

# Situació Catalunya

Segon semestre 2011  
Anàlisi Econòmica

- **El creixement mundial es desaccelera**, i els riscos empitjoren les expectatives.
- **L'economia espanyola continua estancada**, i augmenta la probabilitat d'entrada en recessió.
- **L'economia catalana es polaritza**: la demanda externa aguanta, però la interna es deprimeix.
- **La correcció dels desequilibris, incloent-hi el fiscal**, marca el comportament de curt termini de Catalunya.
- **Adicionalment al procés actual de reducció del palanquejament públic i privat**, cal que Catalunya acceleri les reformes que flexibilitzin l'economia, permetin millorar la competitivitat de les empreses i augmentin l'eficiència.

# Índex

1. Resum .....	3
2. Entorn internacional: desacceleració mundial i riscos significatius a la baixa.....	5
3. Conjuntura de Catalunya: l'atonia de la demanda interna contrasta amb la fortalesa del sector exterior .....	10
Requadre 1. L'estalvi de les llars a les comunitats autònomes: el cas de Catalunya .....	19
Requadre 2: Enquestes d'Activitat Econòmica i Tendències de Negoci i Despesa a Catalunya.....	23
4. Evolució recent del finançament de les comunitats autònomes. El cas de Catalunya .....	26
5. Quadres.....	31

Data de tancament: 23 de novembre de 2011

## 1. Resum

L'empitjorament de l'economia mundial així com de les perspectives sobre aquesta en els últims mesos s'explica, principalment, per quatre factors: el comportament pitjor de l'esperat de les economies desenvolupades, la crisi de deute sobirà a Europa, que s'intensifica i expandeix els seus impactes més enllà de les fronteres continentals, la intensificació de la retroalimentació entre els problemes del deute sobirà i els del sistema financer, i l'augment mundial de l'aversion al risc. En reacció a aquest augment de les dificultats, al llarg dels últims mesos s'han pres mesures, particularment a Europa i en la cimera d'octubre, que van en la bona direcció, però que s'estan demostrant clarament incompletes ja que no estan donant una solució tancada als problemes. En aquest context, per tant, la volatilitat és extrema i, encara que les taxes de creixement mundial segueixen sent robustes, el dinamisme es recolza en el comportament dels països emergents, amb un món desenvolupat l'evolució del qual serà discreta, i en què la possibilitat d'entrar en escenaris de risc guanya pes a mesura que el temps avança sense que es prenguin les mesures que definitivament posin les bases per a la sortida de la crisi.

A Espanya, els problemes globals sumats a les dificultats pròpies (necessitat de despallanquejament, encariment i escassetat del finançament exterior, elevada taxa d'atur i estancament de la demanda interna empesa addicionalment per la consolidació fiscal) ha suposat també un estancament de l'economia en el tercer trimestre, amb perspectiva de tornada a xifres negatives en el quart. Això posa en risc, al seu torn, les possibilitats de complir amb els escenaris de consolidació fiscal i augmenta les necessitats de finançament, activant un cercle viciós amb la prima de risc que és imperatiu trencar. Per aconseguir-ho és imprescindible transmetre una imatge creïble en el procés de consolidació fiscal i avançar en el procés de despallanquejament del sector privat i en l'aplicació de reformes estructurals contundents que facilitin la transformació del teixit productiu amb l'objectiu de possibilitar la recuperació del creixement potencial de l'economia.

En el pla de la consolidació fiscal, el comportament de l'Estat sembla no oferir dubtes, mostrant, fins i tot, un cert marge que permetria compensar, però només parcialment, l'incompliment per part de les comunitats autònomes, que ara mateix es troben en el punt de mira dels mercats. La rellevància que aquestes han adquirit en el conjunt de la despesa pública (més del 50% del total) fa que el seu paper en aquest procés de consolidació sigui radicalment diferent de l'assumit durant la crisi de principis dels anys noranta, quan el seu pes en el sector públic -i en el PIB- era la meitat de l'actual. I per tant, l'esforç que aquestes han de realitzar en el compliment dels seus objectius fiscals és una condició necessària -tot i que no suficient- per tornar la calma als mercats, i facilitaria en gran mesura l'aplicació de la resta de reformes, en recolzar l'obertura dels mercats i la reducció dels costos de finançament.

En el pla privat, els processos de despallanquejament i d'absorció del desequilibri generat pel sector immobiliari en què està immersa l'economia espanyola tenen un impacte regional molt diferenciat, que dona lloc, juntament amb l'exposició al sector exterior, a comportaments molt heterogenis entre regions, esperats tant en el 2011 com en el 2012. El nivell de palanquejament assolit durant el passat període d'expansió (i augmentat durant la crisi) condiciona la capacitat de recuperació de la demanda interna, essent més problemàtic com més recursos es trobin dedicats en el sector immobiliari. Al seu torn, la renda domèstica es troba contrreta per un segon factor, la caiguda de la proporció d'aturats que perceben prestacions per desocupació, l'impacte de la qual és superior, evidentment, si es combina amb una elevada taxa d'atur. Finalment, l'estoc d'habitatges sense vendre condiciona la capacitat de recuperació d'un sector immobiliari que seguirà detraient creixement a l'economia. Novament, l'heterogeneïtat regional és tal que algunes comunitats podrien estar esgotant ja aquest estoc. En endavant, si es produeixen lleugeres recuperacions de l'ocupació es podria començar a reactivar aquest mercat.

Amb l'objectiu de millorar la informació sobre l'economia catalana, l'informe inclou dos requadres. El primer analitza els resultats que s'obtenen de les enquestes que BBVA realitza a la seva pròpia xarxa d'oficines. Aquestes enquestes, de llarga tradició a Catalunya, tenen com a principal avantatge la immediatesa, la simplicitat i la fiabilitat dels resultats, ja que permeten conèixer amb molt encert els punts de gir de l'activitat. L'ampliació d'aquesta eina d'obtenció d'informació a altres comunitats permetrà, a més, realitzar una anàlisi comparativa del comportament de les diferents comunitats autònomes.

En aquesta mateixa línia de millorar la quantitat d'informació disponible, un segon requadre reconstrueix i projecta sèries d'estalvi de les llars. Davant la necessitat de despallanquejament a què es veu sotmesa l'economia espanyola i catalana, aproximar el comportament de les llars de cada comunitat respecte del seu estalvi permet conèixer, al seu torn, la capacitat de reacció de l'economia davant xocs en la renda i, en futures edicions d'aquest informe, analitzar quins han estat els determinants del comportament diferencial entre les comunitats respecte d'aquesta variable. En el cas de Catalunya, els elevats nivells de palanquejament assolits pel sector privat demanen una forta reacció estalviadora que, d'acord amb les estimacions de BBVA Research, s'estaria produint i podria facilitar una sortida més ràpida de la crisi.

Finalment, una tercera anàlisi es refereix als canvis que suposa el nou sistema de finançament autònom engelat aquest any per a cada comunitat autònoma fent especial incís en el cas particular de Catalunya. Una conclusió a què arriba aquest estudi és que el nou sistema de finançament suposa una millora relativa per a Catalunya, però els ajustos derivats dels errors comesos en l'estimació d'ingressos del sistema anterior pressionaran encara a la baixa els seus ingressos.

El resultat de tota aquesta informació ens porta a situar l'economia catalana en una posició mitja en termes relatius respecte del conjunt de l'economia espanyola i, per tant, podria assolir un creixement similar. No obstant això, alguns riscos segueixen existint. En particular, l'orientació de les exportacions (tant en béns com en serveis) cap al nucli europeu, mercat madur i amb dificultats per al creixement en el curt termini, podria dificultar els avenços de Catalunya. Les reformes, per tant, han d'incidir també en potenciar el canvi de mercats, a través d'una millora de la competitivitat. En conjunt, la informació disponible en matèria de conjuntura i els requadres ofereixen un panorama complex per a l'economia catalana. Les turbulències als mercats financers continuaran durant un temps fins i tot en el cas, com esperem, d'una solució ordenada dels problemes europeus, mantenint elevats els costos de finançament. La contenció en la demanda interna privada i pública, conjuntament amb les dificultats que resorgeixen en el mercat laboral i la desacceleració del sector exterior, per la menor activitat de les economies desenvolupades, obliguen a reorientar els recursos disponibles cap a vies que facilitin el creixement de l'activitat, si és necessari mitjançant l'orientació a nous mercats (com dels països emergents) on es localitza ara el creixement mundial, tant respecte als béns com en la millora de l'oferta turística. S'han realitzat alguns avenços en aquesta línia, però fer el salt que permeti minimitzar l'impacte de la crisi a Catalunya suposa reforçar la competitivitat, interna i externa, tan aviat com sigui possible. Una feina de la qual no només es pot responsabilitzar el govern de l'Estat, i que ha de venir empenya per les institucions catalanes.

## 2. Entorn internacional: desacceleració mundial i riscos significatius a la baixa

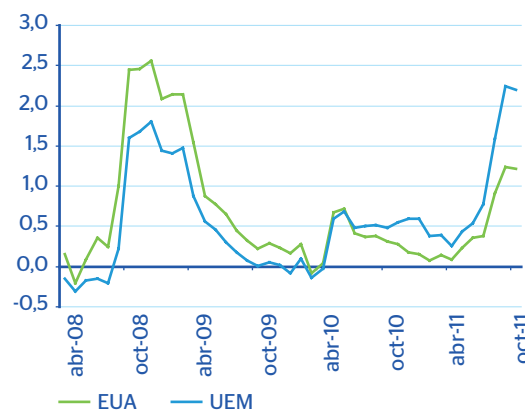
### L'economia mundial es desaccelera i els riscos augmenten les perspectives a la baixa

Les perspectives de l'economia mundial han empitjorat en els últims mesos principalment a causa de quatre factors que encara exerceixen la seva influència. En primer lloc, el creixement econòmic ha estat menor de l'esperat, sobretot a les economies desenvolupades. En segon lloc, la crisi de deute sobirà a Europa s'ha intensificat i s'ha tornat més sistèmica. Encara que les decisions adoptades durant la cimera d'octubre van en la bona direcció, queden molts elements clau sense resoldre, particularment respecte de la potència real dels mecanismes per garantir la liquiditat sobirana (un Fons Europeu d'Estabilitat Financera, o FEEF, palanquejat), la reestructuració del deute grec a mans d'inversors privats, i un "full de ruta" clar per millorar el governament europeu i avançar cap a la unió fiscal. I mentre es perfilen aquests detalls han sorgit d'altres problemes, com l'enorme inestabilitat causada per l'anunci del govern grec de convocar un referèndum sobre el pla de rescat i la seva posterior anul·lació. En tercer lloc, s'ha intensificat la retroalimentació entre els problemes amb el deute sobirà i la salut del sistema financer europeu, la qual cosa augmenta el risc d'un impacte negatiu en l'activitat econòmica i alimenta encara més el cercle viciós real-financer. Finalment, l'augment mundial de l'aversion al risc ha disparat la volatilitat en els mercats financers, contagiant la majoria d'actius de risc i, fins i tot, les economies emergents per primera vegada des de 2009. En aquest context, l'economia mundial creixeria un 3,9% el 2011 i un 4,1% el 2012, recolzada per un creixement sòlid dels països emergents enfront d'un creixement discret de les economies avançades.

Aquestes taxes de creixement mundials segueixen essent robustes, però els riscos existents apunten a un increment significatiu de la probabilitat que es produeixin escenaris amb un nivell d'activitat menor, de manera que la seva materialització dependrà de l'evolució de la crisi financer i sobirana a Europa. En particular, es fa necessària una ràpida reducció de l'estrès financer a Europa per suavitzar l'impacte negatiu que aquests factors poden generar en el creixement europeu i el contagi cap a d'altres regions.

Gràfic 1

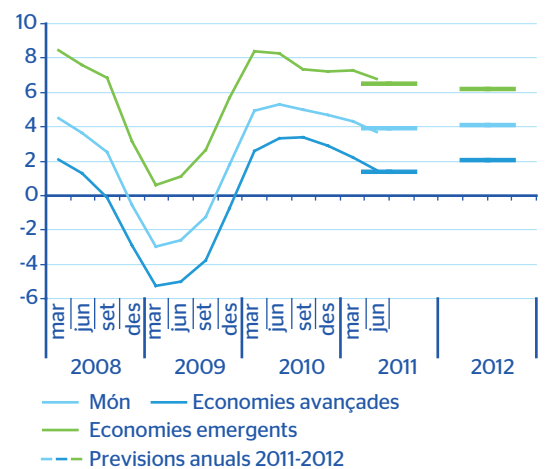
**Índex de tensions financeres BBVA**



Font: BBVA Research

Gràfic 2

**Creixement del PIB (% interanual)**



Font: BBVA Research a partir d'FMI

### Les cimeres europees d'octubre han avançat en la direcció correcta, però queden elements clau sense resoldre

Les cimeres europees d'octubre havien de resoldre cinc punts fonamentals: (i) tallar definitivament la sostenibilitat del deute grec, (ii) crear tallafocs per al deute sobirà a la UEM, (iii) pressionar per tal que es portessin a terme més reformes als països perifèrics, (iv) enfortir el sector bancari, i (v) millorar el governament de la zona euro. Respecte d'això, durant les últimes cimeres s'han adoptat

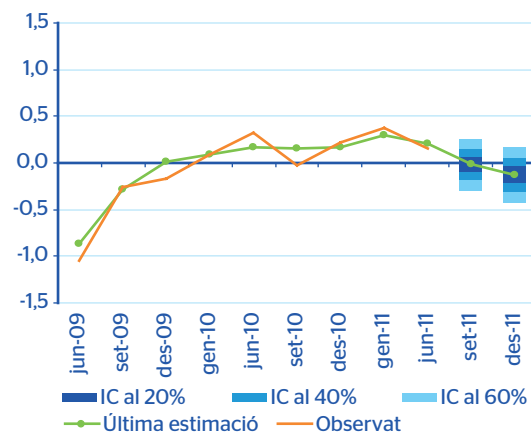
mesures importants en la direcció correcta, encara que no resolen definitivament la majoria dels punts clau. Com hem esmentat en d'altres ocasions, les solucions parcials simplement ajudaran a prevenir una escalada de les tensions financeres, però aquestes seguiran elevades, cosa que augmenta els riscos d'un descens de l'activitat econòmica a la zona de l'euro. En particular, els acords deixen oberts els riscos respecte de la sostenibilitat del deute grec en escenaris on hi hagi un "cansament" en el procés reformador. Així mateix, encara que s'ha buscat incrementar el palanquejament de l'FEEF, la seva operativitat podria retardar-se mentre, en no comptar amb el Banc Central Europeu com a comprador (permanent) d'última instància del deute públic europeu, el seu poder estabilitzador es redueix. Al mateix temps, la recapitalització del sector bancari s'està portant a terme de forma ineficient, compensant les moderades proves de resistència dels balanços bancaris amb un augment substancial dels requeriments de capital. Això podria provocar un bruscat despalanquejament dels bancs europeus que afectaria negativament el crèdit i deixaria sense sanejar els balanços dels bancs de la zona euro. A més, encara no s'ha establert un mecanisme per a la provisió de liquiditat a llarg termini, tot i que resulta extremadament important per tal que els bancs puguin finançar-se. Finalment, tot i que s'ha avançat en el governament europeu, no hi ha un "full de ruta" clar cap a la unió fiscal o l'emissió d'eurobons que, en la nostra opinió, constitueix un element clau per a la credibilitat a llarg termini de la UEM.

### A Espanya, s'observa un deteriorament en el ritme de recuperació de l'economia

Durant els últims tres mesos, les incerteses sobre les perspectives de l'economia mundial i l'abast insuficient d'algunes reformes estructurals han tingut un efecte negatiu en les expectatives de recuperació de l'economia espanyola. Així mateix, a nivell intern continua l'ajust dels desequilibris acumulats en la fase anterior a l'inici de la crisi, potenciat en alguns sectors pel procés de consolidació fiscal. Així, la incipient recuperació observada en la producció durant els últims trimestres ha disminuït, amb taxes de creixement que han caigut del 0,4% t/t en el primer trimestre del 2011, fins a l'estancament que es desprèn de la nostra estimació per al tercer o de la previsió de caiguda que s'observa per al quart.

