BBVA | RESEARCH

El Servei d'Estudis
del Grup BBVA

Situació Catalunya

Segon Semestre 2012
Anàlisi Econòmica

- **El risc de trencament de l'euro s'esvaeix** després de l'anunci de mesures per la UEM.
- **Europa necessita un acord polític creïble,** eficaç i permanent entre països creditors i deutors.
- **Espanya: continua la recessió,** però amb una caiguda menys intensa al tercer trimestre.
- **El sector exterior català** no és capaç de contrarestar la dinàmica interna.
- **Els ajustos de l'economia catalana continuen al 2012 i 2013.**
- **La inversió estrangera directa catalana:** fragmentant la cadena de producció per reduir costos.

Índex

1. Editorial 3

2. Entorn exterior 5

3. Economia catalana: el sector exterior no compensa la contracció interna 10

4. Enquesta d'Activitat Econòmica a Catalunya: la contracció va a menys 20

5. Determinants de la IED de Catalunya: una aproximació de dades de panell espacial 22

6. Quadres 31

Data de tancament: 23 de novembre de 2012

1. Editorial

L'economia catalana continua el procés d'ajust de la seva activitat i de l'ocupació que, en el més probable dels escenaris, es perllongarà fins la primera meitat de 2013 i suposarà, d'acord amb les previsions de BBVA Research, una caiguda del PIB de l'1,5% aquest any i de l'1,2% en el següent.

A Europa, les accions de política adoptades durant els últims mesos han servit per dissipar els dubtes sorgits respecte a la viabilitat de l'euro, la qual cosa ha redundat en una disminució significativa de les primes que paga el sector públic espanyol, en un augment de la demanda exterior dels títols de deute públic, i en una incipient reobertura del mercat d'emissió de deute privat.

A Espanya, les dades d'activitat econòmica durant els últims tres mesos han mostrat una economia que continua en recessió, però amb una caiguda menys intensa de la prevista. Diversos factors podrien estar darrere d'aquest comportament. El primer és que l'impacte del Pla de Pagament a Proveïdors, implementat durant el segon trimestre de l'any, ha estat major de l'anticipat. El segon és el bon comportament que s'observa en les exportacions, malgrat la recaiguda observada a les economies dels principals socis comercials, com a conseqüència de l'acceleració de les vendes cap a economies emergents. Finalment, el Govern ha anunciat un ambiciós calendari legislatiu per portar endavant un pla de reformes amb l'objectiu d'eliminar "colls d'ampolla" en sectors que tradicionalment han reduït la competitivitat de l'economia espanyola.

No obstant això, les previsions per a Espanya continuen essent negatives en el curt termini. Encara més, la incertesa sobre el compliment de l'objectiu de dèficit fiscal els anys 2012 i 2013 i els dubtes sobre la condicionalitat que pogués acordar-se en cas que s'acabés sol·licitant el suport del Banc Central Europeu (BCE), així com el potencial impacte que això pogués tenir sobre el cost de finançament de l'economia espanyola, suposen factors l'impacte final dels quals sobre el creixement de 2013 és encara difícil de preveure.

En aquest context, l'economia catalana, després de dos anys de molt bon comportament de la demanda exterior, afavorida per la dinàmica europea i de la resta del món, mostra un cert esgotament. La demanda externa, afectada pel comportament de la resta d'Espanya i una Europa menys dinàmica, redueix la seva contribució al creixement. Al seu torn, la demanda interna continua afectada negativament per la correcció dels desequilibris macroeconòmics, com la necessitat de reduir el palanquejament privat i públic i els esforços de reducció del dèficit. Així, es constata una correcció del consum privat que, possiblement, haurà de continuar en propers trimestres, atès que, d'acord amb la informació disponible, es mostra relativament suau respecte de l'observada a la resta d'Espanya, tot i que els desequilibris són similars. En canvi, les xifres de comportament del sector públic mostren una major possibilitat d'aconseguir l'objectiu de dèficit autonòmic, tot i que aquest any la caiguda del consum públic és inferior a l'observada l'any 2011. La partida més afectada per aquesta contracció és la inversió, que reflecteix tant l'esforç de reducció per part de les administracions públiques com la manca de perspectives i les dificultats de finançament del sector privat.

Cap endavant, Catalunya s'enfronta a diferents reptes en un entorn molt complex. En primer lloc, continuar el procés de consolidació fiscal, intentant reduir tant el dèficit públic com el deute autonòmic, especialment en aquesta última variable, ja que Catalunya és la comunitat més endeutada, tant en termes absoluts com relatius al seu volum de PIB. Això implica que durant l'any 2013 s'haurà de continuar amb l'esforç de consolidació, tot i que l'ajust podria ser menor si aquest any, a diferència del que succeí l'any 2011, s'aconsegueix complir amb l'objectiu de dèficit. L'aplaçament de l'aprovació dels pressupostos, i el nomenament d'un nou parlament i govern no han de ser un obstacle per continuar amb el procés de consolidació fiscal. Les previsions de BBVA Research incorporen que, durant 2012, aquests objectius s'aconsegueixen. Si aquest no fos el cas, l'aplaçament de l'ajust fiscal i la pèrdua de credibilitat implicarien un biaix negatiu sobre el creixement del 2013.

Aquest complex escenari interior, queda reflectit tant en els principals indicadors de conjuntura com en els senyals que ofereix l'Enquesta BBVA sobre l'Activitat Econòmica a Catalunya. L'apartat sobre aquesta enquesta reflecteix la incertesa sobre l'evolució de l'economia catalana i les seves perspectives, essent les dues variables més positivament valorades les referents al turisme i les exportacions. Els canvis que s'observen en el comportament del sector exterior català afavoriran que durant el 2013 es mantingui l'aportació positiva, i possiblement amb una lleugera recuperació respecte a la contribució del 2012, fet que permetria, juntament amb la menor contracció de la demanda interna, que el proper any la caiguda del PIB sigui menor.

La revista actual incorpora també una anàlisi sobre el comportament de la Inversió Estrangera Directa catalana a l'exterior. En una economia cada vegada més globalitzada, i amb vocació d'internacionalització, la implantació a l'exterior és un pas important per diversificar el creixement de les empreses, afavorir la internacionalització de l'economia i, en definitiva, aprofitar les oportunitats que ofereix el creixement d'altres mercats. L'article analitza quina és la localització de les inversions exteriors realitzades per l'empresa catalana, constatant que: 1) la inversió estrangera de Catalunya s'ha incrementat considerablement en els últims anys, mantenint-se a l'entorn o per sobre del 10% del PIB català en els últims quinze anys; 2) les decisions de les empreses multinacionals catalanes han contribuït a generar clústers geogràfics d'IED a l'estranger per motius d'oferta, fragmentant la seva cadena de producció i buscant proveïdors amb costos reduïts.

2. Entorn exterior

Les decisives mesures preses pels bancs centrals han aclarit el panorama global

En un entorn d'elevada incertesa per a l'economia mundial, durant els darrers mesos, les autoritats econòmiques –i en particular els bancs centrals de la zona euro i els EUA- han fet passes significatives a las seves respectives àrees de responsabilitat. Les decisives mesures preses han evitat un esdeveniment de risc sistèmic comparable amb els financers esdevinguts a la fi de 2008. Així, tots dos bancs centrals han "construït ponts" cap a un nou marc institucional, en el cas d'Europa, i cap a un nou pacte fiscal als EUA. A més, les mesures de la Fed es mantindran mentre sigui necessari per aconseguir una millora del mercat laboral dels EUA, mentre que les preses o anunciades pel BCE estan sotmeses a diversos condicionants. L'estricte compliment de l'ajust fiscal és obligat a Europa, mentre que la millora del mercat laboral és l'objectiu als EUA.

Les polítiques econòmiques haurien d'aprofitar la finestra d'oportunitat oberta pels bancs centrals, i seguir consolidant la recuperació

S'espera que l'economia mundial registri una progressiva millora del creixement del PIB que el porti l'any 2013 al 3,5% (3,2% al 2012; 4,1% de mitjana del període 2010-12). Aquesta suau expansió es recolza en la menor aversió al risc a conseqüència de les accions preses pels bancs centrals, especialment pel BCE. Tanmateix, es destaquen tres factors que poden deteriorar aquestes perspectives: 1) el més preocupant, un ressorgiment dels problemes a Europa si tornessin els temors de ruptura de l'euro; 2) l'amenaça que penja als EUA per l'anomenat "fiscal cliff", un paquet de reducció de la despesa pública i d'augment d'ingressos per valor del 4% del PIB que entraria automàticament en vigor a principis de 2013 i que empenyeria l'economia nord-americana de nou a la recessió; 3) una forta desacceleració de les economies emergents, en particular de Xina i d'aquelles basades en l'exportació de matèries primeres, la demanda de les quals depèn, al seu torn, de Xina.

Gràfic 1
Índex de Tensions Financeres per a països de la zona euro (punts bàsics)

Font: BBVA Research

Gràfic 2
Creixement (% a/a)

Font: BBVA Research i Haver

Europa i Espanya avancen gradualment en les accions necessàries per impulsar el creixement econòmic en el llarg termini

L'economia espanyola, per la seva banda, continua el procés d'ajustament de la seva activitat i de l'ocupació que, en el més probable dels escenaris, es perllongarà fins la primera meitat de 2013 i suposarà una caiguda del PIB de l'1,4%, tant aquest any com el següent. Malgrat que, en el tercer trimestre de l'any, la caiguda de l'activitat resultà menys intensa de l'esperat fa tres mesos i que la Unió Econòmica i Monetària (UEM) ha realitzat anuncis importants que han servit per reduir considerablement el risc de ruptura de l'euro, les previsions continuen essent negatives en el curt termini. Encara més, la incertesa sobre el compliment de l'objectiu de dèficit fiscal els anys 2012 i 2013 i els dubtes sobre la condicionalitat -especialment la fiscal- que pogués acordar-se en cas que Espanya acabi sol·licitant el recolzament del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) i del Banc Central Europeu (BCE) suposen un risc, l'impacte final del qual sobre el creixement de 2013 és difícil de preveure al tancament d'aquesta publicació.

Com ja es venia advertint, una bona part de l'elevat nivell de la prima de risc espanyola es derivava del fet que els mercats financers havien estat assignant una probabilitat elevada al trencament de l'euro. Les accions de política adoptades durant els últims mesos han servit per dissipar aquests dubtes, la qual cosa ha redundat en una disminució significativa dels tipus d'interès que paga el sector públic espanyol, en un augment de la demanda exterior dels títols de deute públic i en una incipient reobertura del mercat d'emissió de deute privat.

Europa treballa en aquests moments en el disseny d'un full de ruta cap a una unió bancària i fiscal. En aquest sentit, és imprescindible que els acords que s'adoptin estableixin un compromís polític creïble i permanent entre els països de la zona euro, i que s'estableixin les bases per a la creació d'institucions capaces de resoldre els problemes que han afligit Europa els últims quatre anys. Un supervisor únic per a la banca, la recapitalització directa del sistema financer per part del MEDE o l'establiment d'una autoritat fiscal europea amb poder de veto sobre els pressupostos dels països de la unió, serien condicions necessàries, encara que no suficients, per donar major credibilitat al projecte europeu.

