l'automòbil.

La inflació, per la seva banda, s'ha continuat moderant. La feblesa de la demanda ha contribuït a mantenir sota control les pressions inflacionistes que haurien pogut derivar-se de la forta depreciació del real des de l'estiu passat. A més a més, des de mitjan abril, el real ha begut la via de l'apreciació i s'ha situat al voltant dels 1,95 reals per dòlar. Això ha permès que la inflació caigués fins al 5,2% al maig, tres dècimes menys que a l'abril. La inflació subjacent es manté estable en el 4,7%. En un context de pressions inflacionistes moderades i de perspectives de recuperació lenta, esperem que, durant el 2009, el Banc

...i la dada hauria estat pitjor, però el consum va aguantar el cop.

Menor ritme de relaxament monetari davant una inflació moderada i una certa millora de les perspectives de creixement.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	5,6	5,1	6,4	6,8	1,1	–1,6	...	...
Producció industrial	5,9	2,9	5,2	6,4	–6,2	–13,9	–12,3	...
Confiança del consumidor (1)	132,3	140,4	146,5	136,3	132,9	128,5	124,9	125,7
Taxa d'atur São Paulo (2)	15,0	13,0	13,7	12,7	11,6	12,6	14,6	...
Preus de consum	3,6	5,7	5,6	6,3	6,2	5,8	5,5	5,2
Balança comercial (3)	40,0	24,8	30,7	28,7	24,8	25,0	27,0	25,6
Tipus d'interès SELIC (%) (4)	12,75	11,25	12,25	13,75	13,75	11,25	10,25	10,25
Reals per dòlar (1)	2,1	1,8	1,6	1,9	2,3	2,3	2,2	2,0

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(4) El 12 de juny el Banco Central do Brasil va baixar el tipus SELIC fins al 9,25%.
FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

Mèxic, immers en la pitjor crisi des del 1995.

Central del Brasil continuï retallant el tipus SELIC des de l'actual 9,25% fins al 8,5%.

Mèxic: eleccions i reformes estructurals

Mèxic està immers en una recessió econòmica comparable a la crisi del «Tequila» del 1995. La caiguda del PIB del 8,6% interanual en el primer trimestre del 2009 ha estat d'una intensitat similar a la del 1995, la qual cosa fa preveure que, per al conjunt del 2009, la detracció se situarà no gaire lluny del 6,2% assolit el 1995. Una diferència de la crisi actual amb la del Tequila és que els detonants no han estat locals sinó externs. A més a més, les millores macroeconòmiques dutes a terme en els quinze últims anys han permès que el procés d'ajustament sigui ordenat i que es pugui fer des d'una posició financera relativament més sòlida. No obstant això, l'impacte de la crisi és més intens a Mèxic que en altres països llatinoamericans per la forta dependència de l'economia dels Estats Units.

Les properes eleccions determinaran el marge del govern per dur a terme les reformes estructurals.

Aquesta situació es reflecteix en els últims indicadors d'activitat disponibles. L'enfonsament de la confiança del consumidor, que va cedir més de tres punts al maig, indica la falta de to de la despesa de les llars, la qual cosa llastarà la demanda interna en el segon trimestre. Igualment, els indicadors d'oferta suggereixen que la feblesa cíclica amb prou feines millora en aquest període, ja que la producció industrial es va situar a l'abril el 9,1% per sota dels nivells d'un any abans. Durant aquesta etapa d'extrema feblesa de l'activitat, l'atur continua repuntant, fins al 5,3% a l'abril.

En aquest context, el Governador del Banc de Mèxic, Guillermo Ortiz, ha recordat la necessitat d'emprendre reformes profundes que incrementin el creixement potencial de l'economia. Aquestes mesures han d'estar dirigides a potenciar el capital humà, mitjançant la inversió en educació i salut, i a enfortir la posició fiscal (inclòs el sistema de pensions), i, per la seva gran transcendència, requereixen un gran consens polític. Ortiz fa la crida, no per casualitat, coincidint amb la proximitat de les eleccions del 5 de juliol.

Les eleccions del mes de juliol seran de gran importància per al govern del president Calderón, ja que serviran per renovar la totalitat dels 500 diputats i la mei-

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB real	3,3	1,4	2,5	1,5	–1,7	–8,6	...	...
Producció industrial	2,4	–1,0	0,1	–1,4	–4,4	–9,9	–9,1	...
Confiança del consumidor (1)	104,9	92,2	94,2	88,9	83,3	80,1	82,1	78,3
Taxa d'atur general (2)	3,7	4,0	3,5	4,2	4,3	5,0	5,3	...
Preus de consum	–22,7	–11,8	4,9	5,5	6,2	6,2	6,2	6,0
Balança comercial (3)	–10,1	–17,3	–7,8	–11,9	–17,3	–17,5	–16,2	...
Taxa d'interès oficial de Banxico (%) (4)	7,00	7,50	7,75	8,25	8,25	6,75	6,00	5,25
Pesos mexicans respecte al dòlar (1)	11,0	10,6	10,3	11,0	13,9	14,2	13,8	13,2

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(4) El 19 de juny el Banc Central de Mèxic va baixar el tipus d'intervenció fins al 4,25%.
FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

tat dels 356 senadors. Les enquestes indiquen que ni el Govern ni l'oposició obtindran la majoria, però el nou mapa polític serà fonamental per determinar quines aliances poden permetre la posada en marxa de les reformes necessàries.

De crisi *subprime* a crisi global: la transmissió a les economies emergents

Una de les sorpreses que l'actual crisi financera ha proporcionat ha estat el seu ampli abast. D'acord amb les previsions del Fons Monetari Internacional (FMI), un total de 69 països, que equivalen al 75% de l'economia mundial, veuran caure el producte interior brut (PIB) el 2009. Del 25% restant que se salva de la reculada del PIB, aproximadament la meitat correspon a un únic país, la Xina. Ha estat, a més a més, un fenomen de contagi ràpid, ja que, gairebé fins a la tornada de l'estiu del 2008, semblava que la crisi se circumscrivia al centre del sistema econòmic mundial, és a dir, als països industrialitzats. Entendre com la crisi ha pogut contagiar gairebé la totalitat del globus requereix plantejar-se quins són els seus canals de transmissió internacional.

Una primera via de trasllat és de tipus financer. Hi ha coincidència a l'hora d'indicar que un dels elements característics de l'actual crisi és l'extrem tensionament financer que s'ha produït, en especial a partir del setembre del 2008. D'ençà d'aquest moment, com a mínim quatre fronts d'estrès financer empitjoren sensiblement: es produeixen fortes caigudes en les cotitzacions dels mercats de valors, es dispara l'aversió al risc, augmenten els dubtes sobre l'estat de les entitats bancàries i s'intensifiquen les pressions canviàries. En un intent de quantificar aquest fenomen i de sintetitzar-lo en un únic indicador, el Fons Monetari Internacional (FMI) ha calculat recentment un índex que integra aquestes diferents dimensions d'estrès financer per a les economies emergents.[1]

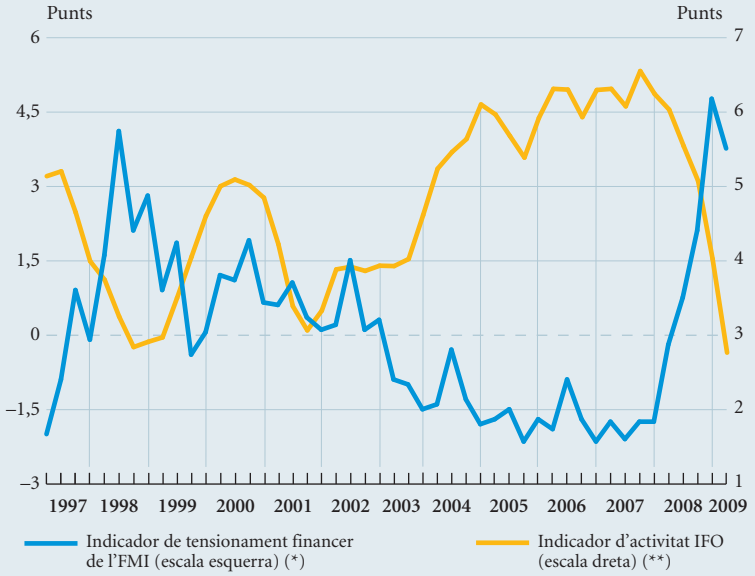
D'acord amb aquest indicador, les economies van patir un dràstic augment de les tensions financeres en els trimestres tercer i quart del 2008, situació que es va començar a mitigar, tot i mantenir-se en nivells històricament elevats, en el primer trimestre del 2009. Aquest tensionament, sempre d'acord amb l'indicador, es va iniciar abans als països industrialitzats i també es va començar a corregir abans en aquestes economies que als mercats emergents. Per zones, l'evolució dels emergents ofereix algunes diferències. El tensionament financer va ser més intens a l'Àsia emergent que a l'Amèrica Llatina o a l'Europa emergent. No obstant això, aquesta última, a diferència del que ha succeït a la resta del globus, no mostra una remissió apreciable de l'estrès financer en el primer trimestre del 2009.

Quins efectes apreciables ha tingut aquest tensionament financer? Dos desenvolupaments constatables són la repatriació de capitals i l'empitjorament del crèdit al sector privat. Pel que fa al primer d'aquests desenvolupaments, d'acord amb les previsions de l'Institute of International Finance, els fluxos privats de crèdit dels països industrialitzats passaran d'una entrada neta de 200.000 milions de dòlars el 2008 a una sortida neta de 100.000 dòlars. Més de la meitat d'aquest canvi és degut al capgirament en els fluxos de finançament dels bancs comercials. Aquest moviment serà més intens a l'Europa emergent que a Àsia o a l'Amèrica Llatina. El crèdit al sector privat, per la seva banda, ha patit una forta desacceleració en les taxes de creixement interanual a les tres àrees, per bé que a l'Amèrica Llatina és on la frenada ha estat més intensa.

(1) Vegeu Fons Monetari Internacional, «How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies», *World Economic Outlook*, capítol 4, abril 2009.

LES TENSIONS FINANCERES AFECTEN SENSIBLEMENT L'ACTIVITAT ECONÒMICA A LES ECONOMIES EMERGENTS

Indicadors de tensions financeres i d'activitat global



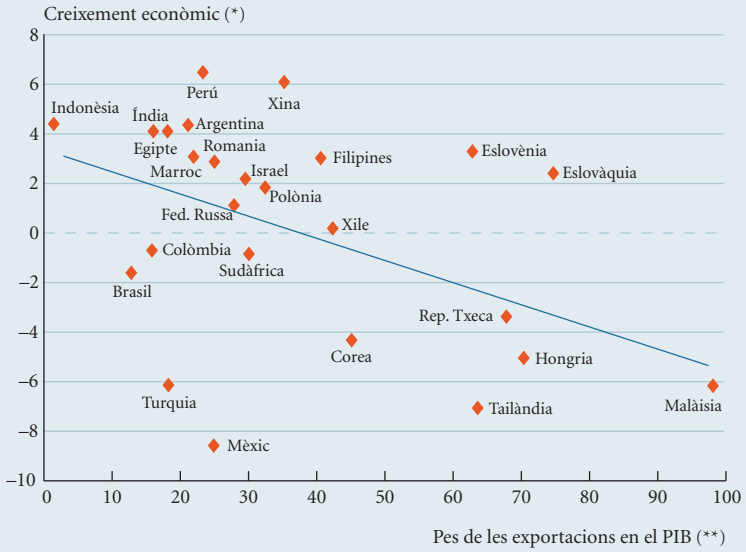
NOTES: (*) Índex de tensionament financer de l'FMI que integra 18 economies d'Àsia, Amèrica Llatina i Europa emergent.
(**) Elaboració pròpia a partir dels índexs d'activitat econòmica d'Amèrica Llatina, Àsia i Europa central i oriental de l'institut IFO.
FONTS: FMI, Institut IFO i elaboració pròpia.

Addicionalment a aquesta via de contagi financer, un segon canal és el del comerç internacional. La intensa reducció dels fluxos comercials mundials ha estat d'una intensitat no esperada uns mesos enrere. Segons les dades de l'FMI, les exportacions mundials de béns se situaven, al gener, en nivells de l'ordre del 26% per sota de les d'un any abans. Els països emergents i en vies de desenvolupament no van defugir la tendència anterior, ja que les seves exportacions de mercaderies van caure el 25% interanual al gener.

La forta contracció del comerç mundial deriva de la caiguda de la demanda interna de les nacions industrialitzades i també del fet que s'ha produït un bloqueig del crèdit al comerç internacional. Tot i que el finançament del comerç internacional és relativament de baix risc, en estar notablement col·lateralitzat, s'ha demostrat molt sensible als problemes financers de caràcter global. Això ja va succeir durant la crisi asiàtica, per bé que llavors es va limitar als països afectats, però ara el seu impacte ha estat més gran. Actualment, segons algunes estimacions, al voltant del 80% del comerç internacional depèn, en més o menys grau, del crèdit. Es tracta, a més a més, de finançament habitualment a curt termini. Addicionalment, la dificultat d'accés al crèdit en diferents països simultàniament ha afectat les cadenes d'aprovisionament globals. Tot plegat ha provocat que la crisi creditícia global hagi impactat de forma molt ràpida i intensa en les exportacions mundials.

De tota l'exposició anterior, cal inferir que la crisi es va convertir en global perquè els fluxos financers i comercials són globals. I, si es cau en la temptació de recular en el temps a èpoques de menor integració econòmica i

LA CRISI DEPRIMEIX LES ECONOMIES EXPORTADORES



NOTES: (*) Variació interanual real, últim trimestre disponible.
(**) Exportacions de béns en percentatge del PIB, any 2008.
FONTS: FMI, Eurostat, Instituts nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

financera per evitar aquests processos, convé no oblidar que, precisament, aquesta integració també ha permès, al llarg dels vint últims anys, que tres quartes parts del globus tinguessin, per primer cop en segles, expectatives fonamentades d'abandonar la pobresa.

Aquest requadre ha estat elaborat per Àlex Ruiz
Departament d'Economia Internacional, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Es modera lleugerament la tendència alcista del petroli

El preu del petroli va tornar a pujar, tot i que amb menys intensitat que en el mes previ. Entre el 20 de maig i el 22 de juny, el cru va avançar l'11,1% i va quedar en els 66,82 dòlars per barril (qualitat *Brent*, per a lliuraments a un mes) després d'haver vorejat la barrera dels 73 dòlars. La pujada acumulada al llarg d'enguany arriba ja al 70,9%.

El preu del petroli va continuar apostant per un escenari de recuperació econòmica a la banda optimista, per la feblesa del dòlar i per la continuïtat de les polítiques monetàries laxes dels bancs centrals. La incertesa de l'Iran, un dels principals productors mundials, no sembla que, ara com ara, afecti el preu del cru. Davant una demanda mundial de 83,3 milions de barrils diaris, l'Iran en produeix 3,65 milions i n'exporta 2,2 milions, però s'estima que la producció ociosa de l'Aràbia

El preu del petroli torna a pujar i acumula un increment del 71%.

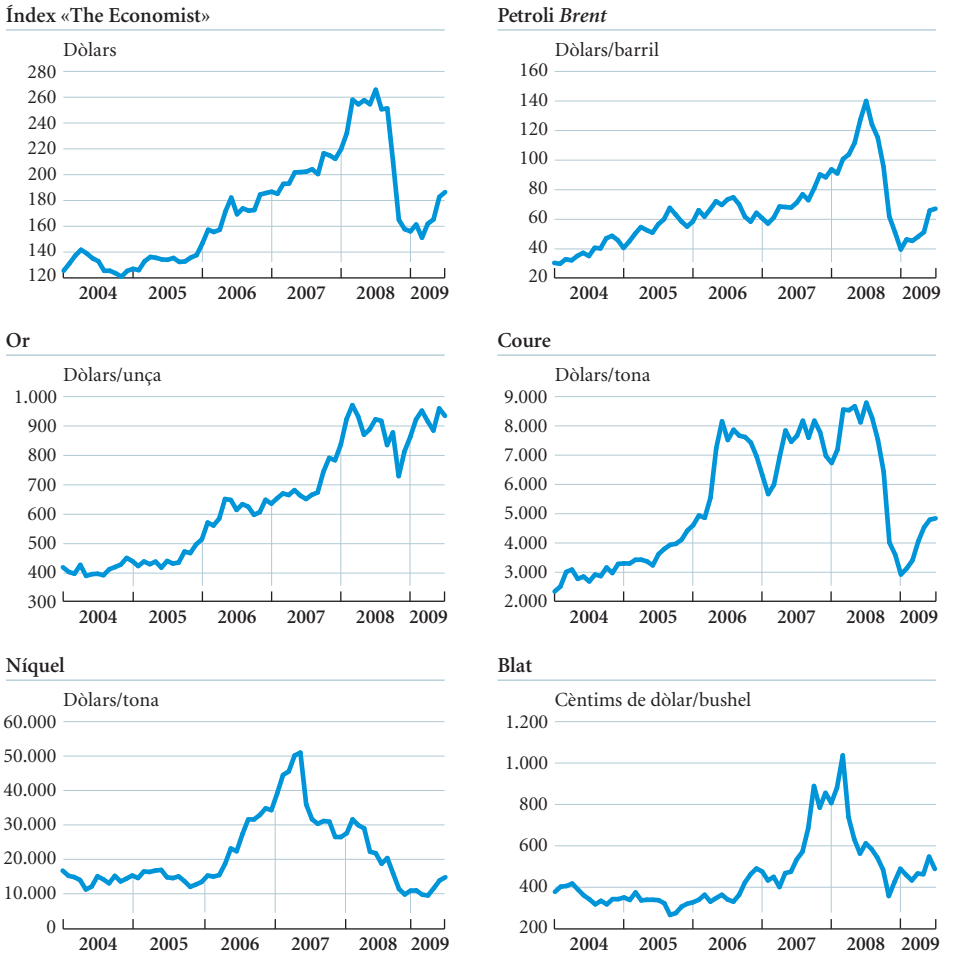
El preu del cru aposta per la continuïtat de les polítiques monetàries laxes, però ignora la incertesa de l'Iran.

Les primeres matèries continuen a l'alça, liderades pels metalls bàsics, però moderen el ritme de pujada.

Saudita s'apropa als 3,0 milions de barrils diaris, de manera que podria compensar les possibles deficiències del subministrament iranià.

Els preus de les primeres matèries han seguit, en general, la tendència del petroli, amb una continuïtat dels avanços, els quals, però, van perdent força. Així, l'índex *The Economist* de primeres matèries va pujar el 2,4% entre el 20 de maig i el 22 de juny i acumula un ascens del 19,7% des de l'inici d'enguany. Per sectors, l'or va mantenir els avanços i el blat va perdre part del que havia guanyat durant el mes anterior. Els metalls bàsics van ser els que es van mostrar més alcistes. La desacceleració de les economies industrials ha reduït la producció dels desballestadors, d'on prové una gran part dels subministraments per a la indústria. La reducció d'aquests subministraments contribueix a fer possible la coexistència d'una tendència alcista del preu dels metalls bàsics amb la feblesa de la producció industrial global.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES (*)



NOTA: (*) Dades corresponents a l'últim dia del mes (última dada, 22 de juny).
FONTS: «The Economist», Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: a la recerca del canvi de tendència

A l'Informe Mensual del mes de juny, destacàvem la forta contracció que l'economia europea havia experimentat en el primer trimestre del 2009. Això, juntament amb la informació obtinguda dels indicadors d'alta freqüència, ens havia dut a revisar substancialment la previsió de creixement per al 2009 a la baixa fins al 4,5%. De tota manera, vam remarcar que el ritme de contracció de l'economia hauria d'anar disminuint de forma gradual. Les incògnites amb què tancàvem l'Informe del juny i que s'han anat resolent al llarg d'aquest mes són l'abast de la contracció del primer trimestre als diversos components i sectors de l'economia i el canvi de tendència en el ritme de contracció econòmica.

Anem a pams. Pel que fa l'evolució dels diferents components del PIB, en el primer trimestre gairebé tots es van continuar contraient amb força, una mostra més de l'abast de l'actual procés recessiu. Destaca la reculada de la inversió, que va arribar fins al 4,2% en relació amb el trimestre anterior i que va contribuir en 0,9 punts percentuals a la caiguda total del PIB. Les exportacions també van continuar caient amb força, el 8,1% en relació amb el trimestre anterior, però, atès que les importacions també van patir una important contracció, concretament del 7,2%, la contribució total del sector exterior a la reculada general del producte interior brut (PIB) va ser només de 0,3 punts percentuals.

La descomposició de la contracció econòmica per sectors mostra que, per bé que la recessió els afecta tots, el sector industrial i el sector de comerç i transports són els més perjudicats. El sector industrial es va contreure el 8,8% en relació amb el trimestre anterior i va contribuir en 1,5 punts percentuals a la contracció de l'economia. El sector de comerç i transports es va contreure el 2,6% en relació amb el trimestre anterior i va afegir 0,5 punts percentuals més a la contracció total de l'economia.

La recessió es fa sentir en tots els components del PIB.

D'acord amb les nostres estimacions, l'activitat econòmica s'ha continuat contraient en el segon trimestre, però a un ritme inferior al del primer trimestre. Principalment, hi ha dos factors que sustenten aquesta previsió. D'una banda, la millora dels indicadors de sentiment econòmic. L'elaborat per la Comissió Europea es va continuar recuperant al maig per segon mes consecutiu. L'índex *Purchasing Managers Index* (PMI) dels gestors de compres, que resumeix els canvis en la producció, les comandes, les existències i l'ocupació, va tornar a millorar al juny per quart mes consecutiu. De tota manera, els dos indicadors de confiança es troben encara en nivells coherents amb una contracció econòmica.