Gràfic 3

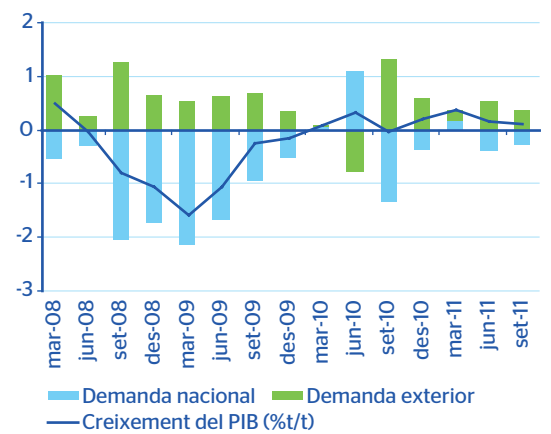
**Espanya: creixement observat del PIB i previsions del Model MICA-BBVA (% t/t)**



Previsió: actual: 03 de novembre de 2011  
Font: BBVA research a partir d'INE

Gràfic 4

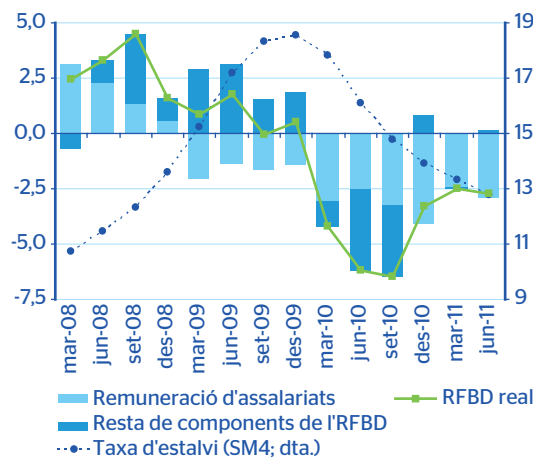
**Espanya: contribucions al creixement trimestral del PIB (%)**



Font: BBVA Research a partir d'INE. Base 2000

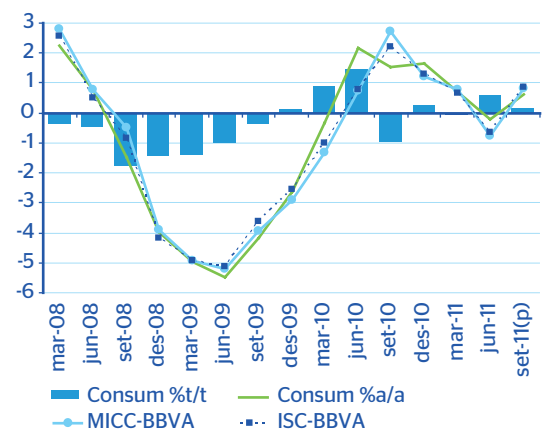
De cara al futur, els indicadors de confiança i la volatilitat en els mercats financers europeus ja avancen un estancament de l'economia europea durant la part final de l'any que podria afectar negativament el fins ara potent creixement de les exportacions espanyoles. Més important encara pot ser l'efecte que els dubtes sobre la solvència d'algunes entitats financeres europees pugui tenir sobre la provisió de crèdit en el continent, incloent-hi el finançament d'activitats d'exportació i, per tant, sobre l'activitat en sí mateixa. Dins d'Espanya, en primer lloc, l'increment en la prima de risc durant els últims tres mesos i les expectatives que la mateixa presenti una reducció més lenta cap a nivells consistents amb els fonamentals de l'economia restarien creixement durant l'any 2012. En segon lloc, la incertesa relacionada amb la política econòmica i, en particular, amb la resolució definitiva de la crisi sobirana, ja hauria començat a afectar les expectatives d'empreses i famílies, la qual cosa tindrà un efecte negatiu sobre el consum i la inversió durant els següents trimestres.

Gràfic 5  
Espanya: contribucions al creixement interanual del RFBd real\* i taxa d'estalvi de les llars (%)



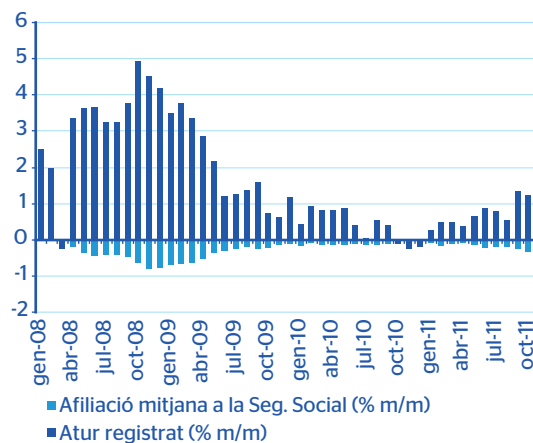
(\*) Es deflacta mitjançant el deflactor del consum de les llars  
Font: BBVA Research a partir d'INE. Base 2000

Gràfic 6  
Espanya: dades observades i previsions a temps real del consum de les llars (%)



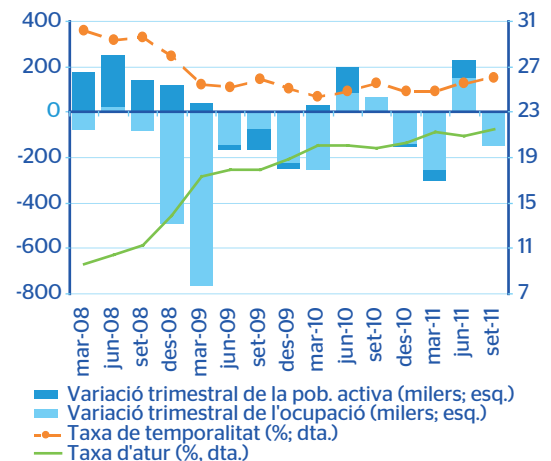
Font: BBVA Research a partir d'INE. Base 2000

Gràfic 7  
Espanya: afiliació mitjana a la Seguretat Social i atur registrat (dades CVEC)



Font: BBVA Research a partir de MTIN

Gràfic 8  
Espanya: indicadors del mercat laboral



Font: BBVA Research a partir d'INE

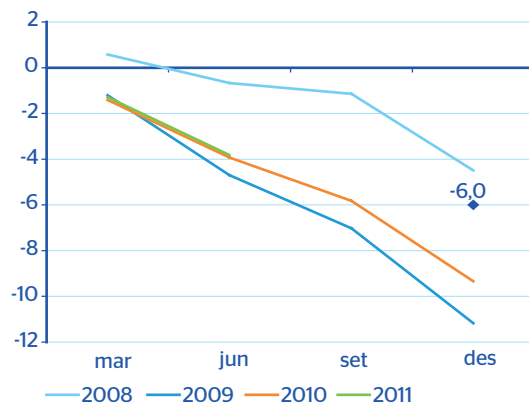
En tercer lloc, i respecte del compliment dels compromisos en matèria fiscal, la creixent probabilitat d'una desviació respecte dels compromisos assumits en termes de dèficit, juntament amb les revisions que s'estan fent a la baixa respecte de l'activitat econòmica per al proper any, suposen que la consolidació fiscal ha de ser més ambiciosa que la prèviament estimada per al 2012. En quart lloc, tot i els avenços observats durant l'últim any, el procés de reestructuració del sistema financer espanyol continua sense completar-se, deixant oberta la porta al fet que algunes entitats no estiguin preparades per solucionar els escenaris adversos als quals el mercat està posant especial atenció i, per tant, suposa que aquestes es mantinguin sensibles a canvis bruscos en les condicions de mercat, limitant la seva capacitat d'oferir crèdit, i més en un context en què els requeriments de capital han estat elevats.

Finalment, encara que valorem positivament el compromís amb l'estabilitat fiscal mostrat en la reforma realitzada a la Constitució, el decebedor comportament del dèficit de les comunitats autònomes pot generar dubtes sobre la capacitat del Govern espanyol per complir els seus objectius durant els propers anys. Més encara, el balanç final de les reformes realitzades durant l'últim any i mig per generar creixement és que aquestes no han estat a l'altura dels problemes que afronta l'economia espanyola. Pel costat positiu, aquest context de major incertesa està portant el Banc

Central Europeu a mantenir una política monetària lleugerament més acomodaticia, havent reduït els tipus recentment -front al calendari de pujades de tipus oficials que s'avançava fa 3 mesos-, fet que pot ser especialment positiu per a les famílies i empreses espanyoles encara que probablement insuficient per compensar els efectes més directes de l'increment de la incertesa. Així mateix, i tot i la pressió a la baixa que suposa el menor creixement a Europa, les exportacions continuen augmentant fortament, especialment aquelles relacionades amb el sector serveis i dirigides cap a mercats extra-comunitaris, fet que pot ser particularment important per tal que la destrucció d'ocupació no s'aguditzí encara més.

Gràfic 9

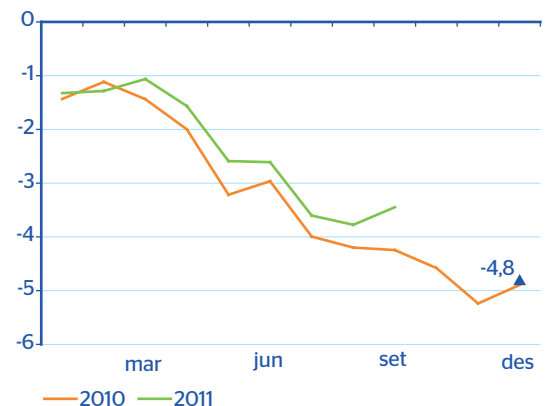
**AA.PP.: capacitat (+) / necessitat (-)  
de finançament (Base 2008. % PIB)**



Font: BBVA Research a partir d'INE

Gràfic 10

**Estat: capacitat (+) / necessitat (-)  
de finançament (Base 2008. % PIB)**



Font: BBVA Research a partir de MEH

En resum, el deteriorament observat en el context internacional rellevant per a l'economia espanyola apunta que el creixement es mantindrà baix i que la probabilitat d'escenaris més negatius dels presentats en aquesta revista s'incrementi. De fet, cada vegada queda menys temps per evitar la materialització d'aquest escenari de risc amb mesures més ambiciosos i definitives, tant a nivell europeu com a nivell nacional, que aclareixin del tot els dubtes que existeixen, en general per a Europa sobre el governament i, en particular per a Espanya sobre la capacitat de generació de creixement i compliment dels seus objectius fiscals.

En aquest sentit, el nou Govern ha de portar a terme amb urgència una agenda substancial i ambiciosa de reformes com les proposades reiteradament des de BBVA Research en els darrers anys.

Respecte de les finances públiques, serà important obrar en conseqüència amb la caiguda estructural dels ingressos, reduint la despesa o buscant fonts alternatives de finançament, però també desenvolupant institucions consistents amb: i) la nova regla fiscal adoptada en la Constitució, ii) una major transparència i planificació (pressupostos plurianuals) i iii) incentius que promoguin el compliment dels objectius en tots els nivells de les administracions públiques.

En segon lloc, s'ha d'avançar en la reestructuració d'una part del sistema financer espanyol que permeti un procés de despallanquejament ordenat i satisfaci la major demanda de crèdit quan la recuperació es consolidi.

En tercer lloc, s'han de dur a terme les reformes necessàries per reduir com més aviat millor el drama de la desocupació i per afavorir la reassignació de factors productius cap als sectors i empreses amb major dinamisme i potencial de creixement, capaços de generar ocupació estable i de qualitat. En una economia tan dual com l'espanyola, hi ha innombrables exemples d'excel·lència empresarial a nivell internacional que estan darrere l'extraordinari comportament del nostre sector exportador durant els últims trimestres. Generalitzar aquest comportament a la resta d'empreses i sectors, alliberar l'enorme potencial de creixement de la nostra economia i eliminar les barreres que impedeixen una reassignació i una ocupació eficient de recursos, en molts casos ociosos, són reptes urgents. I encara que en l'actual context internacional assolir aquests objectius no és una condició suficient per assegurar la recuperació econòmica i la sortida d'una crisi que dura ja quatre anys, sí és una condició necessària. Mentre esperem que els països de l'eurozona resolguin definitivament els seus problemes, en lloc de lamentar-nos per allò que Europa no acaba de fer per millorar la situació



de l'economia espanyola, plantegem-nos què és el que des d'Espanya es pot fer per resoldre la cruïlla en què es troba Europa, complint amb els nostres compromisos fiscals i adoptant mesures veritablement ambicioses per potenciar el creixement i la creació d'ocupació.

Quadre 1

**Espanya: previsions macroeconòmiques**

<b>(Taxes anuals, %)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Consum llars	-0,6	-4,3	1,3	0,4	0,5
Consum AA.PP	5,8	3,2	-0,7	-0,3	-2,7
FBCF	-4,8	-16	-7,5	-5,1	-0,6
Equip. i altres productes	-3	-21,2	-2,1	-0,5	2,8
Construcció	-5,9	-11,9	-11,1	-8,7	-3,2
Habitatge	-10,7	-24,5	-16,5	-7,4	0,9
Demanda nacional (*)	-0,6	-6,4	-1,1	-1	-0,4
Exportacions	-1,1	-11,6	10,3	10,1	5,1
Importacions	-5,3	-17,8	5,5	3	-0,3
Saldo exterior (*)	1,5	2,7	1	1,8	1,4
PIB pm (% a/a)	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1
<b>Pro-memòria</b>					
PIB sense inversió en habitatge	2,0	-1,9	0,9	1,2	1,0
PIB sense construcció	2,3	-2,1	1,7	2,2	1,6
Ocupació total (EPA)	-0,5	-6,8	-2,3	-1,7	-0,8
Taxa d'atur (% actius)	11,3	18,0	20,1	21,5	22,1
Saldo compte corrent (%PIB)	-9,6	-5,2	-4,5	-4,5	-3,0
Saldo de les AA.PP (%PIB)	-4,2	-11,1	-9,2	-6,5	-4,4
IPC mitjana anual	4,1	-0,3	1,8	3,1	1,2

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011.

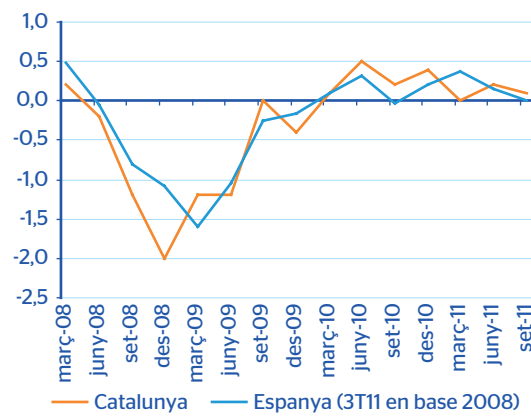
(\*) Contribucions al creixement del PIB.

Font: BBVA Research a partir d'organismes oficials

### 3. Conjuntura de Catalunya: l'atonía de la demanda interna contrasta amb la fortalesa del sector exterior

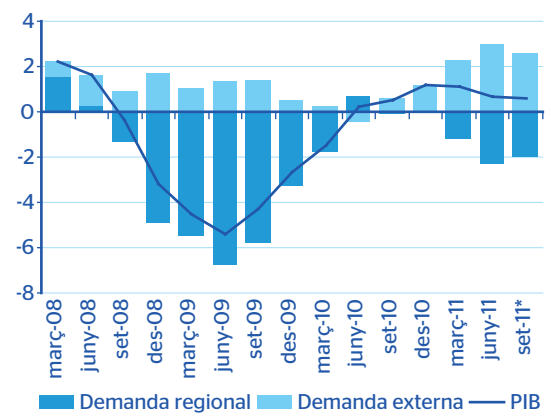
Des de la publicació de la darrera edició del Situació Catalunya en juny de 2011, l'economia catalana ha desaccelerat el seu ritme de creixement en línia amb el succeït al conjunt d'Espanya. Després d'un creixement del 0,4% intertrimestral a finals de 2010, el creixement en el primer trimestre va caure fins a zero per remuntar després només dues dècimes. Les dades publicades recentment pel Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya tornen a avançar un retrocés en el ritme de creixement del PIB català, que en el tercer trimestre de 2011 hauria experimentat un increment mínim de només el 0,1% intertrimestral (0,6% interanual) des del 0,2% del segon trimestre (0,7% interanual). Aquesta tendència erràtica confirma les dificultats per consolidar taxes de creixement sòlides, que només es recolzen en el sector exterior i el turisme atesa l'atonía de la demanda interna, tant privada com pública, especialment afectada pel procés de consolidació fiscal que està portant a terme l'administració pública catalana.

Gràfic 11  
Creixement del PIB (a/a, % Base 2000)



Font: BBVA Research a partir d'INE, Idescat i Dpt. Economia i Coneixement

Gràfic 12  
Catalunya: contribucions al creixement del PIB, %



\* Estimació  
Font: BBVA Research a partir d'INE

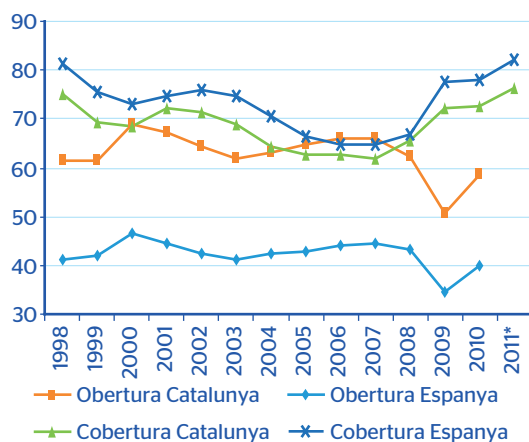
En la darrera edició s'analitzaven les causes generadores de desequilibris regionals analitzant particularment el diferencial de creixement entre comunitats autònomes (CC.AA.) des de sis punts de vista: excés d'oferta d'habitatge, obertura i situació del sector exterior, endeutament privat, atur, deute autonòmic i consolidació pública. Atenent aquell panell, Catalunya se situa en una posició mitja per la presència de factors positius (sector exterior) però també negatius (consolidació fiscal), que la posicionen en línia amb la mitjana espanyola quant a possibilitats de creixement i que expliquen els esmentats baixos ratís de variació del PIB. La major capacitat exportadora de les empreses catalanes compensarà els superiors desequilibris en els comptes públics, mentre un menor rati d'atur -tot i que en nivells elevats-, l'alt nivell d'endeutament privat i un excés d'oferta d'habitatge similar al del conjunt d'Espanya serviran per apropar el creixement mitjà de l'economia catalana a l'espanyol durant aquest any, tot i la contribució negativa del sector públic. No obstant això, els resultats finals queden subjectes al manteniment del dinamisme exportador i turístic, a manca d'incentius addicionals que permetin reactivar l'activitat i reduir l'elevada taxa d'atur.