A Espanya, les dades d'activitat econòmica durant els últims tres mesos han mostrat una economia que continua en recessió, però amb una caiguda menys intensa del previst. Tenint en compte que la informació per valorar la naturalesa d'aquesta sorpresa és encara parcial, existeixen diversos factors que podrien estar al darrere. El primer és que l'impacte del Pla de Pagament a Proveïdors implementat durant el segon trimestre de l'any, hagi estat major de l'anticipat. Atès que aquesta és una mesura temporal i que els problemes de liquiditat persisteixen a les comunitats autònomes –com ho demostra l'establiment del Fons de Liquiditat Autonòmica (FLA)- el seu efecte positiu no perdurarà en el temps. El segon és el bon comportament que s'observa en les exportacions malgrat la recaiguda observada en les economies dels principals socis comercials. No només disminueix en termes absoluts la contracció registrada en les vendes a països europeus, sinó que s'acceleren les exportacions a economies emergents, que s'han convertit en un suport important per als productors espanyols. La persistència d'aquesta evolució favorable, fins i tot en condicions tan adverses com les desenvolupades durant els darrers mesos, suposa una de les millors notícies i confirma que, un cop finalitzi el procés d'ajustament de la demanda interna, el creixement tornarà i pot fer-ho a taxes relativament elevades. Finalment, el Govern ha anunciat un ambiciós calendari legislatiu per portar endavant un pla de reformes amb l'objectiu d'eliminar el "colls d'ampolla" en sectors que tradicionalment han reduït la competitivitat de l'economia espanyola. Remarcar la rapidesa amb què s'ha legislat per complir els compromisos adquirits al Memoràndum d'Enteniment (MdE) tendents a agilitzar i disminuir els costos de la reestructuració d'una part del sistema financer. Així mateix, l'establiment d'un full de ruta creïble que generés certesa sobre la millora en la capacitat de creixement futura era una de les demandes que des de la publicació de Situación España 4T12 s'havia fet.

Gràfic 3
Espanya: creixement observat del PIB i previsions del Model MICA-BBVA (%, t/t)

* Previsió actual: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research a partir d'INE

Gràfic 4
Espanya: despesa no financera de l'Estat (% del PIB)

Font: BBVA Research a partir de MINHAP

Les últimes dades publicades per l'INE de la Comptabilitat Trimestral, referents al tercer trimestre de 2012, reflecteixen que la consolidació fiscal esperada en el segon semestre és rigorosa, amb importants avenços en la reducció de la despesa pública. No obstant això, persisteixen els riscos que no sigui suficient per complir amb l'objectiu de dèficit a finals d'any, atès el deteriorament dels ingressos. En termes de creixement, per tant, es mantenen encara alguns dubtes sobre si es posposa una part de l'ajustament a 2013 i quines serien les mesures a prendre per compensar qualsevol desviació sobre l'objectiu de dèficit que pugui produir-se a finals d'any, mantenint en suspens algunes decisions de despesa del sector privat. Encara més, tot i que el Govern ha decidit que la major part del que manca de l'ajust se centri en la despesa (el que minimitzaria l'impacte sobre el creixement si es concentrés en millores de l'eficiència), es preveu que en el futur sorgeixin incentius per incrementar la càrrega impositiva. Entre aquests últims, es poden esmentar la temporalitat d'algunes de les mesures anunciades (com, per exemple, la reducció dels salaris públics i l'augment de l'impost sobre la renda) o la incertesa sobre els resultats finals d'algunes altres (com la reforma de l'Administració Pública).

En qualsevol cas, és bo recordar que, encara que no es compleixi amb l'objectiu de dèficit al 2012, les dades semblen indicar que sí es reduirà el desequilibri estructural en els comptes públics en una magnitud inèdita entre els processos de consolidació fiscal en economies desenvolupades. Segons les estimacions de BBVA Research, de no haver-se pres mesures fiscals discrecionals durant l'any, el dèficit públic finalitzaria al 2012 al voltant de l'11,5% del PIB (excloent les ajudes al sistema financer), com a conseqüència de la recessió econòmica, el major servei del deute o el creixement dels beneficiaris de la Seguretat Social. Per tant, reduir el dèficit fins a un nivell al voltant del 7%, com es preveu en la publicació de Situación España 4T12, suposa un esforç fiscal (reducció del dèficit estructural) superior al 4% del PIB. Així doncs, aquesta disminució estructural del dèficit indica que la consolidació fiscal està funcionant adequadament però que, en les actuals circumstàncies econòmiques, el procés és lent i molt costós. Per tot això, l'ajustament ha de ser valorat positivament, ja que posa a les finances públiques en el camí de la sostenibilitat i demostra que l'objectiu de consolidació fiscal en el mitjà termini pot ser creïble.

Tot això és crucial quan s'especula sobre la condicionalitat que acompanyaria un hipotètic programa de suport a l'economia espanyola en els termes establerts pel BCE a través de les Operacions Monetàries de Compravenda (OMC o OMT per les seves sigles en anglès). En el marc del programa, Espanya i Europa haurien d'assegurar que els ajustos fiscals s'avaluïn en termes estructurals (tenint en compte el deteriorament del cicle econòmic) i no amb objectius nominals, com fins ara. Per l'anterior és clau que el país recuperi credibilitat i confiança en les seves relacions amb Europa, de tal manera que les Operacions Monetàries de Compravenda redundin en un descens significatiu del cost de finançament de l'economia espanyola i en una

reobertura total dels mercats de finançament. En absència de l'anterior, la política fiscal podria incrementar la magnitud del seu impacte (directe i indirecte) sobre la caiguda de la demanda interna durant 2013, sobretot en la mesura en què els mecanismes de transmissió de la política monetària continuïn obstruïts.

Aquesta avaluació de la consecució d'objectius en termes estructurals pot veure's seriosament reforçada amb l'anunci del Govern de crear una autoritat fiscal independent que avaluï la situació cíclica de l'economia així com el seu impacte sobre les finances publiques. A falta de conèixer els detalls sobre aquest tema, la seva implementació pot incrementar significativament la credibilitat de la política fiscal a Espanya només en la mesura en què: a) sigui realment independent, b) sigui transparent en la seva metodologia, i c) els seus integrants siguin professionals amb un ampli reconeixement professional. Així mateix, és imprescindible que s'avanci cap a un sistema impositiu més eficient, que elevi la càrrega sobre el consum i la disminueixi sobre les rendes del treball i el capital. Addicionalment, s'ha de progressar en la reforma del sistema de pensions per garantir la seva sostenibilitat avançant la posada en marxa del factor corrector que s'ha previst referent a això.

Finalment, és indispensable que es compleixi rigorosament amb l'agenda que s'ha imposat en matèria de reformes estructurals, impulsant els canvis legals necessaris que redueixin els costos d'operació de les empreses i que contribueixin, d'aquesta manera, a la millora de la competitivitat. Part fonamental de l'anterior és completar el procés de reestructuració del sector financer. Els detalls recentment anunciats sobre el funcionament de la Societat de Gestió d'Actius Procedents de la Reestructuració Bancària (Sareb) tracten de generar un balanç adequat entre la necessitat d'atreure capital privat al seu accionariat i evitar el ressorgiment de dubtes respecte a la solvència d'algunes entitats financeres. Cal esmentar que els preus de transferència que s'han definit, i que són inferiors als que suposaria una aplicació de les pèrdues esperades per Oliver Wyman en l'escenari base, es justifiquen per tractar-se d'una adquisició en bloc, per la cobertura dels riscos de la Sareb, per les despeses que afrontarà i per les perspectives de desinversió dels actius. Per tant, aquests preus no han de constituir una referència per a la valoració d'actius bancaris no transferits.

Quadre 1

Espanya: previsions macroeconòmiques

(% a/a excepte indicació contrària)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12 (e)	2011	2012 (p)	2013 (p)
Despesa en Consum Final Nacional	0,6	-0,8	-1,0	-2,1	-2,0	-2,4	-2,3	-0,8	-2,4	-3,9
D.C.F Privat	0,0	-1,0	-0,4	-2,5	-1,4	-2,2	-1,9	-1,0	-2,0	-2,9
D.C.F Llars	0,2	-0,9	-0,2	-2,4	-1,5	-2,2	-2,0	-0,8	-2,1	-2,9
D.C.F AA.PP	2,2	-0,5	-2,7	-1,1	-3,6	-3,0	-3,2	-0,5	-3,6	-6,9
Formació Bruta de Capital	-5,9	-5,1	-4,6	-6,5	-7,6	-9,3	-10,9	-5,5	-9,5	-7,4
Formació Bruta de Capital Fix	-6,0	-4,9	-4,2	-6,0	-7,7	-9,4	-11,2	-5,3	-9,7	-7,5
Actius Fixos Materials	-6,7	-5,4	-4,7	-6,6	-8,4	-10,3	-12,1	-5,8	-10,5	-8,0
Equip, Maquinària i Actius Cultivats	4,9	2,9	3,5	-1,7	-5,9	-6,9	-9,2	2,3	-7,6	-3,7
Equip i Maquinària	5,1	3,0	3,4	-1,7	-6,0	-7,0	-9,2	2,4	-7,7	-3,8
Construcció	-10,8	-8,5	-8,0	-8,6	-9,5	-11,8	-13,4	-9,0	-11,8	-10,0
Habitatge	-7,8	-7,3	-5,8	-5,9	-6,3	-7,0	-8,1	-6,7	-6,8	-8,4
Altres edificis i altres construccions	-13,5	-9,6	-9,9	-10,9	-12,3	-16,0	-18,1	-11,0	-16,3	-11,7
Actius Fixos Immaterials	4,1	1,4	4,9	2,0	3,0	2,9	1,0	3,1	2,0	-1,6
Variació d'existències (*)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-0,9	-1,8	-1,8	-3,1	-3,2	-3,9	-4,2	-1,9	-4,0	-4,7
Exportacions	10,2	7,1	7,6	5,8	2,8	3,3	3,5	7,6	3,8	8,2
Importacions	4,5	-1,6	-1,2	-4,9	-5,9	-5,4	-4,7	-0,9	-4,7	-1,8
Saldo exterior (*)	1,4	2,4	2,5	3,1	2,6	2,6	2,6	2,3	2,6	3,3
PIB pm	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,6	0,4	-1,4	-1,4
Pro-memòria										
PIB sense inversió en habitatge	1,2	1,1	1,1	0,4	-0,2	-0,9	-1,3	1,0	-1,1	-1,0
PIB sense construcció	2,7	2,1	2,1	1,4	0,8	0,4	0,1	2,1	0,2	-0,3
Ocupació total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-4,8	-4,6	-1,9	-4,4	-3,4
Taxa d'atur (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	24,6	25,0	21,6	25,0	26,1
Ocupació total (e.t.c.)	-1,4	-0,9	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-4,6	-1,7	-4,2	-3,2

(*) Contribucions al creixement
(e): estimació; (p): previsió
Font: BBVA Research a partir d'INE

3. Economia catalana: el sector exterior no compensa la contracció interna

A falta de conèixer els resultats detallats, l'avançament del PIB publicat pel Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya anticipa que l'economia catalana s'hauria contret un -0,3% t/t al 3T12, encadenant 4 trimestres de caiguda ininterrompuda. De confirmar-se aquesta estimació, la retracció de l'activitat entre juliol i setembre hauria estat menys intensa que l'experimentada un trimestre enrere, quan la caiguda fou del -0,5%. En termes interanuals, el PIB se situà en el -1,4%, amb retrocessos a tots els sectors d'activitat.

La composició del creixement hauria tornat a estar marcada per dues forces contraposades: la fortalesa del sector exterior i la debilitat de la demanda domèstica. L'any 2011 l'avanç de la demanda externa compensava el retrocés de la domèstica, però l'any 2012, la contribució del sector exterior no ha pogut suportar la creixent contribució negativa de la demanda regional, provocant els creixements anuals negatius que s'observen en els darrers trimestres.