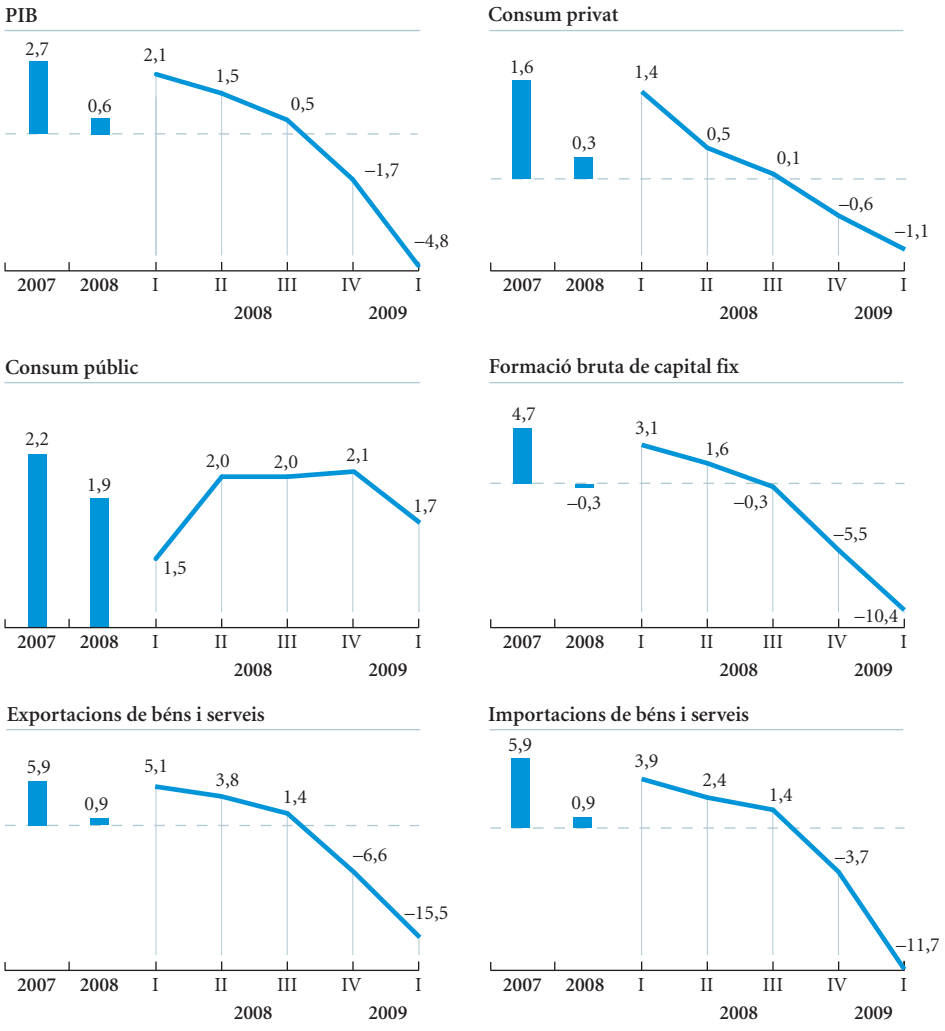
El sector industrial i el comerç i transports són els més afectats.

D'altra banda, els mercats financers continuen el procés gradual de distensió. L'euríbor a un any, per exemple, continua anotant mínims històrics, empès per les noves subhastes de liquiditat a un any iniciades pel Banc Central Europeu. Un altre bon exemple és el creixent finançament de les grans empreses al mercat a l'engròs,

L'activitat econòmica es continuarà contraient, però a un ritme menor.

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

fet que s'ha reflectit en l'espectacular recuperació del mercat d'emissions de bons durant els últims mesos.

Els efectes de la millora de la confiança i de les condicions financeres es traduiran en avanços de l'activitat econòmica de forma molt gradual. Ara com ara, l'evolució de les vendes al detall, un indicador de l'evolució del consum privat, i de la producció industrial, un bon indicador de la inversió, encara no ha mostrat un canvi de tendència clar.

La sortida de la crisi serà lenta i no està lliure de riscos.

És important matisar que, per bé que, en els propers trimestres, hi haurà un canvi de tendència en el ritme de contracció, la via de sortida de la crisi serà molt lenta i no està lliure de riscos. El deteriorament del mercat laboral és un dels principals factors que farà que, a mitjà termini, el creixement econòmic es mantingui per sota del potencial. La taxa d'atur es va situar en el 9,2% a l'abril i queda lluny del 7,2% assolit al març del 2008. Això ha fet que el nombre de persones aturades hagi superat ja els 14 milions i mig.

Pel que fa als riscos, l'evolució futura de la inflació continua essent una de les grans incògnites. Ara com ara, sorprenen la velocitat i la intensitat amb què es desaccelera. L'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat del maig de la zona de l'euro es va situar en el 0% i va marcar un nou mínim històric, però la inflació subjacent només va cedir dues dècimes i es manté en l'1,5%. Això indica que la reculada de la inflació és deguda, principalment, a la caiguda del preu de les primeres matèries. Per tant, esperem que, en els propers mesos, s'assoleixin taxes lleugerament per sota del zero, però que, en el quart trimestre, es recuperi amb celeritat per tancar l'any en taxes properes a l'1%.

Un altre dels grans interrogants continua essent per què la recessió és més intensa a l'Antic Continent que als Estats Units, país en què es va gestar la crisi financera. A l'Informe de juny, vam apuntar que el col·lapse del comerç mundial era un dels principals factors, ja que la zona de l'euro i, en especial, Alemanya depenen més de la bona marxa del sector exterior que els Estats Units. En aquesta edició de l'Informe, insistim en un altre factor: el creixement potencial de les dues economies. Una forma molt senzilla d'estimar-lo és calcular el creixement mitjà al llarg d'un període raonablement llarg de temps. Com ho mostra el gràfic adjunt, s'espera que els països amb un creixement potencial menor (entre els quals destaquen el Japó, Alemanya i Itàlia) pateixin més al llarg d'enguany. Grècia i Polònia es troben en la situació oposada. No sembla que els països bàltics i Irlanda segueixin aquesta relació, però això és degut al fet que, en els últims anys, han crescut per damunt de les seves possibilitats, situació que ha comportat una sobreestimació del seu creixement potencial. El conjunt de la zona de l'euro té un creixement potencial

L'atur afecta 14,6 milions.

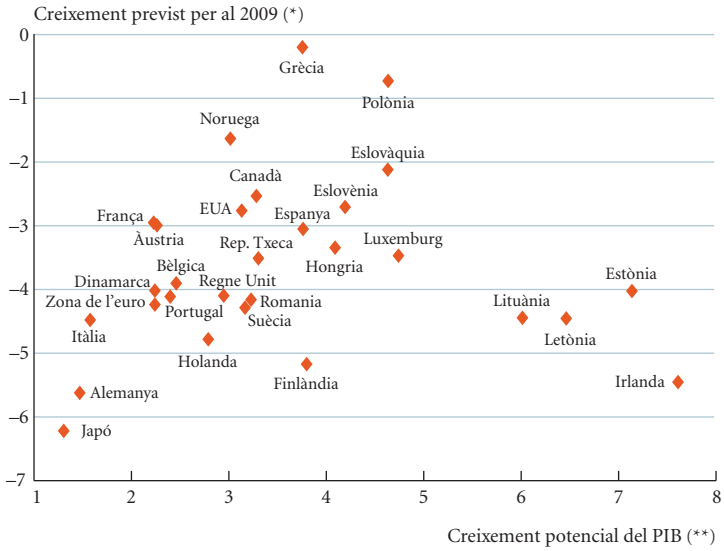
ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	2,7	0,6	1,5	0,5	–1,7	–4,8	...	–
Vendes al detall	1,3	–0,2	–0,3	–1,0	–1,9	–3,4	–2,2	...
Confiança del consumidor (1)	–4,9	–17,9	–14,6	–19,2	–26,1	–32,2	–31,3	–31,1
Producció industrial	3,5	–1,7	1,1	–1,5	–9,0	–18,3	–20,7	...
Sentiment econòmic (1)	108,9	91,1	97,5	89,9	75,8	65,7	67,2	69,3
Taxa d'atur (2)	7,4	7,5	7,3	7,5	8,0	8,7	9,2	...
Preus de consum	2,1	3,3	3,6	3,8	2,3	1,0	0,6	0,0
Balança comercial (3)	20,1	–1,2	13,8	–11,4	–31,7	–35,2	–34,6	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	4,3	4,6	4,9	5,0	4,2	2,0	1,5	1,4
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	107,9	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9	112,5	...

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors impliquen apreciació de la moneda.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

LA RECESSIÓ SERÀ ESPECIALMENT SEVERA ALS PAÏSOS AMB UN BAIX CREIXEMENT POTENCIAL



NOTES: (*) Previsions de l'FMI.
(**) Creixement mitjà del PIB entre el 1995 i el 2006.
FONTS: FMI i elaboració pròpia.

El menor potencial de creixement de la zona de l'euro passa factura.

menor al dels Estats Units i, per tant, el creixement esperat per a enguany és també inferior.

Alemanya: la recuperació pot arribar durant la segona meitat de l'any

Alemanya, amb una reducció del 3,8% intertrimestral (6,9% interanual), la més important des de la Segona Guerra Mundial, va ser un dels països desenvolupats amb un deteriorament més intens de l'economia durant el primer trimestre del 2009. El desglossament del PIB pels diferents components confirma, tal com apuntaven els indicadors d'alta freqüència, que aquest deteriorament de l'economia germànica va derivar de l'enfonsament de la inversió i de les exportacions, amb reduccions de l'11,4% i del 17,5% interanual, respectivament. Així, els dos motors que van impulsar l'economia durant l'últim període d'expansió són, ara, els que l'arrosseguen cap a una profunda recessió.

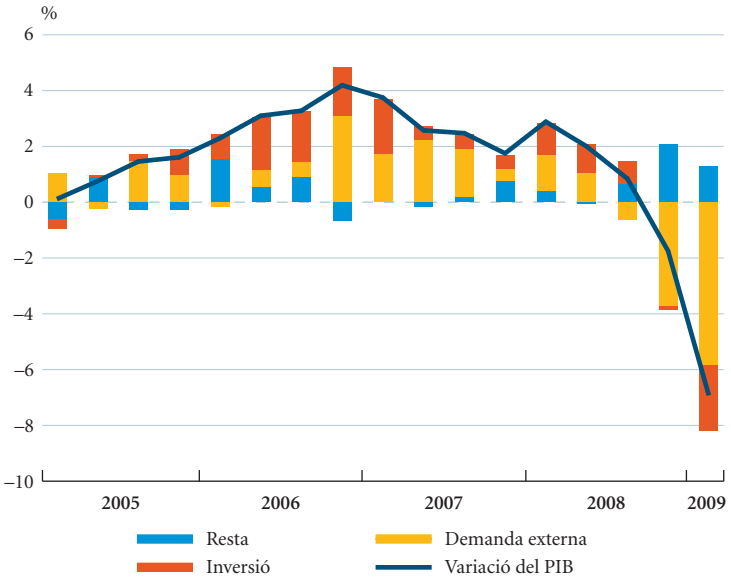
El PIB alemany es redueix el 6,9% interanual a causa del deteriorament de la inversió i de les exportacions.

Aquest fet es pot apreciar al gràfic següent. Així, mentre que el 2006 la contribució d'aquests dos components representava 2,6 punts percentuals del 3,2% al qual creixia l'economia alemanya, el seu deteriorament durant els dos últims trimestres, en especial el de les exportacions, explica la totalitat de la reducció del PIB alemany. Només l'augment de les existències i el manteniment del consum públic i privat, esperonat pels plans d'estímul econòmic, han evitat una contracció més intensa del PIB. Conseqüentment, la recuperació de l'economia germànica haurà d'anar precedida de l'estabilització de les inversions i del sector exterior, la qual cosa provocarà que la sortida de la crisi es doni més tard que en el cas dels seus socis comercials, de manera que els primers signes de recuperació no s'esperen fins a la segona meitat del 2009.

L'anàlisi dels principals indicadors econòmics confirma aquesta percepció. Així, malgrat el repunt intermensual que van

LA INVERSIÓ I LA DEMANDA EXTERNA ARROSSEGUEN EL PIB ALEMANY

Contribucions dels diferents components a la variació del PIB



FONTS: Deutsche Bundesbank i elaboració pròpia.

viure al març, les noves dades de l'abril mostren lleugeres reculades en relació amb el mes anterior. Pel costat de la demanda, les vendes al detall van reduir el creixement, mentre que les exportacions van registrar una caiguda intermensual del 4,8%, superior a les viscudes durant els dos últims mesos, i van assolir un nou mínim històric interanual, amb una reducció del 25,6%. Això va provocar que el superàvit de la balança comercial es continués reduint i es col·loqués el 28,6% per sota d'un any abans.

Davant una demanda encara sense estabilitzar i l'acumulació d'existències dels últims mesos, la producció i les comandes industrials van caure l'1,1% i l'1,9% intermensual, respectivament, van mantenir les variacions interanuals a prop dels mínims històrics i van provocar una nova reducció de la utilització de la capacitat productiva, en especial a la indústria manufacturera. En canvi, l'índex IFO d'activitat empresarial del mes de juny va continuar millorant, arrossegat pel comportament del component futur, i va deixar enrere el mínim assolit al març.

El superàvit comercial es continua enfonsant.

Malgrat aquest ràpid deteriorament de l'economia, l'efecte sobre el mercat laboral ha estat fins ara força limitat. De fet, la taxa d'atur es va reduir al maig, per l'efecte, en gran part, dels plans de regulació de l'ocupació (*kurzarbeit*), els quals, segons l'Agència Federal d'Ocupació, van afectar 1,2 milions de treballadors en els quatre primers mesos de l'any i van provocar una dràstica reducció de les hores treballades en els primers mesos de l'any.

El cost dels estímuls econòmics, juntament amb la reducció dels impostos per al 2010 anunciada pel govern, valorada en 13.000 milions d'euros, ha augmentat les previsions del dèficit públic, el qual, segons el Bundesbank, superarà el 3% enguany, s'aproparà al 6% el 2010 i empenyerà l'endeutament alemany fins al 80% del PIB. Atesa aquesta situació, el parla-

El deteriorament econòmic encara no afecta el mercat laboral.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009			
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny
PIB	2,6	1,0	2,0	0,8	–1,8	–6,9	–	...	–
Vendes al detall	–3,0	–0,5	–0,8	0,1	–0,5	–2,8	–0,3	...	...
Producció industrial	5,8	0,0	2,8	0,0	–7,5	–19,6	–21,6	...	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	102,1	94,8	86,2	82,6	83,7	84,3	85,9
Taxa d'atur (**)	9,0	7,8	7,9	7,7	7,6	8,0	8,3	8,2	...
Preus de consum	2,3	2,6	3,0	3,1	1,6	0,8	0,6	0,1	...
Balança comercial (***)	181,5	195,3	202,3	196,3	183,0	159,6	144,6	...	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

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

Es preveu que el dèficit alemany arribi al 6% el 2010.

ment alemany va aprovar una llei per la qual el govern central i els governs estatals veuran reduïda la seva capacitat d'endeutament en els propers anys.

França: camí cap al final de la recessió?

Els indicadors de les enquestes empresarials repunten.

Les últimes enquestes indiquen que la recessió comença a afluixar a França. Així, segons l'informe de conjuntura del Banc de França, publicat el passat 9 de juny, l'índex del clima de negoci industrial va augmentar al maig i es va situar en els 81 punts. Un altre índex d'opinió empresarial, l'indicador sintètic del clima econòmic, va repuntar al juny per tercer mes consecutiu. Això suggereix que la reculada de la producció industrial francesa s'hauria de suavitzar en els propers mesos. Malgrat tot, l'institut estadístic francès, l'INSEE, estima un enorme enfonsament de la producció industrial el 2009, del 15,7%, després de la caiguda del 2008.

La inflació cau el 0,3% interanual al maig.

Entre el conjunt de notícies menys negatives, cal destacar l'intens increment del nombre de matriculacions al maig, del 14,5% interanual, arran de les mesures d'impuls al sector de l'automòbil. Aquest increment contrasta amb les caigudes anotades en els mesos anteriors.

Des de la perspectiva de la demanda, el consum privat probablement progressi amb moderació al llarg del 2009, ja que el poder adquisitiu de les llars augmentarà gràcies a la desacceleració dels preus. En efecte, l'índex de preus de consum va recular el 0,3% interanual al maig, en part per la forta caiguda del preu del petroli, ja que la inflació subjacent va baixar però es va mantenir positiva. No es registrava una xifra negativa d'inflació des de l'any 1957. Malgrat el descens dels preus, el risc de deflació continua essent petit, i, en general, s'espera que aquesta tendència a la baixa s'interrompi cap al final de l'estiu.

Pel que fa a la inversió, les dades suggereixen que caurà notablement el 2009, en especial en els dos primers trimestres.

D'altra banda, el fet que altres països mostrin un perfil més favorable hauria d'ate-

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	2,3	0,3	1,0	0,1	–1,7	–3,2	–	...
Consum de les llars	4,8	–0,6	–0,1	–0,9	–2,5	–1,0	0,5	–1,6
Producció industrial	1,5	–2,5	–0,3	–2,2	–9,0	–15,8	–18,8	...
Taxa d'atur (*)	8,3	7,8	7,6	7,8	8,2	8,6	8,9	...
Preus de consum	1,5	2,8	3,3	3,3	1,8	0,6	0,1	–0,3
Balança comercial (**)	–33,5	–48,6	–46,1	–50,9	–55,3	–55,4	–56,0	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: OCDE, Eurostat, INSEE, Comissió Europea i elaboració pròpia.

nuar el sobtat descens de les exportacions franceses al començament del 2009. Després de l'abrupte descens del 6,0% intertrimestral en el primer trimestre del 2009, l'INSEE estima davallades del 3,8%, de l'1,8% i del 0,8% en els següents trimestres del 2009, respectivament.

En aquest context, el mateix INSEE preveu un descens de l'activitat econòmica progressivament més moderat. Així, després de la caiguda intertrimestral de l'1,5% en el quart trimestre del 2008 i de l'1,2% en el primer del 2009, el PIB francès no hauria de recular més del 0,6% i del 0,2% en el segon i en el tercer trimestres del 2009 i s'hauria d'estabilitzar en l'últim trimestre de l'any. Tot plegat es traduiria en una caiguda del PIB del 3,0% el 2009.

La recessió també pesa sobre el mercat laboral francès. Probablement, segons l'INSEE, al llarg del 2009, es perdin gairebé 600.000 llocs de treball. Així mateix, la taxa d'atur continuarà la tendència a l'alça iniciada en el segon trimestre del 2008 i es podria situar al voltant del 10% al final del 2009, percentatge que representa un increment proper als 3 punts al llarg d'aquest període.

La dècada perduda d'Itàlia

En el primer trimestre del 2009, l'economia italiana va patir una caiguda interanual del 6,0%, la reculada més important de les últimes dècades. El desglossament de l'evolució del PIB presenta, a més de la disminució, ja prevista, de la inversió i de les exportacions, una reducció de l'1,1% intertrimestral del consum privat, que posa de manifest la feblesa de la demanda interna transalpina. Les perspectives per als propers mesos no són gaire més esperançadores, de manera que tot fa preveure que el PIB italià se situarà el 2010 en un nivell similar al del 2001.

L'anàlisi dels indicadors econòmics d'alta freqüència mostra una certa disparitat en la tendència de les sèries, la qual cosa pot ser un indici de l'alentiment de la recessió. Així, mentre les exportacions, després de dos mesos consecutius de recuperació, registraven una reducció intermensual del 7,2% i provocaven la caiguda interanual més important des del 1986, les comandes industrials del maig i la producció industrial de l'abril presentaven un lleuger repunt. Conseqüentment, és possible que, en el segon trimestre, la inversió presenti una caiguda menys pronunciada.

L'INSEE prediu una caiguda del PIB del 3,0% el 2009.

El PIB italià se situarà el 2010 en nivells similars als del 2001.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	1,5	–1,0	–0,3	–1,3	–3,0	–6,0	–	...
Vendes al detall	1,3	–0,3	–0,7	0,1	–1,7	–3,1	...	...
Producció industrial	2,1	–3,3	0,1	–3,9	–10,6	–21,1	–24,5	...
Taxa d'atur (*)	6,2	6,8	6,8	6,7	7,0	7,3	–	...
Preus de consum	1,8	3,3	3,6	4,0	2,8	1,5	1,2	0,9
Balança comercial (**)	–12,8	–10,0	–8,6	–10,8	–12,3	–11,1	–10,1	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

L'elevat endeutament italià no permet adoptar noves mesures.

D'altra banda, la taxa d'atur es va col·locar en el 7,3% al març del 2009, un nivell relativament baix si es compara amb el d'altres països europeus. No obstant això, el ràpid deteriorament del mercat laboral italià, amb una pèrdua de 204.000 llocs de treball durant el primer trimestre del 2009, va provocar una nova reducció de la confiança del consumidor, la qual cosa fa esperar que, malgrat la reduïda taxa d'inflació, el consum privat es continuï reduint.

Atesa aquesta tessitura, el deute públic italià de l'abril es va apropar al 110% del PIB, nou màxim històric, i les previsions per al final de l'exercici és que pugui pujar fins al 115%. Aquesta situació dissuadeix el govern de Berlusconi d'adoptar estímuls econòmics que incrementin encara més el deute i el deixa amb poc marge de maniobra per poder esmorteir la recessió.