### Un trimestre més, el sector exterior impulsa l'activitat interior

La recuperació del sector exterior, tanmateix, tampoc està exempta de riscos, tenint en compte l'orientació majoritària de les vendes cap a zones amb capacitat limitada de creixement i cap a sectors productius de menor potencialitat. En aquest sentit, i com ja s'ha analitzat en d'altres edicions d'aquest informe Catalunya gaudeix d'una situació avantatjosa per compensar la caiguda de la demanda interna gràcies a una major obertura que ha d'acompanyar-se, però, d'una progressiva ampliació de mercats de destinació, millores de competitivitat i d'una millora en la taxa de cobertura, si es vol mantenir el dinamisme exportador actual i si es pretén que la contribució del sector exterior continuï essent decisiva. Si tradicionalment l'aportació externa ha estat un dels principals fonaments del creixement econòmic a Catalunya, en aquests moments ha esdevingut essencial atesa la debilitat de la demanda interna afectada per un alt nivell d'endeutament, una elevada taxa d'atur i una caiguda important de la riquesa financera i no financera. Tot i la ralentització experimentada darrerament en el ritme de creixement, en part per l'efecte base, el sector exterior està contribuint positivament al creixement de l'economia catalana i és el que ha permès, juntament amb el turisme, mantenir l'economia catalana en taxes de creixement positiu<sup>1</sup>. Per sectors, a excepció dels béns de consum durador, tots augmenten les seves xifres en dos dígit, especialment els productes químics, i per nivell de contingut tecnològic, hi predominen els de nivell mitjà alt. En termes reals i CVEC, les exportacions catalanes haurien mostrat en el tercer trimestre un creixement del 4,2% (3,8% per al conjunt d'Espanya), front al trimestre anterior, el que suposa una desacceleració consistent amb la que s'està observant a les economies de l'entorn, particularment a Europa.

Gràfic 13

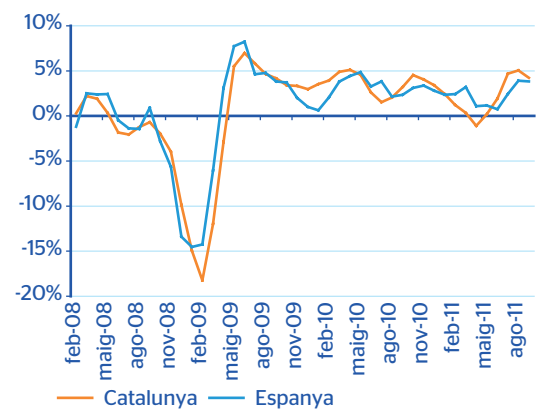
#### Sector exterior: taxa d'obertura i cobertura, %



Font: BBVA Research a partir de Datacomex

Gràfic 14

#### Exportacions reals (t/t sobre trimestre vençut, CVE, %)



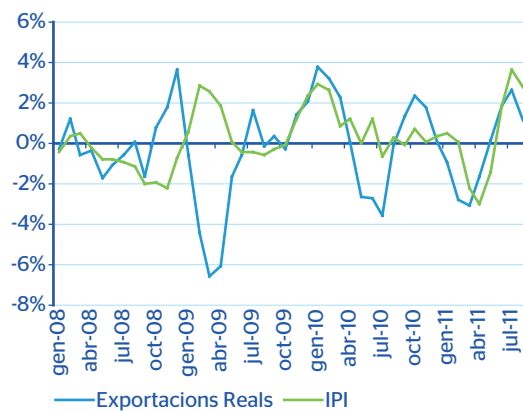
Font: BBVA Research a partir de Datacomex i Ministeri d'Economia i Hisenda

El fre en el creixement dels principals socis comercials europeus i les tensions als mercats financers i els problemes de deute sobirà que s'estenen per Europa justifica l'erràtica evolució de la indústria en un entorn en què el ritme de creixement de les exportacions, com s'ha comentat anteriorment, s'estaria suavitzant. En el tercer trimestre, segons dades d'avanç de la Generalitat, la producció industrial hauria augmentat fins l'1,1% des del 0,5% del segon trimestre, però encara estaria un punt per sota de la xifra assolida un any enrere. No obstant això, el sector industrial continuaria contribuint per cinquè trimestre consecutiu al creixement gràcies al dinamisme de les vendes internacionals i ho podria continuar fent en el mitjà termini.

<sup>1</sup>: La xifra d'Espanya (0,0% t/t) no és comparable, perquè ja està referenciada a la Base 2008.

Gràfic 15

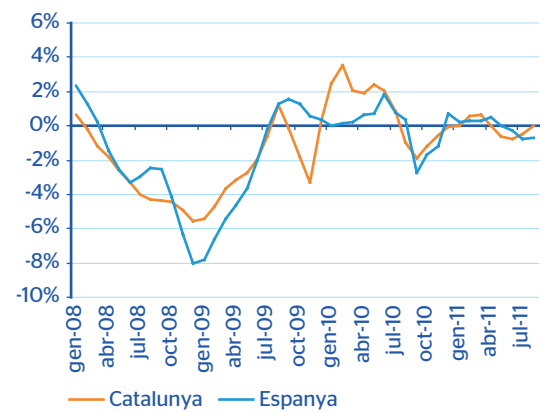
**Exportacions reals i IPI: diferencial de creixement entre Catalunya i Espanya (t/t; CVEC; pp)**



Font: BBVA Research a partir d'INE i MEH

Gràfic 16

**Índex d'activitat del sector serveis (t/t CVE; %)**



Font: BBVA Research a partir d'INE

**Un bon estiu turístic ha mantingut els serveis mentre a nivell intern la demanda continua contraient-se**

El sector turístic és l'altre impulsor determinant de l'economia catalana. Durant l'any 2011 les bones xifres del sector s'expliquen per l'afluència del turisme estranger. Si bé el turisme domèstic contribuï positivament durant l'any 2010 a recuperar gran part de la caiguda del turisme de 2009, en 2011 són els fluxos internacionals els que expliquen el bon comportament del sector tant en termes d'entrades i pernoctacions com de despesa diària i per turista. El manteniment de les tensions bèl·liques en els països de l'arc mediterrani hauria contribuït a la major afluència internacional durant els darrers mesos. Així, fins l'octubre el nombre de turistes allotjats en hotels ha augmentat gairebé un 6%, i el nombre de pernoctacions hoteleres al voltant d'un 7%, amb un increment de la despesa per turista del 8,8% fins el mes de setembre. En tot cas, els resultats no són homogenis per territoris, havent-se observat una millor evolució a la ciutat de Barcelona i la costa de Tarragona, mentre que a la Costa Brava els resultats haurien estat molt menys dinàmics. La major dependència del turisme francès i els problemes de l'aeroport de Girona es podrien trobar al darrere d'aquest comportament diferencialment negatiu.

Amb tot, els fluxos turístics incideixen positivament en els resultats del sector serveis, permetent-ne que l'índex d'activitat del sector serveis es mantingui per sobre de la mitjana espanyola. No obstant això, la manca d'empenta interna ha determinat que el sector serveis retrocedeixi des d'un rati de creixement de l'1,7% a principis d'any fins a l'1,1% del tercer trimestre. Per aquesta raó, les xifres relatives al mercat laboral en l'àmbit dels serveis se situen en nivells de 2009, amb una mitjana de 205,6 milers de desocupats en els tres trimestres de l'any, segons dades EPA.

Quadre 2

**Principals indicadors de conjuntura de l'economia catalana**

%	2010		gen 2011-última dada		última dada (cve) **		últim mes
	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	
Importacions	17,1%	16,5%	8,3%	9,9%	-12,2%	-1,4%	set-11
Exportacions reals	16,0%	13,3%	9,6%	10,7%	-0,5%	-4,8%	set-11
Afiliació a la SS	-1,9%	-1,9%	-1,5%	-1,3%	-0,3%	-0,4%	oct-11
Atur registrat	11,6%	11,4%	3,9%	4,3%	1,2%	1,3%	oct-11
IASS	-1,3%	-1,0%	1,4%	-0,8%	-0,2%	-1,6%	set-11
Vendes Minoristes	-3,9%	-4,5%	-6,7%	-5,5%	-1,5%	-0,9%	set-11
Matriculacions	4,0%	1,8%	-20,3%	-16,6%	-9,9%	-6,9%	oct-11
Visats d'habitatge	-17,5%	-17,3%	-31,3%	-13,1%	-58,8%	-4,5%	ag-11
IPI	3,3%	0,4%	-0,6%	-1,7%	0,0%	-0,2%	set-11
Pernoctacions (a/a)	11,3%	6,4%	6,6%	7,9%	1,6%	3,6%	oct-11
Viatgers (a/a)	12,1%	6,2%	5,8%	5,0%	0,9%	1,3%	oct-11
Confiança del consumidor		-4,9		4,0		-17,0	set-11
Comandes Industrials	13,5		-2,2		-38,8		set-11

Nota: un a/a al costat de la variable indica que el canvi en la darrera dada és interanual.

Font: BBVA Research a partir d'INE, IGE, MFOM, MEH i MITIC

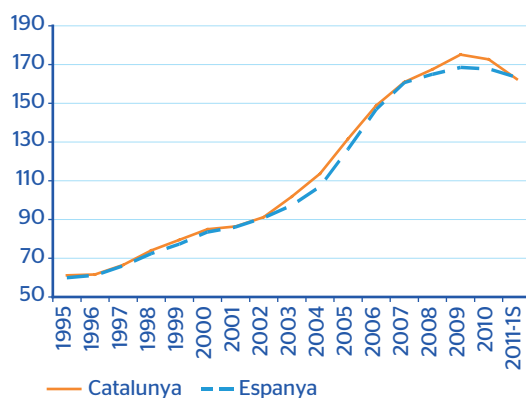
**La correcció dels elevats nivells de palanquejament i el mercat laboral condicionen el comportament de la demanda interna**

A nivell intern, d'acord amb les dades disponibles, durant el primer semestre, els agents del sector privat català varen reduir el seu nivell d'endeutament amb més intensitat que la mitjana espanyola si considerem les dades sobre crèdit al sector privat facilitades pel Banc d'Espanya, com a contrapartida d'una major apel·lació al crèdit en els primers anys de crisi, que havia incrementat el nivell de crèdit sobre PIB fins a 5 punts per sobre de la mitjana espanyola al 2010.

Aquest retard en l'ajustament dels nivells de palanquejament ha facilitat una menor caiguda dels indicadors de consum durant tota la fase de crisi, però determinarà que la demanda privada interna en els propers trimestres hagi de continuar el procés de despalanquejament, fet que repercutirà negativament en les xifres de consum i inversió. Així en el segon trimestre de 2011, la despesa de les llars s'ha reduït ja un 0,6%, i alguns indicadors com les vendes minoristes o les matriculacions de turismes es mantenen en nivells negatius. Sobre aquest aspecte, el requadre "L'estalvi de les llars a les comunitats autònomes: el cas de Catalunya" analitza el comportament de l'estalvi de les famílies en els últims anys.

Gràfic 17

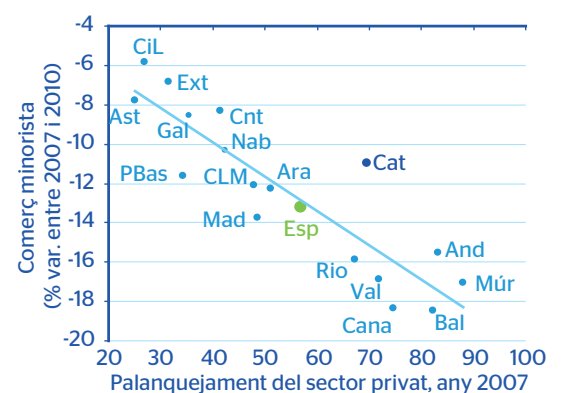
**Crèdit a d'altres sectors residents (% sobre el PIB)**



Font: BBVA Research a partir de Banc d'Espanya i INE

Gràfic 18

**Impacte del palanquejament en el sector privat (%)**



Font: BBVA Research a partir de Banc d'Espanya i INE

## El mercat immobiliari continua el procés d'ajustament, tant en termes d'oferta com de demanda

Respecte del mercat immobiliari, amb un nivell de sobreoferta en línia amb la mitjana espanyola, a Catalunya es continua experimentant una correcció lleugerament menor dels preus en termes reals, fet que implica que tingui encara marge de recorregut en el futur, atesa l'evolució del sector tant des del punt de vista de l'oferta com del de la demanda. A escala provincial, el mercat de l'habitatge de Catalunya exhibeix també cert grau d'heterogeneïtat. Així, la sobreoferta d'habitatge nou respecte del parc residencial varia entre el 3,6% de Barcelona i el més del 7% de Lleida, cosa que, en bona part, condiciona l'evolució del mercat a cadascuna de les províncies.

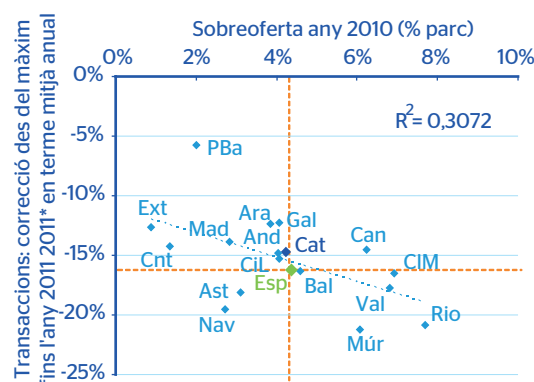
Fins a setembre les transaccions a Catalunya han caigut un 15,0% respecte del mateix període de l'any anterior, 2,6 pp menys de com ho han fet a la resta d'Espanya, amb una correcció en preus, des del màxim, del 21,5% fins el tercer trimestre (24,1% a Espanya). En aquest cas, ha estat Tarragona la província on millor s'han comportat les vendes d'habitatge en caure només un 5,4% en els nou primers mesos de l'any, respecte al mateix període de 2010. Per contra a Girona i Lleida els retrocessos han estat superiors al 20%. Per la seva banda, a Barcelona les transaccions van retrocedir un 15,2% en el mateix període. El millor comportament de la demanda d'habitatge a Tarragona es pot explicar, en gran part, per la major correcció de preus ja que des del màxim l'habitatge a aquesta província s'ha abaratit, fins el 3T11, un 24,3% en termes reals. A Barcelona, la correcció del preu ha estat del 21,5% mentre que a Girona i Lleida acumula un descens del 18,8% i del 17,8%, essent a aquestes províncies on s'espera una major correcció addicional en els pròxims trimestres.

Des de la perspectiva de l'oferta, la reducció de l'activitat al sector ha implicat una retallada del 31% dels visats d'obra nova fins a agost de 2011. Una contracció de l'activitat que ha estat liderada per Girona on durant els vuit primers mesos de l'any els visats de construcció d'habitatge nou han caigut un 63% respecte del mateix període de l'any anterior. Importants han estat també els descensos a Lleida (-40,0%) i Tarragona (-46,1%). Per contra, a Barcelona la contracció (-12,5%) ha estat més continguda.

A més, la racionalització en la despesa pública determinarà que a l'ajust de la construcció residencial s'afegeixi la de l'obra pública. Com a resultat, la contribució de la construcció al PIB tornarà a ser negativa durant aquest any (el tercer trimestre el sector construcció hauria agreujat lleugerament la seva correcció arribant a un decreixement del 4,7%, des del -4,4% assolit en el segon trimestre) i previsiblement també durant 2012. Val a dir, no obstant, que l'ajust del sector va per zones, dins de la pròpia Catalunya. Així, a les àrees on predomina l'oferta de primera residència els excessos es podrien digerir més ràpidament, ja que la recuperació d'aquest mercat depèn, en bona part, de la recuperació de l'ocupació. Per als mercats de segona residència els canvis seran més lents, ja que podrien dependre, en major mesura, de les expectatives de recuperació de la inversió, millores en la confiança i recuperació de la demanda turística.

Gràfic 19

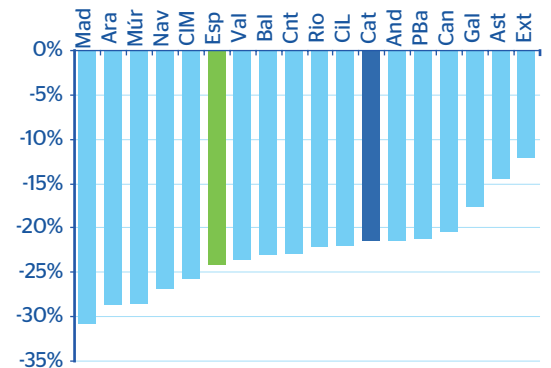
### Espanya: correcció del número de transaccions i sobreoferta, any 2010



\*Nota: mitjana mòbil 12 mesos fins el 2T11  
Font: BBVA Research a partir de Ministeri de Foment

Gràfic 20

### Correcció del preu real de l'habitatge des del màxim fins el 3T11



Font: BBVA Research a partir de MFOM

## Tot i que en 2011 no es complirà l'objectiu marcat pel conjunt de les CC.AA., l'esforç en la consolidació fiscal es fa patent

En aquesta línia, les dades d'execució mensual publicades per la Generalitat, referents al tancament del tercer trimestre de l'any, mostren que Catalunya acumulava un dèficit de l'1,3% del PIB regional, assolint ja d'aquesta manera l'objectiu marcat per al conjunt de l'any per part del Ministeri d'Economia i Hisenda. Aquesta xifra és resultat de la significativa retallada de la despesa autonòmica –que afecta totes les partides, exceptuant la despesa financera- i que és especialment intens en la despesa d'inversió tant directa com indirecta (transferències de capital a administracions locals o a empreses, per tal que aquestes inverteixin) i en la despesa corrent en béns i serveis.