En línia amb la tendència seguida durant els últims trimestres i amb els resultats obtinguts de l'anàlisi de l'Enquesta d'Activitat Econòmica elaborada per BBVA a la xarxa d'oficines de Catalunya (veure apartat 4), s'espera que l'activitat econòmica catalana continuï contraient-se també durant el quart trimestre de l'any. Segons les nostres estimacions, en l'escenari més probable, es preveu una caiguda del PIB al voltant del -1,5% l'any 2012, encara que les primeres dades reflecteixen que el tercer trimestre podria mostrar un comportament lleugerament millor del previst. L'any 2013, continuarà la moderació esperada en l'evolució de les exportacions i la contracció de la demanda interna, però l'ajust interior podria no ser tant dur si, finalment, s'assoleixen els objectius de consolidació fiscal d'aquest any. Per tant, la caiguda del PIB (-1,2%) podria ser lleugerament menor al 2013, i recuperar novament el diferencial positiu amb Espanya.

Cal notar, però, que les previsions per al 2013 estan subjectes a un notable grau d'incertesa. En primer lloc, per les dificultats observades en l'escenari internacional i espanyol, on el risc d'accident, tot i haver-se reduït en els últims mesos, és encara rellevant. En segon lloc, per la incertesa sobre el comportament domèstic i l'impacte que aquest pugui tenir sobre l'accés al finançament de l'economia catalana. I en tercer lloc, depenen de la consecució en aquest any de l'objectiu de dèficit al qual estan sotmeses les administracions públiques. Un incompliment podria comportar que part dels esforços de consolidació previstos per a aquest any s'hagin de realitzar en el proper, fet que suposaria una pressió a la baixa sobre el comportament de l'economia catalana.

Gràfic 5
Creixement del PIB, %

Font: BBVA Research a partir d'INE i Idescat

Gràfic 6
Contribucions de la demanda al creixement interanual del PIB (%)

Font: BBVA Research a partir d'INE i Idescat

La demanda interna, contraient-se en tots els components

Des del punt de vista de la demanda, el consum privat de les famílies ha accelerat el ritme de caiguda durant el segon trimestre de l'any, fins el -1,4% a/a[1], després que el primer trimestre se suavitzés sensiblement (-0,6%), i resta 3 punts en termes de PIB. Els nivells d'endeutament de famílies i empreses, la precària situació del mercat laboral, l'increment de la pressió fiscal i la progressiva pèrdua de riquesa immobiliària i financera de les llars es troben a la base d'aquesta nova contracció. Els baixos nivells registrats en l'indicador de confiança del consumidor i l'increment en l'IVA, aplicable des de setembre (augment dels tipus general i reduït i modificació de les bases imposables), *ceteris paribus*, permeten anticipar una nova caiguda de la demanda domèstica privada en el curt termini. La tendència baixista de l'Euríbor és l'únic factor que podria impulsar la propensió al consum però, atenent a la resta de factors, tindrà un efecte residual.

Contràriament a aquest comportament, la despesa de les Administracions Públiques suavitza la velocitat del seu ajustament des del màxim assolit a finals de 2011. En aquell període la caiguda fou del 4,7%, i des de llavors ha vingut ralentitzant-se fins arribar al -3% durant el tercer trimestre de l'any, el que és consistent amb la informació relativa a l'execució pressupostària de la Generalitat, que s'analitza més endavant.

Gràfic 7
Evolució dels components de la demanda (a/a, %)

Font: BBVA Research a partir d'Idescat

Gràfic 8
Components de la inversió (a/a, %)

Font: BBVA Research a partir d'Idescat

La informació relativa a la inversió privada permet anticipar que la retracció de les seves principals partides va continuar durant el segon semestre de l'any. La formació bruta de capital ha caigut de mitjana un 7,4% en el primer semestre de l'any, tres punts més que un any enrere, afectada per la contracció tant de la inversió en equipament i maquinària com en construcció. Com en el conjunt d'Espanya, l'evolució de la inversió en equip continua veient-se condicionada adversament per l'atonia de la demanda interna, el to contractiu de la política fiscal i les encara elevades dificultats de finançament tot i la relaxació parcial de les tensions financeres a Europa. Des del mínim assolit a mitjans de 2009, ha mostrat una trajectòria de recuperació durant sis trimestres trencada definitivament un any enrere. Des de llavors, s'ha mantingut en taxes negatives i les darreres xifres són d'estancament en nivells al voltant del -3,5%.

1: L'Idescat, en la informació del quadre macroeconòmic trimestral, només publica el creixement intertrimestral del creixement del PIB. Per als components de la demanda i l'oferta, la informació disponible es limita a les taxes de creixement interanuals.

El sector immobiliari a Catalunya continua immers en un profund procés d'ajust que, previsiblement, continuarà els propers trimestres

L'evolució del sector a Catalunya no difereix gaire de la que s'està produint al conjunt de l'economia espanyola. La sobreoferta d'habitatge nou, després de romandre pràcticament constant l'any 2011, és molt probable que conclogui 2012 amb un descens significatiu, per situar-se a l'entorn del 3,8% del parc residencial, un percentatge encara elevat. En qualsevol cas, aquesta reducció està essent més lenta del desitjat a causa de la contracció que mostren les transaccions d'habitatge, que s'han reduït en un 18,4% de mitjana anual, des què s'assolís el màxim.

El dèbil comportament de la demanda fa que el principal factor que explica la reducció de la sobreoferta sigui la caiguda de l'oferta, ja que durant la primera meitat de l'any, el nombre d'habitatges acabats registrà un descens del 30% respecte al mateix període de l'any anterior. No obstant això, el lleu repunt que s'espera en la demanda durant la darrera part de l'any –de moment, les vendes en el tercer trimestre ja recolliren aquesta millora en créixer a un terme mitjà mensual de l'1,4% CVEC (corregit de variacions estacionals i de calendari), una evolució quelcom menys favorable que la mitjana nacional (2,4%), permetrà que durant el 2012 la demanda d'habitatge nou superi els habitatges finalitzats.

Per la seva banda, l'evolució que registra el preu de l'habitatge a Catalunya també és similar a la mitjana espanyola. Fins al tercer trimestre de l'any l'habitatge a Catalunya s'havia abaratit un 32,3% en termes reals, la mateixa caiguda que a Espanya (32,2%). Això manté els preus en nivells superiors a la mitjana espanyola, i per tant, tot i que la renda salarial a Catalunya s'ha reduït menys, accedir a un habitatge requereix un esforç superior. Així, a Catalunya, la compra d'un habitatge mitjà exigeix a una llar dedicar 6,7 anys de renda salarial (6,3 anys a Espanya), dos anys menys que l'any 2006. Tanmateix, l'esforç se situa un any per sobre del terme mitjà dels darrers divuit anys, un indicatiu que en els propers trimestres s'assistirà a noves correccions del preu de l'habitatge al territori.

En síntesi, estem davant un mercat al que li queda recorregut per concloure l'ajust iniciat ja fa cinc anys. No obstant això, aquest mercat compta amb un potencial addicional amb què no compten altres comunitats; el seu atractiu per a demandants estrangers. Una demanda que en la primera meitat de l'any va créixer un 18% respecte del mateix període de 2011 i que, tot i ser encara escassa, podria tenir potencial de creixement si aconsegueix atraure compradors de països amb bones perspectives de creixement, sobretot de cara al proper any, en què la demanda interna continuarà dèbil.

Gràfic 9
Correcció de compravendes i sobreoferta d'habitatge per CC.AA.

Font: BBVA Research a partir de Ministeri de Foment

Gràfic 10
Número d'anys necessaris per pagar un habitatge mitjà amb la renda salarial

* Nota: 4T MM fins al 2T12
Font: BBVA Research a partir de Ministeri de Foment, INE i Banc d'Espanya

Després del fort ajust del 2011, el sector públic enfronta un 2012 igualment difícil, amb el repte d'assolir l'objectiu de dèficit en un context d'elevades dificultats de finançament

La Generalitat de Catalunya ha mantingut un comportament quelcom pitjor que la mitjana de comunitats autònomes, presentant des de mitjans dels anys 2000 un dèficit sistemàticament superior al registrat pel conjunt autonòmic, i sempre entre els cinc més elevats juntament amb Castella-La Manxa, Balears, Comunitat Valenciana i Múrcia. Com a resultat, Catalunya s'ha mantingut com la comunitat més endeutada tant en termes absoluts com relatius, respecte del PIB regional (Gràfics 11 i 12). En aquest context, la Generalitat de Catalunya començà el procés d'ajust fiscal abans que la resta de comunitats, i malgrat que l'any 2011 s'observà ja certa contenció de la despesa, tancà l'exercici amb un dèficit del 3,7%, per sobre del -3,2% registrat pel conjunt de comunitats autònomes, elevant el seu deute fins el 21,1% del PIB, envers el 13,3% del total de regions.

La Generalitat de Catalunya enfrontà l'any 2012 amb la necessitat de reduir el dèficit 2,2 pp per complir amb l'objectiu del -1,5% de finals d'any, exigint un esforç inèdit sobretot tenint en compte que hauria de realitzar-se en un context de recessió i amb el marge fiscal relativament esgotat per les pujades impositives ja produïdes. Aquest esforç addicional de consolidació fiscal es materialitzà en l'actuació del Pla Econòmic i Financer (PEF) realitzada al mes de maig, que mostra que la Generalitat plantejà concentrar els seus esforços per ajustar el pressupost als objectius en la retallada de la despesa de funcionament (personal i compra de béns i serveis) i, en menor mesura, en un lleuger augment dels ingressos, que inclou un import rellevant procedent d'una font d'ingressos incerta com és la venda d'actius immobiliaris, que podrien romandre en suspens donada la situació actual del mercat immobiliari, i que podrien obligar a nous ajustaments en la despesa.

En aquest context, els resultats obtinguts fins el segon trimestre de 2012 situen Catalunya, amb un dèficit del 0,6% del seu PIB, millorant notablement el -1,8% acumulat al 2T11, per sota del -0,8% del PIB registrat pel conjunt de comunitats autònomes (Gràfic 13). Amb tot, el nivell de deute continua creixent (fins el 22% del PIB) essent novament la regió més endeutada, i situant-se en una posició relativament més desfavorable que la resta de comunitats (Gràfic 14).

Donat el seu nivell d'endeutament, la Generalitat catalana s'enfronta, a més, a un problema addicional: la dificultat per obtenir recursos en els mercats financers que afecta el conjunt de l'economia i, en particular, als governs regionals, i que ha donat lloc a un augment del finançament a curt termini, que s'ha traduït en necessitats de finançament elevades. Així, durant el segon semestre de 2012 Catalunya necessita finançar més de 5,7 mil milions d'euros, el que davant del tancament dels mercats l'ha obligat a recórrer al Fons de Liquiditat Autonòmica (FLA) –del qual ja ha rebut en torn a mil milions a l'octubre i tres mil tres-cents al novembre-. La sol·licitud al FLA, a més d'una ajuda financera -que suposa accedir a finançament en condicions avantatjoses- suposarà un major compromís per assolir els objectius de dèficit, tant de l'1,5% del PIB aquest any com del 0,7% per al proper.

Cap endavant, les dades d'execució pressupostària de la Generalitat de Catalunya presentades fins a l'agost confirmen el compromís amb la consolidació, moderant el ritme de creixement del dèficit pressupostari, i centrant l'ajust en la despesa d'inversió i en les partides de despesa de personal i compra de béns i serveis. No obstant, la pobre evolució dels ingressos fa preveure una intensificació de la caiguda de la despesa si es vol complir amb l'objectiu de finals d'any. Per a 2013, l'elaboració dels pressupostos s'ha vist interrompuda pel calendari electoral, pel que començarà l'any amb pressupostos perllongats.