Regne Unit: s'alenteix la desacceleració

L'economia britànica ha ofert algunes notícies menys negatives en els dos últims mesos. Això permet preveure que l'enfonsament del PIB dels dos trimestres anteriors, provocat, en gran part, pel col·lapse de la demanda global i per l'ajustament dels inventaris, difícilment es repetirà. Així, la producció industrial va recular el 12,3% interanual a l'abril, una caiguda lleugerament inferior a l'anotada en el mes anterior. Altres indicadors avançats, com l'índex de sentiment econòmic, indiquen que, probablement, l'activitat freni el ritme de deteriorament.

La producció industrial recula el 12,3% a l'abril del 2009.

No obstant això, el retorn a una fase de creixement sostenible encara és molt incert, ja que hi ha diversos factors que situen l'economia britànica en una posició força vulnerable. Entre d'altres, el sistema bancari depèn molt dels ajuts de l'estat, l'atur creix, la demanda mundial continua apagada i les llars tenen nivells de deute molt elevats.

Pel que fa al mercat de treball, diverses dades confirmen que va prosseguir el procés de deteriorament, tot i que a un ritme menys intens. D'aquesta manera, el nombre d'aturats registrats va augmentar i va situar la taxa d'atur del maig en el 4,8%, dues dècimes per damunt de la xifra anotada a l'abril. L'increment dels salaris, el 2,7% interanual en els tres mesos fins a l'abril, es va desaccelerar. També es va reduir el nombre d'hores treballades. En aquest context, les vendes al detall van cedir l'1,7% al maig, tot i que una part d'aquesta caiguda s'explica per efectes de

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
PIB	3,0	0,7	1,8	0,4	–2,0	–4,1	–	...
Vendes al detall	4,2	2,7	3,4	1,2	1,9	0,6	2,7	–1,7
Producció industrial	0,1	–2,6	–1,0	–2,5	–7,6	–12,6	–12,3	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,8	2,5	2,8	3,4	4,2	4,6	4,8
Preus de consum	2,3	3,6	3,3	4,9	3,9	3,0	2,3	2,2
Balança comercial (**)	–83,1	–93,3	–93,6	–94,9	–93,6	–91,3	–89,3	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	5,3	6,0	6,0	5,9	6,3	2,8	1,6	1,4
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	103,9	97,6	92,6	92,8	89,4	73,7	76,9	78,8

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.

(***) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.

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

base, ja que el valor del maig del 2008 va ser inusualment elevat.

Això contrasta, en certa manera, amb l'evolució de la inflació, que es va situar en el 2,2% al maig, després del 2,3% de l'abril, un índex una mica superior a l'esperat i lleugerament per damunt de l'objectiu del 2% del Banc d'Anglaterra. Que el descens de la inflació no hagi estat més intens, com en altres països, cal atribuir-ho al fet que la depreciació de la lliura ha exercit pressió a l'alça sobre els preus.

Europa emergent: de l'enfonsament a l'eufòria, cap a on anem?

Durant aquesta primera meitat del 2009, els esdeveniments s'han succeït vertiginosament a l'Europa central i oriental. Al començament de l'any, tant l'evolució de les variables financeres com la dels indicadors d'activitat suggerien que els problemes acumulats per la regió eren excessius. Les borses cedien obertament, les divises es veien sotmeses a fortes pressions depreciadores i els indicadors de risc-país es disparaven.

L'enfonsament de les monedes nacionals exacerbava la pressió sobre els deutes de les empreses i de les famílies, molts dels quals estaven denominats en monedes estrangeres i tenien un volum notable després del *boom* del crèdit viscut durant els anys anteriors. L'activitat industrial, orientada a l'exportació manufacturera cap a la zona de l'euro, s'enfonsava arran de la greu recessió d'Alemanya i d'altres mercats clau. La caiguda dels fluxos internacionals de capitals feia sospitar que algun país seria incapaç d'afrontar els compromisos exteriors. El procés de despalanquejament bancari feia témer per les filials que les entitats de crèdit de l'Europa occidental mantenien a la regió.

No obstant això, cap al final de febrer i començament de març, l'evolució financera ha donat un tomb. Des dels mínims anuals, les borses de la regió han crescut al voltant del 60%, les principals divises han recuperat part del terreny perdut (per exemple, el zloty s'ha apreciat el 7% enfront de l'euro) i el cost d'assegurar l'impagament del deute sobirà s'ha reduït gairebé a la meitat a la majoria de països.

La inflació se situa en el 2,2%, per damunt del que s'esperava.

Després d'un inici del 2009 amb fortes tensions als mercats financers de l'Europa emergent...

...a partir del març la situació millora de forma apreciable.

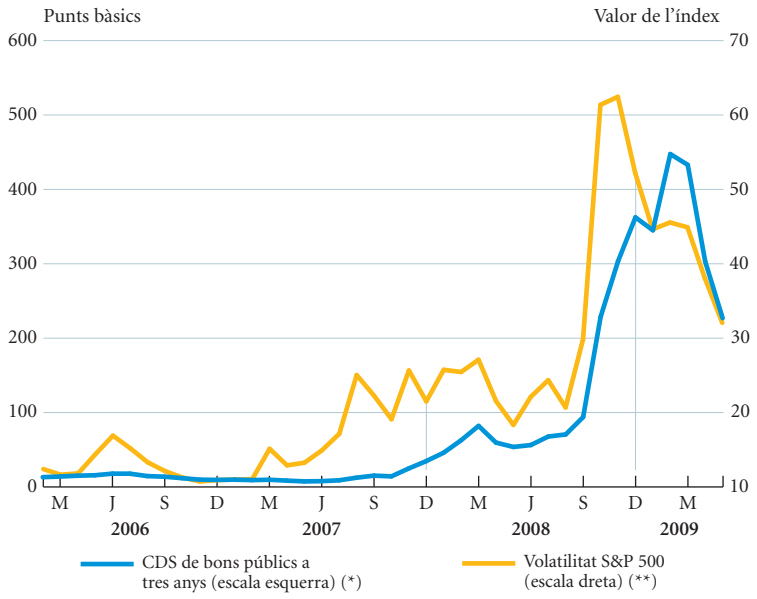
Què ha passat a la regió en tant poc temps que pugui explicar el gir dels mercats? Es tracta d'un moviment basat en canvis d'expectatives macroeconòmiques o, en canvi, té un caràcter de correcció financera? És un desenvolupament estrictament regional o deriva d'una millora global? Entendre bé els elements que han fet possible aquest canvi radical és fonamental, ja que d'aquesta comprensió en depèn poder anticipar amb un cert èxit el futur immediat.

Pel que fa a la qüestió de canvi en els fonaments macroeconòmics *versus* factors estrictament financers, les dades suggereixen que aquests últims són determinants. Els indicadors d'activitat, com el sentiment econòmic o la producció industrial, han tendit a confirmar l'escenari de recessió profunda el 2009, especialment intensa en el primer trimestre de l'any. La millora incipient de certs àmbits de l'activitat és deguda, fonamentalment, al fet que el cicle d'ajustament industrial ha estat tan intens que la reconstrucció d'existències ha permès desfer una part de la reculada manufacturera. No obstant això, la falta de demanda exterior i la restricció del crèdit continuen essent greus.

Per tant, no sembla que la millora dels mercats sigui deguda a un escenari de recuperació cíclica més forta del que s'anticipava. El que sí ha succeït, en canvi, és que la intensa caiguda dels preus dels actius entre l'octubre i el febrer els havia situat en valoracions atractives, en especial en el cas de les borses. En termes de la ràtio preu/beneficis, al començament del 2009, les accions de l'Europa emergent

LA CAIGUDA DE L'AVERSIÓ GLOBAL AL RISC REDUEIX LA TENSIÓ FINANCERA A L'EUROPA EMERGENT

Indicadors de tensions financeres



NOTES: (*) Mitjana ponderada dels CDS del bo a tres anys de Polònia, República Txeca, Eslovàquia, Hongria, Romania, Bulgària, Estònia, Letònia y Lituània, en mitjana mensual.
(**) Índex VIX, en mitjana mensual.
FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

eren sensiblement més barates que les d'Àsia o les de l'Amèrica Llatina. Si les cotitzacions regionals estaven en nivells atractius, una reducció de l'aversió al risc propiciaria una recuperació clara dels mercats, tessitura que, efectivament, s'ha donat des del final de febrer.

Aquí podem enllaçar amb la segona qüestió plantejada: som davant un fenomen global o regional? Les dades fan pensar que el factor global ha dominat. Malgrat que estaven relativament més infravalorades, les borses de l'Europa emergent s'han recuperat menys que les de Llatinoamèrica i poc més que les asiàtiques. Una tendència similar s'ha repetit en altres actius financers, com les divises.

Això no implica que certs desenvolupaments específicament regionals no hagin tingut un paper. En particular, l'ajuda financera del Fons Monetari Internacional (FMI) a Romania i a Polònia es va reflectir en l'evolució financera. Però sembla que la reducció de l'aversió global al risc és el factor preponderant que ha beneficiat els actius financers de l'Europa emergent, més que una hipotètica reducció diferencial de l'aversió al risc regional o una millora potencial de les perspectives macroeconòmiques.

Perquè, des del punt de vista macroeconòmic, la regió encara s'enfronta a una situació complexa. Tot i que el cicle industrial global, que s'ha recuperat lleugerament en el segon trimestre, es traslladarà amb tota probabilitat a les exportacions i a la producció industrial de la regió, és dubtós que aquest moviment tingui capacitat per compensar les forces que deprimeixen la demanda interna (endeutament excessiu, poc marge d'expansió fiscal, final del procés de rebaixa del tipus d'interès oficial, etc.).

Així mateix, la bretxa de finançament internacional, tot i que sembla adequadament coberta el 2009, serà problemàtica el 2010, a causa, per exemple, de la renovació del deute previst per a aquest últim any. Un tercer front, juntament amb el cíclic i el de finançament internacional, fa referència al possible contagi regional. Tot i que, a l'Europa emergent, coexisteixen països en situacions clarament diferenciades, la delicada situació dels bàltics (i, en especial, la pressió dels mercats perquè Letònia devaluï) podria acabar afectant la regió en conjunt.

Un últim factor de risc serà de tipus polític. Gran part de l'aposta de superació de la crisi requereix que l'ajustament econòmic en marxa en aquests països no afluixi, situació que, al seu torn, depèn de la capacitat de suportar el cost polític i social que aquest ajustament comporta. Vist el càstig electoral que van rebre els governs d'Hongria i de Letònia en les recents eleccions europees, aquesta resistència no es pot donar per descomptada. En conjunt, els riscos i les rèmores per a la recuperació són importants, i sembla que no hi ha res que pugui evitar que el 2009 se saldi amb una forta recessió a l'Europa emergent i que, en el millor dels casos, el retorn a un creixement mínim es comenci a donar el 2010.

El principal causant de la recuperació financera és la reducció de l'aversió global al risc...

...i no tant el canvi de perspectives macroeconòmiques, que continuen essent molt magres.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Estats Units i Europa proposen reformes en els sistemes de regulació financers

Als Estats Units i a Europa, s'han presentat propostes de reforma financera.

A causa de la crisi actual, els gestors de política econòmica tenen una oportunitat única per realitzar reformes en la regulació del sistema financer internacional. Després d'un primer període, en què les energies es van abocar a contenir els danys produïts per les turbulències financeres, durant el mes de juny han cristal·litzat noves propostes de reformes financeres per part dels governs als dos costats de l'Atlàntic.

Als Estats Units, es proposa la creació d'una agència de reguladors per millorar la coordinació i una nova agència de protecció al consumidor.

Als Estats Units, el govern va presentar el seu pla, que haurà de ser aprovat pel Congrés. Aquest procés pot ser llarg i ocupar una bona part d'enguany, ja que la importància de la reforma implicarà complexes negociacions entre els partits demòcrata i republicà. El pla persegueix cinc objectius. En primer lloc, promoure una supervisió i una regulació ferma de les institucions financeres. Es crea una agència de reguladors financers per identificar els riscos sistèmics i per millorar la cooperació entre els diferents reguladors. Un canvi important en la proposta és la concessió de nous poders a la Reserva Federal per supervisar fins i tot institucions que no siguin bancs però que puguin fer perillar l'estabilitat financera.

A la Unió Europea, se suggereix la creació d'un Sistema Europeu de Supervisors Financers.

El segon objectiu consisteix a establir una supervisió completa dels mercats financers, enfortint la regulació dels mercats de titulitzacions i cedint a la Reserva Federal l'autoritat per supervisar el sistema de pagaments. El tercer element clau és protegir els consumidors i els inversors dels abusos financers. Inspirada en el sistema europeu, es crearia una nova agència de protecció al consumidor per augmentar la transparència dels productes i dels serveis financers. El quart pilar bàsic de la proposta és l'establiment d'un nou règim per tancar institucions financeres que presentin riscos sistèmics. Finalment, es tanca la proposta amb millores per establir estàndards internacionals de regulació i per intensificar la cooperació internacional.

Per la seva banda, el Consell de la Unió Europea, celebrat els dies 18 i 19 de juny del 2009, ha recomanat la creació d'un Sistema Europeu de Supervisors Financers orientat a millorar la qualitat, la coordinació de la regulació financera i la instauració d'un marc transfronterer per a la prevenció i la gestió de les crisis financeres. Així mateix, ha encarregat a la Comissió una proposta legislativa per establir el nou marc de supervisió financera a la Unió Europea per a la tardor d'enguany, amb l'objectiu que les noves normes entrin en vigor el 2010.

La Reserva Federal, a la reunió de política monetària del 24 de juny, va mantenir el tipus d'interès de referència en el rang 0,00%-0,25%. Al comunicat, publicat al final de la reunió, va indicar que, tot i que s'ha aturat la forta velocitat de deteriorament de l'economia dels Estats Units, es mantenen les perspectives sobre la feblesa de l'activitat econòmica. Per aquest motiu, va afegir que mantindrà el tipus d'interès oficial en el rang actual durant un període prolongat de temps.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2008									
Juny	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Juliol	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agost	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,70
Setembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Novembre	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Desembre	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,10	2,00	2,77	0,75
2009									
Gener	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,10	1,50	2,17	0,70
Febrer	2,00	1,83	2,03	0,25	1,26	0,10	1,00	2,05	0,75
Març	1,50	1,52	1,81	0,25	1,19	0,10	0,50	1,65	0,63
Abril	1,25	1,37	1,73	0,25	1,02	0,10	0,50	1,45	0,66
Maig	1,00	1,27	1,63	0,25	0,66	0,10	0,50	1,28	0,60
Juny (1)	1,00	1,22	1,60	0,25	0,61	0,10	0,50	1,23	0,38

NOTES: (1) Dia 23.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%).

(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(4) Últimes dates de variació: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 04-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 05-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

Per la seva banda, el Banc Central Europeu, a la reunió del 4 de juny, va decidir mantenir el tipus d'interès de referència en l'1%. Va aprofitar la roda de premsa posterior a la reunió per anunciar les previsions per a la zona de l'euro per al 2009 i va rebaixar el creixement econòmic fins al menys 4,6%, amb prou feines sense variar la previsió d'inflació harmonitzada, que cau una dècima fins al 0,3%.

El 24 de juny, el BCE va celebrar la primera injecció il·limitada de liquiditat a 12 mesos al tipus d'intervenció de l'1% sense incorporar cap prima. Caldrà esperar les següents subhastes perquè la injecció de liquiditat es realitzi al tipus d'interès de referència més un diferencial en funció de les condicions del mercat. Es va produir una forta demanda de liquiditat per un import de 442.420 milions d'euros, que va ser atorgat a 1.121 entitats. Aquesta injecció del BCE hauria d'alleujar les tensions i contribuir a una lenta reducció dels diferencials en les properes setmanes. En realitat, com es pot observar al quadre anterior, es manté la tendència de reducció de diferencials al mercat interbancari. El tipus d'interès euríbor a tres mesos cotitza l'1,22% i l'euríbor a un any se situa en l'1,60%.

La Reserva Federal i el BCE mantenen invariable el tipus d'interès de referència.

El mateix ha succeït als Estats Units amb el Líbor a tres mesos, que cotitza un mínim històric del 0,61%. Això és un reflex de la millora al mercat interbancari nord-

El BCE celebra la primera subhasta il·limitada de liquiditat a 12 mesos i contribueix al destensionament del mercat interbancari.

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
2008								
Juny	4,62	4,81	4,90	5,17	3,97	1,60	5,13	3,29
Juliol	4,36	4,53	4,67	4,90	3,95	1,54	4,81	3,05
Agost	4,18	4,38	4,55	4,82	3,81	1,42	4,48	2,89
Setembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Novembre	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Desembre	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
2009								
Gener	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrer	3,11	3,66	4,28	4,68	3,01	1,28	3,62	2,24
Març	3,00	3,55	4,05	4,39	2,66	1,35	3,17	2,10
Abril	3,18	3,59	3,92	4,28	3,12	1,43	3,50	2,14
Maig	3,59	3,95	4,29	4,48	3,46	1,49	3,75	2,41
Juny (*)	3,48	3,85	4,26	4,63	3,68	1,42	3,76	2,32

NOTA: (*) Dia 23.
FONT: Bloomberg.

La rendibilitat del deute públic comença el mes de juny escalant i, posteriorment, desfà el moviment alcista.

americà, propiciada per la notícia sobre el retorn dels ajuts per part de diverses entitats que havien rebut diners del govern.

El comportament de la rendibilitat del deute públic al llarg del mes de juny té dos moments ben diferenciats. Durant les dues primeres setmanes del mes, la millora de les expectatives econòmiques va impulsar a l'alça les rendibilitats del deute públic, que van assolir els màxims d'enguany. Per exemple, el bo amb venciment a 10 anys als Estats Units va arribar a una cotització del 3,95% i el *bund* alemany al mateix venciment va assolir una cotització del 3,72%. Això va provocar un augment del tipus d'interès real que no estava motivat per un augment de les expectatives d'inflació, que romanien ancorades en nivells baixos, ni tampoc per una pujada de la prima de risc sobirà, sinó que reflectia una millora de la confiança sobre la situació econòmica per part dels inversors.

Les revisions a la baixa de les previsions de creixement moderen l'optimisme dels inversors.

No obstant això, un cop transcorregut aquest període, i amb l'ajuda de la reculada de la renda variable i de les revisions a la baixa de les previsions de creixement per part de diverses institucions supranacionals, es va moderar l'optimisme dels inversors, els quals van considerar que les rendibilitats ofertes pel deute públic representaven una proposta d'inversió interessant, tenint en compte que, malgrat la desacceleració del deteriorament econòmic, la majoria de grans economies continuen en recessió. Per aquest motiu, es va produir una compra de deute públic que va reduir-ne la rendibilitat, amb l'excepció de dos països, ja que als Estats Units i a Itàlia es manté la tendència dels tres últims mesos d'increment de les rendibilitats ofertes pels bons de deute públic.

Tipus de canvi: molt soroll per no res

Si comparem les cotitzacions de les grans divises del final de maig amb les del final de juny, s'observarà que són molt semblants. Així, per exemple, un dòlar comprava 95,4 iens el 27 de maig, mentre que el 23 de juny n'adquiria 95,6. En les mateixes dates, la cotització de l'euro enfront del dòlar es va moure d'1,397 a 1,395. Sembla que els mercats mostren que s'han assolit unes cotitzacions que reflecteixen la situació actual i que, ara com ara, mentre s'espera la publicació de noves dades econòmiques, es poden mantenir sense problemes en un rang estret.

En canvi, s'ha incrementat la incertesa sobre les possibles trajectòries del dòlar en els propers mesos. Aquest increment de la inseguretat sobre com es pot moure el dòlar es reflecteix en les enquestes que es realitzen habitualment entre els experts més importants del mercat de divises, els quals acostumen a treballar en diferents institucions financeres públiques i privades. El consens reflecteix una obertura en el rang de les diferents previsions. I, malgrat que les argumentacions a favor o en contra addueixen molts factors, les més importants són tres.

La primera és que hi ha consens sobre la sortida de la recessió dels Estats Units, la qual es produirà abans que a la zona de l'euro o al Japó, situació que pot afavorir la tendència d'enfortiment del dòlar. A més a més, si durant els propers mesos es produeixen dents de serra en les cotitzacions borsàries, quan augmenti l'aversió al risc, els inversors es refugiaran en el dòlar, de manera que es veuria reforçada la tendència d'apreciació del bitllet verd.

Les cotitzacions del dòlar, del ien i de l'euro romanen en els mateixos nivells que el mes passat i es mouen en un rang estret.

Els experts, en canvi, no es posen d'acord en les previsions per als propers trimestres.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-06-2009

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2008	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	95,6	0,8	5,1	–12,9
Lliura esterlina	0,613	–2,5	–11,6	17,1
Franc suís	1,076	–0,6	0,7	2,9
Dòlar canadenc	1,153	2,5	–5,7	11,9
Pes mexicà	13,311	1,2	–2,7	22,4
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,397	–0,4	0,0	–11,1
Ien japonès	133,5	0,4	5,1	–25,4
Franc suís	1,503	–0,9	0,7	–8,0
Lliura esterlina	0,857	–2,8	–11,5	7,8
Corona sueca	11,113	5,6	1,5	15,4
Corona danesa	7,444	0,0	0,0	–0,2
Zloty polac	4,544	3,0	8,7	26,0
Corona txeca	26,15	–2,0	–2,7	8,0
Forint hongarès	282,0	0,6	5,8	15,3

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

La previsible sortida de la recessió dels Estats Units abans que a Europa i al Japó dóna suport a l'apreciació del dòlar...