No obstant això, l'esforç en contenció de la despesa pública s'està mostrant insuficient per compensar el pobre comportament dels ingressos, que, tot i incorporar la totalitat dels recursos del nou sistema de finançament<sup>2</sup>, continuen acumulant una caiguda moderada, de gairebé el 3% respecte de setembre de l'any passat. En qualsevol cas, l'execució presentada per la Generalitat sembla anar en línia amb l'objectiu del -2,4% de dèficit pressupostari que s'aprovà en els pressupostos de 2011 (sense consolidar) (veure gràfic 19). En termes consolidats, la posició és lleugerament més desfavorable, i el dèficit de Catalunya es podria incrementar fins el 2,7% del PIB el 2011. Tanmateix, això implica que, per segon any consecutiu la Generalitat de Catalunya incompliria l'objectiu de consolidació fiscal marcat per al conjunt de les comunitats autònomes, fet que suposa un nou cop a la credibilitat de la pròpia institució i del conjunt del sector públic, que pot tenir costos inassumibles.

Per la seva part, el deute de la Generalitat de Catalunya s'ha vist incrementat en 3,2p.p. en el primer semestre de 2011, fins a assolir el 19,2% del PIB regional, fet que la converteix en la segona comunitat amb un rati de deute més elevat després de València (veure Gràfic 20), i la primera en termes absoluts.

En aquest context, la Generalitat de Catalunya afronta l'any 2012 amb la necessitat de realitzar un ajust del dèficit de gairebé 1,4 punts del PIB per a assolir l'objectiu de l'1,3% de dèficit, fet que implica un esforç de consolidació similar al d'aquest any. Però novament, el context de baix creixement, i la possibilitat de dificultats addicionals en el context macroeconòmic o de finançament, fan que l'esforç hagi de tornar-se a concentrar en la despesa.

En la línia de reforçar la credibilitat en el plantejament de la consolidació fiscal, el Govern ha aprovat un Projecte de Llei que limita la despesa de la Generalitat en el futur i fixa en el 0,14% del PIB el dèficit màxim permès per a 2018, avançant dos anys el termini establert pel Govern Central per a quadrar els comptes<sup>3</sup>. De moment, la retallada del 10% de les despeses públiques no és suficient i la necessitat de liquiditat per a fer front a les obligacions de pagament ha impulsat la Generalitat a una triple emissió de deute públic entre particulars amb un cost financer superior al 7%. Com a resultat, el govern ha anunciat ja que, en paral·lel a la reducció de la despesa, es podrien produir increments de la fiscalitat i dels preus públics (entre d'altres, les taxes universitàries) que permetrien assegurar el compliment de l'objectiu a finals d'any.

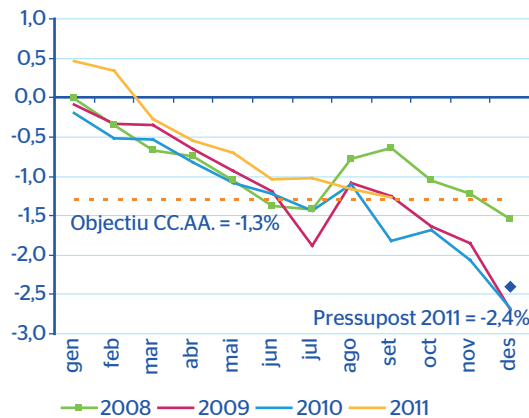
Així, l'ajustament hauria estat superior en el sector públic, amb una caiguda del 3,3% t/t ja durant el segon trimestre de l'any, o el de la formació bruta de capital, que ho feu un 4,8%. L'esforç de contenció de despesa pública que s'haurà de fer extensiu als pròxims trimestres determinarà que, si bé la demanda privada es pot mantenir en nivells propers a zero, el consum públic i, conseqüentment, la formació bruta de capital, continuïn detraient punts al PIB. Finalment, els canvis en el sistema de finançament impliquen que, a mig termini, el finançament de Catalunya millora en termes relatius, però des d'un punt de partida que corregeix els excessos de finançament dels primers anys de la crisi. Per tant, caldrà estar pendents de l'evolució dels ingressos, per si s'han de realitzar esforços addicionals.

2: Veure apartat 4, Evolució recent del finançament de les comunitats autònomes. El cas de Catalunya

3: De forma similar al que succeeix amb la norma estatal, aquest rati podria superar-se en cas de catàstrofes naturals, recessió econòmica o situacions d'emergència legalment declarades, que caldrà determinar clarament en el posterior desenvolupament normatiu.

Gràfic 21

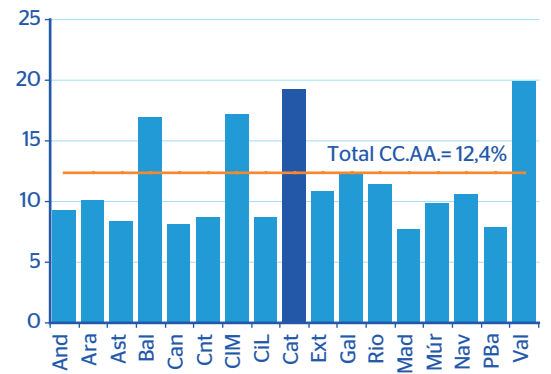
**Generalitat de Catalunya: saldo no financer, execució pressupostària mensual (% PIB regional)**



Font: BBVA Research a partir de Generalitat de Catalunya

Gràfic 22

**CC.AA.: saldo viu del deute a 2T11 (% del PIB regional)**



Font: BBVA Research a partir de BdE

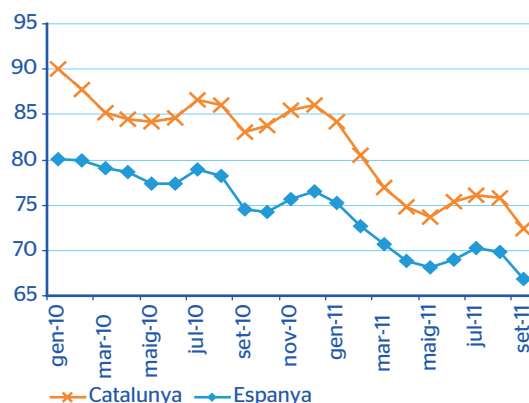
**El manteniment de l'atur en quotes altes genera riscos creixents d'increment de l'ajust en termes de consum i inversió**

El menor rati d'atur (aproximadament dos punts per sota de la mitjana espanyola) i la menor taxa de temporalitat, que ha permès, en termes generals, unes prestacions d'atur superiors tant en duració com en import, han propiciat una menor pèrdua de poder adquisitiu de les economies domèstiques. Aquest avantatge relatiu, però, perilla com a conseqüència de l'extensió de la crisi i del progressiu increment de l'atur de llarga duració que s'acompanya, en general, de la pèrdua del dret al cobrament de les prestacions per atur. A principis del 2010, a Catalunya un de cada deu aturats no rebia prestacions per desocupació (a Espanya, dos de cada deu). Les proporcions han canviat substancialment gairebé dos anys després, i ara a Espanya un de cada tres aturats ja no rep prestacions com a aturat, mentre que a Catalunya la proporció és d'un de cada quatre, i en ambdós casos, amb una tendència clarament creixent que afegirà pressió a la demanda interna.

Adicionalment, les darreres dades disponibles sobre el mercat laboral apunten un empitjorament relatiu tant en termes d'atur com de noves afiliacions a la seguretat social, en una tendència més pronunciada a Catalunya que al conjunt d'Espanya i que podria reduir el biaix positiu de què tradicionalment s'ha gaudit a la zona. Durant tercer trimestre de 2011 el rati d'aturats com a percentatge de la població activa ha remuntat fins el 19,4% (21,5% a Espanya i 9,9% a la zona euro).

Gràfic 23

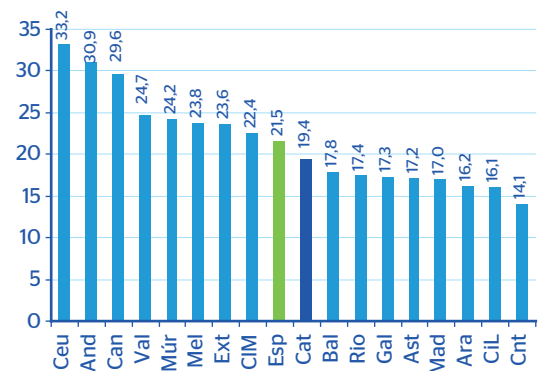
**Cobertura de les prestacions per atur (aturats perceptors / total aturats amb experiència, %)**



Font: BBVA Research a partir de MTIN

Gràfic 24

**Taxa d'atur per CC.AA. (3T11, % població activa)**



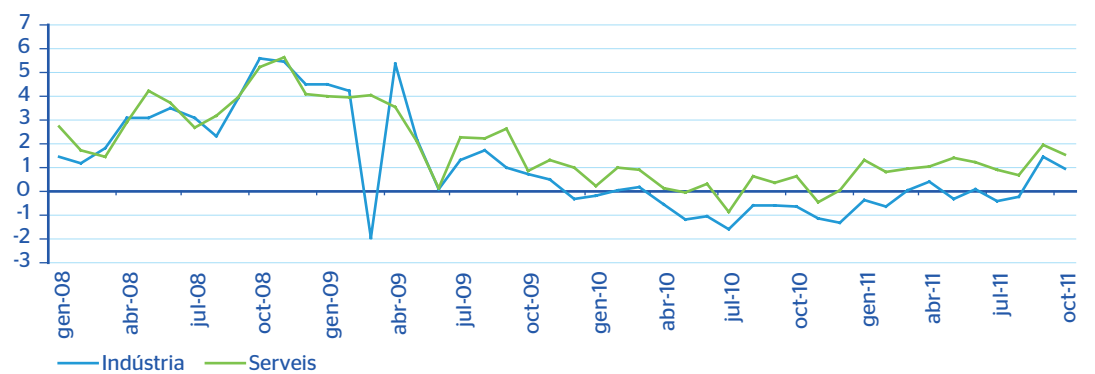
Font: BBVA Research a partir d'INE



Per sectors, el fre en l'activitat tant dels serveis com de la indústria es deixa notar en el mercat laboral català. Així, coincidint amb la finalització de l'estiu, l'atur registrat tant a la indústria com en els serveis ha reprès taxes de creixement, en termes CVEC, no vistes des de mitjans de 2009, un dels moments més durs de la crisi. Aquest fet reforça la necessitat d'aplicar reformes en el mercat laboral, que permetin tant la reintroducció dels aturats al mercat de treball com l'aplicació de mesures, que, adaptant l'activitat de les empreses a les necessitats de la demanda, flexibilitzin els mecanismes de repercussió d'aquesta disminució de l'activitat sobre la força de treball.

Gràfic 25

Atur registrat a Catalunya (dades CVEC, m/m, %)



Font: BBVA Research a partir d'INE

### En endavant, l'elevada incertesa fa patent la necessitat d'aplicar amb contundència les reformes pendents

Cap endavant, des del punt de vista intern, la caiguda de la confiança per l'empitjorament del mercat laboral, la necessitat de continuar reduint el palanquejament del sector privat i els costos de finançament, se sumen a la correcció dels ajustos pendents (en particular, el del sector immobiliari), fets que comportaran un comportament deprimat, encara, de la demanda interna privada (consum i inversió). Per la banda del sector públic es continuarà amb el procés de consolidació fiscal, centrat bàsicament en la reducció de la despesa, que podria mantenir un ritme similar a la d'aquest any, que acompanyada d'un increment dels ingressos, pot fer possible aconseguir l'objectiu de dèficit fiscal, però contribuirà a deprimir la demanda interna.

La rapidesa en les reformes estructurals pendents en matèria de liberalització, reducció de la burocràcia, modernització del mercat laboral, facilitat per a la inversió i recuperació de l'activitat empresarial són claus per tal que, en aquest context, es pugui avançar cap a la recuperació de l'economia catalana, el que permetria minimitzar l'impacte de la consolidació pública sobre el creixement. En alguns casos, com en el de la liberalització dels serveis, cal considerar que la situació és diferencialment més restrictiva en el cas de Catalunya, el que pot suposar guanys diferencials en cas d'aplicar-se aquestes reformes.

Per la banda exterior, la desacceleració de les economies desenvolupades dificulta que, en el curt termini, es mantingui l'aportació del sector extern en el mateix nivell, tot i que les importacions continuaran contingudes pel fre de la demanda interna catalana i espanyola. La capacitat de continuar obrint nous mercats és, en aquest apartat, la necessitat més perentòria que afronta el sector exportador, juntament amb el creixement del nombre d'empreses que busquin obrir nous mercats a l'exterior.

L'elevadíssim grau d'incertesa a què s'enfronten les economies europees, i especialment les que encara mantenen un elevat grau de palanquejament, com la catalana, fa que els riscos d'entrar en un escenari més pessimista del plantejat no siguin menyspreables, en un horitzó on el temps s'esgota. No obstant això, el nostre escenari central continua essent que és possible un creixement positiu per a l'economia catalana, encara que se situaria novament per sota de la mitjana espanyola.

Quadre 3

**Creixement del PIB per CC.AA. (%)**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Andalusia	0,4	0,7
Aragó	0,7	0,8
Astúries	1,0	0,9
Balears	1,3	1,2
Canàries	1,0	1,0
Cantàbria	0,5	0,6
Castella i Lleó	0,7	0,9
Castella-La Manxa	0,4	0,5
Catalunya	0,8	0,8
Extremadura	0,8	0,7
Galícia	0,6	1,0
Madrid	1,3	1,4
Múrcia	0,6	0,7
Navarra	1,2	1,2
País Basc	0,9	1,2
Rioja (La)	1,0	1,1
C. Valenciana	0,7	0,8
<b>Espanya</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>

Font: BBVA Research

## Requadre 1. L'estalvi de les llars a les comunitats autònomes: el cas de Catalunya

En el context actual de crisi i amb un escenari de dificultats per al finançament, el despallanquejament dels sectors privat i públic s'ha convertit en un dels reptes als quals s'enfronta l'economia espanyola. El nivell de palanquejament assolit pel sector privat al llarg de l'expansió i posterior crisi (vegeu gràfic 26) posa de manifest l'existència de desigualtats regionals rellevants, com a conseqüència de l'impacte diferencial del sector immobiliari (en el qual s'ha donat un gran nivell de palanquejament). Però també es veu afectat per les diferències existents en el mercat laboral (taxa de temporalitat o pes del sector públic en l'economia) o estructures demogràfiques (edat mitjana de la població, pes de la immigració) i nivells de renda. Tot això pot afectar també el comportament dels demandants de crèdit i el nivell de palanquejament buscat voluntàriament en la situació inicial.

Les capacitats de despallanquejar, invertir o suavitzar l'evolució del consum davant xocs negatius de renda depenen de l'estalvi interior i de l'acumulació d'aquest en el passat, és a dir, de la riquesa del sector privat. Tot això, especialment en un context com l'actual, en què l'accés al crèdit es veu dificultat i el creixement de la renda és limitat. Per tant, disposar d'informació que permeti conèixer quin és el nivell d'estalvi del sector privat és primordial. Les diferències regionals en totes les variables plantejades anteriorment per al comportament del crèdit aconsellen, a més, poder disposar d'informació regionalitzada, atès que en un context de mercats financers tancats i de dificultats per accedir al finançament com l'actual, un menor nivell de estalvi és un factor limitatiu més de la capacitat de creixement de la inversió. La informació disponible no permet analitzar la situació de l'estalvi en les empreses a nivell regional, de manera que els resultats que aquí s'obtenen són parcials, en endinsar-se exclusivament en el sector de les llars. No obstant això, les dades assenyalen l'existència de grups de comunitats, amb diferent propensió a estalviar que mostren reaccions heterogènies davant una mateixa situació i que possibiliten diferents ritmes de sortida de la mateixa.

Partint de la definició que considera l'estalvi brut de les llars com a diferència entre renda familiar bruta disponible (RFBD) i despesa en consum final de les famílies (C)<sup>4</sup>, s'han elaborat sèries d'estalvi brut de les llars a nivell autonòmic que cobreixen el període 1967-2010. A efectes de modelització, a partir de les dades de C i RFBD de l'INE per al període 2000-2007<sup>5</sup>, es reconstrueixen les sèries cap enrere utilitzant la base de dades BD MORES<sup>6</sup>, actualment enllaçada amb la Comptabilitat Regional Base 2000-BDMORES b. 2000 (des2010). Cap endavant (fins al 2010), la RFBD s'estima mitjançant regressions lineals, que tenen en compte la variació en el PIB de la comunitat autònoma, l'evolució de la renda nacional d'Espanya i, si són necessaris, retards d'aquestes<sup>7</sup>, per la qual cosa aquests resultats han de ser interpretats com a estimacions. En les comunitats amb un major nivell de renda, el poder adquisitiu de les seves llars depèn de les rendes generades en la pròpia economia (vg. PIB de la comunitat). En canvi, en les regions amb un menor nivell de renda, les transferències adquireixen una major rellevància, essent l'evolució de la renda de les seves llars relativament menys dependent del que passi en l'economia a nivell local, i més de l'observat en el conjunt nacional<sup>8</sup>.