Cal tenir en compte que, d'acord amb les xifres presentades per la Generalitat, l'any 2013 l'administració catalana s'enfronta a uns venciments de deute superiors als 6 mil milions d'euros, i de més de 4.500 milions anuals al 2014 i 2015. Això implica una pressió continuada per part dels inversors, que obliga a presentar resultats que permetin garantir la sostenibilitat del deute i el compliment de tots els terminis de pagament, fet pel qual és necessari mantenir els esforços mostrats fins ara en la línia de la consolidació fiscal.

Gràfic 11
Capacitat (+) / necessitat (-) de finançament (% del PIB regional)

Font: BBVA Research a partir de Banc d'Espanya

Gràfic 12
Deute públic (% del PIB regional)

Font: BBVA Research a partir de Ministeri d'Hisenda i Administracions Públiques

Gràfic 13
Capacitat (+) / necessitat (-) de finançament a 2T12 per CC.AA. (% del PIB regional)

Font: BBVA Research a partir de Ministeri d'Hisenda i Administracions Públiques

Gràfic 14
Dèficit i deute a 2T12 (% del PIB regional)

Font: BBVA Research a partir de Ministeri d'Hisenda i Administracions Públiques i Banc d'Espanya

Un sector exterior amb una composició menys virtuosa...

La contribució del sector exterior al creixement de l'economia catalana es reduí durant el primer semestre, amb aportacions, respectivament de 2 i 1,9 punts percentuals, després d'una aportació mitjana de 2,5 punts durant el 2011. Aquesta evolució, es resultat d'efectes contraposats. D'una banda, la pròpia caiguda de la demanda domèstica redueix el volum d'importacions. Aquest efecte, a més es veu amplificat per la caiguda de la demanda de la resta d'Espanya, que com es pot observar al Gràfic 15, augmenta la detracció al creixement del PIB català. El menor comerç amb la resta d'Espanya també contribueix a reduir les importacions des de l'estranger, compensant, en aquest cas, la desacceleració de les exportacions de béns i serveis (veure Gràfic 16) i permetent, per tant, que la contribució del comerç amb l'estranger es mantingui en nivells elevats.

Gràfic 15
Contribució del sector exterior al creixement del PIB (a/a, %)

Font: BBVA Research a partir d'Idescat

Gràfic 16
Catalunya: comerç amb l'estranger de béns i serveis (a/a, %)

Font: BBVA Research a partir d'Idescat

La informació disponible referent al tercer trimestre de l'any, a més, mostra que aquesta dinàmica decreixent continuarà i que durant el tercer trimestre les exportacions podrien arribar a decréixer lleugerament en taxa intertrimestral. Amb tot, cal considerar que en anys anteriors l'evolució havia estat molt positiva, i per tant, el que s'estaria observant és també un cert esgotament després de dos anys de forts creixements relatius.

Un aspecte en què cal parar atenció, però, es la composició de les exportacions catalanes a l'estranger. Durant el període expansiu, els productes amb alt contingut tecnològic guanyaven pes sobre el total d'exportacions, però aquesta tònica es trenca amb l'entrada en la crisi, en favor dels productes amb contingut tecnològic mitjà baix. La recuperació de les exportacions que s'observa a partir de mitjans de 2011 es fonamenta, bàsicament, amb una recuperació dels productes de contingut tecnològic mitjà alt (veure Gràfic 18), però en aquest cas, en detriment dels béns d'alta tecnologia. El manteniment de les exportacions en nivells àlgids depèn, en bona mesura de les possibilitats de diferenciació de productes però també de mercats, a causa de la falta de tracció dels principals mercats desenvolupats, especialment Europa. En aquesta línia, tot i que la diversificació geogràfica de Catalunya avança a bon ritme[2], els resultats actuals reflecteixen la necessitat d'incrementar la incorporació de valors diferencials en els productes que Catalunya exporta a l'estranger.

En definitiva, la informació disponible apunta una contribució positiva de la demanda externa neta lleugerament menor de l'observada en el trimestre anterior i amb una composició menys virtuosa, és a dir, amb menor creixement de les exportacions però també de les importacions, ja una part d'aquest efecte és el resultat del decrement de les importacions en tots els productes (-2,5% a/a, nominal), a excepció dels aliments i energia, com a conseqüència de la debilitat interior. En tot cas, les exportacions totals de béns i serveis han augmentat, en termes nominals, un 4,8% fins al setembre. Només les rúbriques de productes energètics i béns duradors han experimentat un retrocés, mentre el sector automobilístic i alimentari mostren augments de més de dos dígits.

Avançant en la línia de la diversificació geogràfica, Catalunya té l'oportunitat de convertir-se en la principal porta del Mediterrani gràcies a la instal·lació al Port de Barcelona del terminal de contenidors més avançat, el BEST (Barcelona Europe South Terminal) amb què es pretén atraure nous tràfics entre Àsia i Europa. Per completar el projecte, però, cal solucionar el handicap del finançament dels accessos per terra, que han de permetre l'arribada i sortida dels contenidors en camions i, sobretot, tren (amb l'ample adequat de via).

2: Veure números anteriors de Situació Catalunya

Gràfic 17
Exportacions reals (%, a/a)

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

Gràfic 18
Distribució de les exportacions de béns de Catalunya a l'estranger en funció del contingut tecnològic

Font: BBVA Research a partir de Datacomex

La moderació de l'evolució de les exportacions i l'atonia econòmica interna tenen el seu reflex en un retrocés de la indústria. Segons l'avanç del Departament d'Economia i Coneixement, la indústria ha estat el sector més afectat en termes relatius, en el tercer trimestre, amb un retrocés del -2,7%, el doble de l'ajustament de l'economia, només superat, en termes absoluts, pel -6,4% anunciat per a la construcció. Les dades oferides per al tercer trimestre per l'Indicador de Producció industrial i pel de Clima Industrial confirmen la tendència negativa del sector.

Gràfic 19
Index de producció industrial (t/t, %, CVEC)

Font: BBVA Research a partir d'INE

Gràfic 20
Índex de Clima industrial

Font: BBVA Research a partir de Ministeri d'Indústria Turisme i Comerç

El turisme es manté en nivells alts, recolzat per un nou rècord de visites d'estrangers

La contraposició d'una demanda de turisme estranger que continua creixent i uns moviments interns en clara contracció, ha provocat que durant els primers deu mesos de 2012 el sector turístic no hagi estat capaç de mostrar creixements positius respecte del mateix període de 2011 en nombre de viatgers i que el nombre de pernoctacions s'hagi mantingut en nivells similars. Això, no obstant, es veu dificultat per un efecte base, a causa del fort creixement experimentat en els dos anys anteriors.

Entre gener i octubre arribaren a Catalunya 9,16 milions de turistes estrangers, xifra rècord per a aquest període des què l'Institut Nacional d'Estadística publica informació d'entrada de turistes. Aquesta xifra suposa un 1,5% més que en el mateix període de l'any 2011 i implica que la demanda turística estrangera continua creixent al mateix ritme que el conjunt de l'Estat. Contràriament a aquest comportament expansiu registrat pel turisme estranger, el nacional retrocedí un 5,3%, fins els 5,5 milions de visitants. L'efecte conjunt d'ambdues tipologies turístiques és el d'una pèrdua de 167 mil visitants (-1,1%) en els deu primers mesos de l'any, un comportament millor que la dinàmica del conjunt d'Espanya (-2,4% a/a).

La mateixa dinàmica es repeteix en termes de pernoctacions. Les nits d'hotel d'estrangers a Catalunya assoleixen el màxim des què es disposa d'estadístiques, arribant als 32,2 milions de pernoctacions entre gener i octubre d'aquest any, el que suposa 1,45 milions més que en el mateix període d'un any enrere. Però aquest bon comportament estranger es veu compensat per la reducció de les pernoctacions dels residents espanyols, de forma que la conjunció d'ambdues variables dóna lloc a un increment del 0,4% a/a de les pernoctacions totals a hotels.

En termes de despesa, també ha estat el període en què més líquid s'ha injectat a l'economia catalana, tant en termes absoluts, on s'han sumat 10.400M€, com en despesa mitjana per turista. Juliol i agost han estat els mesos en què més s'ha ingressat en termes totals, i al setembre s'assolí el màxim en termes de despesa per turista. En aquest sentit, és positiu el fet que la despesa mitjana dels turistes estrangers reflecteix un increment continuat, i per sobre de la millora observada al conjunt d'Espanya. El canvi en la destinació del turisme, amb un major pes del turisme urbà, està comportant que, tot i que l'estança mitjana a Catalunya es manté pràcticament estable, s'incrementi de forma considerable la despesa mitjana per turista. Així, a Catalunya l'estança se situa entre 2,7 i 2,8 dies des de l'any 2006 (i per tant, entorn a mig dia per sota de l'estança mitjana a Espanya, que oscil·la entre 3,2 i 3,3 dies). La despesa per turista, en canvi, s'ha incrementat considerablement, i en el mateix període ha passat de suposar un 72% de la mitjana espanyola al 90%. Aquest fet, juntament amb el millor comportament de l'entrada de viatgers està permetent que Catalunya obtingui uns rèdits diferencials del turisme exterior.

Per continuar mantenint aquesta tendència positiva és necessari continuar amb el procés de professionalització del turisme, d'aposta per la qualitat i d'adaptació a les noves tipologies turístiques i nous mercats, com el creixement observat en el turisme provinent de Rússia. En aquest sentit, la importància del port de Barcelona com un dels principals punts d'entrada dels creuers a Europa (malgrat l'efecte negatiu sobre el trànsit de creuers al Mediterrani al 2012, afectat per l'accident del Costa Concordia) i la continuació de l'explotació del turisme de negocis aprofitant la dotació històrica i cultural del territori, són factors a tenir en compte en el futur del sector.

Gràfic 21
Composició de les entrades turístiques per origen (a/a, %)

Font: BBVA Research a partir d'INE

Gràfic 22
Despesa mitja per turista estranger segons destinació principal (mm3, €)

Font: BBVA Research a partir de Frontur, IET

El mercat laboral continua amb la tònica negativa, però es manté el diferencial positiu envers el conjunt d'Espanya

Malgrat que l'economia catalana continua perdent llocs de treball a un ritme intens, si excloem els canvis provocats per motius estacionals i de calendari (CVEC), els registres del mercat laboral assenyalen que el ritme de destrucció d'ocupació va millorar lleugerament entre juliol i setembre. Mentre l'afiliació mitjana a la Seguretat Social va caure un 0,1% t/t CVEC en el tercer trimestre de l'any, sis dècimes menys que en el trimestre precedent, l'increment de l'atur registrat (1,9% t/t CVEC) estigué en línia amb l'augment observat durant 2T12 (1,8%). L'Enquesta de Població Activa (EPA) corresponent al 3T12, en canvi, assenyala una caiguda de l'ocupació (50 mil CVEC, -1,7% t/t) similar a la del trimestre anterior (-1,5% t/t CVEC) i superior a la de la població activa (-0,7% t/t CVEC), el que dóna com a resultat un senyal més consistent, però també més preocupant, respecte a l'atur: un increment de 0,6 pp de la taxa d'atur fins el 22,6%. En termes interanuals l'empitjorament del mercat laboral català ha estat més suau en el darrer trimestre, i el rati d'aturats es manté per sota de la mitjana espanyola. Per tipus de contracte, mentre la contractació indefinida es va reduir en 48,8 milers d'assalariats, la temporal va créixer en 5,8 milers a causa de la contribució estacional del sector privat per la qual cosa la taxa de temporalitat augmentà mig punt fins a situar-se en el 19,0%.