D'altra banda, però, hi ha un altre element que, en canvi, n'afavoreix la depreciació. Aquest element està relacionat amb la ingent i necessària emissió de deute públic per finançar el dèficit públic i amb el límit que poden suportar en les seves carteres d'inversió els grans adquirents de bons del tresor dels Estats Units, com la Xina i els països de l'OPEP. La dificultat rau en la valoració de la sensibilitat del dòlar als diferents factors i, sobretot, en quin moment del temps s'activaran o es desactivaran aquests factors.

...però la ingent emissió de deute públic per finançar el dèficit públic als Estats Units afavoreix la depreciació del dòlar.

Pausa en la recuperació de la renda variable

Després de tres mesos de fortes pujades, els mercats de renda variable van experimentar un comportament irregular al llarg de juny. Durant la primera meitat del mes, la tendència dels índexs borsaris va prosseguir la direcció alcista iniciada al març i després, en les últimes sessions, es va tornar negativa. Malgrat aquest moviment, la revaloració acumulada per l'S&P 500 i per l'Eurostoxx50 des dels mínims registrats al març es manté a la vora de la cota del 40%.

Les borses registren un comportament irregular al juny, amb canvis constants de tendència.

El sentiment dominant als mercats continua essent el d'anticipar una progressiva i lenta reducció dels riscos econòmics a nivell global. Però l'aparició de certs factors desfavorables va provocar una crida a la cautela entre els inversors. En qualsevol cas, les dades sobre els fluxos de fons van continuar evidenciant una notable afluència de diners cap als mercats de renda variable, preferentment cap al sector financer i cap als sectors cíclics, com l'automòbil i els recursos naturals.

Les dades econòmiques mostren encara un escenari global feble, allunyat de les enquestes de confiança realitzades als diferents agents econòmics.

Durant aquest període, els aspectes més rellevants per a l'evolució dels índexs borsaris van ser, d'una banda, la publicació de les dades sobre la conjuntura macroeconòmica internacional i, de l'altra, alguns esdeveniments importants en relació amb les companyies cotitzades als Estats Units. Als dos fronts es van alternar les notícies positives i les negatives, la qual cosa va propiciar l'irregular comportament borsari esmentat.

Des del punt de vista de les dades econòmiques, al juny es va intensificar la disparitat entre uns indicadors d'expectatives clarament alcistes i unes dades de l'economia real encara molt febles. Aquestes últimes dades mostraven una realitat encara molt allunyada del que s'esperava per al futur, situació que ha generat dubtes entre els inversors borsaris sobre el moment i la intensitat de l'anhelada reactivació. Un exemple clar d'això van ser els indicadors del sector immobiliari nord-americà, amb registres de vendes molt pobres i amb estadístiques de morositat i d'embargaments en màxims. Però l'obstacle més important va ser l'encariment dels tipus hipotecaris a 15 i a 30 anys, que va generar gran inquietud pel seu possible impacte negatiu sobre el poder adquisitiu de les famílies i sobre el consum. La producció industrial va ser un altre dels indicadors d'activitat que va mostrar una intensificació del deteriorament i que es va desmarcar de les previsions de millora realitzades pels empresaris.

Un altre factor determinant de l'evolució dels mercats van ser certes notícies i novetats sobre les companyies cotitzades, de les quals es deriven importants implicacions per a l'escenari global. D'una banda, es va produir un augment de les ampliacions de capital per part de les empreses, financeres i no financeres, per aconseguir recursos i evitar revisions a la baixa dels *ratings*. Això representa un augment de l'oferta d'accions en circulació i, per tant, tendeix a pressionar a la baixa les cotitzacions. De l'altra, el Tresor nord-americà va anunciar els deu bancs

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

25-06-2009

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*8.299,9*	*0,3*	*–5,4*	*–29,7*
Standard & Poor's	*900,9*	*1,6*	*–0,3*	*–31,8*
Nasdaq	*1.792,3*	*5,9*	*13,7*	*–25,4*
Tòquio	9.796,1	4,8	10,6	–29,2
Londres	4.285,9	–1,8	–3,3	–24,4
Zona de l'euro	2.418,2	–0,9	–1,2	–30,1
Frankfurt	*4.825,4*	*–1,9*	*0,3*	*–27,1*
París	*3.184,5*	*–1,6*	*–1,0*	*–29,8*
Amsterdam	*254,3*	*–2,4*	*3,4*	*–42,1*
Milà	*18.992,7*	*–4,9*	*–2,4*	*–36,7*
Madrid	*9.706,4*	*3,8*	*5,6*	*–22,0*
Zuric	5.434,5	–0,2	–1,8	–23,3
Hong Kong	18.275,0	6,7	27,0	–19,3
Buenos Aires	1.545,8	–1,1	43,2	–26,1
São Paulo	49.672,1	–2,3	32,3	–24,6

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

nacionals als quals es permetia tornar els fons públics rebuts com a ajuda uns mesos enrere. Entitats com Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan i American Express podran trencar el vincle amb el finançament estatal que limitava les seves operatives habituals. Aquesta possibilitat va ser acollida favorablement a la borsa, en ser interpretada com un signe de solidesa d'aquestes entitats i del conjunt del sistema.

Un altre element positiu va ser la millora observada en les revisions de les estimacions de beneficis empresarials realitzades pels analistes. Després d'uns quants mesos de constants revisions a la baixa, sembla que, en les últimes setmanes, s'ha iniciat un procés alcista. Ara com ara, és feble i localitzat en els sectors més cíclics de la borsa, però, si es confirma la millora del creixement econòmic global, és previsible que les revisions a l'alça de les estimacions es generalitzin i s'intensifiquin.

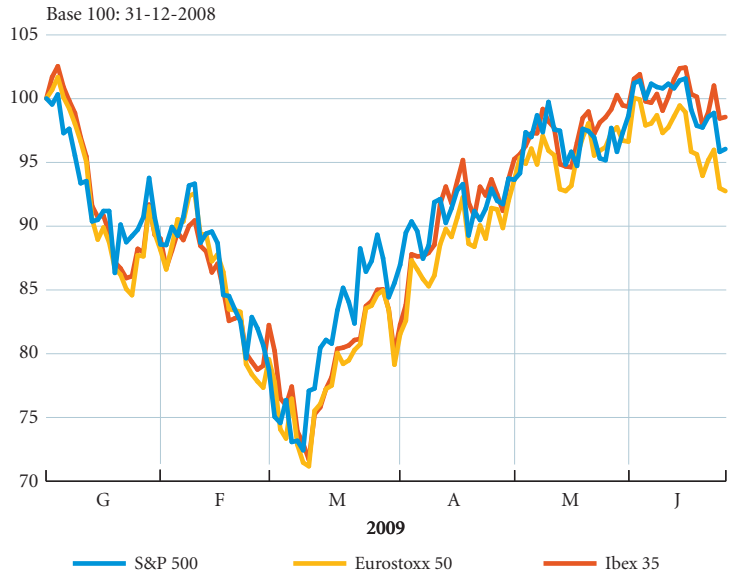
Les properes setmanes seran testimoni d'importants esdeveniments que ajudaran a determinar si, com sembla més probable, es reprèn la tendència alcista de les borses i es dóna per superada la recessió o si, en canvi, es constata que aquests tres últims mesos només han estat un oasi al mig del desert de la crisi econòmica global i la feblesa torna a les cotitzacions. En primer lloc, es publicaran els resultats empresarials del segon trimestre i les companyies revelaran les seves perspectives de negoci. En segon lloc, es comprovarà si es consoliden la millora dels índexs de confiança i la recuperació de les dades econòmiques reals. En tercer lloc,

Les notícies relatives a les empreses milloren i confirmen un escenari global amb menys riscos.

Comencen a millorar les estimacions de resultats de les companyies.

LES PRINCIPALS BORSES EVOLUCIONEN AMB MODERACIÓ AL JUNY

Principals índexs borsaris



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Les properes setmanes seran claus per determinar la tendència dels mercats de renda variable.

es posarà a prova la reducció de l'aversió al risc a mesura que els mercats i els agents, que han estat focus d'inestabilitat, intenten recuperar la normalitat en el seu funcionament. Aquest és el cas, per exemple, dels bancs dels Estats Units i d'alguns països emergents.

Es frena també la reducció del risc de crèdit corporatiu

S'estanca la reducció de les primes de risc, tot i que continua el flux d'inversors cap al sector.

Els mercats de bons corporatius van continuar millorant en tots els segments fins a la meitat de juny. L'evolució positiva es va basar en el mateix conjunt de factors fonamentals que van afectar els mercats financers en general. El més important va ser la forta caiguda de les primes de risc a causa de l'èxit de les mesures fiscals i monetàries adoptades per les autoritats econòmiques a nivell internacional. Un altre factor important, pel costat de la demanda, va ser l'augment dels fluxos d'inversió de diferents tipologies cap als bons corporatius. Els inversors s'han sentit atrets per les rendibilitats més elevades ofertes per aquests instruments, tant els més solvents com els més arriscats. Cal destacar el paper dels inversors institucionals, fons de pensions i empreses d'assegurances, que van aprofitar l'oportunitat d'uns *spreads* en màxims històrics per incorporar a les seves carteres bons corporatius. Com a colofó final, els bancs centrals continuen obrint el balanç a instruments que, en última instància, afavoreixen la valoració dels bons corporatius.

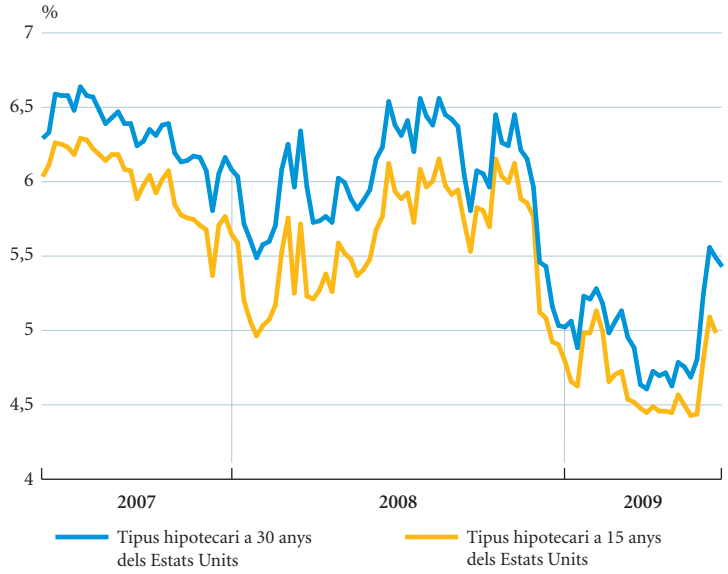
Les empreses redueixen de forma moderada l'emissió de bons, tot i que a Europa els bancs emeten bons a l'empara del programa de compres del BCE.

Pel costat de l'oferta, les empreses van reduir l'activitat d'emissió en relació amb les xifres, molt elevades, de l'inici d'enguany, tot i que, a Europa, alguns emissors, majoritàriament entitats financeres, ho van aprofitar per emetre bons a l'empara de l'anunci del BCE del seu programa per a l'adquisició de *covered bonds*.

Als Estats Units es percep una notable reactivació dels mercats secundaris, pràcti-

ENCARIMENT DEL CRÈDIT HIPOTECARI

Tipus hipotecaris als Estats Units



FONT: Bloomberg.

cament tancats des de l'inici de la crisi financera, arran del resultat de l'increment de fluxos en els últims mesos cap a aquest tipus d'actius. En aquest escenari, algunes companyies d'alt risc (*high yield*) també van aprofitar l'oportunitat per sortir al mercat, amb operacions no tan importants per la quantia com pel que simbòlicament representen per a la recuperació de la normalitat del mercat.

En realitat, aquesta progressiva normalització del mercat de crèdit va per sectors i segments. Els més propers als programes de liquiditat de la Reserva Federal i d'altres bancs centrals gairebé ja s'han normalitzat. A l'extrem oposat, se situa el mercat de «préstecs palanquejats», que només en les últimes setmanes ha començat a donar símptomes de reanimació (al maig, les emissions van arribar als 35.000 milions de dòlars als Estats Units, mentre que, en els primers mesos de l'any, el mercat havia desaparegut).

Cap a la meitat de juny, diversos factors van confluir per frenar i moderar el clima de bonança que es vivia als mercats de crèdit. Un dels més influents va ser el sobtat augment experimentat pels tipus d'interès del deute públic, que va provocar una pressió a l'alça de tipus en totes les modalitats de renda fixa i va encarir el crèdit, en especial el de préstecs hipotecaris.

Les empreses d'alt risc aprofiten la recuperació del mercat per emetre deute.

També va tenir un cert impacte la publicació de l'Informe d'Estabilitat Financera del BCE, que adverteix dels riscos sobre el sistema financer europeu. Entre les dades significatives, destaca que, segons les seves estimacions, hi ha un potencial de pèrdues fins a l'any 2010 de 283.000 milions d'euros, una part important de les quals procedents del sector corporatiu. Per la seva banda, als Estats Units, es prepara una nova legislació sobre el sistema financer, la qual, en principi, requereix uns nivells de solvència i de supervisió més exigents per a les entitats.

La liquiditat comença a arribar als préstecs sindicats i al deute palanquejat.

Repunt dels tipus d'interès en els préstecs hipotecaris.

Les agències de qualificació creditícia revisen a la baixa un bon nombre de *ratings* d'empreses.

Coincidint amb aquests fets, les agències de qualificació creditícia han revisat a la baixa els *ratings* de nombroses institucions. Això ha provocat una ràpida resposta de moltes empreses, que han accelerat la recerca de finançament als mercats de capitals i han recorregut a ampliacions de capital per evitar una reducció de la qualificació creditícia.

Tot i que els mercats han interromput la tendència de millora iniciada en el mes de març, cal esperar que, quan s'hagi absorbit l'impacte d'aquests factors, les primes de risc i els diferencials es continuaran reduint a mesura que continuï el flux de capital procedent dels inversors privats o institucionals.

Els programes a mida de la Fed davant la crisi

El president de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, a la introducció del seu llibre sobre la Gran Depressió,[1] atribueix una bona part del seu interès investigador per aquest episodi històric a la fascinació que sent pels desafortunats responsables de política econòmica de l'època, que van intentar sense èxit gestionar esdeveniments totalment nous i dramàtics. Bernanke, quan es va iniciar en aquesta àrea de recerca, no podia saber que, anys més tard, seria la màxima autoritat monetària dels Estats Units. Quina millor preparació pot tenir un banquer central enfrontat a la major crisi econòmica i financera dels 70 últims anys?

Efectivament, els actuals gestors de política monetària disposen de l'experiència històrica i dels ensenyaments de la recerca econòmica acumulats durant dècades, que els han proporcionat un full de ruta que, malgrat algunes àrees borroses, ha permès dissenyar una estratègia que, pel que sembla, ha evitat una nova depressió mundial.

Amb l'inici de la crisi, la Reserva Federal (Fed) no va dubtar a utilitzar a fons els seus instruments convencionals. Els tipus d'interès oficials es van reduir amb intensitat i rapidesa, al mateix temps que s'ampliaven i es flexibilitzaven els préstecs a les entitats financers. A mesura que es desenvolupava la crisi, però, el banc central es va adonar que havia de posar en marxa mesures no convencionals de política monetària.

El tipus oficial va assolir el límit material del 0% sense que s'observés cap signe de millora econòmica i amb importants riscos deflacionistes, fruit de l'elevat endeutament de les famílies, de la fràgil situació dels bancs i de la paràlisi d'una bona part dels mercats de capitals. Atesa aquesta situació, la Fed va decidir posar en marxa un ampli ventall de noves mesures que han alterat de forma espectacular la dimensió i la composició del seu balanç i que van dirigides, en última instància, a reprendre el flux de crèdit al conjunt de l'economia.

Bernanke ha anomenat aquesta política com a *credit easing* i ha manifestat la seva convicció que era imprescindible crear programes específics per a cada segment del mercat de crèdit que va entrar en dificultats (mercat de paper comercial o de titulitzacions, per exemple). La Fed s'ha adaptat, per tant, a les especials característiques institucionals i funcionals del sistema financer dels Estats Units, que, en les últimes dècades, ha disminuït el seu grau de «bancarització» a favor d'un model desintermediat basat en els mercats de capitals. En aquest model, els demandants i els oferents de fons interaccionen directament o mitjançant el finançament estructurat.

(1) Bernanke, Ben (2000), «Essays on the Great Depression». Princenton University Press, pàgs. viii-ix.

En el disseny del nou arsenal de mesures, la Fed va tenir en compte dues consideracions addicionals. En primer lloc, que aquesta crisi té un abast mundial i que, per tant, ha de coordinar la seva política monetària amb la resta de bancs centrals. I, en segon lloc, que convenia ser proactiu i actuar de manera contundent, valorant que, si s'injectava massa liquiditat, es podria retirar més tard sense gaires dificultats.

La millor comparació de la política monetària no convencional de la Fed és la tècnica de cirurgia cardíaca anomenada *by-pass*, l'objectiu de la qual és remeiar una obstrucció de les artèries que irriguen el cor. La tècnica consisteix en una circumval·lació de les artèries parcialment bloquejades per restaurar el flux sanguini en el sistema circulatori (o, com en aquest cas, el crèdit en el sistema financer).

Els diferents programes posats en marxa per la Fed es poden englobar en quatre grans grups en funció de l'objectiu immediat per al qual han estat dissenyats. Al gràfic adjunt, s'han relacionat amb els mercats de crèdit als quals van dirigits.

El primer grup d'aquestes mesures té com a finalitat la provisió de liquiditat a les institucions financeres. Aquí s'englobarien les línies *swap* amb bancs centrals d'altres països, als quals, atesa la demanda de dòlars per part de les entitats financeres foranes, es proporciona aquesta divisa i s'aconsegueix, així, evitar tensions al mercat de divises. També s'inclouen aquí les facilitats de liquiditat que la Fed va posar a disposició d'entitats de dipòsit i d'altres intermediaris, com els bancs d'inversió, amb condicions d'accessibilitat molt laxes. Fins aquí el canal bancari convencional.

El segon conjunt de mesures té com a objectiu la concessió de préstecs directes a prestataris i inversors finals. Aquest és el cas de la intervenció al mercat de paper comercial, important per al finançament de nombroses empreses financeres i no financeres. La concessió directa de liquiditat als fons d'inversió que inverteixen en aquest tipus de renda fixa va impedir que les vendes massives de pagarés encarissin el finançament a curt termini de les empreses. També és el cas del crucial mercat de titulitzacions (*assetbacked securities*), que, durant uns mesos, va estar pràcticament paralitzat per la falta de demandants i que, gràcies a un programa específic de compra coordinat entre la Fed i el Tresor, ha anat recuperant l'activitat.

El tercer paquet de mesures consisteix en la compra d'actius de qualitat, com el deute públic o els bons emesos o garantits per les agències hipotecàries governamentals (Fannie Mae i Freddie Mac). D'aquesta manera, es persegueix la reducció de les corbes de tipus d'interès del deute públic, s'auxilia el mercat de bons hipotecaris i, en última instància, es permet sostenir el mercat immobiliari mitjançant la reducció dels tipus d'interès de referència utilitzats per a les hipoteques.

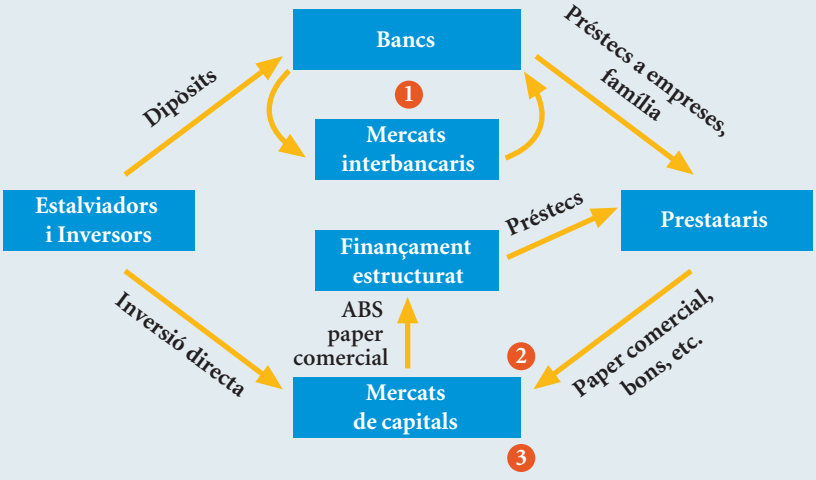
Finalment, la Fed va dissenyar un programa de suport a institucions específiques. Cal destacar el suport atorgat a la primera asseguradora del país, AIG, per un import de 85.000 milions de dòlars i l'ajut concedit a JPMorgan perquè pogués adquirir el banc d'inversió en fallida Bear Stearns. També va facilitar un ajut a Bank of America per a l'adquisició de Merrill Lynch. Aquests programes, amb un impacte obvi sobre la liquiditat del sistema, van més enllà i s'endinsen en el terreny de la solvència i de l'estructura del sistema financer en conjunt.

L'impacte dels diferents programes en l'estabilització del sistema financer ha estat molt important. Entre les conseqüències dels diferents programes posats en marxa per la Fed, cal destacar la normalització del mercat interbancari, reflex d'una millora en les condicions de liquiditat de les entitats financeres. A més a més, els resultats han estat molt positius als diferents mercats de crèdit, amb la represa de les emissions al mercat de paper

comercial i amb la reducció de diferencials. Finalment, la compra d'actius d'alta qualitat ha permès millorar les condicions de tipus d'interès i de disponibilitat del crèdit en el conjunt de l'economia.