En aquesta projecció, un cas especial és el de Balears. Aquí, les dificultats per estimar les rendes procedents de l'estranger (típicament, les pensions o rendes percebudes per residents estrangers, estiguin aquests empadronats o no) donen lloc a una subestimació de la renda<sup>9</sup> que si bé no té impacte sobre el conjunt nacional a causa de la reduïda grandària d'aquesta comunitat, sí desvirtua els resultats que es poden obtenir respecte de la taxa d'estalvi, que resultarien molt propers a zero, fent aconsellable eliminar Balears de l'anàlisi<sup>10</sup>. Per contra, en les regions peninsulars els resultats es poden veure menys distorsionats per aquest efecte (veure gràfic 27).

4: No es prenen en consideració les variacions en l'ajust per les reserves de pensions, la quantia de les quals per al conjunt de l'economia és mínima.

5: 2000-2008 en el cas de la RFBD.

6: Disponible aquí: <http://www.sgpg.pap.meh.es/sitios/sgpg/es-S/Presupuestos/Documentacion/paginas/basesdatos estudios regionales.aspx>

7: Atès que això implica una estimació no conjunta de les dades per CC.AA., els resultats obtinguts es consoliden i s'ajusten a les dades per al conjunt de l'economia espanyola, repartint els errors de manera proporcional a la mida de cadascuna de les economies.

8: En aquest sentit, el paper de les transferències afecta, si més no, a través de tres variables: els ingressos públics autonòmics, els locals, i els sistemes de repartiment de prestacions per atur i de pensions, en els quals el canvi en el nivell de prestació percebut individualment es determina a nivell nacional.

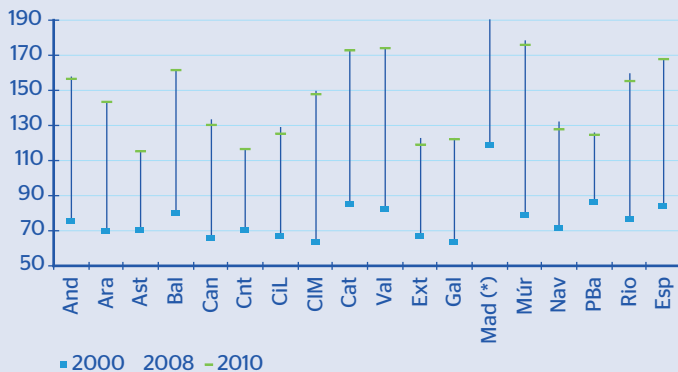
9: La major diversificació de l'economia de la resta de CC.AA. (inclosa Canàries), davant la forta especialització en turisme de Balears, fa que la renda de les llars de les restants regions pugui estimar-se millor. Per tant, encara que aquesta subestimació podria reproduir-se en altres comunitats amb residents estrangers perceptors de renda, com les de l'arc Mediterrani o les Illes Canàries, la incidència d'aquest aspecte es pot considerar reduïda en les altres.

10: De fet, una anàlisi amb microdades realitzada a partir de l'Enquesta de Pressupostos Familiars reflecteix que la comunitat de residència de la llar sí que té impacte en el comportament estalviador de les famílies, essent precisament Balears la regió que mostra, *ceteris paribus*, una major probabilitat que la llar sigui estalviadora. Balears és, a més, una de les comunitats amb major renda per capita, per la qual cosa, d'acord amb la teoria, hauríem d'esperar resultats més semblants als que es desprenen de l'anàlisi amb dades microeconòmiques que als que s'obtenen amb dades macroeconòmiques. Encara que la participació del turisme en l'economia canària és relativament inferior a la de Balears, el pes de l'ocupació turística mostra que també en aquest cas s'haurien de prendre els resultats amb precaució.

El Servei d'Estudis  
del Grup BBVA

Gràfic 26

**Crèdit a Altres Sectors Residents (% del PIB)**



Nota: a Madrid la ràtio s'incrementa fins el 230% en 2008 i 2s10. Però cal considerar un efecte seu rellevant, atès que s'inclou també el crèdit empresarial.  
Font: BBVA Research a partir de BdE i INE

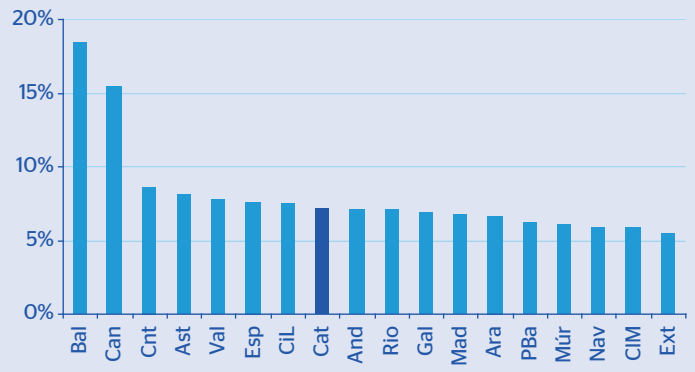
Per a les projeccions del consum, algunes comunitats autònomes disposen de Comptabilitat Trimestral Regional realitzada amb una metodologia similar a la utilitzada per l'INE<sup>11</sup>, per la qual cosa s'utilitza l'evolució del consum privat facilitat per la comunitat com a referència per a l'estimació del consum de les llars de la Comptabilitat Regional<sup>12</sup>. A aquelles CC.AA. per a les quals no es disposa d'aquesta informació, s'ha modelitzat l'evolució del consum prenent com a variables rellevants la renda de la comunitat autònoma i la renda i el consum del conjunt d'Espanya. A partir d'aquestes dades, es calcula l'estalvi que, a efectes de l'anàlisi, s'expressa com a percentatge de la renda bruta disponible de les llars.

**En els últims 30 anys, la taxa d'estalvi de les llars espanyoles mostra una reducció contínua, excepte en els períodes de crisi**

Per al conjunt d'Espanya, i també per a cadascuna de les comunitats autònomes, s'observa una evolució comuna de la taxa d'estalvi de les llars: una lleugera tendència de caiguda pràcticament en tot el període 1967-2007, encara que es veu truncada amb la crisi dels anys 90 per reprendre el camí descendent fins l'any 2008. Això podria justificar-se, com a mínim en part, per diverses raons com la caiguda dels tipus d'interès reals fins a nivells negatius, l'augment de la

Gràfic 27

**Pes del sector turístic en els afiliats a la Seguretat Social, 2010**



Font: BBVA Research a partir de MTIN i IET

bancarització, o la incorporació de la dona al mercat de treball. Aquest comportament de l'estalvi es veu també reproduït en les comunitats autònomes, (els resultats de la sèrie 2000-2010 poden observar-se en el quadre de l'annex) si bé en algunes d'elles d'una manera clarament més marcada<sup>13</sup>.

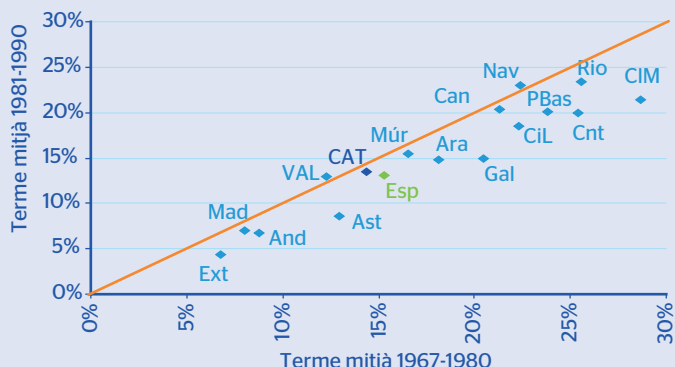
Una anàlisi temporal revela que, durant la dècada dels vuitanta, la taxa d'estalvi va ser inferior a l'aconseguida en el període immediatament anterior a totes les comunitats autònomes, si bé aquesta caiguda és moderada. El canvi és més acusat quan es compara el període 1981-1990 amb el període 2000-2007, fet que s'explica tant pel període d'expansió com per la transformació seguida pel sector financer, amb l'ampliació de terminis en els crèdits i els tipus d'interès reals negatius. En aquest cas, només dues comunitats autònomes (Madrid i Extremadura) que partien de nivells d'estalvi relativament baixos en la dècada dels vuitanta, incrementen el seu estalvi. En el període més recent de crisi, en canvi, s'observa un comportament diferent, i totes les comunitats autònomes (exceptuant el cas de les Canàries on, com ja s'ha exposat, podrien existir problemes de mesura) mostren un increment de la taxa d'estalvi fins al punt que, el 2009, aquesta se situa en els màxims històrics de les sèries.

11: Veure al respecte *Estimacions en temps real del PIB regional: resultats per a Catalunya. Situació Catalunya, segon semestre 2010. Es pot descarregar aquí.*  
12: L'aproximació no és exacta, atès que el consum privat inclou també el de les institucions sense finalitat de lucre al servei de les Llars (ISFSLH), però tenint en compte el baix pes d'aquestes, es pot considerar una bona proxy de l'evolució del consum de les llars.  
13: Els determinants de l'estalvi a nivell regional formen part d'una de les línies d'anàlisi en marxa al BBVA Research, els resultats de les quals s'aniran oferint en properes publicacions.

El Servei d'Estudis  
del Grup BBVA

Gràfic 28

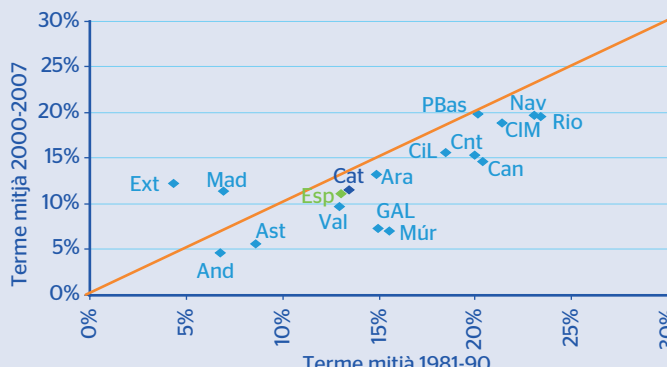
**Taxa d'estalvi de les llars (% de la RFBd) 1967-80 vs. 1981-90**



Font: BBVA Research a partir d'INE i BD Mores

Gràfic 29

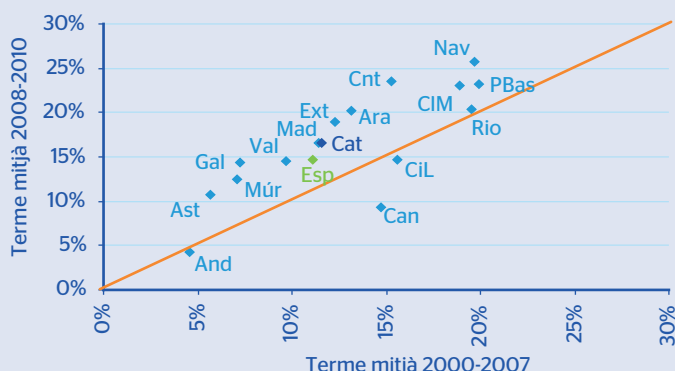
**Taxa d'estalvi de les llars (% de la RFBd) 1981-1990 vs. 2000-2007**



Font: BBVA Research a partir d'INE i BD Mores

Gràfic 30

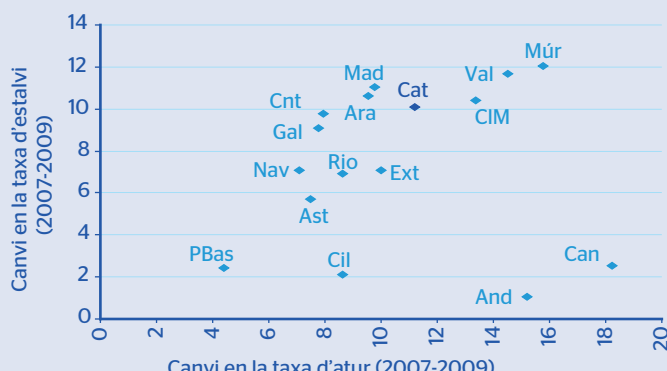
**Taxa d'estalvi de les llars (% de la RFBd) 2000-2007 vs. 2008-2010**



Font: BBVA Research a partir d'INE i BD Mores

Gràfic 31

**Estalvi i taxa d'atur**



Font: BBVA Research a partir d'INE i BD Mores

Una altra de les qüestions que es pot observar és una forta inèrcia en el comportament estalviador si s'analiza per comunitats autònomes. Així, les comunitats del nord d'Espanya tendeixen a tenir una major propensió estalviadora, mentre que les del sud, i al llarg de tot el període analitzat, tendeixen a mostrar un comportament menys estalviador.

Finalment, també s'observa que l'increment de l'estalvi, mesurat com el canvi en la taxa, no sempre mostra un comportament similar, essent -en general- més elevat en aquelles regions en les quals el xoc experimentat és més gran. Així, un major augment en la taxa d'atur ha induït a un major augment de la taxa d'estalvi. Els casos específics de Canàries i Andalusia, en les quals no es produeix aquest augment, podrien estar mostrant que la relació no és lineal: la magnitud del deteriorament del mercat laboral ha estat tan gran que ha fet impossible incrementar aquesta taxa d'estalvi.

**El cas de Catalunya**

Des de 1987, la renda de les llars catalanes ha crescut a un ritme mitjà del 6,8% anual, fet que suposa un creixement molt similar a la mitjana de l'Estat (6,7%), i el mateix ritme de creixement (5,8%) en termes de renda bruta disponible per capita. El fort creixement del sector immobiliari a Catalunya, juntament amb l'elevada rendibilitat que oferien les inversions, feu que durant tot el període expansiu els dipòsits dels agents residents a Catalunya fossin insuficients per cobrir el crèdit subministrat al sector privat d'aquesta comunitat, fet que es veia recolzat per menors taxes d'atur, per una major taxa de participació al mercat laboral i, especialment, per la menor taxa de temporalitat, que haurien afavorit una major confiança i, per tant, un major grau d'endeutament de les famílies. De fet, les llars catalanes han mantingut, durant els períodes de crisi, taxes d'estalvi superiors a la mitjana espanyola, però durant els períodes expansius (tant durant la segona meitat dels anys vuitanta com durant la primera meitat de la dècada anterior) la taxa d'estalvi dels catalans es reduí fins a nivells similars als del conjunt de les famílies espanyoles (entre el 10 i el 12% de la renda bruta disponible des de 2000 fins a 2007).

El Servei d'Estudis  
del Grup BBVA

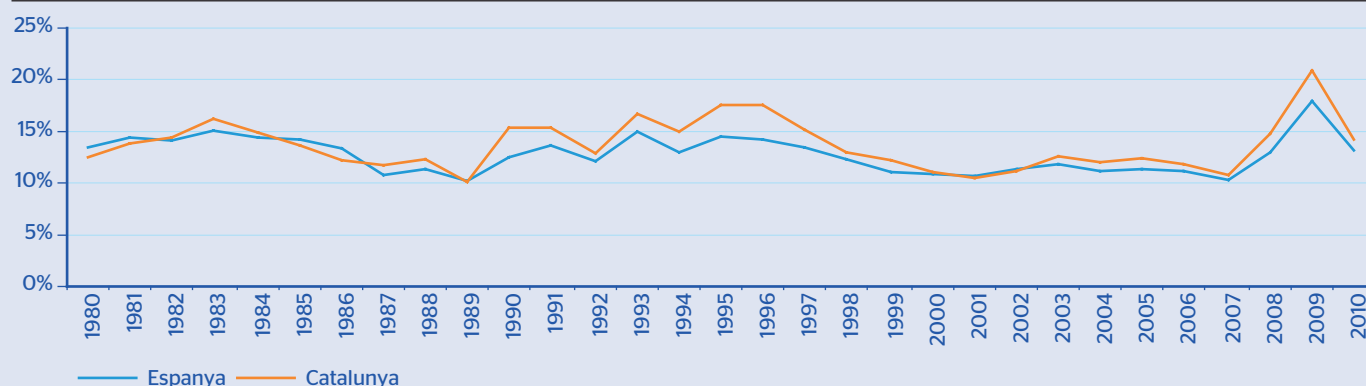
Tanmateix, la crisi esperona el sentiment d'estalvi per motius de precaució i entre 2007 i 2009 la taxa d'estalvi hauria passat, d'acord amb les estimacions de BBVA Research, del 10,8% al 20,9% front a una mitjana espanyola que s'hauria situat al voltant del 18%. L'any 2010, abans de començar la part més important del procés de consolidació pública, la taxa d'estalvi s'hauria reduït fins al 14,2% (un punt per sobre de la mitjana espanyola).

Amb aquest comportament, Catalunya se situa en un grup intermedi respecte de la propensió a l'estalvi de les llars, juntament amb Madrid, la Comunitat Valenciana o Galícia, però lluny de les comunitats amb una major propensió al consum (País Basc o Navarra).

L'any 2010 (i previsiblement també l'any 2011, d'acord amb el comportament de l'estoc de crèdit)<sup>14</sup> la taxa d'estalvi de les llars catalanes s'hauria mantingut per sobre de la mitjana espanyola, fet que reflecteix la rapidesa de l'ajustament per part de les famílies catalanes. Si en aquest comportament no està incidint el fet que augmenta el nombre d'aturats sense dret a percepció (i per tant, el nombre de famílies sense capacitat d'estalviar) la rapidesa de la correcció seria un bon símptoma de cara a la recuperació del creixement en un futur mitjà. Mentrestant, la continuació d'aquest procés, combinat amb l'ajust del sector públic, pressiona a la baixa el creixement en reduir la demanda interna.