Gràfic 23
Evolució del mercat laboral

Font: Font: BBVA Research a partir d'INE

Gràfic 24
Afiliació a la Seguretat Social (CVEC %, t/t)

Font: BBVA Research a partir de Seguretat Social

Malgrat que s'ha avançat en les reformes estructurals, tant a Europa com a Espanya, els determinants de l'evolució de l'economia catalana i espanyola continuen essent consistents amb una retracció de l'activitat superior al -1% tant al 2012 com al 2013 per a ambdues economies. Els factors de risc que afecten l'economia espanyola són presents com a elements de pressió per a Catalunya, i en algun cas, com el de la restricció financera, amb major intensitat. L'impacte en l'activitat de la major pressió a l'alça dels preus del petroli i la revisió a la baixa de les perspectives de creixement de la zona euro serà compensat per una menor prima de risc. A aquests factors cal afegir els desequilibris propis de l'economia catalana que, per una part, han fet necessari recórrer als diversos mecanismes d'ajut al finançament públic (Fons de Liquiditat Autonòmica per la Generalitat, i Pla de Pagament a Proveïdors en el en cas de les Corporacions Locals) i privat (FROB i Sareb en el cas d'algunes entitats financeres) i per l'altra, demanen un major ajustament tant de la despesa pública com del nivell de palanquejament del sector privat.

Ceteris paribus, la demanda domèstica contribuirà negativament al creixement durant l'any 2013. En aquest sentit, el deteriorament cíclic i la desviació que aquest suposa en els comptes d'ingressos i despeses complica la consecució de l'objectiu de dèficit públic exigit a tots els governs autonòmics. Respecte del consum privat, la pèrdua de poder adquisitiu derivat tant de la disminució dels ingressos per la negativa evolució del mercat laboral (en termes de destrucció d'ocupació i de reducció dels rendiments del treball), com de la pèrdua de riquesa neta, juntament amb l'increment dels impostos i les taxes, així com l'encariment de serveis públics comportaran a una nova detracció en el creixement.

En aquest context, l'ocupació continuarà disminuint també al 2013, el que provocarà un repunt de la taxa d'atur malgrat la caiguda dels actius i la reforma del mercat laboral aprovada durant el mes de febrer. En el curt termini, la recessió ha suposat una continuació del ritme de destrucció d'ocupació, però s'espera que en el futur la reforma laboral el reequilibri entre l'ajust del marge extensiu (ocupats) i l'intensiu (hores de treball i remuneració), redueixi la segmentació laboral i incrementi la productivitat per assolir guanys en termes de competitivitat.

Finalment, atenent les perspectives d'un creixement dèbil a la UEM, el comportament de les exportacions en els propers anys estarà condicionat per la capacitat de les empreses exportadores per diferenciar el seu producte i consolidar la seva quota en mercats amb major potencial de creixement, principalment les anomenades economies emergents. Novament, per tant, s'anticipa un horitzó 2012-2013 caracteritzat per la contribució positiva de la demanda exterior neta al creixement econòmic, que se situarà al voltant del -1,5% al 2012 i del -1,2% un any després.

Quadre 2
Principals indicadors de conjuntura de l'economia catalana

	2011		Creixement mitjà des de principis d'any (a/a)		Última dada (m/m, CVE)		
%	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	Últim mes
Importacions	5,3	8,7	-3,1	-1,6	0,5	-1,9	set-12
Exportacions Reals	6,9	8,3	-1,5	-2,5	-2,4	-6,2	set-12
Afiliació a la SS	-1,7	-1,5	-3,0	-3,1	-1,4	-0,3	oct-12
Atur Registrat	4,7	4,8	6,1	11,0	0,6	0,8	oct-12
Indicador d'Activitat en els Serveis	-1,6	-1,1	-5,2	-5,0	-8,0	-9,4	set-12
Vendes Minoristes	-6,2	-5,8	-5,1	-6,0	-8,3	-9,0	set-12
Matriculacions	-20,1	-18,7	-17,5	-14,2	-1,6	-1,7	oct-12
Visats d'habitatge	-32,5	-14,6	-35,4	-41,1	15,1	5,1	ag-12
Index de Producció Industrial	-2,4	-1,8	-3,5	-6,2	-2,4	-2,4	set-12
Pernoctacions hoteleres	6,3	7,3	0,4	-1,5	-6,2	-2,6	oct-12
Viatgers entrats a hotels	4,9	4,2	-1,1	-2,4	-6,3	-4,1	oct-12

Font: BBVA Research a partir d'INE, IDESCAT, MFOM, MEH i MITiC

Quadre 3
Espanya: creixement del PIB per CC.AA (%)

	2011	2012(p)	2013(p)
Andalusia	0,1	-2,0	-1,8
Aragó	0,3	-1,7	-1,7
Astúries	0,3	-1,7	-1,8
Balears	1,7	-0,5	-0,7
Canàries	2,1	-0,6	-0,9
Cantàbria	0,7	-1,3	-1,6
Castella i Lleó	1,2	-0,7	-1,1
Castella-La Manxa	0,8	-2,4	-2,0
Catalunya	0,8	-1,5	-1,2
Extremadura	-0,3	-1,9	-1,5
Galícia	0,2	-1,2	-1,2
Madrid	0,8	-0,7	-1,0
Múrcia	-0,1	-1,8	-1,8
Navarra	1,4	-0,9	-1,1
País Basc	1,3	-0,9	-1,0
La Rioja	0,8	-1,5	-1,2
València	0,4	-2,2	-2,2
Espanya	0,7	-1,4	-1,4

Font: BBVA Research

4. Enquesta d'Activitat Econòmica a Catalunya[3]: la contracció va a menys

Els resultats de l'Enquesta d'Activitat Econòmica de BBVA Research corresponent al tercer trimestre de 2012 assenyalen una nova contracció de l'activitat, però en menor magnitud que un trimestre abans. Aquest comportament coincideix amb l'avanç del PIB publicat pel Departament d'Economia i Coneixement la Generalitat de Catalunya, que reflecteix que durant el tercer trimestre s'hauria moderat la contracció de l'activitat. Pel que fa a les perspectives, l'Enquesta assenyala que en el quart trimestre l'ajustament seria similar a l'observat en el tercer, mostrant, per tant, una visió més positiva que la plantejada en el nostre escenari. Els mateixos resultats podrien repetir-se durant els propers trimestres en funció de les respostes donades sobre les perspectives per al quart trimestre de l'any.

Analitzant per sectors, tant els d'orientació més local com els més abocats a l'exterior mostren una pauta de comportament similar. Però els últims obtenen millors resultats en termes absoluts.

Més del 30% dels enquestats han contestat que tant el turisme com les exportacions han millorat en el trimestre, i aquest rati augmenta fins el 90% si s'incorporen els qui opinen que s'han mantingut estables. Aquests resultats ratifiquen la bona temporada turística de Catalunya. No obstant, després d'un 2011 que ja havia estat molt bo, l'enquesta reflecteix que el creixement del sector s'alenteix. En canvi, es manté la percepció d'una dinàmica sensiblement positiva de les exportacions. Com en onades anteriors, aquestes són les variables més ben valorades.

A nivell interior, tant els serveis com la indústria i la construcció s'emmarquen en un context d'estancament dins la negativitat mostrant la dificultat per a la recuperació econòmica, essent especialment sensible l'evolució de les respostes referides al mercat laboral. D'entre aquests sectors, el millor valorat en termes absoluts és el dels serveis, recolzat per la contribució positiva del turisme, tot i que aquesta es contraposa a l'atonia de la demanda interna. A la indústria hi predomina la percepció d'estancament tant en producció i inversió com en demanda, mentre la construcció continua assolint les connotacions més negatives en tots els àmbits analitzats.

En aquest context, les perspectives per al proper trimestre situen l'activitat econòmica en nivells similars a les del tercer, reflectint la incertesa actual, especialment sensible als anuncis de mesures econòmiques tant a nivell domèstic com internacional. A nivell exterior, cal mencionar la continuïtat de les tensions financeres, la incertesa existent sobre l'economia europea i especialment sobre la dels països perifèrics, amb focus especial a Espanya i al seu possible rescat. A això s'afegeix, a nivell intern, l'increment de la incertesa política domèstica.

Gràfic 25
Indicador BBVA de l'economia catalana i PIB

Font: INE i Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

Gràfic 26
Activitat econòmica i perspectives per al proper trimestre*

* Desviacions normalitzades respecte del terme mitjà històric; sèrie desestacionalitzada
Font: Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

3: Enquesta realitzada durant la primera quinzena de novembre sobre una mostra de 639 individus

Gràfic 27
Activitat econòmica tercer trimestre 2012

Percentatge de respostes extremes: blau fosc (optimisme), i degradat de color fins blau cel (pessimisme)
Font: Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

Gràfic 28
Expectatives quart trimestre 2012

Percentatge de respostes extremes: blau fosc (optimisme), i degradat de color fins blau cel (pessimisme)
Font: Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

Quadre 4
Quadre resum de l'activitat econòmica

	3er TRIMESTRE 2012			2on TRIMESTRE 2012			3er TRIMESTRE 2011		
(% de respostes)	**Augmenta**	**Estable**	**Baixa**	**Augmenta**	**Estable**	**Baixa**	**Augmenta**	**Estable**	**Baixa**
Producció industrial	0	50	50	1	49	50	6	56	38
Cartera de comandes	1	41	58	2	40	58	10	45	45
Nivell d'estocs	10	66	24	9	72	19	8	80	12
Inversió al sector primari	0	50	50	1	49	50	0	77	23
Inversió industrial	6	64	30	4	69	27	3	67	30
Inversió en serveis	3	46	51	5	46	49	8	53	39
Nova construcció	0	19	81	0	18	82	0	29	71
Ocupació industrial	0	34	66	0	35	65	2	51	47
Ocupació en construcció	0	22	78	0	21	79	0	29	71
Ocupació en serveis	5	40	55	7	43	50	15	55	30
Preus	20	62	18	18	65	17	29	58	13
Vendes	4	36	60	5	37	58	7	50	43
Turisme	31	56	13	37	54	9	47	45	8
Exportacions	32	58	10	32	55	13	44	46	10
Activitat Econòmica	2	42	56	1	46	53	7	56	37
Perspectiva per al trimestre vinent	1	49	50	2	48	50	5	52	43

Font: Enquesta Activitat Econòmica BBVA Research

5. Determinants de la IED de Catalunya: una aproximació de dades de panell espacial[4]

Mentre les teories d'Equilibri General del Comerç ressalten el paper d'efectes de tercers països en el creixement del comerç amb un país concret, pocs treballs de recerca s'han dut a terme en la literatura empírica relativa a la Inversió Estrangera Directa (IED) a fi de contrastar aquests vincles espacials, és a dir, observar si les característiques de tercers països (propers al d'inversió final) són rellevants o no. Aquest article té com a objectiu aprofundir en els determinants de llarg termini de la IED catalana considerant no únicament aspectes bilaterals, sinó també determinants espacials ponderats per tercers països. Els pocs estudis portats a terme fins ara s'han centrat en els fluxos d'IED cap a un nombre limitat de països. No obstant, els fluxos d'inversions catalanes a l'exterior han crescut notablement des de 1980. En conseqüència, es proposa l'estimació d'un model de dades de panell -recentment desenvolupat- amb efectes espacials, en concret pels fluxos catalans a l'exterior (1993-2010) als 50 països de destí amb major recepció.

Els objectius són dos:1) contrastar la rellevància de les interaccions espacials mitjançant models espacials amb efectes inobservables i 2) no imposar cap estructura per aïllar un efecte multilateral de manera que els signes de correlació del model espacial siguin els que proporcionin evidència sobre les diferents motivacions d'IED.

Els resultats finals suggereixen que la IED catalana a l'exterior no sembla estar relacionada amb l'expansió en mercats amb taxes de creixement desproporcionadament elevades. Així, la participació a l'exterior de les empreses catalanes resideix principalment en motius "complexos" d'inversió vertical, consistent amb les teories d'aglomeració de la Nova Economia Geogràfica (NEG). Per tant, hom podria concloure que les decisions de les empreses multinacionals catalanes han contribuït a generar clústers geogràfics d'IED a l'estranger per motius d'oferta, fragmentant la cadena de producció a la recerca de proveïdors low-cost en múltiples (i propers) països.