Encara és massa aviat per valorar l'èxit final dels diferents programes de la Fed, i hauran de passar uns quants anys per analitzar aquesta política monetària no convencional amb la serenitat que atorga la perspectiva del temps. Fins i tot el mateix Bernanke, com a bon acadèmic, va insistir, al seu discurs del 4 de juny, en la necessitat d'aprofundir en la recerca econòmica amb l'estímul de la crisi actual, iniciada a l'agost del 2007. Però el que sí és segur és que els propers llibres sobre política monetària inclouran un capítol especial sobre el conjunt de mesures utilitzades pel banc central en la crisi actual. El president Bernanke va escriure un llibre històric sobre una gran crisi. Ara està fent història amb els programes que ha posat en marxa des de la Fed per a una altra crisi de magnitud similar a l'anterior.

ÀREES D'IMPACTE DELS PROGRAMES DE LA FED



1 Provisió de liquiditat a les institucions financeres
2 Concessió de préstecs directes a prestataris i inversors últims
3 Compra d'actius d'alta qualitat
4 Suport a institucions específiques

FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

Aquest requadre ha estat elaborat per Alejandro Gisbert
Departament de Mercats Financers, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Activitat econòmica

La recessió perd virulència

La reculada del consum s'alenteix a l'inici del segon trimestre.

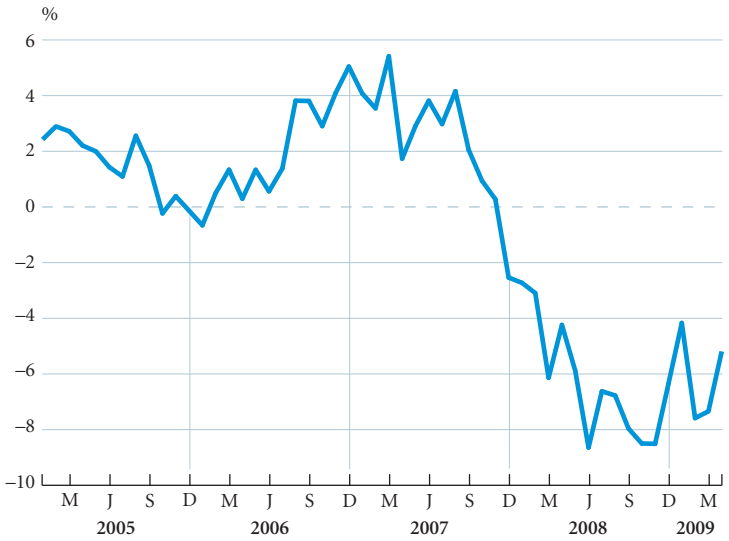
Després de tres trimestres en recessió aguda, els limitats indicadors econòmics disponibles del segon trimestre del 2009 apunten a una continuació de la caiguda de l'activitat econòmica. No obstant això, estimem que s'ha moderat una mica el deteriorament conjuntural, en part a causa de l'efecte dels plans d'estímul econòmic iniciats pel Govern i d'una lleugera millora en el panorama internacional. Així i tot, l'índex de sentiment econòmic del maig va anotar un lleuger empitjorament, propiciat per una desfavorable evolució en la confiança als serveis.

La reculada del consum s'ha alentit, situació coherent amb el repunt de l'índex de confiança dels consumidors al març i a l'abril, tot i que continua en nivells molt baixos. Així, a l'abril, el descens interanual de la producció de béns de consum va ser de l'11,9%, gairebé un punt menys que en el primer trimestre. La contracció de les vendes al detall també es va frenar al començament del segon trimestre. No obstant això, tots els components van registrar davallades interanuals en termes reals.

L'enfonsament més intens va correspondre als béns d'equipament de la llar. Durant el període gener-maig, les vendes d'electrodomèstics de línia blanca van disminuir el 25,8% en relació amb el mateix període de l'any anterior en unitats, segons les dades de l'associació de fabricants Anfel, a causa, en bona part, de la crisi del sector de la construcció.

LLEUGERA MODERACIÓ DE LA CAIGUDA DE LES VENDES AL DETALL

Variació interanual de l'índex general de comerç al detall a preus constants (*)



NOTA: (*) Índex (sense estacions de servei) deflactat i corregit de l'efecte calendari.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El nou pla 2000E d'ajuts directes a la compra d'automòbils frena el fort descens de les vendes.

Pel que fa a les matriculacions d'automòbils, el nou pla 2000E d'ajuts directes a les compres que va entrar en vigor durant la segona meitat de maig va començar a fer efecte i es va frenar el descens de les vendes dels cotxes menys contaminants. D'aquesta manera, les matriculacions de turismes es van reduir el 38,7% en el conjunt del mes en relació amb el maig del 2008, 4 punts menys que la caiguda acumulada en els cinc primers mesos de l'any. Amb l'impuls del nou pla han millorat les expectatives de vendes de turismes en els propers mesos. D'altra banda, al maig també va pujar l'índex d'expectatives del comerç al detall.

D'altra banda, la caiguda de les vendes interiors a les grans empreses es va moderar lleugerament a l'abril en termes interanuals, a causa dels béns, ja que les vendes de serveis van flexionar a la baixa, amb una reducció anual del 15,7%. Al front exterior, les exportacions de les grans empreses també van registrar una lleugera reducció de l'enfonsament, que es va col·locar en el 18,0% interanual a l'abril.

Pel que fa a la inversió, persisteix la tendència descendent, però també hi ha alguns signes esperançadors. Així, la producció de béns d'equipament va caure el 22,7% a l'abril en relació amb dotze mesos abans, però 7,7 punts menys que en el primer trimestre. D'altra banda, la matriculació de vehicles industrials, molt afectada per la crisi del transport, va baixar el 53,4% al maig en relació amb un any abans.

La construcció d'habitatges es continua ajustant a la crisi immobiliària.

L'altre gran component de la inversió, la construcció, es continua ajustant a la crisi immobiliària. El Ministeri d'Habitatge va publicar cap a la meitat de juny un informe que situava en 613.512 els habitatges lliures nous acabats sense vendre al final del 2008. I les compravendes continuen deprimides. En aquest context, un indica-

INDICADORS DE DEMANDA

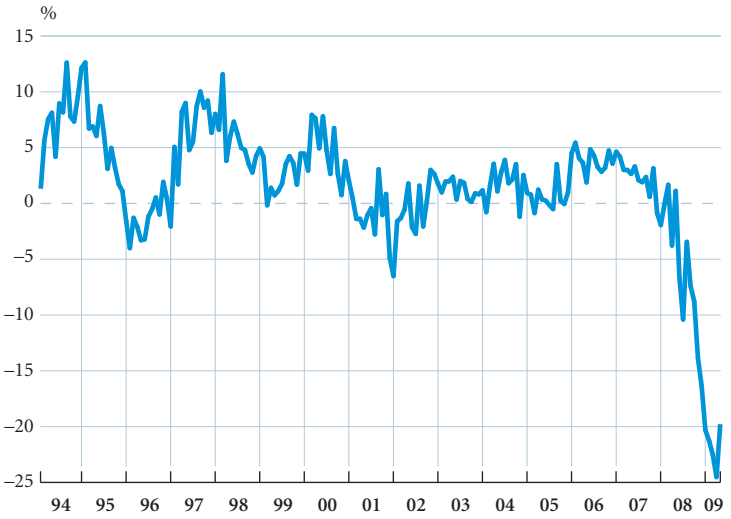
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
Consum								
Producció de béns de consum (*)	1,7	–4,7	–4,4	–4,5	–10,3	–12,8	–11,9	...
Importació de béns de consum (**)	5,1	–7,7	–6,9	–4,1	–17,2	–9,4	...	...
Matriculacions d'automòbils	–1,2	–28,1	–19,6	–32,5	–46,6	–43,1	–45,6	–38,7
Crèdit al consum de béns duradors	10,0	3,6	7,1	3,4	–4,2	–12,0	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–13,3	–33,6	–31,3	–38,3	–44,7	–45,0	–39,0	...
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	4,6	–8,8	–6,1	–8,0	–20,8	–30,4	–22,7	...
Importació de béns d'equipament (**)	9,8	–19,6	–16,4	–15,9	–28,8	–31,3	...	...
Matriculació de vehicles industrials	0,3	–43,6	–34,1	–50,1	–61,3	–52,4	–58,5	–53,4
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	7,3	–4,9	0,2	–4,1	–19,0	–26,0	...	...
Exportacions	4,2	1,9	6,6	7,8	–8,4	–17,9	...	...

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(**) En volum.
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

L'ENFONSAMENT DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL ES FRENA LLEUGERAMENT

Variació interanual de l'índex de producció industrial



NOTA: Sèrie corregida de diferències de calendari.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

dor avançat com els visats d'obra nova d'habitatge va registrar, en el primer trimestre, una reducció interanual del 64,1%. No obstant això, al maig, el consum de ciment va moderar la caiguda amb l'ajuda del pla d'obres públiques municipals impulsat pel Govern. Així i tot, la licitació oficial va fluixejar en el primer trimestre del 2009. No obstant això, al maig, l'indicador de confiança a la construcció va assolir la millor cota dels sis últims mesos.

Pel costat de l'oferta, es constata la duresa de la crisi industrial, afectada per una intensa contracció de la demanda, tant interior com exterior, a la qual s'afegeixen factors estructurals de pèrdua de competitivitat acumulada en els últims anys. D'aquesta manera, la producció industrial va continuar registrant forts descensos, per bé que, a l'abril, es va reduir el ritme de l'enfonsament. Les caigudes més importants van ser anotades pels béns de consum durador i pels intermedis. La reculada del 30,6% de les entrades de comandes a la indústria en el primer quadrimestre en relació amb el mateix període del 2008 presagia la persistència de la feblesa industrial en els propers mesos. Així i tot, a l'abril i al maig, la confiança al sector secundari va repuntar lleugerament en relació amb el mínim del març.

La contracció de la demanda i la pèrdua de competitivitat acumulada llasten el sector industrial.

Pel que fa al sector serveis, la xifra de negocis corregida de l'efecte calendari va baixar el 17,3% a l'abril en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No obstant això, aquest descens va ser lleugerament inferior al registrat en el primer quadrimestre. Tots els subsectors van anotar caigudes interanuals. Els descensos menys importants van correspondre a les tecnologies de la informació i els més importants, al comerç.

En aquest entorn, el Govern va revisar a la baixa les previsions macroeconòmiques per al 2009-2012 i va projectar una caiguda del producte interior brut (PIB) del 3,6% el 2009 i del 0,3% el 2010. No obstant això, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) va anunciar la revisió a la baixa

El sector terciari també recula.

El Govern revisa les previsions de creixement a la baixa, però l'OCDE és més pessimista i projecta una caiguda del PIB del 4,2% el 2009.

de les previsions de creixement per a l'economia espanyola i les va situar en un descens del 4,2% el 2009 i del 0,9% el 2010.

D'altra banda, cap a la meitat de juny, es va aprovar un pla d'ajuda per a la renovació del parc d'autobusos. A més a més, aprofitant la transposició de la corresponent directiva comunitària, el Govern va impulsar la reforma estructural del sector serveis. El projecte de llei aprovat pel Govern pretén esperonar la competència al sector, eliminant rigideses burocràtiques i liberalitzant diverses activitats, i s'estima un impacte positiu en el PIB de l'1,2% i un increment de l'ocupació que es podria situar entre 150.000 i 200.000 nous llocs de treball.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	5,2	1,0	3,9	0,7	–5,1	–8,9	–11,0	–8,2
Índex de producció industrial (2)	2,0	–7,3	–5,4	–6,3	–16,6	–22,7	–19,7	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–0,3	–18,0	–13,7	–18,7	–32,7	–36,7	–36,0	–35,0
Utilització capacitat productiva (4)	81,3	79,5	80,3	79,3	76,9	68,8	–	69,5
Importació béns interm. no energ. (5)	8,0	–0,7	6,9	–2,1	–18,2	–32,9	...	...
Construcció								
Consum de ciment	0,2	–23,5	–19,6	–25,2	–37,2	–44,7	–45,2	–39,1
Indicador de confiança en la construcció (3)	9,3	–22,6	–17,3	–23,7	–34,7	–36,7	–40,0	–31,0
Habitatges (visats obra nova)	–24,7	–59,4	–56,0	–62,4	–60,2	–64,1	...	...
Licitació oficial	–15,0	3,0	–29,9	6,4	12,4	–5,7	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	2,3	–6,3	–6,3	–7,1	–7,7	–6,3	–5,2	...
Turistes estrangers	1,1	–2,4	1,3	–5,1	–9,0	–16,3	–1,7	...
Ingressos turisme	3,3	–0,4	1,3	0,2	–8,0	–17,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–3,7	–7,7	–3,5	–1,7	–23,0	–34,1	–43,1	...
Tràfic aeri passatgers	9,0	–3,1	–0,6	–4,9	–12,7	–18,2	–5,0	–11,9
Consum de gasoil automoció	4,9	–3,8	–2,8	–3,7	–9,6	...	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.
(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.
(5) En volum.
(6) Índex (sense estacions de servei) deflactat i corregit de l'efecte calendari.
FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

Mercat de treball

S'alenteix el deteriorament del mercat de treball

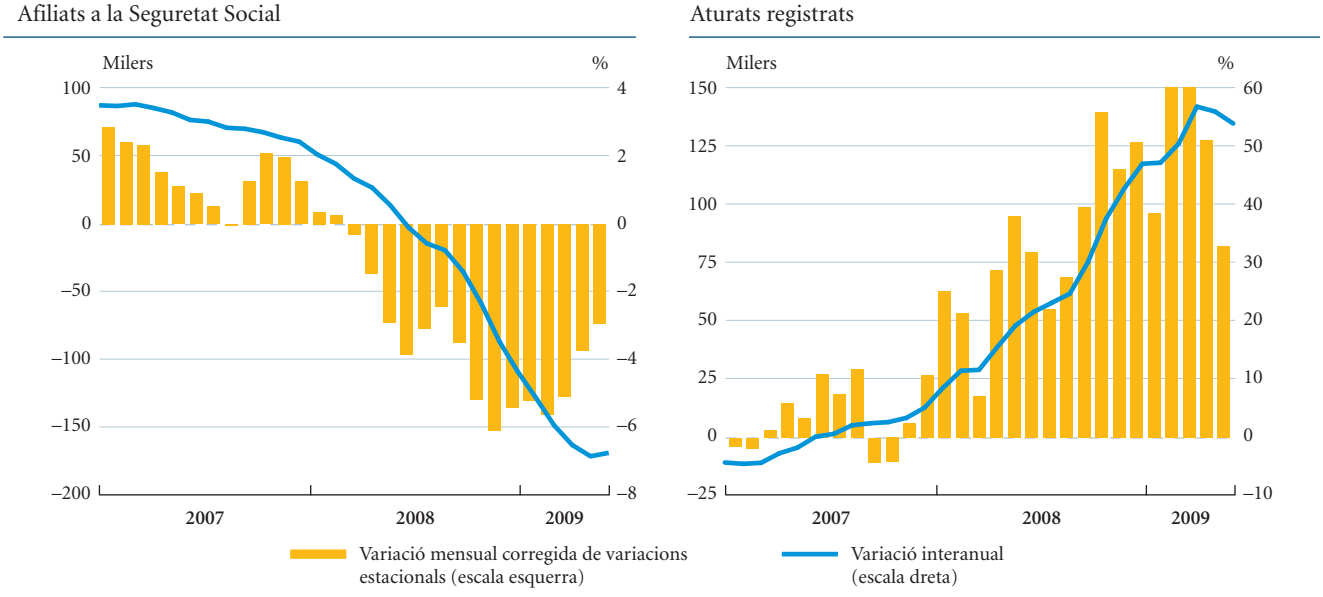
La destrucció d'ocupació es va desaccelerar al maig, ja que els afiliats a la Seguretat Social en alta laboral van disminuir en 72.930 en termes desestacionalitzats (un augment de 69.307 en dades brutes), descens inferior a l'anotat en els mesos anteriors. Així mateix, el creixement de l'atur registrat corregit per variacions estacionals es va desaccelerar al maig, amb un increment de 82.340 (una davallada de 24.741 en dades brutes).

Així, per segon mes consecutiu, les xifres van mostrar un alentiment tant en el procés de destrucció d'ocupació com en l'escalada de l'atur, situació que suggereix, en part, l'inici d'una fase de menor deteriorament al mercat laboral. En aquesta evolució ha incidit el pla d'obres públiques impulsat pel Govern. El fet que el sector de la construcció hagi estat el que ha notat més el descens de l'atur evidencia que les mesures del Pla E han donat resultat. No obstant això, és possible que l'atur pugi de nou quan cessin aquests ajuts.

Les dades d'afiliació a la Seguretat Social mostren que, en els dotze últims mesos fins al maig, la caiguda de l'ocupació va ser substancialment superior entre els estrangers, amb una reculada interanual del 10,6%, enfront del 6,2% dels espanyols. Els procedents de la Unió Europea van baixar el 7,9% i els extracomunitaris van caure l'11,7%. Pel que fa al tipus de contractació, l'augment d'afiliats en termes bruts es va centrar exclusivament en els contractes temporals, ja que els indefinits van continuar caient. El teixit productiu

El nombre d'afiliats cau el 6,7% interanual.

EL DECLIVI DEL MERCAT DE TREBALL ES MODERA



FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials, INEM i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Maig
Afiliats a la Seguretat Social (1)								
Sectors d'activitat								
Indústria	*2,4*	*–2,1*	*–1,1*	*–2,6*	*–5,6*	*–9,3*	*–10,1*	*–10,2*
Construcció	*3,6*	*–10,3*	*–7,0*	*–12,4*	*–19,6*	*–25,3*	*–22,6*	*–21,4*
Serveis	*3,4*	*1,5*	*2,2*	*1,4*	*–0,4*	*–2,3*	*–3,8*	*–4,0*
Situació professional								
Assalariats	*3,1*	*–0,7*	*0,3*	*–1,1*	*–3,7*	*–6,3*	*–7,3*	*–7,1*
No assalariats	*2,8*	*0,4*	*1,3*	*–0,1*	*–1,9*	*–3,9*	*–4,9*	*–5,0*
Total	**3,0**	**–0,5**	**0,5**	**–0,9**	**–3,4**	**–5,8**	**–6,8**	**–6,7**
Població ocupada (2)	**3,1**	**–0,5**	**0,3**	**–0,8**	**–3,0**	**–6,4**	–	–
Llocs de treball (3)	**2,9**	**–0,6**	**0,1**	**–0,9**	**–3,1**	**–6,0**	–	–
Contractes registrats (4)								
Indefinits	2,0	–14,3	–5,6	–13,8	–26,0	–35,4	–41,1	–33,7
Temporals	0,3	–10,4	–7,4	–9,4	–17,9	–23,9	–27,6	–18,0
Total	**0,5**	**–10,9**	**–7,2**	**–9,9**	**–18,9**	**–25,4**	**–29,3**	**–19,8**

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) A l'INEM.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

La caiguda de l'ocupació és més intensa a les pimes que a les empreses grans.

espanyol, basat en gran part en la construcció, el turisme i l'agricultura, propicia que els contractes temporals juguin un paper tan important en la creació i en la destrucció d'ocupació.

D'altra banda, segons l'Enquesta de Conjuntura Laboral del primer trimestre del 2009, la destrucció d'ocupació va ser més intensa a la petita i mitjana empresa (centres amb menys de 250 treballadors), amb una caiguda interanual del nombre d'efectius laborals del 10,4%. A la gran empresa, el descens es va situar en el 4,5%.

Els costos laborals continuen creixent, tot i que a un ritme menor

En el primer trimestre del 2009, els costos laborals van augmentar el 3,9% interanual, per sota del 5,8% anotat en el trimestre anterior. El descens de la inflació es trasllada als costos laborals. Així, la desacceleració és deguda, principalment, al component salarial, que es va incrementar el 2,8% interanual, ja que moltes revisions salarials estan indexades a la inflació. El cost no salarial, en incloure les indemnitzacions per acomiadament, va esmorteir la caiguda del cost laboral. Si es frena el deteriorament del mercat de treball en el segon trimestre del 2009, els costos no salarials haurien d'experimentar un alentiment.

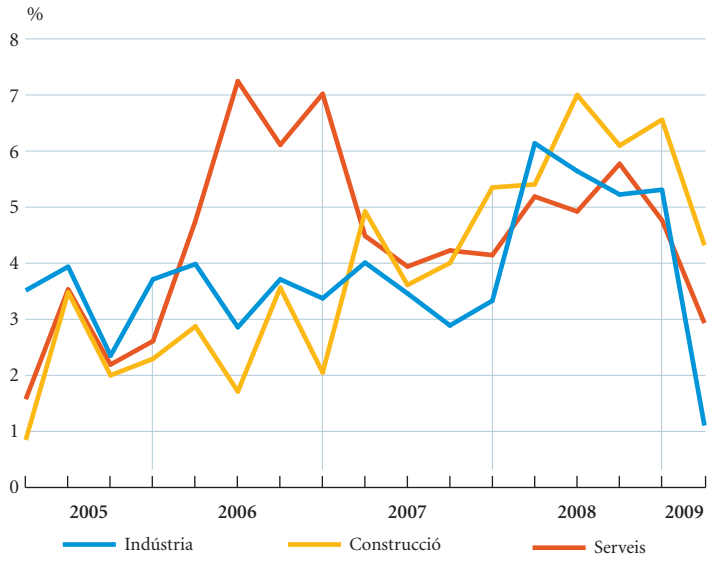
Per sectors econòmics, la construcció presenta l'increment més intens del cost laboral total, en especial pel creixement dels salaris i pels costos dels acomiadaments i de les indemnitzacions per final de contracte. En canvi, la indústria experimenta el crei-

xement menys intens del cost salarial total, per la disminució dels pagaments extraordinaris i endarrerits i per l'augment dels expedients de regulació d'ocupació.