Gràfic 32

**Taxa d'estalvi de les llars**



Font: BBVA Research a partir d'INE, i BD Mores

Quadre 4

**Taxa d'estalvi de les llars (% de la renda disponible)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Andalusia	4,1	4,3	5,1	5,7	4,8	5,7	3,9	3,2	3,5	4,3	5,1
Aragó	12,6	11,6	13,3	13,4	12,8	13,6	14,4	13,8	17,9	24,4	18,4
Astúries	4,5	3,7	4,3	4,6	4,3	6,6	8,4	9,0	11,2	14,7	6,5
Canàries	20,9	18,8	16,5	15,9	12,8	11,3	11,5	9,9	11,2	12,5	4,3
Cantàbria	11,0	11,5	14,0	16,0	15,8	17,6	18,8	17,6	21,5	27,4	21,5
C. i Lleó	15,6	16,2	15,3	15,4	15,1	15,5	16,1	15,4	15,9	17,5	10,7
C. La Manxa	18,1	18,2	20,3	21,4	19,7	18,9	18,0	16,6	20,8	26,9	21,3
Catalunya	11,0	10,5	11,2	12,6	12,1	12,4	11,8	10,8	14,8	20,9	14,2
C. Valenciana	11,2	10,5	11,0	11,4	9,7	8,0	8,0	7,4	12,1	19,1	12,5
Extremadura	10,0	10,7	11,5	12,5	12,4	13,6	13,5	13,8	18,3	20,9	17,7
Galícia	6,1	5,5	6,7	8,0	7,2	7,3	8,4	8,8	11,9	17,9	13,4
Madrid	10,3	10,4	11,2	11,5	12,4	12,4	12,6	10,8	12,3	21,8	15,9
Múrcia	4,8	6,1	10,7	9,3	6,7	8,0	5,8	5,3	9,9	17,3	10,3
Navarra	17,7	18,2	19,6	19,9	19,8	21,0	20,2	20,9	25,1	28,0	24,0
País Basc	17,9	18,4	19,3	20,4	20,3	20,5	21,3	21,3	22,7	23,7	23,4
La Rioja	22,2	20,5	20,3	20,2	19,4	18,4	18,8	16,6	19,5	23,5	18,3
<b>Espanya</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>	<b>13,0</b>	<b>18,0</b>	<b>13,1</b>

(e) Estimació BBVA Research

Font: BBVA Research a partir d'INE i BD Mores

14: Veure apartat "Conjuntura de Catalunya: l'atonía de la demanda interna contrasta amb la fortalesa del sector exterior" d'aquest informe

## Requadre 2: Enquestes d'Activitat Econòmica i Tendències de Negoci i Despesa a Catalunya<sup>15</sup>

Des de 1991, primer Banca Catalana i després BBVA, han vingut realitzant l'Enquesta d'Activitat Econòmica (EAE) de BBVA orientada a conèixer l'opinió dels directors d'oficina de BBVA sobre l'activitat i l'evolució dels principals sectors econòmics a Catalunya. Posteriorment, aquesta informació s'ha completat amb l'aportada per l'Enquesta de Tendències de Negoci i Despesa sobre les principals tendències del sector financer que afecten els agents d'aquesta regió.

Tenint en compte la rellevància de la informació obtinguda mitjançant aquests instruments, que s'han convertit en una eina fonamental per a l'anàlisi regional, en els darrers anys s'ha exportat el format a d'altres comunitats autònomes (CC.AA.). En aquests moments ja es realitzen a 13 autonomies com a mecanisme d'anàlisi que permet l'obtenció d'una informació actual i recurrent sobre l'evolució dels principals indicadors econòmics així com de les principals tendències financeres. L'experiència acumulada al llarg de més de 20 anys de tradició a Catalunya, confirma l'eficàcia d'aquesta eina d'anàlisi, configurant-se com a important indicador avançat del comportament de l'economia regional donades tres qualitats destacables:

- **Actualitat:** l'enquesta permet conèixer en "temps real" i de manera trimestral el pols econòmic de Catalunya.
- **Utilitat predictiva:** els resultats de les enquestes en edicions anteriors avalen la utilització dels resultats que s'obtenen com a predictors de la situació actual i futura de l'economia.
- **Especificitat:** els resultats de les enquestes ofereixen una informació cada cop més important sobre l'evolució de l'activitat econòmica i les tendències de negoci i despesa de les llars, no només en el conjunt de l'economia regional i per a cert detall sectorial, sinó també en àmbits geogràfics més reduïts.

Les enquestes pretenen obtenir informació sobre l'evolució i perspectives dels principals indicadors de la zona d'influència de cada oficina. A través d'un senzill qüestionari que consta d'entre tres i cinc opcions de tipus qualitatiu es pregunta, entre d'altres variables, per l'evolució d'indicadors com l'activitat, l'ocupació, la inversió per sectors, la demanda de crèdit o la situació general i personal dels clients de la zona.

### Les Enquestes d'Activitat i Tendències de Negoci i Despesa senyalen que la recrudescència de la crisi financera hauria impactat en l'activitat a Catalunya

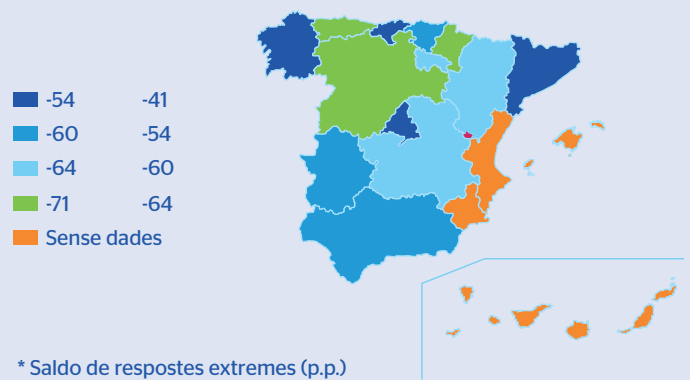
L'activitat econòmica a Catalunya podria haver-se ralentitzat en el tercer trimestre de l'any com a conseqüència tant de factors externs com interns, atesa la informació proporcionada per l'Enquesta d'Activitat Econòmica a Catalunya (EAE), en línia amb l'avanç publicat pel Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat

de Catalunya. Els factors externs (crisi financera, problemes amb el deute sobirà europeu i ralentització de les economies del nostre entorn) incideixen directament i indirecta en l'economia local agreujant la conjuntura interna i dificultant la seva solució (atur, deute públic i privat, reestructuració financera, etc.)

Tanmateix, dins la negativitat, l'enquesta reflecteix una elevada heterogeneïtat, tant regional com sectorial. Des del punt de vista regional, les enquestes mostren un comportament diferenciat entre les 13 autonomies objecte d'anàlisi, i indica que aquest procés d'ajustament no estaria essent tant intens a Catalunya tenint en compte la percepció dels enquestats en d'altres CC.AA. En particular, els enquestats situen Catalunya en el grup de CC.AA. amb una percepció menys negativa de l'activitat juntament amb Madrid, Cantàbria i Galícia, mentre Astúries, Castella i Lleó i Navarra integrarien les regions on més hauria empitjorat la percepció econòmica trimestral<sup>16</sup>.

Gràfic 33

Mapa 1: situació durant el tercer trimestre de 2011



Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research

En termes d'expectatives, s'observa una situació similar. Per al quart trimestre de 2011 Catalunya es mantindria dins del grup de major optimisme en el qual es mantindria Cantàbria i Madrid i al qual s'afegiria Andalusia, mentre Galícia passaria a integrar-se en el grup dels més pessimistes, en què s'inclouen també Astúries i Navarra.

Aquests resultats són coherents amb la informació obtinguda de les estadístiques oficials que ens porten a tenir una visió de l'economia catalana tant en el tercer trimestre com en el quart amb nivells de creixement positius, tot i que molt propers a zero, amb la qual cosa podem intuir que el positivisme relatiu extret ve més determinat per la possibilitat de mantenir el creixement en zona positiva que per la probabilitat d'assolir nivells de variació elevats.

<sup>15</sup> Enquesta realitzada durant la primera quinzena d'octubre sobre una mostra 1786 individus.

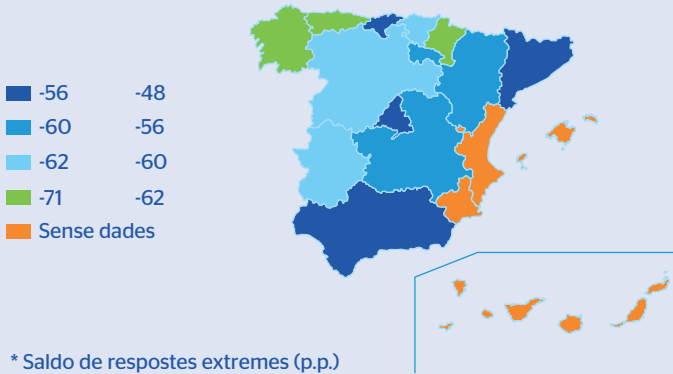
<sup>16</sup> Per solucionar un possible problema en les comparacions interregionals derivat de la diferent visió per part dels enquestats d'una situació similar entre CC.AA. es procedirà a la normalització dels resultats per a cada àrea quan es disposi d'una història suficientment llarga per poder realitzar aquesta depuració estadística.



El Servei d'Estudis  
del Grup BBVA

Gràfic 34

**Mapa 2: perspectives per al quart trimestre de 2011**



Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research

A nivell intern hi ha certa heterogeneïtat sectorial i local a dintre de les diferents CC.AA.

Per sectors, en el cas particular de Catalunya, el poc positivisme obtingut en les respostes es recolza en l'increment del volum de lletres impagades, la negativa evolució de l'ocupació i uns nivells d'inversió que es mantenen reduïts, especialment en el sector construcció. Els enquestats manifesten que la inversió al sector serveis s'ha estancat i no permet generar ocupació, i la inversió i producció industrial evolucionen de forma molt suau, per una reducció de les comandes industrials possiblement justificada per la ralentització experimentada pel sector exterior, en un context en què tant la demanda interna catalana com la de la resta d'Espanya es troben deprimides. Tot i la ralentització en l'activitat exportadora, és aquesta branca, juntament amb el turisme, la que determina que la percepció sobre l'activitat econòmica es mantingui en nivells positius, tot i que molt pròxims a nivells de creixement nuls.

Gràfic 35

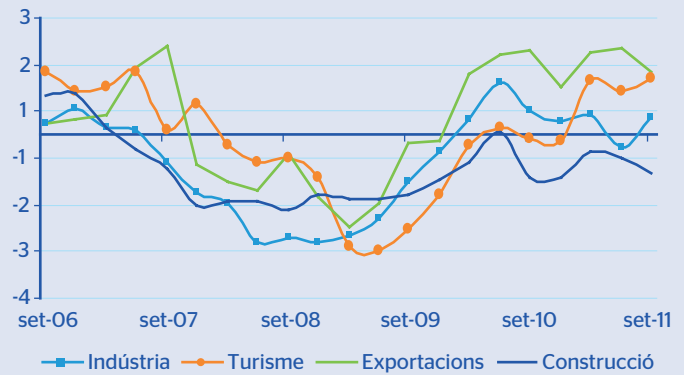
**Catalunya, activitat econòmica i perspectiva per al proper trimestre (desviacions normalitzades respecte del promig històric; sèrie desestacionalitzada)**



Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research

Gràfic 36

**Catalunya, índex de sentiment econòmic per sectors productius (desviacions normalitzades respecte del promig històric; sèrie desestacionalitzada)**

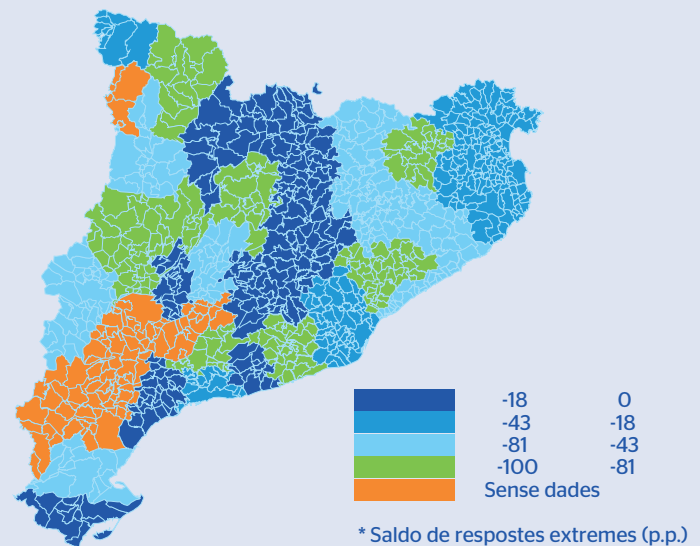


Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research

Geogràficament, són les comarques frontereres de Lleida i Tarragona, així com les limítrofes de l'eix Barcelona-Girona les que mostren els resultats més negatius, en termes de saldo de respostes extremes, mentre les més positives s'inclinen més per manifestar una situació de pràctic estancament que de recuperació real.

Gràfic 37

**Mapa: situació durant el tercer trimestre de 2011**

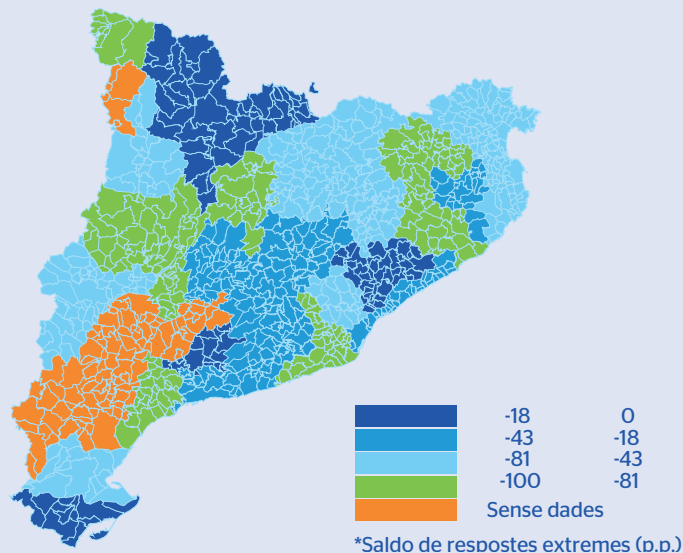


Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research



Gràfic 38

**Mapa 4: perspectives per al quart trimestre de 2011**



Font: Enquesta d'Activitat Econòmica BBVA Research

Respecte de l'Enquesta de Tendències de Negoci i Despesa, els principals resultats assenyalen que la demanda de crèdit es va contraure un trimestre més com a contrapartida de l'elevat interès pels productes d'estalvi, especialment per aquells amb menor potencial de risc. Consistentment amb el *rally* en les primes de risc observat durant el mes d'agost i la posterior aplicació d'algunes mesures per part de les autoritats europees, en el moment en què es llançaren les enquestes (finals de setembre), les perspectives per al quart trimestre, encara que negatives, mostraven una visió menys pessimista que en el tercer.

Tots aquests resultats són consistents amb la nostra visió d'una economia que es desaccelera i que, per tant, es mostra incapaç de crear ocupació de forma sostinguda i que continua el procés de despallanquejament, tant de les llars com de les empreses. Aquests elements determinen que les expectatives d'activitat per al darrer trimestre de l'any es mantinguin un trimestre més en nivells mínims, només recolzades parcialment per les bones perspectives relacionades fonamentalment amb el sector turístic i exportador.

Quadre 5

**Quadre Resum de l'Activitat Econòmica a Catalunya, tercer trimestre 2011 (% de respostes)**

	<b>Augmenta</b>	<b>Estable</b>	<b>Baixa</b>
Producció industrial	8	59	33
Cartera de comandes	10	48	43
Nivell d'estocs	7	79	14
Inversió al sector primari	3	77	20
Inversió industrial	2	61	37
Inversió en serveis	12	61	27
Nova construcció	0	36	64
Ocupació industrial	2	61	38
Ocupació en construcció	0	35	65
Ocupació en serveis	20	54	26
Preus	21	63	16
Vendes	8	51	40
Turisme	32	58	10
Exportacions	37	54	10
Activitat Econòmica	6	62	31
Perspectives per al trimestre vinent	5	49	46

Font: Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

## 4. Evolució recent del finançament de les comunitats autònomes. El cas de Catalunya

Aquest apartat resumeix els resultats obtinguts a *de la Fuente, A. (2011)* on construeixen sèries homogènies de finançament autonòmic amb criteris de caixa i de meritació per a les comunitats autònomes de règim comú durant el període 2002-2009. Per tal de facilitar les comparacions entre regions, el finançament es calcula a "competències homogènies", és a dir, incloent-hi només els recursos destinats a finançar un nivell comú i uniforme en el temps de competències que inclou la gestió de la sanitat i de l'educació, però no algunes competències singulars (com les institucions penitenciàries o la policia) que només han estat assumides, fins ara, per determinades comunitats. Per la mateixa raó, els ingressos corresponents a les Illes Canàries inclouen els recursos addicionals que aquesta regió obté fora del sistema ordinari de finançament gràcies al peculiar règim econòmic i fiscal de què gaudeix (els anomenats Recursos REF) i els ingressos tributaris de les comunitats autònomes es comptabilitzen d'una manera que intenta aproximar la recaptació que s'hauria obtingut d'haver-se aplicat una normativa comuna a totes elles.