La resta de l'article s'estructura de la següent forma: la secció (1) introdueix i motiva l'estudi en qüestió; la secció (2) revisa la literatura prèvia emfatitzant les aproximacions que consideren efectes de tercers països en la localització d'IED; la secció (3) discuteix el model empíric i descriu les dades emprades; per últim, la secció (5) destaca els principals resultats empírics, i la secció (6) resumeix les conclusions i línies futures d'investigació.

Segons Blonigen (2005) "hi ha un reconeixement creixent que la comprensió de les forces de la globalització econòmica requereix observar primer la inversió estrangera directa (IED) de les empreses multinacionals (EMN): és a dir, quan una empresa amb seu en un país es localitza o adquireix instal·lacions de producció en altres països"[5]. En efecte, mentre el PIB real mundial va créixer a un ritme anual del 3,4% i les exportacions reals de béns i serveis van créixer un 5,7% anual entre 1980 i 2011 segons el Fons Monetari Internacional, les dades de la UNCTAD mostren que en el món real els fluxos d'IED reals van créixer un 13% durant el mateix període.

La IED espanyola a l'exterior ha crescut a un ritme remarcable des de 1980. Aquest augment s'ha produït a tot el món, però ha estat particularment dramàtic a Espanya. En concret els fluxos d'IED espanyols a l'exterior han registrat ritmes de creixement interanual del voltant d'un 21,5% en terme mitjà segons l'UNCTAD. El paper de la IED catalana a l'exterior, en qualsevol cas, no ha passat desapercebut ja que ha representat un pes mitjà de l'11% des de l'any 1993 en endavant[6]. Aquests

4: Aquest article ha estat elaborat per Jaime Martínez-Martín, de la Unitat d'Escenaris Econòmics de BBVA Research.
Reconeixements: L'anàlisi i conclusions continguts en aquest document reflecteixen l'opinió de l'autor i no necessàriament han de coincidir amb els de BBVA Research. Tots els errors i omissions són únicament responsabilitat de l'autor. Qualsevol comentari o suggerència pot dirigir-se electrònicament a: j.martinez.martin@bbva.com
Agraïments a Pep Ruíz i a Anabel Arador pels seus valuosos comentaris i suggerències, i a Xavier Callol per la seva excel·lent tasca de recerca.
5: Segons la definició del Fons Monetari Internacional (FMI), la IED és l'adquisició d'un 10% o més dels actius d'una empresa estrangera. Sovint es defineix com una inversió que implica una relació de llarg termini i reflecteix un interès durador i control d'una entitat resident en una economia (inversionista estranger directe o empresa matriu) d'una empresa resident en una altra economia diferent de la de l'inversor directe estranger (empresa d'IED a o l'empresa filial d'una filial estrangera). Això implica que l'inversor exerceix un grau significatiu d'influència sobre la gestió de l'empresa resident en l'altra economia.
6: En base a DataInvex (Registre d'Inversions Exteriors del Ministeri d'Economia i Competitivitat).

fluxos han estat especialment dinàmics en la segona meitat dels anys noranta, quan les empreses nacionals van començar a internacionalitzar-se[7]. Inicialment un importador net, els fluxos de sortida des de Catalunya han augmentat constantment i han esdevingut més actius amb el pas del temps, fet que ha convertit l'economia catalana en una exportadora neta de capital durant alguns anys (1999-2000, 2003-2004 i 2006-2008). D'acord amb les xifres de la UNCTAD, el pes relatiu de la inversió catalana en la IED mundial va ascendir a aproximadament el 0,6% en terme mitjà entre 2001-2011. (Veure Gràfic 29). Així, la inversió de Catalunya a l'estranger només representava aproximadament un 10% del seu PIB en els anys noranta, però l'any 2003 les sortides d'IED van arribar a tocar sostre registrant un 23,5% del PIB català (veure Gràfic 30).

Gràfic 29
Pes de la IED de Catalunya i Espanya a l'exterior (1993-2011)

Font: BBVA Research a partir d'UNCTAD i DataInvex

Gràfic 30
Rati IED sobre PIB (%)

Font: BBVA Research a partir de DataInvex, Ine i Idescat

Les qualitats positives associades a aquests tipus de fluxos de capital internacional, és a dir, la seva relativa estabilitat (mitjançant la reducció de la vulnerabilitat a les condicions específiques d'un mercat nacional o estranger), el seu potencial per estimular la productivitat i la difusió de la tecnologia, i el fet que permeti la distribució espacial en termes de fragmentació dels processos de producció, han desembocat en una creixent atenció sobre els efectes i determinants de la IED[8].

Gran part de la literatura relacionada es basa en l'anàlisi de models d'equilibri parcial que inclouen les diferents decisions a nivell d'empreses d'IED. Els investigadors que busquen patrons mundials d'IED han emprat generalment variacions d'un model gravitacional per modelitzar la IED, especificant el PIB del països d'origen i destí amb la distància com els seus principals determinants. Aquests models semblen ser capaços de descriure els patrons d'IED estadísticament, però mentre que Anderson i van Wincoop (2003) van consolidar una especificació gravitacional adient i teòricament vàlida per als patrons de comerç, no està clar que això sigui cert per als patrons d'IED.

Amb el recent desenvolupament de models d'econometria espacial, la literatura teòrica ha reconegut que les motivacions complexes d'IED requereixen probablement modelitzar-se en un context multilateral, un context en el qual una empresa multinacional (EMN) considera no només la seva ubicació i la de destí, sinó les característiques de tercers països propers quan tria les seves activitats. Per tant, mentre que les teories d'equilibri general de comerç tenen en compte el paper dels efectes de tercers països, poc o molt poc s'ha investigat en la literatura d'IED empírica per contrastar aquests vincles espacials.

En aquest article en canvi s'estimen una sèrie de models de dades espacials del panell - recentment desenvolupats i proposats per Elhorst (2003, 2009) –per les sortides d'IED catalana durant el període 1993-2010 als 50 països de major recepció (excloent paradisos fiscals). En observar el patró de distribució espacial de les sortides d'IED catalanes durant aquest període (vegeu Gràfic 31), resulta evident que la interdependència espacial reclama ser contrastada. Així, l'aproximació metodològica del model és similar a la de Blonigen *et al.* (2007), ja que les interaccions espacials

7: Per més detalls, veure Gordo, Martín i Tello (2008).
8: Veure per exemple Romer (1993), Rodríguez-Clare (1996) o Rappaport (2000).

són capturades en un marc multilateral. Mitjançant l'estimació de diferents models de retard espacial, els autors troben evidència estadísticament significativa d'interdependències espacials d'IED (per a sortides d'IED dels EUA) després de controlar per efectes fixos.

Gràfic 31
Distribució de la inversió estrangera directa a l'exterior catalana (terme mitjà 1993-2011. % s/ IED total)

Font: UNCTAD

En tot cas, malgrat les tendències recents de la recerca internacional aplicada, no existeix fins ara una aproximació empírica que s'hagi centrat únicament en les sortides d'IED catalanes a l'exterior des d'un punt de vista multilateral. Per tant, la hipòtesi nul·la analitzada en aquest treball es divideix en dos.

En primer lloc, la influència de les interaccions espacials en les sortides d'IED catalanes es contrasta mitjançant l'estimació de models espacials amb efectes no observables. En segon lloc, no s'imposa cap estructura a priori per aïllar un efecte espacial multilateral (és a dir, motivacions alternatives per invertir a l'exterior), sinó que s'estimen els efectes nets d'aquestes forces. En conseqüència seran els signes de correlació del model d'autocorrelació espacial els qui proporcionin evidència a favor o en contra de les teories alternatives que resumeixen les principals motivacions que porten a una empresa a invertir a l'exterior.

Els principals resultats empírics demostren la importància de la interdependència espacial en les sortides d'IED catalanes. A més, s'observa una evidència consistent amb les teories d'aglomeració de la Nova Geografia Econòmica (NEG), basats, principalment, en motius (verticals) complexos d'IED. No obstant això, cal destacar que, igual que en la literatura relacionada, els resultats poden ser sensibles a la selecció de la mostra.

Les interaccions espacials d'IED

Per definició, un model economètric d'IED bilateral no té en compte les especificitats dels països veïns de destí. Per tant, per tal de controlar la correlació entre les sortides d'IED d'un país i les sortides d'IED als països veïns, els nous mètodes d'estimació per a panells espacials s'han convertit en eines molt útils. Bàsicament, perquè proporcionen estimacions consistents i eficients amb la finalitat de capturar els efectes de tercers països, que en cas contrari donarien lloc a errors d'especificació. D'aquesta manera, l'efecte net de les diferents forces que porten a invertir

a l'exterior s'estima sense establir cap alternativa predeterminada. Un dels avantatges d'aquest procediment en comparació amb els models de localització d'elecció discreta és que el signe de correlació d'alguns paràmetres estimats poden proporcionar evidència a favor o en contra de les teories alternatives sobre les motivacions d'IED.

Sobre la base de Blonigen *et al.* (2007) i alguns treballs teòrics anteriors, quatre seran les estratègies de les empreses multinacionals que podem relacionar amb el coeficient de retard espacial (que mesura la intensitat de la interdependència espacial en termes de IED catalana a l'exterior), en combinació amb els signes esperats de la variable de mercats potencials (que pondera el PIB de països propers). Atès que una barreja d'aquestes motivacions poden ocórrer, no hi ha evidència de l'existència d'una sobre l'altra, sinó que ens centrarem en la identificació dels efectes nets (Quadre 5).

Quadre 5
Resum del coeficient hipotètic del retard espacial i l'efecte de mercat potencial per vàries formes d'invertir a l'exterior

Motivació IED	Signe del Retard Espacial	Signe de la Variable Mercat Potencial
Horitzontal pur	0	0
Plataforma d'Exportació	-	+
Vertical pur	-	0
Especialització Vertical amb Aglomeració	+	0/+

Font: Blonigen *et al.* (2007)

La primera estratègia ***IED pura horitzontal*** es basa en evitar els elevats costos comercials entre països pels quals una empresa d'un país d'origen *x* pot abastir els mercats estrangers *i* i *j* per mitjà de l'establiment de la producció a *i* i *j*, o simplement mitjançant exportacions. Sens dubte, la possibilitat d'evitar els costos del comerç es converteix en un incentiu per a la IED horitzontal (o *"market seeking"*) en oposició a l'exportació. No obstant això, els elevats costos d'establir la producció en aquests països probablement poden arribar a desincentivar la IED. Això es reflectiria en la no significativitat estadística del retard espacial, ja que la decisió de l'empresa del país *x* sobre la conveniència o no de participar en IED al país *i* no té res a veure amb la seva decisió de fer-ho al país *j*.[9] De la mateixa manera, respecte a la decisió d'inversió d'una empresa *x* per iniciar la seva producció al país *i*, la mida del mercat d'altres països *j* no té cap relació amb la motivació horitzontal pura. Això es traduirà en forma d'entrada com a 0 en referència a la variable de mercat potencial.

El signe esperat per al coeficient de retard espacial respecte a la segona estratègia ***pura IED vertical,*** seria negatiu. Algú podria esperar de tal estratègia d'IED del país d'origen *x* al de destí *i*, que la mida del mercat potencial dels països en *j* (≠ *i*), i per tant de mercat, no fossin rellevants. Com afirma la teoria de la IED, la motivació vertical es deu principalment a les diferències de cost dels factors entre els països i sosté que les empreses d'un país d'origen poden tractar d'establir (algunes parts de) la producció al país amb menor cost dels factors. Amb el temps, això implica que la IED vertical del país *x* al país *j* dependria de la IED vertical de *x* al país de destí *i*.