El descens de la inflació es trasllada als costos salarials.

LA INDÚSTRIA LIDERA LA DESACCELERACIÓ DELS COSTOS SALARIALS

Variació interanual del cost salarial ordinari per treballador



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2007	2008	2008			2009
			II	III	IV	I
Increment pactat en convenis (*)	**3,1**	**3,6**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**2,7**
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	**3,7**	**5,3**	**5,4**	**5,3**	**5,2**	**4,0**
Enquesta trimestral de cost laboral						
Costos salarials						
Total	4,0	5,4	5,4	5,8	5,1	2,8
Indústria	*3,4*	*5,6*	*5,6*	*5,2*	*5,3*	*1,1*
Construcció	*4,5*	*6,3*	*7,0*	*6,1*	*6,6*	*4,3*
Serveis	*4,2*	*5,1*	*4,9*	*5,8*	*4,8*	*2,9*
Guanys mitjans per hora treballada	4,6	5,1	2,3	6,3	3,0	2,5
Altres costos laborals	4,1	4,5	4,4	3,9	6,0	6,8
Jornada laboral (***)	–0,5	0,2	3,0	–0,6	2,1	0,4
Jornals agraris	**3,1**	**5,1**	**5,2**	**6,1**	**4,5**	**3,2**
Cost laboral a la construcció	**2,4**	**5,7**	**6,4**	**7,6**	**7,9**	**7,5**

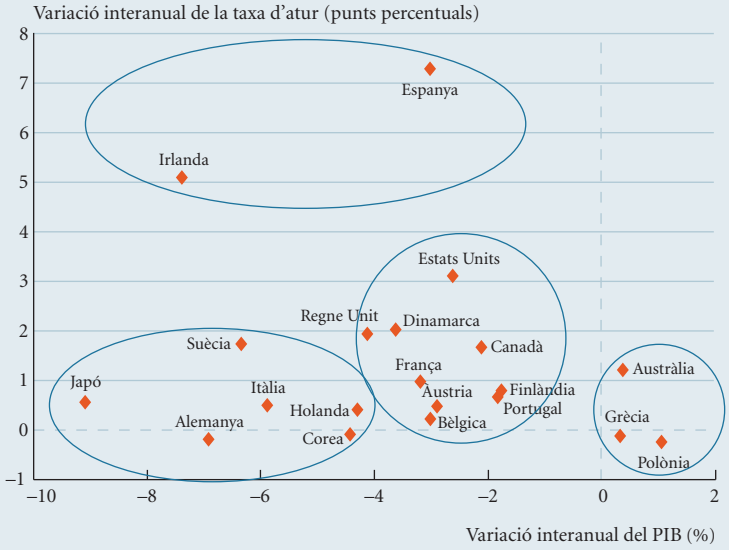
NOTES: (*) No inclou clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.
(**) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(***) Hores efectives per treballador i mes.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

La recessió i el mercat de treball: perspectiva comparada entre països

La crisi financera mundial originada en les «hipoteques escombraries» dels Estats Units l'estiu del 2007 s'ha propagat a l'economia real i això ha generat una recessió al mercat de treball. No obstant això, la destrucció d'ocupació ha estat molt dispar entre les diferents economies. Vegem com i per què.

El gràfic següent agrupa la major part dels principals països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) en funció de la intensitat de la desacceleració econòmica i de l'escalada de la taxa d'atur en l'últim any. Cal indicar que és possible que els països es trobin en diferents fases del cicle econòmic i que, per tant, la comparació estigui una mica distorsionada, de manera que cal interpretar el gràfic amb una certa cautela.

NOTABLE CONTRAST ENTRE PAÏSOS EN LA CAPACITAT DE PROTEGIR-SE CONTRA L'ATUR



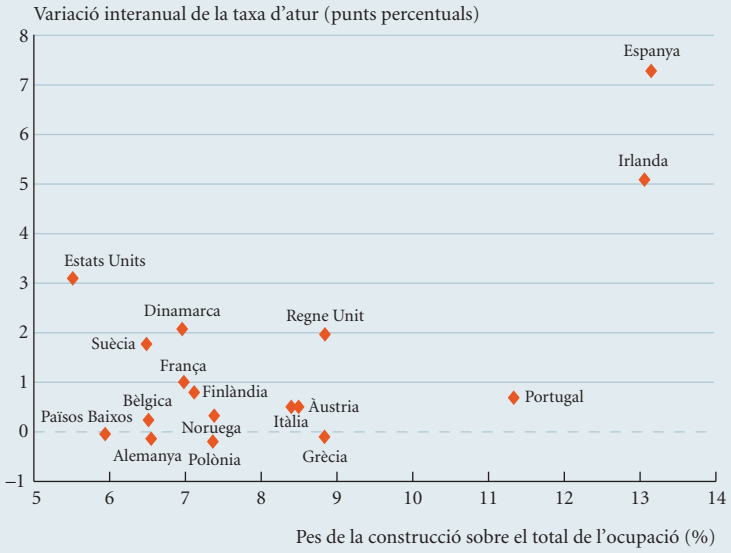
NOTES: Dades del primer trimestre del 2009. A Dinamarca, Portugal i Finlàndia, la variació interanual del PIB correspon al quart trimestre del 2008. A Itàlia i Grècia, la variació interanual de la taxa d'atur correspon al quart trimestre del 2008.
FONTS: OCDE i elaboració pròpia.

Grosso modo, es podrien distingir quatre grups. El primer el formen Grècia, Polònia i Austràlia, que, ara com ara, no han experimentat caigudes del producte interior brut (PIB). El segon grup, integrat per Àustria, França, Finlàndia, Portugal, Canadà, Estats Units, Regne Unit i Bèlgica, es caracteritza per una desacceleració important de l'activitat i per una pujada de l'atur relativament suau. El tercer està compost per les economies que han patit les caigudes més fortes del PIB, però que no presenten un augment important de l'atur (Holanda, Itàlia, Alemanya, Suècia, Corea i Japó). Finalment, Espanya i Irlanda són els casos més extrems, ja que es caracteritzen per un descens significatiu del PIB i per un notable deteriorament del mercat de treball. Tot i que hi ha la possibilitat que, en alguns d'aquests països, la transmissió de la recessió econòmica al mercat de treball es doni més tard, les perspectives per al 2009 mantenen el mateix patró.

La resposta heterogènia del mercat de treball a la crisi és, per tant, evident. Alguns dels factors que l'expliquen són les diferències en el pes del sector de la construcció i la importància de la bombolla immobiliària, la naturalesa de la regulació administrativa de l'ocupació i la capacitat d'adaptació del mercat laboral als alts i baixos de l'economia real.

Observem, en primer lloc, la variabilitat en la contribució del sector de la construcció sobre el total de l'ocupació. S'espera un comportament pitjor del mercat de treball als països que combinen més volum relatiu de treballadors a la construcció amb una bombolla immobiliària. El gràfic següent mostra, efectivament, una associació positiva entre la importància relativa de l'ocupació a la construcció i l'increment de la taxa d'atur, circumstància especialment destacable a Espanya i a Irlanda. Els dos països, segons les dades del Banc Internacional de Pagaments, també van experimentar increments molt intensos en els preus dels immobles des de l'any 2000 fins a l'inici de la recessió econòmica (del 86% i del 63%, respectivament).

EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓ PESA A ESPANYA I A IRLANDA



NOTES: Dades de l'atur del primer trimestre del 2009. A Itàlia, Noruega i Grècia, la variació interanual de la taxa d'atur correspon al quart trimestre del 2008. El pes de la construcció es calcula per a l'últim trimestre del 2007.
FONTS: Eurostat, Bureau of Labor Statistics (BLS) i elaboració pròpia.

El pes de la construcció sobre l'ocupació total és menor als Estats Units, Dinamarca, el Regne Unit i Suècia, perquè les seves economies estan més diversificades. No obstant això, l'augment de l'atur no és menyspreable, i, probablement, la bombolla immobiliària ha tingut un paper important en aquestes economies (en totes els preus van créixer per damunt del 60%). A la resta de països, llevat de França i de Bèlgica, els increments de preus dels immobles van ser més moderats. En aquestes dues economies, però, el rol de l'ocupació de la construcció sobre el volum total de la força laboral és menor, fet que explicaria el lleuger impacte en l'atur.

Un segon element que genera variabilitat en el comportament de l'atur són les diferències en la regulació administrativa de les relacions laborals. Cal destacar, especialment, el fet que alguns governs faciliten que les empreses amb dificultats redueixin la jornada i el salari dels seus treballadors i compensen la pèrdua salarial dels treballadors amb pagaments del sector públic. D'aquesta manera, s'eviten els acomiadaments als sectors afectats per la crisi.

El cas més destacat és el sistema alemany de reducció de jornada amb suport de l'Estat (*Kurzarbeit*). En el mes de març, 1.246.618 treballadors es trobaven en aquesta situació, enfront de les 3.398.000 persones aturades. Si no existís aquest mecanisme, el total d'aturats probablement seria molt superior a Alemanya. Altres països, com

Bèlgica, França, Àustria, Itàlia i Holanda, també disposen de programes similars a l'alemany. Per tant, els països amb plans generosos d'aquest tipus aconsegueixen atenuar, si més no en termes de comptabilitat i de manera transitòria, l'estat de crisi del món laboral. En el cas espanyol, aquest pla seria equiparable als anomenats expedients de regulació d'ocupació amb suspensió o reducció de jornada. Aquest programa té menys envergadura, ja que, en el mes de març, afectava 49.220 treballadors, xifra relativament insignificant en comparació amb els quatre milions d'aturats.

Pel que fa a aquests instruments d'atur parcial, el Banc Central Europeu reconeix que poden ser eficients per protegir el capital humà de les empreses en fases recessives de curta durada. No obstant això, els desaconsella quan es tracta de fases llargues, ja que poden reduir els incentius de les empreses i dels treballadors a l'hora de reconvertir-se i invertir.

D'altra banda, la regulació administrativa pot afectar l'agilitat del mercat laboral a l'hora d'adaptar-se als canvis de l'economia. El sistema de formació professional, les institucions laborals i la determinació dels salaris influeixen sobre aquesta capacitat d'ajustament.

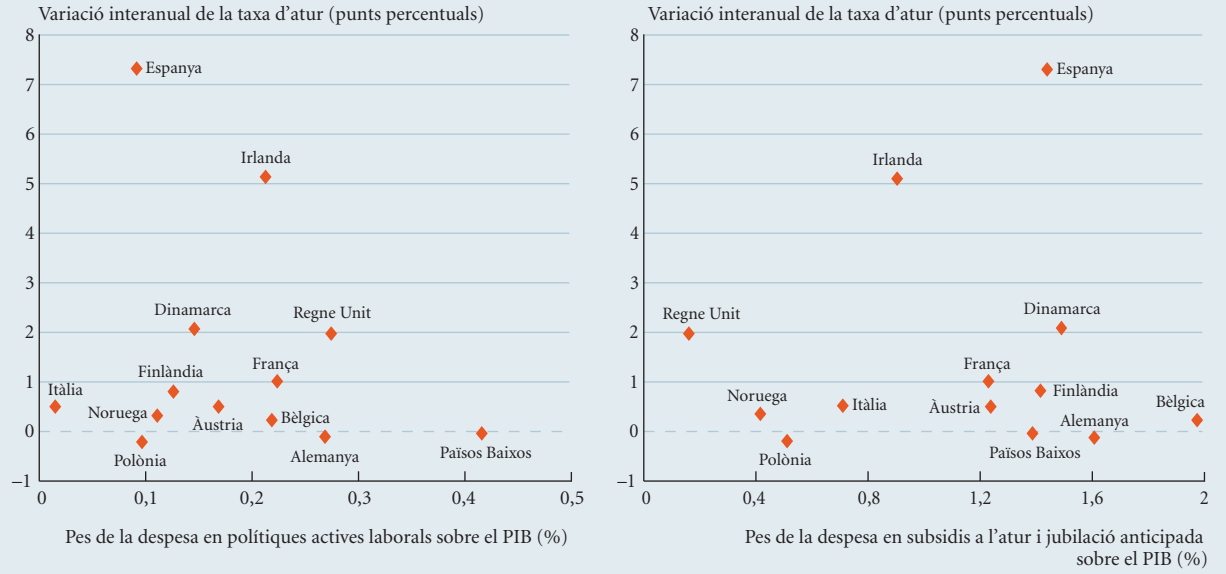
Pel que fa al nivell de formació, els estudis mostren que les transicions a l'atur dins un país són superiors entre la població amb un nivell baix d'educació (vegeu, per exemple, l'Observatori Laboral de la Crisi del passat mes d'abril, publicat per FEDEA, per al cas espanyol). En aquest context, sembla raonable que aquesta associació persisteixi a un nivell més agregat. Així, és probable que les economies basades en llocs de treball de baixa qualificació o amb un abandonament escolar elevat tinguin més riscos d'experimentar un increment important del nombre d'aturats. A Espanya, aquest factor podria haver contribuït a l'escalada de l'atur. Per exemple, el 2008, Espanya liderava el rànquing en ocupacions elementals (o de baixa qualificació) de la EU-15 (14,4%), cinc punts per damunt d'Alemanya i França. També encapçalava les llistes d'abandonament escolar, només per sota de Portugal.

D'altra banda, la formació rebuda al llarg de la vida facilita que els treballadors, en especial els més grans, estiguin més ben preparats per afrontar canvis i mostrin una major mobilitat. En aquest camp, les diferències entre països també són destacables. Per exemple, mentre a Suècia el 62% dels treballadors de 55 a 64 anys van rebre formació el 2007, la ràtio espanyola es va situar en el 14%.

Pel que fa al paper de les institucions laborals, el seu efecte sobre la dinàmica conjuntural de l'atur no és clar. Tot i que, per regla general, se sosté que les anomenades polítiques actives de mercat (formació, incentius per crear negocis, etc.) són més efectives a l'hora de prevenir l'atur que els subsidis a l'atur i la jubilació anticipada, l'evidència empírica és complexa. A tall d'exemple, tal com ho mostra el gràfic adjunt, l'increment de l'atur és generalment inferior als països que gasten més en polítiques actives laborals. D'altra banda, existeix una correlació positiva, tot i que feble, entre la despesa en subsidis i l'augment de l'atur.

Finalment, és lògic que els països amb més rigideses en la determinació salarial experimentin pujades de l'atur més intenses en èpoques de crisi. Això és així perquè, si les empreses no es poden ajustar a la feblesa de la demanda per la via de la moderació salarial, ho faran mitjançant els acomiadaments. Això suggereix que, en l'últim any, hauríem d'observar increments salarials superiors en les economies on l'atur ha crescut relativament més. No obstant això, les dades disponibles fins ara tampoc no permeten acreditar de forma clara l'esperada correlació positiva entre increments salarials i augments de l'atur.

CORRELACIÓ DUBTOSA ENTRE LES POLÍTIQUES ACTIVES I PASSIVES DEL MERCAT LABORAL I L'EVOLUCIÓ DE L'ATUR



NOTES: Dades de l'atur del primer trimestre del 2009. A Itàlia i Noruega, la variació interanual de la taxa d'atur correspon al quart trimestre del 2008. Despesa en polítiques actives del mercat el 2007.
FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

En definitiva, la velocitat en l'augment de l'atur varia considerablement entre països i no es correspon necessàriament amb la intensitat de la desacceleració de la seva activitat econòmica. L'estructura sectorial, les regulacions administratives i les polítiques laborals actives i passives, entre d'altres factors, influeixen més o menys en l'evolució del mercat de treball.

Aquest requadre ha estat elaborat per Maria Gutiérrez-Domènech
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Preus

Tercer mes consecutiu de caiguda interanual de l'IPC

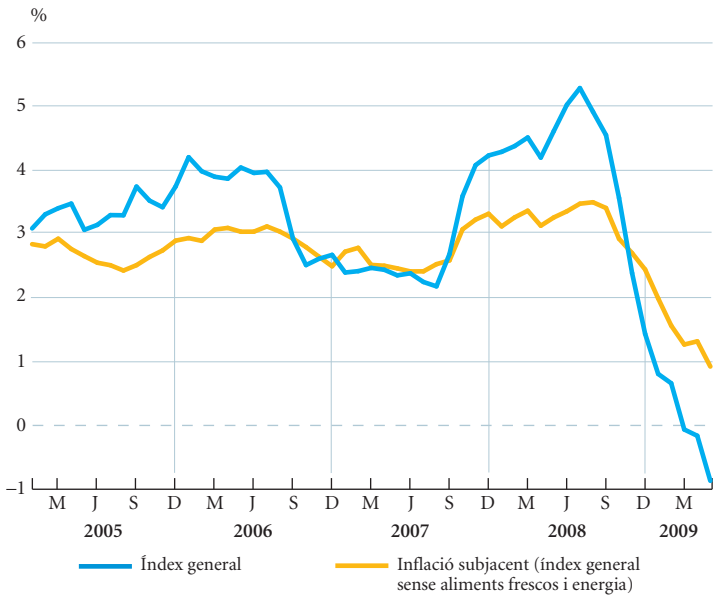
Descens històric dels preus de consum.

En el mes de maig, els preus de consum van prosseguir el gir a la baixa iniciat a l'agost del 2008 en revertir-se l'escalada dels preus de les primeres matèries i, sobretot, del petroli. D'aquesta manera, cap al final de la primavera, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va resultar negativa per tercer mes consecutiu i va registrar un descens del 0,9% en relació amb el maig del 2008, el més intens de les últimes dècades. Aquesta caiguda interanual va ser superior a l'esperada i reflecteix les pressions desinflacionistes derivades de la forta contracció del consum. En efecte, per competir en aquest entorn, moltes empreses s'han vist obligades a fer descomptes en els preus o a moderar-los notablement.

El nivell general dels preus va disminuir lleugerament al maig, i la taxa de variació interanual de l'IPC va baixar 7 dècimes en relació amb el mes anterior. Aquesta reducció va ser deguda en la seva major part, 4 dècimes, als carburants i combustibles, ja que, al maig, els seus preus van pujar menys que en el mateix mes del 2008 i la seva taxa de variació interanual va ser negativa del 22,8%, la cota més baixa de les últimes dècades. Els aliments no elaborats també van contribuir al descens dels preus, per bé que molt menys, gràcies a la moderació del preu del pollastre i de la fruita fresca.

LA INFLACIÓ SUBJACENT, PER SOTA DE L'1%

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Però el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els productes energètics i els aliments no elaborats, va aportar 3 dècimes a la caiguda de la inflació interanual al maig. La inflació subjacent va baixar fins al 0,9%, 4 dècimes menys que a l'abril, i va marcar la cota més baixa de les últimes dècades, situació que evidencia les pressions desinflacionistes que pateix l'economia en la recessió més important dels últims temps.

La inflació subjacent també marca la cota més baixa de les últimes dècades i reflecteix les pressions desinflacionistes provinents de la contracció del consum.

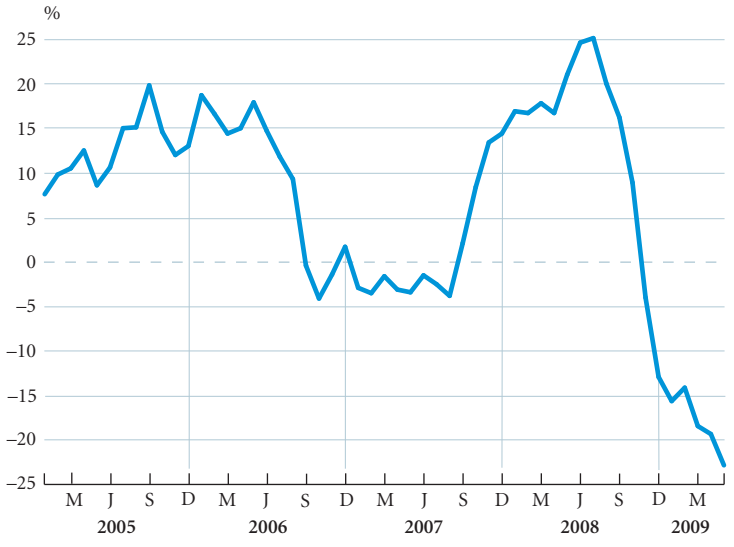
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2008			2009		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2008	% variació anual
Gener	–0,6	–0,6	4,3	–1,2	–1,2	0,8
Febrer	0,2	–0,5	4,4	0,0	–1,2	0,7
Març	0,9	0,4	4,5	0,2	–1,1	–0,1
Abril	1,1	1,5	4,2	1,0	–0,1	–0,2
Maig	0,7	2,2	4,6	0,0	–0,1	–0,9
Juny	0,6	2,8	5,0			
Juliol	–0,5	2,3	5,3			
Agost	–0,2	2,1	4,9			
Setembre	0,0	2,0	4,5			
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Novembre	–0,4	2,0	2,4			
Desembre	–0,5	1,4	1,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES EMPENYEN LA INFLACIÓ A LA BAIXA AL MAIG

Variació interanual del preu dels carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Els preus dels aliments disminueixen en els dotze últims mesos.