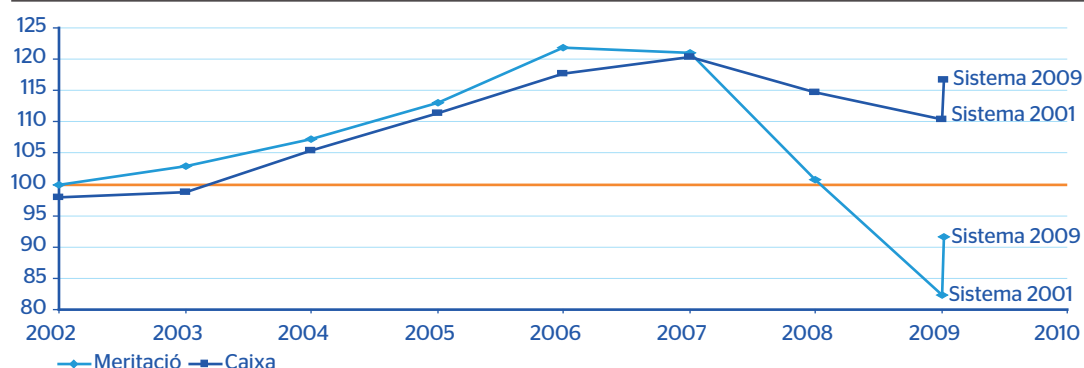
Les sèries distingeixen entre el finançament definitiu que correspon a cada comunitat autònoma en un any determinat amb un criteri de meritació i els ingressos reals que aquesta percep "per caixa" a càrrec del sistema durant l'exercici. En el cas dels tributs gestionats directament per les comunitats autònomes, ambdós conceptes coincideixen almenys aproximadament. En el cas de les transferències estatals (ligades per exemple al Fons de Suficiència) i dels impostos gestionats per l'Agència Tributària estatal (incloent l'IRPF i l'IVA), però, hi ha una diferència que pot arribar a ser important entre ambdós conceptes. Allò que les comunitats ingressen realment al llarg de l'any  $t$  són una sèrie de lliuraments a compte basats en les previsions recollides en els pressupostos generals de l'Estat que es paguen per dotzenes parts mensuals així com, en alguns anys, certes bestretes a compte del finançament definitiu. La diferència entre els ingressos definitius que corresponen a cada regió l'any  $t$  i els lliuraments a compte i bestretes percebudes per aquestes al llarg de l'exercici es calcula (i generalment, encara que no sempre, s'abona) dos anys més tard, un cop es disposa de totes les dades necessàries per realitzar la liquidació del sistema. En aquest moment és també quan s'abonen els fons de convergència per als quals la llei no preveu l'existència de lliuraments a compte. Per tant, l'any  $t$  les regions ingressen els lliuraments a compte corresponents a l'exercici en curs i, en principi, la liquidació de  $t-2$ , mentre que la liquidació de  $t$  es realitza en  $t+2$ .

### L'evolució del finançament agregat

El gràfic 39 resumeix l'evolució del finançament agregat a competències homogènies de les comunitats autònomes de règim comú entre 2002 i 2009. Per al 2009 estan llistats tant els recursos per habitant a preus constants que aquests territoris haurien rebut amb l'anterior sistema de finançament (sistema 2001) com els que realment han percebut amb el nou model que va començar a aplicar-se durant aquest any (sistema 2009).

Gràfic 39

**Finançament a competències homogènies per habitant ajustat a preus constants de 2002**



Font: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El gràfic il·lustra dos fets importants. El primer és la gran sensibilitat del finançament autonòmic al cicle. I el segon és que s'ha endarrerit en dos anys la caiguda dels ingressos autonòmics en termes de caixa, el que s'explica tant per la mecànica del sistema com pels errors de previsió del govern central. Això ha permès als governs regionals posposar l'inici de l'ajustament exigint per la crisi actual més del que hauria estat prudent<sup>17</sup>.

Durant el període d'expansió comprès entre 2002 i 2006, el finançament definitiu a competències homogènies per habitant, mesurat a preus constants de 2002, va augmentar en un 22%. Això fou possible gràcies a una mena de bombolla fiscal que ha tingut molt a veure amb el *boom* de l'habitatge, però no només amb aquest. Durant el mateix període, els components més volàtils de la base tributària (incloent-hi no només les rendes gravades sinó també la despesa subjecta a tributació, com la compra d'habitatge) es van disparar a l'alça en més de 15 punts del PIB, amb el consegüent augment dels ingressos tributaris autonòmics i estatals.

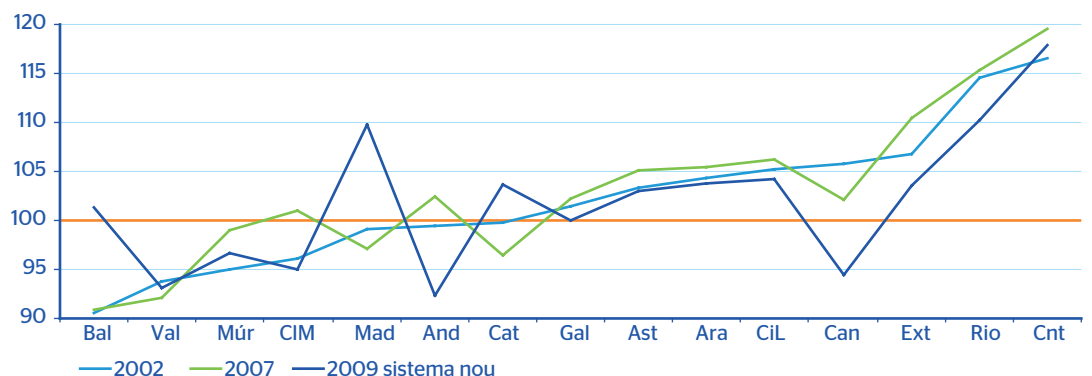
Després de 2007, però, canvien les tornes. La relació entre la base tributària i el PIB torna de cop a nivells més normals i la recaptació tributària es desploma. També ho fa, lògicament, el finançament autonòmic, que està lligat als ingressos tributaris estatals i regionals, encara que la major caiguda es difereix en dos anys quan considerem el finançament per caixa, perquè el descens de la recaptació triga a traslladar-se a les entregues a compte a les comunitats. Si no hagués estat pels recursos addicionals que l'Estat ha injectat en 2009 amb motiu del canvi de sistema, el finançament definitiu per habitant s'hauria reduït en un 32% en termes reals entre 2007 i 2009. La injecció de recursos que ha suposat el nou acord de finançament redueix aquesta caiguda en uns vuit punts percentuals. Tot i això, la pèrdua de recursos per habitant se situa per sobre del 20% en només dos anys en termes de meritació, però només en el 3% en termes de caixa, fet que implica que el gruix del xoc d'ingressos derivat de la crisi actual no arribés a les finances autonòmiques l'any 2009.

### El finançament relatiu per habitant ajustat

El gràfic 40 mostra la distribució del finançament a competències homogènies per habitant ajustat o per unitat de necessitat el 2002, 2007 i 2009.

Gràfic 40

**Índex de finançament per habitant a competències homogènies. Conjunt de comunitats de règim comú = 100**



Notes: Finançament amb criteri de meritació. La població ajustada es calcula tots els anys amb els criteris del sistema 2009.

Font: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

La comparació entre els resultats del nou model del 2009 i els del seu antecessor del 2007 és particularment rellevant perquè aquesta última referència és, segurament, la que va fer d'àncrea per a les expectatives amb les quals els governs regionals van abordar les negociacions per a l'última reforma del sistema, atès que la liquidació de 2007 era l'última disponible en aquest moment. Des d'aquesta perspectiva, els canvis que observem en la posició relativa d'algunes regions resulten preocupants i suggereixen que les pressions per a una nova reforma del sistema no trigaran molt a intensificar-se. Així, mentre que Catalunya, Balears i Madrid guanyen entre 7 i 13 punts en aquests dos anys i passen a situar-se per sobre de la mitjana, Castella la Manxa, Canàries i Andalusia perden entre 6 i 10 punts i cauen des de nivells superiors a la mitjana fins a les últimes posicions del rànquing de finançament per unitat de necessitat.

<sup>17</sup> Els pagaments a compte a les comunitats es fixen d'acord amb les previsions de recaptació recollides en el projecte de pressupostos generals de l'Estat. Per tant, les caigudes no esperades dels ingressos tributaris no afecten el finançament per caixa durant l'exercici en curs sinó dos anys més tard, quan es practica la liquidació del sistema.

És important observar que els bruscos canvis en les posicions relatives d'algunes regions que s'observen entre 2007 i 2009 en el gràfic 40 no es deuen únicament al desigual impacte territorial de l'actual crisi i al repartiment dels recursos addicionals injectats per l'Administració Central al nou model, sinó també a la interacció de la pròpia crisi amb alguns elements "tècnics" del sistema de finançament que segurament convindria revisar.

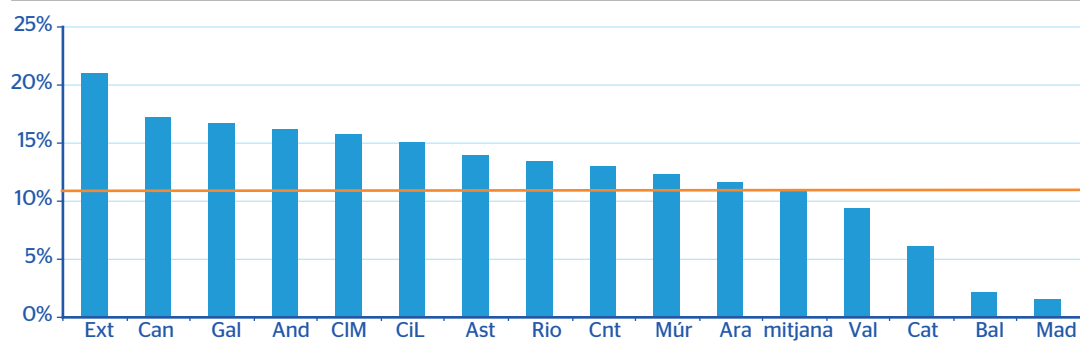
El primer problema en aquest sentit és que l'agregat d'ingressos estatals nets al qual estan referenciades les transferències del Fons de Suficiència (l'anomenat ITEn) reflecteix d'una manera perversa els errors de previsió que pugui cometre el Govern Central a l'hora d'elaborar els Pressupostos Generals de l'Estat (PGE). La raó és que l'ITEn es calcula en termes de caixa, restant dels ingressos totals per IRPF, IVA i IIEE no els rendiments definitius dels trams autonòmics d'aquests impostos, sinó la suma dels lliuraments a compte de l'any en curs i la liquidació abonada en el mateix, que generalment és la corresponent a dos anys enrere. Si el Govern Central és massa optimista, és a dir, si sobrevalora els ingressos tributaris autonòmics i s'excedeix en els lliuraments a compte, l'ITEn serà menor del que ho hauria estat en absència de l'error de previsió, la qual cosa es traduirà en una reducció del Fons de Suficiència que tindrà efectes molt desiguals sobre les diferents regions depenent del pes d'aquest Fons en els ingressos de cadascuna. En principi, l'error es corregeix per si sol dos anys més tard. Quan les comunitats retornen a l'Estat l'excés de lliuraments a compte de l'any  $t$  en la liquidació que es practica en  $t + 2$ , l'ITEn d'aquest últim any s'incrementarà en la mateixa quantia en què s'havia reduït l'ITEn l'any  $t$  com a resultat de l'error de previsió.

En condicions normals, per tant, el problema que això suposa no és greu perquè els errors de previsió acostumen a ser relativament reduïts - excepte en els moments de canvi de cicle - i es compensen automàticament en el termini de dos anys. No obstant això, l'any 2009 concorren dues circumstàncies que fan que les coses siguin molt diferents. La primera és que l'error de previsió ha estat enorme (la recaptació pels impostos que integren l'ITEn s'ha quedat gairebé 35.000 milions per sota del previst en els PGE). I la segona és que es tracta de l'any base efectiu d'un nou sistema molt diferent en alguns aspectes al seu antecessor. Com les transferències del Fons de Suficiència tindran un pes molt inferior en el nou sistema, la distorsió generada per l'error de previsió de 2009 no desapareixerà en dos anys sinó que tindrà un efecte permanent sobre el finançament de les regions afectades, que en alguns casos iniciaran el seu camí en un nou sistema dotat d'una considerable inèrcia en una posició relativa molt diferent de l'esperada en el moment de la negociació d'aquest.

Una segona complicació amb implicacions similars a les del problema que s'acaba de descriure sorgeix perquè els ingressos autonòmics són també sensibles a certes mesures d'estímul fiscal que el Govern Central ha adoptat o mantingut durant l'any 2009, incloent la deducció de 400 euros a l'IRPF per a les rendes del treball i assimilades i les pèrdues de recaptació de l'IVA a causa de l'agilització de les devolucions i les majors facilitats oferides per concedir ajornaments. El problema no és, certament, que el Govern Central pugui adoptar mesures d'impuls fiscal en un període recessiu, sinó que l'estructura del sistema de finançament i el canvi en el seu any base fan que aquestes mesures tinguin efectes, que es podrien considerar accidentals, sobre tota la sèrie futura de finançament regional.

Gràfic 41

**Reducció dels ingressos autonòmics a competències homogènies en 2009  
per causes tècniques com a % del finançament total amb el nou sistema de finançament**



Font: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El gràfic 41 resumeix l'impacte conjunt d'aquestes mesures i dels errors de previsió sobre el finançament de les diferents comunitats autònomes el 2009 sota l'antecessor del sistema actual - un efecte que es trasllada directament al nou sistema a través de la seva clàusula d'*statu quo* -, que garanteix que cap comunitat perd recursos amb el canvi de model. En conjunt, aquests factors van reduir el finançament total de les comunitats de règim comú el 2009 en 9.822 milions d'euros, o un 10,86% del seu finançament total a competències homogènies amb el nou sistema. Gairebé tres quartes parts d'aquesta quantitat provenen de la reducció del Fons de Suficiència i afecten, per tant, les diferents comunitats en proporció a les seves respectives participacions en aquest Fons. Per tant, les comunitats més dependents d'aquest, que són generalment les de menor renda, han estat les més perjudicades pels efectes que estem analitzant. Així, Extremadura, Canàries, Galícia, Andalusia i les dues Castelles han vist reduït el seu finançament en més d'un 15%, mentre que Madrid, Balears i Catalunya només han perdut entre un 1,5% i un 6% dels seus recursos a competències homogènies.

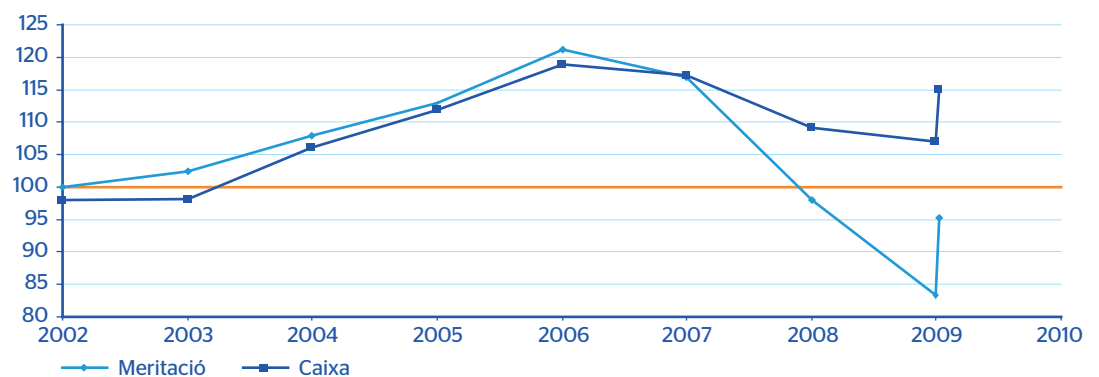
En algun sentit, l'efecte net de les distorsions quantificades en el gràfic 41 sobre les dues cues de la distribució del finançament per habitant ajustat que es descriu en el gràfic 40 s'ha de considerar positiu, ja que aquestes han contribuït a acostar a la mitjana algunes de les regions millor i pitjor finançades sota el sistema anterior (com Extremadura, Cantàbria, la Rioja i Castella i Lleó en la part alta de la distribució i Balears i València en la part baixa). A la zona central de la distribució, però, les distorsions accentuen la caiguda de les Canàries, Castella la Manxa, Múrcia i Andalusia fins a nivells clarament inferiors a la mitjana. En qualsevol cas, el que no sembla molt raonable és que la posició inicial de les regions en el nou sistema es vegi afectada per factors diguem-ne accidentals que en bona mesura constitueixen una externalitat associada a decisions del Govern Central i que difícilment podien haver estat previstos durant la negociació de l'Acord per a la reforma del sistema.

### El cas de Catalunya

Els gràfics 42 i 43 resumeixen la situació de Catalunya. El primer d'ells mostra un patró similar a l'observat en el conjunt de les regions de règim comú: una forta caiguda del finançament meritat per habitant ajustat mesurat en termes reals entre 2007 i 2009 que només s'ha traslladat mínimament al finançament per caixa en aquest últim any. En el cas català, la caiguda dels dos agregats de finançament durant aquest període és una mica menor que en la mitjana nacional: el descens del finançament meritat per habitant ajustat és sis punts menor (el 18,6% enfront del 24,3%) mentre que el del finançament per caixa és de l'1,9% enfront d'una mitjana nacional del 3,1%. Així doncs, el xoc d'ingressos lligat als primers anys de la crisi en curs ha estat una mica més suau a Catalunya que al conjunt del país.