La tercera estratègia d'IED és la ***plataforma d'exportació,*** que es basa en la idea que els costos del comerç entre els països d'acollida potencials *i* i *j* són menors que entre el país d'origen *x* respecte a *i* i *j*. Per tant, les empreses del país *x* poden decidir participar en la IED mitjançant l'establiment de producció en el país d'acollida *i* (evitant els costos del comerç entre els països *x* i *i*), i utilitzant la IED com una plataforma per exportar al mercat d'*i* al país *j*. En aquest entorn, s'espera que la variable mercat potencial produeixi un impacte positiu sobre la IED ja que els grans (i més propers) mercats en països *j* (≠ *i*) fan a l'*i* més atractiu per a la IED. No obstant això, el signe del coeficient de retard espacial s'espera negatiu ja que servir als mercats combinats *i* i *j* és més eficient des d'una única localització de la IED i l'establiment d'una planta en un altre país és costós (la producció es realitza sota rendiments creixents d'escala). En altres paraules, *ceteris paribus*, un augment en plataformes d'exportació per motius d'IED dels països d'origen *x* cap

9: En aquest sentit, cal destacar que el retard espacial és extremadament útil per contrastar si la IED de *x* cap al país de destí *i* es veu afectada per la IED que va de *x* cap al país *j*, tenint en compte la distància entre *i* i *j*.

a un tercer país *j* resultaria en menys sortides d'IED de *x* a *i*. Això es pot veure més clarament quan la distància entre *i* i *j* és relativament petita. Com a resultat, el signe esperat pel coeficient de retard espacial serà negatiu.

Finalment, l'estratègia més controvertida i complexa s'anomena ***especialització vertical amb aglomeració*** (també coneguda com Complex IED). El supòsit subjacent es basa en el fet que quan el país *x* inverteix a l'exterior, implica que alguna part d'aquesta producció es porta a terme en els països d'acollida *i* i *j*, i les empreses multinacionals "fragmenten la cadena de valor" del seu procés de producció mitjançant la recerca proveïdors (de baix cost) en múltiples (*i* més propers) països. En aquest sentit, si països més propers *i* i *j* comparteixen característiques de subministrament similars (xarxa), les empreses multinacionals poden tractar d'establir la producció en *i* (quan resulti rendible) perquè ja produeixen des del país (proper) *j* també. Per tant, la IED procedent del país d'origen *x* cap un tercer país *j* pot ser considerada com a complement de la IED dels països d'origen *x* cap al país de destí, *i* més encara si *i* i *j* són països veïns. Es podria esperar doncs la formació de clústers geogràfics dels fluxos d'IED per motius d'oferta. No obstant això, que els mercats potencials siguin rellevants no està gens clar. En cas que el mercat potencial capturi els efectes d'aglomeració, es podria esperar un signe positiu; mentre que si, en cas contrari, capta raons de demanda (o raons market-size), es podria esperar un signe 0 tal i com es resumeix al Quadre 5.

Els escenaris alternatius esmentats anteriorment poden implicar diferents relacions entre destins d'IED. En els models de plataforma d'exportació, els costos fixos a nivell de planta generen més incentius per tenir una sola planta en un país i menys incentius per expandir-se cap als països veïns. Per descomptat, aquests estalvis han de ser equilibrats vers els costos comercials que augmenten amb la distància, el que implica que el grau de substitució és una funció decreixent de la distància. Les economies d'aglomeració respecte a altres inversions catalanes, en canvi, suggereixen que la proximitat a un altre país receptor d'IED augmenta l'incentiu per invertir en els països veïns.

Això ens proporciona noves dades sobre l'impacte dels efectes d'aglomeració i de substitució, així com estimacions que són més comparables amb la major part de la literatura de la IED que considera el nivell d'activitat de la IED. A més, considerem efectes de distància que s'estenen més enllà de localitzacions limítrofs, cosa que Head, Ries, i Swenson (1995) no fan.

Finalment, cal afegir que el nostre conjunt de dades només conté els fluxos totals anuals d'IED cap a l'estranger i, per tant, és la suma de totes les decisions d'IED realitzades per les empreses catalanes en un any determinat, deixant de banda el fet que les diverses decisions d'IED poden ser el resultat de motius molt diferents als esmentats.

Model empíric i dades emprades

El model empíric emprat gira vers un punt de referència com són els models de comerç gravitacionals que, sens dubte, han esdevingut els més utilitzats en termes d'especificació empírica de la IED. No obstant això, la nostra aproximació està basada en una extensió del model respecte de la literatura recent, per tal de donar cabuda a variables que mesuren la dotació d'habilitats i els mercats potencials (circumdants) de destí.

En particular, les variables es mesuren en logaritmes i l'especificació del model log-lineal és la següent:

$$IED = \alpha + \beta_1 \, Variables_de_Destí + \beta_2 \, Mercat_Potencial + \rho WIED + \varepsilon$$

on $\varepsilon \approx N(0, \sigma^2 I)$ i on la IED és un vector (Nx1), amb la fila j igual a logaritme de les IED de Catalunya – territori d'origen – al país de destí *j*. La variable *WIED* és la IED ponderada espacialment amb una matriu de pesos W on s'aplica una simple funció de la distància inversa i el seu coeficient corresponent ρ, és el que mesura la intensitat de les interdependències d'IED. Les variables de destí es defineixen com una matriu de k variables exògenes, ε serà la pertorbació de soroll blanc i N són el nombre d'observacions. La variable que aproxima els mercats potencials dels

països propers al de destí s'inclourà seqüencialment. En aquest sentit, cal esmentar que segons Blonigen *et al.* (2007), la variable de mercat potencial (circumdant) per a un país *j* es defineix com la suma dels PIB reals ponderats per la (inversa de la) distància de tots els altres països $k \neq j$ al món per any. Atès que una gran quantitat de treballs s'han centrat en la robustesa de l'esquema de ponderació dels mercats potencials, la matriu de pesos emprada conté 224 països, i no només aquells seleccionats a la mostra (n = 50) països. Finalment, ρ es converteix en el paràmetre més rellevant, ja que es caracteritza per ser l'autoregressiu que reflecteix la intensitat de les interdependències a través d'observacions de la mostra.

Així, les variables principals dels països de destí són les habituals en els models gravitacionals comunament acceptats: PIB, població, distància respecte al país d'origen, variables que aproximin les friccions d'inversió/comerç, una mesura de la dotació de capital humà, etc. Generarem, doncs, un panell de dades anuals sobre l'activitat d'IED catalana a l'exterior en els països en què Catalunya va fer grans inversions en el període 1993-2010 (és a dir, els 50 països de major recepció).

La nostra aproximació es limitarà a 50 països de destí per almenys dues raons.En primer lloc, centrar-se en aquests països de la mostra probablement limitarà l'especialització vertical com a principal motivació de la IED, el que ens permet separar millor els factors darrere de qualsevol interdependència espacial. En segon lloc, la limitació a 50 països es deu a les limitacions per arribar a la convergència per màxima versemblança del model. No obstant això, cal tenir en compte que aquests països representen la major part de la IED catalana a tot el món. En particular, durant els anys de la mostra, aquests països van ser receptors d'una mitjana del 99% de la IED a l'exterior catalana.

La variable dependent IED es mesura com la suma de les sortides brutes efectives en milions d'euros segons el Registre d'Inversions Exteriors del Ministeri d'Economia i Competitivitat (DataInvex). La suma acumulada de les sortides brutes efectives es pren com una aproximació a l'estoc de capital a l'exterior. La raó té a veure amb l'especificació de llarg termini del model. En altres paraules, fer servir una mesura agregada d'IED enlloc dels fluxos es basa en el supòsit que les estratègies d'inversió de les EMN se sap que són decisions de llarg termini, potencialment no capturades per complet pels fluxos temporals.

Amb tot, el conjunt de variables explicatives incloses en el model d'interaccions espacials es detallen a continuació: PIB real a preus corrents i dades de població (provenen de les Penn World Tables 7.1, que registren aquestes dades per 1950-2010). El cost de comerç, que es mesura com la inversa de l'obertura, que al seu torn és igual a les exportacions més les importacions dividit pel PIB. Per controlar la distància, seguim la literatura mitjançant l'ús de distàncies en grans cercles entre les capitals, mesurades en quilòmetres, i que s'extreuen de la base de dades CEPii. Les dotacions de capital humà dels països de destí es mesuren com la taxa bruta d'escolarització (educació terciària) proporcionada pels Indicadors de Desenvolupament Mundial del Banc Mundial. Finalment, la variable de mercats potencials es mesura com el PIB real agregat ponderat per la inversa de la distància dels països de destí[10].

Resultats

El Quadre 6 resumeix els resultats obtinguts de forma seqüencial segons el seu poder explicatiu i amb la següent estructura: la columna (1) mostra els resultats de l'estimació per Mínims Quadrats Ordinaris (MQO) del model en conjunt, sense efectes inobservables i sense les variables que capturen els patrons espacials, és a dir, mercat potencial i la IED ponderada per la distància. La columna (2) mostra els resultats del model d'efectes aleatoris estimat pel Mètode de Moments Generalitzats (GMM, en anglès), la columna (3) mostra els resultats del model d'efectes fixos que incorpora una variable fictícia per país, la columna (4) resumeix el model d'efectes fixos de dues vies amb l'objectiu de capturar efectes temporals comuns a la mostra (per exemple, restriccions financeres internacionals, recessions, etc) i, per últim, les columnes (5) i (6) inclouen els models d'efectes fixos espacials incorporant la variable de mercat potencial de forma seqüencial.

10: Per detalls tècnics, vegeu Martinez-Martin (2011)

Quadre 6
Resultats

	Pooled	Efectes Aleatoris	Efectes Fixos	Efectes Fixos (2-way)	Efectes Fixos Espacials	Efectes Fixos Espacials
Ln(Població Destí)	-1,0992	-0,3136	-6,5802	-6,4807	-2,4773	-1,3443
	[0.1466]***	[0.2938]	[1.5384]***	[1.5211]***	[1.7557]	[1.7699]
Ln (PIB Destí)	1,4371	0,9751	-4,5675	-4,7595	-0,1503	-13,6688
	[0.1416]***	[0.4207]***	[3.0968]	[3.0578]*	[0.7119]	[3.7769]***
Ln (Cost Comerç Destí)	1,0348	-0,1845	-0,4475	-0,6127	-1,1206	-0,7928
	[0.2005]***	[0.3173]	[0.3733]	[0.3844]*	[0.4796]*	[0.4844]*
Ln (Distància des de CAT en Kms)	-0,2282	-0,1369	-	-	-	-
	[0.0799]***	[0.2333]				
Ln (Capital Humà Destí)	-0,0318	-0,0108	-0,0199	-0,0169	-0,0087	-0,0063
	[0.0052]***	[0.0063]**	[0.0072]***	[0.0071]***	[0.0093]***	[0.0092]
Tendència (1993 = 1)	0,7672	0,8125	0,8954	0,9538	0,8383	0,7671
	[0.0677]***	[0.0441]***	[0.0489]***	[0.0724]***	[0.1365]***	[0.1340]***
Tendència^2	-0,0205	-0,0229	-0,0231	-0,0245	-0,0227	-0,0224
	[0.0033]***	0.0020]***	[0.0019]***	[0.0032]***	[0.0042]***	[0.0041]***
Mercat Potencial	-	-0,1272	4,9341	5,2446	-	14,8446
		[0.3537]	[3.3295]*	[3.2859]*		[4.0759]***
IED ponderada espacialment (ρ)	-	-	-	-	0,2094	0,2333
					[0.1161]**	[0.1131]**
Constant	-3,8965	-7,3523	61,2500	56,6438	28,4276	-17,1415
	[2.1600]***	[4.6687]***	[17.4728]***	[17.3691]***	[5.4643]***	[3.2500]***
Dummies de País	No	No	Si	Si	Si	Si
Observacions	900	900	900	900	900	900
Adj R2	0,4630	0,7053	0,7191	0,7328	0,8311	0,8336

Errors estàndard entre parèntesi
* significatiu al 10%, ** significatiu al 5%, *** significatiu a l'1%

Del Quadre 6 es poden extreure vàries observacions molt interessants. Atès que l'objectiu de l'estudi és contrastar la rellevància de l'espai per les IED catalanes cap a l'exterior, les variables amb patrons espacials seran de particular interès. Estadísticament, les estimacions per MQO i efectes aleatoris han de ser rebutjades en favor de l'estimació per efectes fixos segons els contrastos de Hausman i F-tests. En conseqüència, centrarem la nostra atenció en el model que inclou patrons espacials (columna 6) no només per la seva major capacitat explicativa estadísticament (adj-R =0.83) sinó perquè els resultats són robustos a la inclusió de la variable IED ponderada espacialment.