Pel que fa a la inflació subjacent, els preus dels aliments elaborats es van col·locar en el mateix nivell que dotze mesos enrere i van aportar una dècima a la reducció de la inflació interanual. Cal destacar la caiguda interanual del preu de la llet, del 8,8%, 2,3 punts més que en el mes precedent. Per la seva banda, els preus dels béns industrials sense productes energètics van intensificar el descens fins al 0,8%, a causa de la forta competència als mercats internacionals. Els serveis també van patir la contracció de la demanda, i, malgrat quedar més arrecerats de la competència exterior, la seva taxa de variació interanual va disminuir mig punt fins al 2,6%, el nivell més baix de les últimes dècades.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro assoleix un nou rècord negatiu del 0,9%.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea també va registrar una davallada interanual del 0,9%. D'aquesta manera, el diferencial negatiu amb la zona de l'euro es va ampliar fins als 0,9 punts percentuals, nou rècord. Això és atribuïble, en part, a una major ponderació dels productes energètics i dels ali-

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Maig

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,5	0,2	–0,5	1,2	–2,0	6,7	–0,8
Begudes alcohòliques i tabac	115,6	0,1	0,0	3,5	3,5	4,1	3,9
Vestit i calçat	106,2	1,3	1,6	–0,4	–2,4	0,8	–1,5
Habitatge	111,0	0,7	–0,1	4,4	–0,6	6,6	0,8
Parament	107,2	0,5	0,3	1,6	0,6	2,5	1,6
Medicina	97,3	–0,6	–2,1	–0,4	–1,5	0,4	–0,9
Transport	100,9	2,5	0,8	5,3	1,4	8,4	–9,1
Comunicacions	99,5	0,0	–0,2	0,3	–0,1	0,1	–0,7
Oci i cultura	98,6	0,1	–1,5	–0,9	–1,2	–0,6	0,0
Ensenyament	111,7	0,0	0,0	0,3	0,2	3,9	3,9
Hotels, cafès i restaurants	111,7	0,2	–0,1	3,1	1,1	4,8	2,1
Altres	109,4	0,1	0,0	2,6	1,7	3,2	2,7
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	110,3	0,2	–0,4	2,3	–0,7	7,5	0,0
Aliments sense elaboració	107,3	0,1	–0,5	–0,4	–2,6	4,1	–0,6
Conjunt no alimentari	105,9	0,8	0,1	2,4	0,2	4,0	–1,1
Béns industrials	101,8	1,4	0,4	2,5	–0,7	4,2	–4,6
Productes energètics	*100,4*	*4,3*	*0,9*	*10,1*	*0,6*	*16,5*	*–15,3*
Carburants i combustibles	*94,5*	*5,7*	*1,2*	*12,4*	*–0,4*	*21,0*	*–22,8*
Béns industrials sense productes energètics	*102,0*	*0,3*	*0,3*	*0,0*	*–1,2*	*0,2*	*–0,8*
Serveis	110,2	0,2	–0,3	2,3	1,1	3,8	2,6
Inflació subjacent (**)	107,3	0,3	–0,1	1,5	0,0	3,3	0,9
ÍNDEX GENERAL	**106,8**	**0,7**	**0,0**	**2,2**	**–0,1**	**4,6**	**–0,9**

NOTES: (*) Base 2006 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ments en l'índex espanyol, però el diferencial en termes d'inflació subjacent també va ser negatiu.

De l'anàlisi efectuada es desprèn que la taxa d'inflació ha estat negativa, sobretot, per l'evolució dels preus de les primeres matèries en l'últim període. Atès que aquests preus van assolir un màxim al juliol del 2008, les previsions apunten a noves caigudes de la inflació en els propers mesos. No obstant això, a partir de la meitat de l'estiu, és probable que es produeixi un repunt de la inflació, la qual podria acabar l'exercici en terreny positiu.

Els preus industrials anoten la caiguda més intensa de les últimes dècades

A l'abril, va prosseguir la tendència a la desinflació dels preus a l'engròs. La taxa de variació interanual dels preus industrials va ser negativa del 3,4% i va marcar la cota més baixa de les últimes dècades. Aquesta caiguda reflecteix l'enfonsament dels preus de les primeres matèries en l'últim any, malgrat el repunt experimentat en els últims mesos, i també la feblesa de la demanda. Tots els principals components dels preus industrials van evolucionar a la baixa. En aquest sentit, cal destacar les disminucions interanuals de l'energia i dels béns intermedis.

El descens anual dels preus d'importació es va situar en el 7,4%. Tots els components, llevat dels béns de capital, es van moderar, en un entorn de forta competència als mercats internacionals. La taxa de variació dels béns d'equipament, influïda per la depreciació de l'euro en els dotze últims mesos, va pujar una dècima fins al 3,2%.

Perspectives de caigudes més grans dels preus en els propers mesos, però d'un repunt a partir de la meitat de l'estiu.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis (**)	
2008											
Abril	7,8	6,6	5,1	2,5	5,8	13,3	6,9	0,6	–0,4	2,3	–
Maig	16,3	7,4	5,1	2,3	5,9	17,4	9,2	0,7	–0,1	2,5	3,1
Juny	9,2	8,4	5,2	2,3	6,2	21,1	10,4	1,1	–0,2	2,6	–
Juliol	12,6	10,2	5,1	2,5	7,3	27,4	10,4	0,5	–0,2	3,7	–
Agost	6,0	9,2	4,8	2,5	7,6	23,2	9,6	1,3	0,3	5,0	3,4
Setembre	–0,8	8,3	4,1	2,4	7,1	19,9	8,5	1,9	0,6	5,9	–
Octubre	–7,6	6,1	2,8	2,4	5,3	14,9	5,2	3,2	1,3	5,1	–
Novembre	–10,5	2,9	2,2	2,3	2,9	4,3	0,9	4,3	1,9	5,0	2,5
Desembre	–10,3	0,4	1,6	2,3	1,0	–3,4	–3,9	2,6	1,6	2,0	–
2009											
Gener	–7,2	–0,5	0,9	1,9	–1,6	–2,2	–4,9	2,8	2,0	0,4	–
Febrer	–5,4	–1,1	0,4	1,5	–3,2	–1,9	–5,6	3,1	2,6	–1,2	1,3
Març	–7,1	–2,5	–0,4	1,3	–4,4	–4,9	–6,9	2,7	3,1	–2,7	–
Abril	...	–3,4	–0,8	1,2	–5,5	–6,7	–7,4	2,4	3,2	–3,6	–

NOTES: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(**) Excepte energia.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

Sector exterior

El dèficit de la balança per compte corrent es redueix al març fins al 8,8% del PIB.

El dèficit de la balança per compte corrent es continua reduint

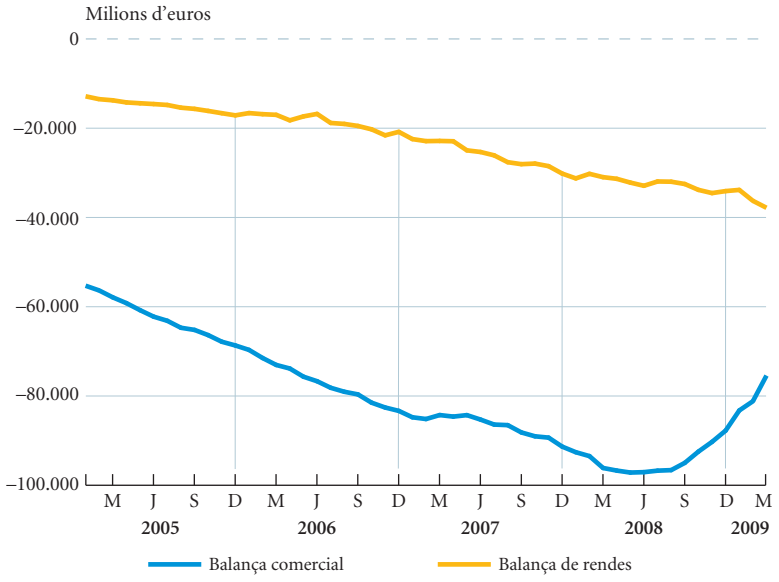
Les exportacions espanyoles, com les de la major part de les economies desenvolupades, han patit una important contracció durant els últims mesos. No obstant això, la major caiguda de les importacions en el primer trimestre de l'any, afavorida pel descens de la demanda interior i per la contracció del preu dels productes energètics, va propiciar la reducció del 47,7% del dèficit comercial en relació amb el mateix període del 2008 i el manteniment de la tendència iniciada en els últims mesos.

Aquesta millora del dèficit comercial espanyol és la principal raó de la millora del desequilibri de la balança per compte corrent. Així, les dades mensuals mostren que el dèficit corrent espanyol del març va ser el 42,1% inferior al del mateix mes del 2008, en el que representa la novena caiguda interanual en deu mesos. Això va provocar que el dèficit acumulat en l'últim any es reduís, al març, fins al 8,8% del producte interior brut (PIB). Tot i que aquesta xifra se situa 1,7 punts percentuals per sota del màxim registrat un any enrere, continua en un nivell molt elevat. Esperem que es mantingui aquesta tendència durant el 2009 i que se situï per sota del 7% del PIB.

En l'últim any, la millora del dèficit corrent ha estat propiciada, gairebé en la seva totalitat, pel comportament de la balança

BALANÇA COMERCIAL I DE RENDES: RUMB DE COL·LISIÓ?

Saldo acumulat dels dotze últims mesos



FONTS: Balança de Pagaments del Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Març 2009

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–12.835	–49,0	–75.342	20.683	–21,5
Serveis					
Turisme	*4.081*	*–15,5*	*27.318*	*–613*	*–2,2*
Altres serveis	*–613*	*–40,2*	*–1.151*	*3.122*	*–73,1*
Total	3.467	–8,9	26.167	2.510	10,6
Rendes	–10.322	56,8	–37.794	–6.855	22,2
Transferències	–3.601	–17,9	–8.467	302	–3,4
Total	**–23.290**	**–27,9**	**–95.436**	**16.639**	**–14,8**
Compte de capital	**660**	**–70,5**	**3.982**	**–1.707**	**–30,0**
Balança financera					
Inversions directes	–7.813	–	–20.877	17.340	–45,4
Inversions de cartera	9.261	–	43.033	20.564	91,5
Altres inversions	19.858	–63,6	33.922	–68.094	–66,7
Total	**21.305**	**–29,0**	**56.078**	**–30.191**	**–35,0**
Errors i omissions	1.842	32,9	4.444	3.145	242,0
Variació d'actius del Banc d'Espanya	–517	–60,6	30.932	12.113	64,4

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 omissions.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

de béns, que, com s'observa al gràfic de la pàgina anterior, va reduir el dèficit en més de 20.000 milions d'euros. Aquesta contribució positiva, però, va ser neutralitzada parcialment per l'augment del dèficit de la balança de rendes, que va augmentar en 6.855 milions d'euros en relació amb el març del 2008. El deteriorament del saldo de la balança de rendes és fruit de l'augment de l'endeutament de l'economia espanyola enfront de l'exterior durant els últims anys, amb el pagament d'interessos que això comporta. Conseqüentment, el pes del dèficit de la balança de rendes sobre el dèficit corrent durant el primer trimestre del 2009 va ser molt similar al del dèficit comercial.

Malgrat la contracció del saldo, encara positiu, del compte de capital, la millora del dèficit corrent va reduir el 14,0% la necessitat de finançament exterior de l'economia espanyola i va situar-la en nivells similars als del 2006 (el 8,4% del PIB). Des de la perspectiva dels sectors institucionals, aquesta reducció va ser motivada per l'evolució de l'estalvi net de les llars i de les empreses, que van contrarestar l'increment de l'endeutament de les administracions públiques en l'últim any.

L'elevat endeutament continua incrementant el dèficit de la balança de rendes.

La cobertura de la necessitat de finançament espanyol, encara elevada, es va realitzar mitjançant dues fonts alternatives: l'augment dels passius nets del Banc d'Espanya i la captació de fons estrangers per part dels sectors residents. L'augment dels passius nets del Banc d'Espanya és degut al canvi registrat en la cobertura de les necessitats de finançament de les institu-

La necessitat de finançament es redueix.

El finançament a curt termini comença a perdre pes.

cions financeres, en particular l'augment del recurs a les subhastes de liquiditat de l'Eurosistema. No obstant això, la magnitud d'aquest recurs es va reduir en el primer trimestre del 2009, a causa del relaxament de les restriccions de finançament de les institucions financeres. Aquest fet es pot observar en l'augment de 517 milions d'euros dels actius nets del Banc d'Espanya durant aquest període, tendència que s'espera que es mantingui en els propers mesos.

Els fons captats pels sectors residents també van experimentar un canvi significatiu i es van reduir en més de 30.000 milions d'euros. Aquesta reducció, a més a més, ha anat acompanyada d'un canvi en la composició del finançament captat en els dotze últims mesos. D'aquesta manera, el finançament a curt termini, que, al març de l'any passat, es va convertir en la principal font de captació de recursos de l'exterior, va perdre importància, amb una reducció de 70.000 milions d'euros. En detriment seu, la inversió estrangera neta en cartera va continuar augmentant i es va situar de nou al capdavant de les fonts de finançament estranger. Aquest augment, però, va ser degut, principalment, a la menor inversió en cartera espanyola a l'exterior. Per la seva banda, la inversió directa espanyola i estrangera es va mantenir en nivells molt baixos al març, similars als de l'any 2005. No obstant això, la inversió directa neta d'Espanya cap a l'exterior va continuar augmentant.

Sector públic

Forta reducció dels ingressos de l'Estat en el primer quadrimestre

La situació recessiva continua impactant desfavorablement en els comptes de l'Estat. D'una banda, els ingressos es continuen reduint, no solament per la disminució de les bases imposables, sinó també pels canvis normatius que busquen injectar liquiditat a les famílies i a les empreses. A més a més, les despeses han augmentat notablement, a causa, en part, de l'increment dels pagaments per atur, arran de l'increment espectacular del nombre d'aturats, i del pla d'estímul econòmic del Govern.

Durant els quatre primers mesos de l'exercici, el total d'ingressos no financers de l'Estat, inclosos els trams cedits a les administracions territorials en funció del sistema de finançament vigent, va baixar el 12,6% en relació amb el mateix període de l'any 2008. Els impostos directes van disminuir el 4,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior. La recaptació de la principal figura, l'impost sobre la renda de les persones físiques, es va reduir l'11,7%, a causa, sobretot, d'una caiguda de les retencions del treball, afectades per un notable descens de l'ocupació, de la moderació salarial i de l'impacte de la deducció anticipada fins a 400 euros. A més a més, van augmentar els ajornaments. Tot i que les retencions del capital mobiliari van augmentar, les practicades sobre els arrendaments i sobre els guanys dels fons d'inversió van caure.

La situació recessiva continua impactant desfavorablement en els comptes de l'Estat.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Abril 2009

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	**14.613**	**–19,1**	**45.882**	**–18,4**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	7.797	–16,4	26.800	–11,7
Impost de societats	4.086	140,1	5.109	59,0
IVA	3.696	–52,3	17.970	–33,6
Impostos especials	1.565	1,2	6.111	–3,8
Resta	2.230	–1,0	8.934	23,0
Total	**19.374**	**–14,2**	**64.924**	**–12,6**
Pagaments no financers	**11.735**	**7,1**	**54.349**	**13,5**
Saldo de caixa	**2.878**	**–59,5**	**–8.467**	–
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***1.033***	***–82,0***	***–6.553***	–

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.
(**) En termes de comptabilitat nacional.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

La recaptació de l'impost de societats cau el 28% en termes homogenis i reflecteix la reculada dels beneficis empresarials.

Les entrades per l'impost de societats van augmentar el 59,0%, increment propiciat, sobretot, pel fet que el 2008 es va permetre un ajornament del primer pagament fraccionat i per un altre canvi normatiu. En termes homogenis, els ingressos de l'impost de societats es van reduir el 27,7% i van reflectir la reculada dels beneficis empresarials.

Els impostos indirectes es van enfonsar el 27,5%. El més important, l'impost sobre el valor afegit (IVA), va patir un decrement interanual del 33,6%. Aquesta caiguda va ser deguda a la contracció del consum i les importacions, però també és producte de l'avançament de les devolucions, de l'ampliació del dret a sol·licitar devolucions mensuals i de l'increment dels ajornaments. Per la seva banda, els impostos especials van moderar el ritme de caiguda fins al 3,8%, gràcies als impostos sobre el tabac i els hidrocarburs.

El dèficit públic s'amplia.

La resta d'ingressos van augmentar el 23,0%. Les comissions pels avals atorgats a les emissions d'entitats financeres dins del Pla d'Acció Concertada dels Països de la Zona de l'Euro van contribuir a aquest ascens.

A l'altre costat dels comptes, el total de pagaments no financers es va incrementar el 13,5% durant els quatre primers mesos de l'exercici en relació amb el mateix període del 2008. Les despeses corrents es van incrementar el 4,8%. En aquest sentit, les despeses de personal van augmentar el 2,9%. Les compres de béns i serveis van disminuir el 0,4% i les despeses financeres van pujar el 2,2%. Per la seva banda, la partida més gran, les transferències corrents, va augmentar el 6,2%. Cal destacar un pagament de 2.007 milions d'euros al Servei Públic d'Ocupació Estatal, sense despesa en l'exercici anterior.

El Govern apuja els impostos especials sobre el tabac i els hidrocarburs.

Les despeses de capital van augmentar el 79,6% fins als 10.027 milions d'euros en el primer quadrimestre. Les inversions reals es van incrementar el 7,8%, i la partida més gran, la de les transferències de capital, va pujar el 178,2% fins als 6.545 milions d'euros. Aquest extraordinari augment va ser degut, sobretot, als pagaments pel Fons Estatal d'Inversió Local com a part del pla d'estímul econòmic iniciat pel Govern.

A conseqüència de l'evolució dels ingressos i dels pagaments de l'Estat, es va registrar un dèficit de caixa no financer de 8.467 milions d'euros, que contrasta amb el superávit de 8.376 milions anotat en el període gener-abril de l'any passat. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, d'acord amb els drets i les obligacions generats, es va produir una necessitat de finançament de 6.553 milions d'euros, equivalent al 0,6% del producte interior brut.

En aquest entorn, al final de la segona setmana de juny, el Govern va adoptar un seguit de mesures fiscals i pressupostàries. Així, va aprovar crèdits extraordinaris per gairebé 20.000 milions d'euros per complir amb els compromisos en matèria de prestació de subsidis d'atur, foment de l'ocupació, sanitat, seguretat i reactivació de l'activitat econòmica. A més a més, va compensar les comunitats autònomes per la supressió de l'impost sobre el patrimoni amb 1.800 milions d'euros. En contrapartida, va apujar els impostos sobre el tabac per contribuir a la sostenibilitat dels comptes públics i per protegir la salut. Així mateix, va incrementar els impostos sobre hidrocarburs en 2,9 cèntims per litre, llevat del gasoil professional, l'agrari i el destinat a calefacció. D'altra banda, en una nova revisió dels objectius d'estabilitat pressupostària per als propers tres anys, el Govern va augmentar la previsió del dèficit públic per al 2010 fins al 8,4% del PIB, però amb la perspectiva de situar-lo en el 3,0% el 2012.

Estalvi i finançament

Prossegueix el despalanquejament del sector privat

L'euríbor a un any, tipus d'interès àmpliament utilitzat com a referència en les operacions de préstec, va marcar al maig un nou mínim històric i es va col·locar en l'1,64% de mitjana mensual, 335 punts bàsics per sota del mateix mes del 2008. Cap al final de juny, l'euríbor ha batut de nou el mínim històric en tocar l'1,53%.

Per la seva banda, els tipus d'interès de les operacions noves de les entitats de crèdit al sector privat també han disminuït de forma apreciable des de l'octubre del 2008. Així, el tipus d'interès mitjà va baixar fins al 3,88% a l'abril, 213 punts bàsics menys que dotze mesos abans. La menor reducció del tipus d'interès interbancari s'explica per l'increment de la prima de risc derivat del fort augment de la morositat. D'altra banda, i atès que, en el mateix període, la taxa d'inflació va caure menys, els tipus d'interès reals, efectivament, van pujar.

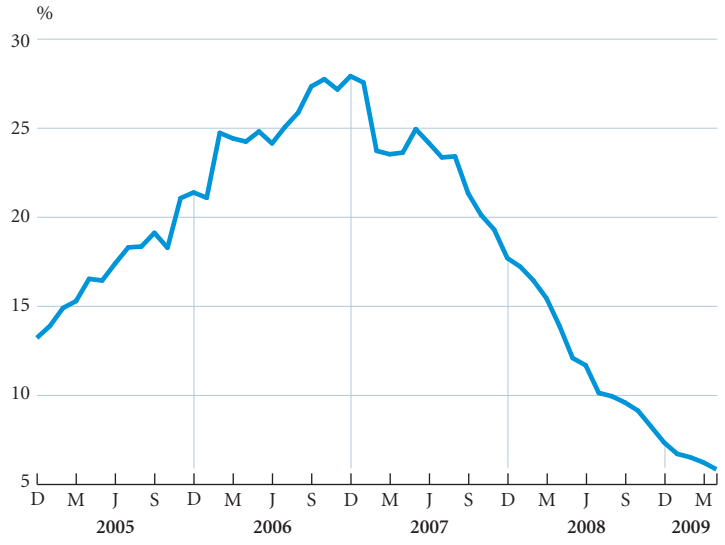
Aquest fet, juntament amb la feblesa de la demanda de finançament a causa de la contracció del consum i de la inversió, va motivar que el finançament al sector privat mantingués la tònica de desacceleració. A l'abril, la seva taxa de variació interanual es va situar en el 4,1%, 2 punts menys que al desembre. No obstant això, en els últims mesos, s'aprecia un cert alentiment del ritme de creixement, coherent amb la millora de la situació de la liquiditat de les entitats financers.