Gràfic 42

#### Finançament a competències homogènies per habitant ajustat a preus constants de 2002

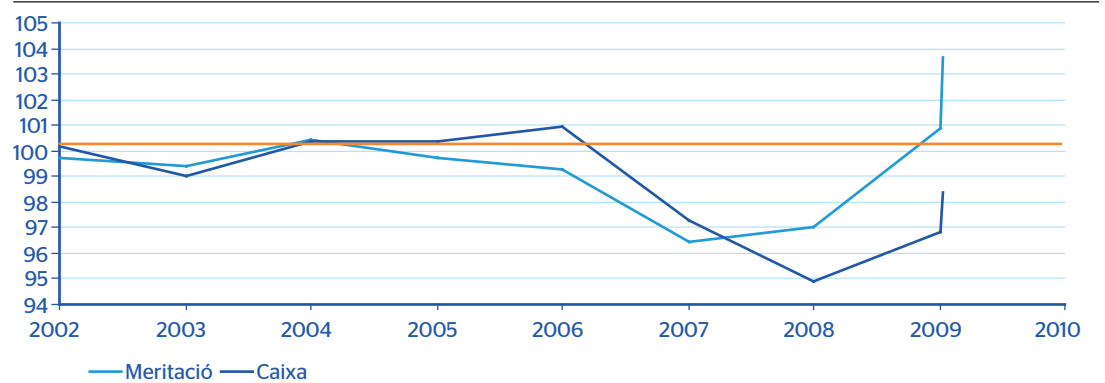


Font: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

Mirant cap enrere, el gràfic 43 mostra que el finançament català s'ha situat lleugerament per sota de la mitjana nacional durant la major part del període analitzat. El 2007 i 2008, la posició relativa de la comunitat es deteriora apreciablement a causa, almenys en part, del mal comportament del sector immobiliari durant aquests anys del començament de la crisi. Finalment, el 2009 ha estat un any molt positiu per el finançament català, almenys en termes relatius. En aquest, la regió ha guanyat 6,5 punts de finançament relatiu en termes de meritació, passant a situar-se clarament per sobre de la mitjana, i 3,5 punts en termes de caixa. Com hem vist, Catalunya ha estat una de les regions menys perjudicades per la reducció del Fons de Suficiència del vell sistema 2001 i ha estat entre les més beneficiades per la introducció del nou model. A causa del retard que introdueix el sistema de lliuraments a compte, la millora del finançament per caixa arribarà amb un cert retard. Així doncs, la discrepància entre els dos índexs que observem el 2009 anuncia que el finançament per caixa de la Generalitat hauria de millorar apreciablement en termes relatius en els anys següents.

Gràfic 43

**Índex de finançament per habitant a competències homogenies.**  
**Conjunt de comunitats de règim comú = 100. Catalunya**



Font: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El Servei d'Estudis  
del Grup BBVA

## 5. Quadres

Quadre 6

### Espanya i UEM: previsions macroeconòmiques

(Taxes anuals, %)	2008		2009		2010		2011		2012	
	Espanya	UEM	Espanya	UEM	Espanya	UEM	Espanya	UEM	Espanya	UEM
Consum llars	-0,6	0,3	-4,3	-1,2	1,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,7
Consum AA.PP.	5,8	2,3	3,2	2,5	-0,7	0,5	-0,3	0,3	-2,7	0,1
FBCF	-4,8	-1,2	-16,0	-12,0	-7,5	-1,0	-5,1	2,4	-0,6	1,7
Equip. i altres productes	-3,0	0,8	-21,2	-16,2	-2,1	3,1	-0,5	5,0	2,8	3,0
Construcció	-5,9	-2,6	-11,9	-8,7	-11,1	-4,1	-8,7	-0,4	-3,2	-0,4
Habitatge	-10,7	-5,3	-24,5	-11,3	-16,5	-3,6	-7,4	1,5	0,9	-0,1
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>
Exportacions	-1,1	0,7	-11,6	-12,9	10,3	10,6	10,1	6,1	5,1	2,5
Importacions	-5,3	0,7	-17,8	-11,7	5,5	8,9	3,0	4,7	-0,3	2,1
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Pro-memòria										
PIB sense inversió en habitatge	2,0	0,6	-1,9	-3,8	0,9	2,0	1,2	1,7	1,0	1,1
PIB sense construcció	2,3	0,7	-2,1	-3,7	1,7	2,4	2,2	1,9	1,6	1,2
Ocupació total (EPA)	-0,5	0,9	-6,8	-1,8	-2,3	-0,5	-1,7	0,3	-0,8	0,6
Taxa d'atur (% actius)	11,3	7,6	18,0	9,4	20,1	10,4	21,5	10,6	22,1	10,7
Saldo compte corrent (%PIB)	-9,6	-1,1	-5,2	-0,8	-4,5	-0,5	-4,5	0,0	-3,0	0,2
Saldo de les AA.PP. (% PIB)	-4,2	-2,0	-11,1	-6,3	-9,2	-6,2	-6,5	-4,5	-4,4	-3,4
IPC mitjana anual	4,1	3,3	-0,3	0,3	1,8	1,6	3,1	2,6	1,2	1,6

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011

(\*) contribucions al creixement del PIB.

Font: BBVA Research a partir d'organismes oficials

Quadre 7

### Previsions macroeconòmiques: Producte Interior Brut

(Taxes anuals, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estats Units	-0,3	-3,5	3,0	1,6	2,3
UEM	0,3	-4,2	1,7	1,7	1,0
Alemanya	0,8	-5,1	3,6	2,9	1,2
França	-0,2	-2,6	1,4	1,6	1,0
Itàlia	-1,3	-5,2	1,2	0,7	0,3
Espanya	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Regne Unit	-0,1	-4,9	3,4	0,9	1,3
Amèrica Llatina*	5,2	-0,6	6,6	4,5	3,8
Mèxic	1,5	-6,1	5,4	3,8	3,3
EAGLES **	6,6	4,0	8,3	6,7	6,5
Turquia	0,7	-4,9	9,2	7,5	4,5
Àsia Pacífic	5,2	4,1	8,0	5,9	6,4
Xina	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Àsia (ex. Xina)	2,3	0,8	6,5	3,7	4,9
Món	2,8	-0,6	5,1	3,9	4,1

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011.

\* Argentina, Brasil, Xile, Colòmbia, Perú, Veneçuela.

\*\* Brasil, Xina, Egipte, Índia, Indonèsia, Corea, Mèxic, Rússia, Taiwan, Turquia.

Font: BBVA Research

Quadre 8

**Previsions macroeconòmiques: tipus de canvi (terme mitjà)**

<b>Dòlars (\$) per moneda nacional</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estats Units (EUR per USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,74
UEM	1,47	1,39	1,33	1,4	1,35
Regne Unit	1,82	1,56	1,54	1,6	1,57
Xina	6,88	6,83	6,74	6,42	6,16

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011.

Font: BBVA Research

Quadre 9

**Previsions macroeconòmiques: tipus d'interès a 10 anys (terme mitjà)**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estats Units	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5
UEM	4,0	3,3	2,8	2,7	2,6

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011.

Font: BBVA Research

Quadre 10

**Previsions macroeconòmiques: tipus d'interès oficials (final de període)**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estats Units (EUR per USD)	0,61	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
Xina	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81

Data de tancament de previsions: 23 de novembre de 2011.

Font: BBVA Research



**AVIS LEGAL**

Aquest document, així com les dades, opinions, estimacions, previsions i recomanacions contingudes en el mateix, han estat elaborats per Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (d'ara endavant "BBVA"), amb la finalitat de proporcionar als seus clients informació general a la data d'emissió de l'informe i estan subjectes a canvi sense previ avís. BBVA no assumeix cap compromís de comunicar aquests canvis ni d'actualitzar el contingut del present document.

Ni el present document, ni el seu contingut, constitueixen una oferta, invitació o sol·licitud de compra o subscripció de valors o d'altres instruments o de realització o cancel·lació d'inversions, ni poden servir de base per a cap contracte, compromís o decisió de cap tipus.

**L'inversor que tingui accés al present document ha de ser conscient que els valors, instruments o inversions a què el mateix es refereix poden no ser adequats per als seus objectius específics d'inversió, la seva posició financera o el seu perfil de risc ja que no han estat preses en consideració per a l'elaboració del present informe**, per la qual cosa ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió tenint en compte aquestes circumstàncies i procurant-se l'assessorament específic i especialitzat que pugui ser necessari. El contingut del present document es basa en informacions que s'estimen disponibles per al públic, obtingudes de fonts que es consideren fiables, però aquestes informacions no han estat objecte de verificació independent per BBVA fet pel qual no s'ofereix cap garantia, expressa o implícita, quant a la seva precisió, integritat o correcció. BBVA no assumeix responsabilitat alguna per qualsevol pèrdua, directa o indirecta, que pogués resultar de l'ús d'aquest document o del seu contingut. L'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

**El preu dels valors o instruments o els resultats de les inversions poden fluctuar en contra de l'interès de l'inversor i fins i tot suposar-li la pèrdua de la inversió inicial. Les transaccions en futurs, opcions i valors o instruments d'alta rendibilitat (high yield securities) poden implicar grans riscos i no són adequats per a tots els inversors. De fet, en certes inversions, les pèrdues poden ser superiors a la inversió inicial, sent necessari en aquests casos fer aportacions addicionals per cobrir la totalitat d'aquestes pèrdues. Per això, amb caràcter previ a realitzar transaccions en aquests instruments, els inversors han de ser conscients del seu funcionament, dels drets, obligacions i riscos que incorporen, així com els propis dels valors subjacents als mateixos. Podria no existir mercat secundari per a aquests instruments.**

BBVA o qualsevol altra entitat del Grup BBVA, així com els seus respectius directors o empleats, poden tenir una posició en qualsevol dels valors o instruments als quals es refereix el present document, directa o indirectament, o en uns altres relacionats amb els mateixos; poden negociar amb aquests valors o instruments, per compte propi o aliè, proporcionar serveis d'assessorament o altres serveis a l'emissor d'aquests valors o instruments, a empreses relacionades amb els mateixos o als seus accionistes, directius o empleats i poden tenir interessos o dur a terme qualsevol transacció en aquests valors o instruments o inversions relacionades amb els mateixos, amb caràcter previ o posterior a la publicació del present informe, en la mesura permesa per la llei aplicable.

Els empleats dels departaments de vendes o altres departaments de BBVA o una altra entitat del Grup BBVA poden proporcionar comentaris de mercat, verbalment o per escrit, o estratègies d'inversió als clients que reflecteixin opinions contràries a les expressades en el present document; així mateix BBVA o qualsevol altra entitat del Grup BBVA pot adoptar decisions d'inversió per compte propi que siguin inconsistentes amb les recomanacions contingudes en el present document. Cap part d'aquest document pot ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en cap manera, forma o mitjà (ii) redistribuïda o (iii) citada, sense el permís previ per escrit de BBVA. Cap part d'aquest informe podrà reproduir-se, portar-se o transmetre's a aquells Països (o persones o entitats dels mateixos) en els quals la seva distribució pogués estar prohibida per la normativa aplicable. L'incompliment d'aquestes restriccions podrà constituir infracció de la legislació de la jurisdicció rellevant.

Aquest document serà distribuït en el Regne Unit únicament a (i) persones que compten amb experiència professional en assumptes relatius a les inversions previstes en l'article 19(5) de la llei de serveis i mercats financers de 2000 (promoció financera) de l'ordre de 2005, (en la seva versió esmenada, en endavant, l'"ordre") o (ii) entitats de grans patrimonis subjectes al que es disposa en l'article 49(2)(a) a (d) de l'ordre o (iii) persones a les quals legalment se'ls pugui comunicar una invitació o proposta per realitzar una inversió (segons el significat de l'article 21 de la llei de serveis i mercats financers de 2000) (d'ara endavant, totes aquestes persones seran "persones rellevants"). Aquest document està dirigit únicament a les persones rellevants i les persones que no siguin persones rellevants no s'hauran de basar en el mateix ni actuar de conformitat amb ell. Les inversions o activitats d'inversió a les quals fa referència aquest document només estan disponibles per a persones rellevants i només es realitzaran amb persones rellevants.

Cap part d'aquest informe podrà reproduir-se, portar-se o transmetre's als Estats Units d'Amèrica ni a persones o entitats americanes. L'incompliment d'aquestes restriccions podrà constituir infracció de la legislació dels Estats Units d'Amèrica.

El sistema retributiu del/s analista/es autor/s del present informe es basa en una multiplicitat de criteris entre els quals figuren els ingressos obtinguts en l'exercici econòmic per BBVA i, indirectament, els resultats del Grup BBVA, incloent els generats per l'activitat de banca d'inversions, encara que aquests no reben compensació basada en els ingressos de cap transacció específica de banca d'inversions.

BBVA no és membre de FINRA i no està subjecte a les normes de revelació previstes per als seus membres.

**"BBVA està sotmès al codi de conducta dels Mercats de Valors del Grup BBVA, el qual inclou, entre unes altres, normes de conducta establertes per prevenir i evitar conflictes d'interès respecte de les recomanacions, incloses barreres a la informació. El Codi de Conducta als Mercats de Valors del Grup BBVA està disponible per a la seva consulta en l'adreça Web següent: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Govern Corporatiu".**

BBVA és un banc, supervisat pel Banc d'Espanya i per la Comissió Nacional del Mercat de Valors, i inscrit en el registre del Banc d'Espanya amb el número 0182.

**Han col·laborat en aquest informe:**
*Economista en Cap d'Economies Desenvolupades*
**Rafael Doménech**  
 +34 91 537 36 72  
 r.domenech@bbva.com

Espanya

**Miguel Cardoso**  
 +34 91 374 39 61  
 miguel.cardoso@bbva.com

**Juan Ramón García**  
 +34 91 374 33 39  
 juanramon.gj@bbva.com

**Miguel Pérez**  
 +34 91 374 75 28  
 m.perezvillaseca@bbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
 +34 91 537 84 73  
 camiloandres.ulloa@bbva.com

**Anabel Arador**  
 +34 93 401 40 42  
 ana.arador@grupobbva.com

**Félix Lores**  
 +34 91 374 01 82  
 felix.lores@bbva.com

**Virginia Pou**  
 +34 91 537 77 23  
 virginia.pou@bbva.com

**Joseba Barandiaran**  
 +34 94 487 67 39  
 joseba.barandia@bbva.com

**Antonio Marín**  
 +34 648 600 596  
 antonio.marin.campos@bbva.com

**Leticia Riva**  
 +34 91 374 62 66  
 leticia.riva@bbva.com

**Mónica Correa**  
 +34 91 374 64 01  
 monica.correa@bbva.com

**Myriam Montañez**  
 +34 954 24 74 8  
 miriam.montanez@bbva.com

**Pep Ruiz**  
 +34 91 537 55 67  
 ruiz.aguirre@bbva.com

**BBVA Research**
*Economista en Cap del Grup*
**Jorge Sicilia**
*Economies Emergents:*
**Alicia García-Herrero**  
 alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

 Anàlisi Transversal Economies Emergents  
**Álvaro Ortiz-Abarca**

Àsia

**Stephen Schwartz**  
 stephen.schwartz@bbva.com.hk

Xina

**Daxue Wang**  
 daxue.wang@bbva.com.hk

Índia

**Sumadh Deorukhkar**  
 deorukhkar@grupobbva.com

Sudamèrica

**Joaquín Vial**  
 jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**  
 gsorensen@bbvafrances.com.ar

Xile

**Alejandro Puente**  
 apuente@grupobbva.cl

Colòmbia

**Juana Téllez**  
 juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**  
 hperea@grupobbva.com.pe

Venecuela

**Oswaldo López**  
 oswaldo\_lopez@provincial.com

Mèxic

**Adolfo Albo**  
 a.albo@bbva.bancomer.com

Anàlisi Macro Mèxic

**Julián Cubero**  
 juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economies Desenvolupades:*
**Rafael Doménech**  
 r.domenech@grupobbva.com

Espanya

**Miguel Cardoso**  
 miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
 mijimenezg@bbva.com

Estats Units

**Nathaniel Karp**  
 nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemes Financers i Regulació:*
**Santiago Fernández de Lis**  
 sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemes Financers

**Ana Rubio**  
 arubiog@bbva.com

Regulació i Polítiques Públiques

**Maria Abascal**  
 maria.abascal@bbva.com

Pensions

**David Tuesta**  
 david.tuesta@bbva.com

*Àrees Globals :*

Escenaris Econòmics

**Juan Ruiz**  
 juan.ruiz@bbva.com

Escenaris Financers

**Sonsoles Castillo**  
 s.castillo@bbva.com

Innovació i Processos

**Clara Barrabés**  
 clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*
**Antonio Pulido**  
 ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
 ana.munera@grupobbva.com

Crèdit Global

**Javier Serna**  
 Javier.Serna@bbvauk.com

Tipus d'Interès, Divises i

Matèries Primeres

**Luis Enrique Rodríguez**  
 luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interessats dirigir-se a:**
**BBVA Research**

 Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
 28046 Madrid (España)  
 Tel.: +34 91 374 60 00 i 91 537 70 00  
 Fax: +34 91 374 30 25  
 bbvaresearch@bbva.com  
 www.bbvaresearch.com