L'euríbor a un any marca un nou mínim històric al juny...

...i els tipus d'interès dels préstecs al sector privat també disminueixen, malgrat l'increment de les primes de risc.

ES FRENA LA DESACCELERACIÓ DEL FINANÇAMENT AL SECTOR PRIVAT

Taxa de variació interanual del finançament al sector privat



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Abril 2009

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	58.201	–16.014	–21,6	–27.239	–31,9	3,1
Deutors amb garantia real (*)	1.104.539	–4.258	–0,4	13.347	1,2	59,5
Altres deutors a termini	522.219	–7.238	–1,4	10.390	2,0	28,1
Deutors a la vista	46.508	–2.621	–5,3	4.043	9,5	2,5
Arrendaments financers	42.399	–2.830	–6,3	–4.533	–9,7	2,3
Crèdits dubtosos	83.658	20.601	32,7	58.751	235,9	4,5
TOTAL	**1.857.522**	**–12.359**	**–0,7**	**54.759**	**3,0**	**100,0**

NOTA: (*) La major part correspon a garantia hipotecària.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Notable alentiment del crèdit al sector privat.

D'altra banda, el creixement del crèdit al sector privat en els dotze últims mesos era lleugerament superior al corresponent al conjunt de la zona de l'euro, i encara més en termes reals, en ser negatiu el diferencial d'inflació.

En el primer quadrimestre, la desacceleració del finançament va ser menys intensa a les empreses que a les famílies. Així, a les empreses, el saldo va augmentar el 5,8% al final d'abril en relació amb el mateix mes de l'any anterior, 1,5 punts menys que al desembre del 2008. El crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant, es va continuar contraient i va patir una caiguda interanual del 31,9%. No obstant això, el finançament obtingut per les grans empreses mitjançant emissions de renda fixa ha augmentat el 24,1% en l'últim any.

Les grans empreses incrementen les emissions de renda fixa.

La desacceleració del crèdit a les empreses es va concentrar al sector de la construcció. En efecte, el saldo creditici canalitzat cap a aquest sector va caure el 8,4% al final del primer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior. El saldo del sector primari (agricultura, ramaderia i pesca) també es va col·locar per sota d'un any abans. Pel que fa als serveis, també es va apreciar un cert alentiment, per bé que la taxa de variació interanual va pujar el 8,0%. Dins d'aquest sector, el crèdit per a activitats immobiliàries es va moderar suaument, amb un creixement interanual del 3,8%. La indústria, per la seva banda, va mantenir un ritme d'avanç anual lleugerament superior al 10,0%.

El saldo del finançament a les llars puja a l'abril després de quatre mesos consecutius de descensos.

En els dotze últims mesos fins a l'abril, el creixement del finançament a les llars va ser de l'1,7%. Cal destacar que, a l'abril, el saldo d'aquest finançament va augmentar després de quatre mesos consecutius de caigudes. Els préstecs per a l'habitatge es van continuar alentint fins a presentar una alça interanual de l'1,8% a l'abril. Per la seva banda, el crèdit per a la compra de béns de consum durador es va desaccelerar amb més intensitat, fins al punt que, al final del primer trimestre, mostrava una caiguda del 12,0% en relació amb dotze mesos abans.

Aquesta evolució va ser coherent amb el fort repunt de la morositat d'aquesta classe de crèdit fins al 7,3% al final de març, enfront d'una taxa mitjana del 4,3%. Per la seva banda, la morositat dels préstecs per a l'adquisició d'habitatge amb garantia hipotecària es va col·locar en el 2,8%, per sota de la mitjana. Al mateix temps, la taxa de dubtositat dels crèdits als promo-

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Primer trimestre de 2009

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 meses	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	24.492	–1.751	–6,7	–511	–2,0
Indústria	158.707	2.566	1,6	14.891	10,4
Construcció	141.308	–10.540	–6,9	–12.929	–8,4
Serveis	690.161	7.446	1,1	50.886	8,0
Total	**1.014.668**	**–2.279**	**–0,2**	**52.338**	**5,4**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	645.979	–3.871	–0,6	15.818	2,5
Adquisició de béns de consum durador	50.493	–3.683	–6,8	–6.864	–12,0
Altres finançaments	110.523	–4.863	–4,2	–4.217	–3,7
Total	**806.995**	**–12.417**	**–1,5**	**4.736**	**0,6**
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	**5.125**	**–966**	**–15,9**	**–679**	**–11,7**
Resta sense classificar	**34.958**	**7.527**	**27,4**	**11.996**	**52,2**
TOTAL	**1.861.747**	**–8.135**	**–0,4**	**68.391**	**3,8**

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

tors immobiliaris es va situar en el 7,6%. A l'abril, la taxa de morositat del conjunt de les entitats de crèdit va continuar pujant fins al 4,5%. En aquest context de morositat a l'alça, cap a la meitat de juny, l'agència de qualificació Moody's va rebaixar els *ratings* de 30 entitats bancàries espanyoles.

En aquest entorn, la ministra d'Economia i Finances, Elena Salgado, va avançar que planeja un fons de reestructuració bancària amb una dotació de 9.000 milions d'euros. Aquest fons es podria endeutar fins a disposar de 90.000 milions d'euros per finançar la recapitalització i les fusions d'entitats financeres, si fos necessari. Aquesta mesura s'alinea amb les adoptades en altres països europeus i a l'altre costat de l'Atlàntic.

Per la seva banda, el finançament net a les administracions públiques va continuar augmentant amb força a l'abril, fins a situar-se el 26,9% per damunt d'un any abans. No obstant això, una part substancial dels nous recursos financers en el mes es va dirigir a incrementar els dipòsits bancaris. D'aquesta manera, l'endeutament públic va contrarestar la tendència al despalanquejament del sector privat, de manera que, a l'abril, el finançament total va mantenir un ritme d'avanç anual del 6,7%.

En un entorn de morositat a l'alça, l'agència Moody's redueix els *ratings* de 30 entitats bancàries espanyoles.

Els dipòsits es desacceleren, però menys que els crèdits

Les remuneracions dels dipòsits bancaris també han tendit a baixar des de l'octubre del 2008. No obstant això, en els dotze últims mesos fins a l'abril, van baixar, de mitjana, menys que les dels préstecs, 137 punts bàsics, fins a col·locar-se en l'1,59%.

Pròxima creació d'un fons de reestructuració del sistema bancari.

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

Abril 2009

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 meses		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista	243.415	–1.397	–0,6	5.565	2,3	17,2
D'estalvi	184.636	4.859	2,7	12.764	7,4	13,1
A termini	737.327	8.055	1,1	104.598	16,5	52,2
En moneda estrangera	26.902	–2.415	–8,2	–4.734	–15,0	1,9
Total dipòsits	**1.192.280**	**9.102**	**0,8**	**118.193**	**11,0**	**84,5**
Resta del passiu (*)	**219.523**	**–29.107**	**–11,7**	**–44.894**	**–17,0**	**15,5**
TOTAL	**1.411.803**	**–20.005**	**–1,4**	**73.300**	**5,5**	**100,0**

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

Les entitats financeres reforcen els recursos propis mitjançant emissions de participacions preferents.

En aquest context, el creixement dels dipòsits bancaris es va alentir una mica i va presentar un increment interanual de l'11,0%, sensiblement superior al del crèdit, de manera que la bretxa entre els dos va tendir a reduir-se.

Per classes de dipòsits, els comptes a termini mostraven el creixement anual més viu, del 16,5%, però amb tendència a la desacceleració. En canvi, el ritme de creixement dels dipòsits d'estalvi es va continuar intensificant, situació coherent amb el desig dels particulars d'incrementar l'estalvi en un context de reducció de la retribució dels comptes a termini.

En els últims mesos, les entitats financeres també han captat passiu entre els estalviadors mitjançant l'emissió de participacions preferents. Aquest instrument té caràcters mixtos de renda fixa i variable i ha servit per reforçar els recursos propis de les institucions financeres.

Millora la rendibilitat de les participacions en els fons d'inversió mobiliària.

En aquest panorama de competència per part dels dipòsits i altres productes, els fons d'inversió mobiliària van continuar registrant reemborsaments nets de 1.078 milions d'euros al maig. No obstant això, les sortides més importants van tenir lloc en fons conservadors, com els monetaris, de renda fixa a curt termini i garantits de rendiment variable. D'aquesta manera, el patrimoni va tornar a baixar fins als 161.825 milions d'euros, malgrat les plusvàlues anotades en el mes.

L'evolució favorable dels mercats financers al maig va permetre que la rendibilitat mitjana mensual dels fons fos del 0,62% i que la computada sobre el desembre se situés en l'1,44%. En els cinc primers mesos de l'exercici, van destacar les plusvàlues del 36,0% de la renda variable internacional dels mercats emergents, amb guanys positius per part de totes les modalitats de fons d'inversió mobiliària. Així i tot, el rendiment mitjà anual va ser negatiu, del 2,7%, per bé que, en els divuit últims anys, s'ha col·locat en el 4,1% anual, percentatge superior a la inflació del període.

Quines medicines existeixen per desintoxicar el sistema financer?

D'ençà que, dos anys enrere, es va iniciar la crisi financera internacional, els governs de països molt diversos van coincidir en la idea que, per avançar cap a la recuperació del sistema financer i de l'economia en general, era necessari el sanejament dels balanços dels bancs. Les primeres intervencions estatals, a l'octubre del 2008, van venir per la via de les recapitalitzacions massives dels balanços de les entitats, bé de forma indiscriminada (Estats Units, França) o bé d'entitats concretes (Regne Unit –Northern Rock, RBS, Lloyds–, Holanda –Dexia–, Bèlgica –Fortis–). No obstant això, a més de costosa, aquesta mesura es va mostrar ineficient, perquè, en no ser una mesura enfocada ni discriminatòria entre entitats, hauria necessitat massa capital per ser efectiva. Els governs van decidir, llavors, no actuar de forma general sobre els balanços, sinó adoptar mesures més específiques sobre l'arrel del problema: els actius tòxics.(1) I és que la restricció del crèdit a nivell global («*credit crunch*») que s'ha fet notar des de l'esclat de la crisi *subprime* està causada, en gran part, per la incertesa sobre el valor real dels actius tòxics. Aquesta incertesa provoca que moltes entitats de tot el món prefereixin la prudència, és a dir, salvaguardar al màxim el seu capital augmentant les exigències en la concessió de crèdit. Atès el perjudici que això pot representar per a l'economia real, els governs han presentat diferents plans, tots ells basats en algun dels dos grans mètodes per actuar sobre els actius tòxics: la garantia i la compra (vegeu la taula següent). Tot i que, a la pràctica, com es veurà més endavant, la majoria de plans incorporen elements dels dos models.

ESQUEMA DE LES ALTERNATIVES D'ACTUACIÓ SOBRE ACTIUS TÒXICS

Mètode	Breu descripció	Manteniment actius tòxics en balanç	Desemborsament públic	Aspectes crítics
Garantia sobre actius tòxics	Cobertura estatal per a les pèrdues superiors a un límit fixat	Sí	Només si es realitzen les pèrdues potencials	Fixament de la franquícia i de la prima que cal pagar per la garantia
Compra d'actius tòxics («*bad bank*»)	Segregació d'actius «bons» i «dolents» per a la gestió focalitzada	No. Generalment el «banc dolent» passa a ser gestionat per l'estat	Elevat, tot i que, en el seu disseny, alguns plans tracten de reduir al mínim l'impacte en el contribuent	Valoració dels actius tòxics per fixar el preu de la transacció

El primer mètode consisteix a limitar les pèrdues potencials mitjançant una assegurança pública. Així s'ha fet als Estats Units i al Regne Unit amb algunes de les principals entitats: Bank of America, Citigroup, Royal Bank of Scotland o Lloyds. La gran virtut d'aquesta solució és que, davant la incertesa sobre el valor dels actius tòxics, s'actua amb un instrument que cobreix el risc i que no requereix desemborsament immediat per part de l'estat, fet que protegeix el contribuent (si més no, inicialment). No obstant això, el fixament de la franquícia (límit sobre el qual l'estat assumeix les pèrdues) i de la prima (pagament que l'entitat ha de fer a canvi de rebre la garantia) és complex i pot enfosquir el cost de l'assegurança per a l'estat.

En el cas del «*bad bank*», aquesta complexitat es manifesta a través de la dificultat per valorar els actius tòxics. Com ja es va fer a Suècia als anys noranta, l'opció de crear un «*bad bank*» consisteix a transferir els actius tòxics a una nova entitat segregada perquè l'original pugui continuar operant sense la incertesa inicial. En la present

(1) S'entén per actiu tòxic el vinculat a hipoteques *subprime* als Estats Units.

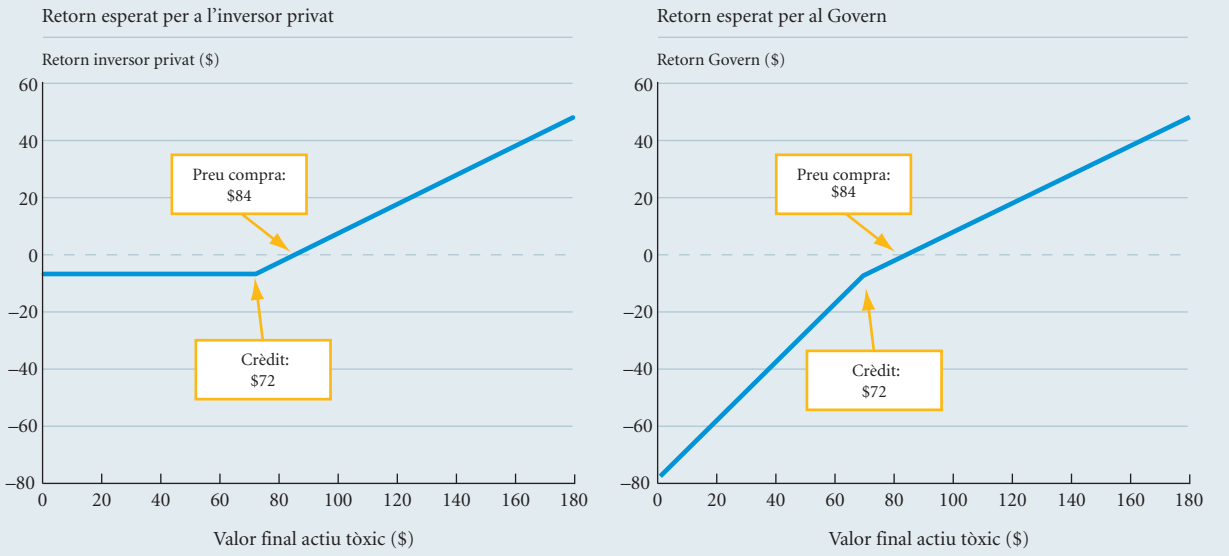
crisi, ja s'ha posat en marxa a Suïssa amb UBS, tot i que, en aquest cas, també es van adoptar elements de la garantia estatal. Addicionalment, hi ha altres plans en fase de disseny i d'implantació que tracten de resoldre el fixament del preu de transacció de forma diferent.

La Comissió Europea tracta el tema del «*bad bank*» al «*Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector*», document publicat al febrer del 2009 que insta a fer la transacció d'acord amb la projecció dels fluxos de caixa futurs de l'actiu tòxic («*real economic value*»), sota supòsits homogenis per a tota la Unió, que encara falta definir.

Una altra forma de tractar la disjuntiva de la valoració ha estat proposada pel Pla Geithner dels Estats Units, que, en el seu disseny, promou la participació del sector privat en un «*Public-Private Investment Program (PPIP)*». En principi, l'atractiu del pla rau en l'estructura d'elevat palanquejament que s'ofereix a l'inversor privat: per cada $1 invertit per l'inversor privat, l'FDIC[2] garanteix el deute d'uns altres $6 en el cas del «*legacy loan program*» o s'ofereixen fins a $5 de finançament del TARP[3] en el «*legacy securities program*». A més a més, l'estat inverteix el 50% del capital i completa la participació de capital de l'inversor privat. El palanquejament limita les pèrdues a la baixa de l'inversor privat, el qual, en canvi, continua participant dels guanys potencials sense límit. Per la seva banda, el govern assumeix totalment els riscos a la baixa sobre el valor final de l'actiu i, per tant, pot haver de suportar pèrdues elevades. Però, gràcies a la seva aportació al capital, podria participar dels guanys potencials. Com es veu al següent gràfic, si es comprés un actiu tòxic a $84, serien necessaris $12 de capital ($6 estat, $6 inversor privat), i els $72 restants provindrien d'un crèdit garantit per l'FDIC. L'inversor privat podria

RETORNS ESPERATS DEL PLA GEITHNER

Inversió amb palanquejament (6 a 1) i participació en el capital de l'estat i l'inversor privat al 50%
(sense considerar cost palanquejament i aval)



FONTS: Public-Private Investment Program i elaboració pròpia.

(2) FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation (Agència nord-americana encarregada de mantenir l'estabilitat i la confiança en el sistema financer).
(3) TARP: Troubled Asset Relief Program (Programa llançat als Estats Units per a la recompra d'actius i/o capital dels bancs més afectats per la crisi).

perdre, com a màxim, els $6 que ha posat de capital. El govern podria arribar a perdre la totalitat del que inverteixi ($72 + $6). Per a valors superiors a $72, l'estat recuperaria tota la part del crèdit i començaria a recuperar una part del capital. Finalment, per a valors finals de l'actiu tòxic superiors a $84, l'estat i l'inversor privat es repartirien el benefici al 50%. En definitiva, gràcies al palanquejament, el valor esperat de l'inversor privat és superior (només participa en beneficis) i estarà disposat a pagar un preu més elevat que en la situació de no palanquejament. En canvi, el govern assumirà gairebé tot el risc.

No obstant això, els avantatges del Pla Geithner queden qüestionats des del punt de vista de l'oferta. En principi, els bancs amb actius tòxics al seu balanç haurien de participar en el pla per eliminar la incertesa de forma immediata i poder continuar operant amb normalitat. Però la realitat ha dut l'FDIC a ajornar el programa destinat a l'adquisició de crèdits («*legacy loans*»). A la pràctica, els bancs demanden preus superiors als que els inversors privats estan disposats a pagar, fins i tot comptant amb el palanquejament.

En resum, diversos països s'han mostrat decidits a actuar sobre els actius tòxics que les entitats financeres presenten als seus balanços perquè el crèdit torni a fluir cap a les empreses i les famílies. No obstant això, encara cal veure com aquests plans funcionen a la pràctica, a causa de les dificultats per animar les entitats financeres a participar-hi. La seva no participació podria ser un signe de recuperació, però també una mostra del desinterès per part seva de reconèixer pèrdues de forma immediata quan hi ha incertesa sobre el seu abast i el sistema comptable permet graduar-les en el temps. En definitiva, després de dos anys de crisi *subprime* i de greus esdeveniments al sistema financer internacional, la qüestió dels actius tòxics encara no està resolta del tot. Els «*stress test*» nord-americans i el compromís dels governs de donar estabilitat als sistemes financers han reduït la prima de risc del sector, però encara cal solucionar la fortalesa dels balanços bancaris. Si això no succeeix, es dificulta enormement la recuperació de l'economia real.

Aquest requadre ha estat elaborat per Anna Mialet Rigau
Oficina d'Anàlisi Econòmica, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa"

Servei d'Estudis de "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 2008
Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES
1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic

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"
2. L'ocupació a partir dels 55 anys Maria Gutiérrez-Domènech

3. *Offshoring* i deslocalització: noves tendències de l'economia internacional Claudia Canals

4. Xina: Quin és el potencial de comerç amb Espanya? Marta Noguer

5. La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units Enric Fernández

6. El temps amb els fills i l'activitat laboral dels pares Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversió estrangera directa a Espanya: què podem aprendre del tigre celta? Claudia Canals i Marta Noguer

8. Telecomunicacions: som davant d'una nova etapa de fusions? Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

9. L'enigmàtic món dels *hedge funds*: beneficis i riscos Marta Noguer

10. Llum i ombres de la competitivitat exterior d'Espanya Claudia Canals i Enric Fernández

11. Quant costa anar a la feina? El cost en temps i diners Maria Gutiérrez-Domènech

12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons

13. Ajuts públics en el sector bancari: rescat d'uns en perjudici d'altres? Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

14. El caràcter procíclic del sistema financer Jordi Gual

15. Factors determinants del rendiment educatiu: el cas de Catalunya Maria Gutiérrez-Domènech

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS
1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

"la Caixa" WORKING PAPERS
Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia Adserà

02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

ESTUDIS ECONÒMICS
35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez

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

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta el Servei d'Estudis 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:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
  London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
  Director d'Economia Europea
- Enric Fernández
  Director d'Economia Internacional
- Avelino Hernández
  Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL
Juliol-Agost 2009

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

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 2008

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	238.407
Crèdits sobre clients	176.100
Resultat atribuït al Grup	1.802

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	27.818
Oficines	5.530
Terminals d'autoservei	8.113
Targetes (milers)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2009	Milions €
Socials	310
Ciència i medi ambient	81
Culturals	79
Educatives i investigació	30
TOTAL PRESSUPOST	**500**



El Canal Mòbil et permet tenir disponibles, allà on siguis, alguns dels continguts de la web del Servei d'Estudis de "la Caixa".
Només necessites un dispositiu mòbil, connexió a internet i un navegador.
Més informació a www.laCaixa.es/estudis

La informació i les opinions contingudes en aquest informe procedeixen de fonts que considerem fiables. Aquest document té només propòsits informatius, per la qual cosa "la Caixa" no es responsabilitza de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies del Servei d'Estudis i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

Disseny, maquetació i impressió: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955