Cal destacar en aquest sentit que la introducció d'efectes no observables amb variables fictícies (és a dir, controlant per efectes no observables invariants en el temps i específics per cada país) redueix de forma substancial la significativitat estadística d'algunes variables del model gravitacional. En particular, la població i cost de comerç de destí van perdent protagonisme estadístic. Respecte a la primera, el seu signe negatiu estaria en línia amb les expectatives a priori, donat el seu conegut efecte descoratjador d'IED per l'efecte riquesa reflectit en el PIB per càpita. Per la seva banda, el signe negatiu del cost de comerç mostra indicis sobre l'objectiu d'explotar els vincles verticals per part de l'empresa catalana inversora a l'exterior. En el cas de la distància, manté el seu signe negatiu, el que no deixa d'estar en línia amb la literatura en determinants d'IED. Finalment, en relació al PIB del país de destí, el seu signe negatiu i la seva indubtable importància estadística està clara tot i que el motiu d'aquest resultat sigui, desafortunadament, difícil d'explicar. En aquest sentit, observant l'evolució estadística d'aquesta variable un podria concloure (amb precaucions) que la IED catalana a l'exterior no sembla estar relacionada amb l'expansió en mercats amb taxes de creixement desproporcionadament elevades.

Els resultats finals suggereixen que les sortides d'IED catalanes es veuen afectades no només pel mercat potencial d'un país de destí, sinó també per nivells de PIB relativament elevats dels països veïns ponderats per la (inversa de la) distància.

Finalment, la combinació d'un coeficient de mercat potencial estadísticament significatiu i positiu amb un coeficient positiu del retard espacial (ρ) suggereix l'existència d'efectes d'aglomeració entre països fronterers entre les empreses catalanes que inverteixen a l'exterior, consistentment amb la teoria de motivació vertical complexa esmentada anteriorment. D'aquesta forma, un podria esperar la generació de clústers geogràfics de IED catalana principalment per motius d'oferta.

Conclusions

En aquest article, s'han emprat tècniques economètriques espacials recentment desenvolupades per tal d'analitzar els patrons de sortides d'IED catalanes des de 1993 a 2010. La gran majoria dels treballs empírics anteriors han examinat les dades bilateralment sense tenir en compte la interdependència potencial de la IED a través de localitzacions (efectes de tercers països). Fins l'actualitat, aquest és el primer intent per demostrar-ho empíricament a Catalunya.

Fins ara, la literatura relacionada s'havia centrat en els fluxos d'IED d'uns pocs països. No obstant, les sortides d'IED catalanes han augmentat de forma considerable des de principis dels anys 80. Importadora neta d'IED, l'economia catalana en el seu conjunt ha seguit una evolució cap a la dinamització d'aquest tipus d'inversions arribant a esdevenir una exportadora neta durant alguns anys.

Les hipòtesis que s'analitzen en aquest article qüestionen tant la rellevància de l'espai en les inversions catalanes a l'exterior com la naturalesa de les seves motivacions subjacents. Així, s'estima un model de dades de panell espacials que inclou els determinants bilaterals comunament acceptats per la literatura prèvia pels 50 països de major recepció, a més de una variable que aproxima el mercat potencial i un altra de la pròpia IED ponderades ambdues per la (inversa de la) distància. En aquest sentit, no s'imposa cap estructura a priori per aïllar un efecte especial multilateral sinó que els efectes nets d'aquestes forces són estimats i es relacionen amb diverses motivacions específiques d'IED teòriques.

L'aproximació del model és similar a Blonigen *et al.* (2007), Baltagi *et al.* (2007) i Martinez-Martin (2011), ja que, en primer lloc, es calcula un model de retard espacial per tal de comprovar si els efectes espacials segueixen essent pertinents després de controlar per efectes fixos (no observables). Com a resultat, trobem evidència rellevant sobre l'omissió de variables significatives, és a dir, les espacialment dependents. Aquest resultat té una influència important en treballs previs sobre determinants de la IED catalana, ja que aquest és el primer intent d'incloure els efectes espacials.

Sobre la base d'una anàlisi exploratòria de dades espacials, les dades donen suport a la noció que els vincles espacials relatius a les sortides d'IED no varien en gran mesura a través del temps (mostral).

Finalment, les estimacions suggereixen que la participació a l'exterior de les empreses catalanes resideix principalment en motius "complexos" d'inversió vertical, consistent amb les teories d'aglomeració de la Nova Economia Geogràfica (NEG). Per tant, hom podria concloure que les decisions de les empreses multinacionals catalanes han contribuït a generar clústers geogràfics de IED a l'estranger per motius d'oferta: fragmentant la seva cadena de producció en busca de proveïdors low-cost en múltiples (i propers) països. No obstant, cal recordar que aquests resultats poden estar esbiaixats per les dades i un estudi en major profunditat desagregant submostres per sectors esdevé indispensable.

Referències

Anderson JE i van Wincoop (2003) "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle". *American Economic Review* 93(1), 170-92.

Baltagi BH, Egger P and Pfaffermayr M (2007) "Estimating Models of Complex FDI: Are There Third-Country Effects?", *Journal of Econometrics* 140, 260-281.

Blonigen BA (2005) "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants". *NBER Working Paper* No. 11299.

Blonigen, BA, Davies RB, Waddell GR and Naughton HT (2007) "FDI in Space: Spatial Autoregressive relationships in foreign direct investment", *European Economic Review* 51, 1300-1325.

Elhorst JP (2003) "Specification and estimation of spatial panel data models", *International Regional Science Review* 26(3): 244-268.

Elhorst JP (2009) "Spatial Panel Data Models", In Fischer MM, Getis A (Eds.) Handbook of Applied Spatial Analysis, Ch. C.2. Springer: Berlin Heidelberg New York.

Gordo, E., C. Martín and P.Tello (2008). "La Internacionalización de las Empresas Españolas a través de la Inversión Extranjera Directa", *Bulletí Econòmic, Banc d'Espanya,* Nº 1, pp 91-104.

Head K, Ries J and Swenson D (1995) "Agglomeration Benefits and Location Choice: Evidence from Japanese Manufacturing Investments in the United States" *Journal of International Economics* 38(3-4), 223-47.

Martinez-Martin J (2011) "General-Equilibrum Long-Run Determinants for Spanish FDI: A Spatial Panel Data Approach", *SERIEs, Spanish Economic Association,* vol. 2(3), pages 305-333.

Rappaport J (2000) "How Does Openness to Capital Flows Affect Growth?". Mimeo, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Romer P (1993) "Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development". *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 543-73.

Rodriguez-Clare (1996) "Multinational, Linkages, and Economic Development". *American Economic Review*, 86, 852-873.

6. Quadres

Quadre 7

Previsions macroeconòmiques: Producte Interior Brut (% a/a)

(Taxes interanuals, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estats Units	-3,1	2,4	1,8	2,1	1,8
UEM	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Alemanya	-5,1	4,0	3,1	0,9	1,3
França	-3,1	1,6	1,7	0,1	0,5
Itàlia	-5,5	1,8	0,5	-2,4	-0,6
Espanya	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Regne Unit	-4,0	1,8	0,9	-0,1	1,3
Amèrica Llatina*	-2,2	6,2	4,3	3,0	3,7
Mèxic	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
Brasil	-0,3	7,6	2,7	1,6	4,2
EAGLES**	4,0	8,4	6,7	5,2	5,8
Turquia	-4,9	9,2	8,5	3,0	4,5
Àsia Pacífic	4,1	8,2	5,8	5,2	5,5
Xina	9,2	10,4	9,2	7,6	7,9
Àsia (ex. Xina)	0,8	6,7	3,5	3,7	3,9
Món	-0,6	5,1	3,9	3,2	3,5

* Argentina, Brasil, Xile, Colòmbia, Perú, Veneçuela
** Brasil, Xina, Egipte, Índia, Indonèsia, Corea, Mèxic, Rússia, Taiwan, Turquia
Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

Quadre 8

Previsions Macroeconòmiques: tipus d'Interès a 10 anys (terme mitjà)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estats Units	3,2	3,2	2,8	1,8	2,1
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,1

Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

Quadre 9

Previsions Macroeconòmiques: Tipus de Canvi (promig)

Dòlars ($) per moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estats Units (EUR per USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Regne Unit	1,56	1,55	1,60	1,59	1,66
Xina	6,83	6,77	6,46	6,32	6,26

Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

Quadre 10
Previsions Macroeconòmiques: Tipus d'Interès Oficials (final període)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estats Units	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
Xina	5,31	5,81	6,56	5,75	5,75

Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

Quadre 11
UEM: Previsions Macroeconòmiques (% a/a excepte indicació contrària)

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Consum privat	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,0
Consum públic	2,6	0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Formació Bruta de Capital Fix	-12,7	-0,3	1,6	-3,6	-0,6
Equip, Maquinària i Actius Cultivats	-18,7	6,3	4,2	-5,3	-0,8
Equip i Maquinària	-18,8	6,4	4,3	-5,3	-0,8
Construcció	-9,9	-4,4	-0,2	-3,4	-1,4
Habitatge	-12,5	-2,9	0,9	-1,9	0,4
Altres edificis i altres construccions	-7,0	-5,9	-1,4	-5,1	-3,3
V. existències (contribucions al creixement)	-0,9	0,6	0,1	-0,5	0,0
Demanda interna (contribució al creixement)	-3,6	1,2	0,5	-1,8	-0,3
Exportacions	-12,4	11,0	6,4	3,1	3,2
Importacions	-11,0	9,4	4,2	0,1	2,2
Demanda externa (contribució al creixement)	-0,8	0,7	1,0	1,3	0,5
Pro-memòria					
PIB sense inversió en habitatge	-3,8	2,2	1,5	-0,4	0,3
PIB sense construcció	-3,6	2,7	1,7	-0,2	0,4
Ocupació (EPA)	-1,8	-0,5	0,5	-0,8	-0,3
Taxa d'atur (% població activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	11,8
Saldo per Compte Corrent (% del PIB)	0,1	-0,1	0,0	1,2	1,2
Saldo de les AA.PP (% PIB)	-6,3	-6,2	-4,1	-3,2	-2,3
IPC (mitjana anual)	0,3	1,6	2,7	2,5	1,8

Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

Quadre 12

Espanya: previsions macroeconòmiques (% a/a excepte indicació contrària)

Activitat	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Consum privat	-3,8	0,7	-1,0	-2,0	-2,9
Consum públic	3,7	1,5	-0,5	-3,6	-6,9
Formació Bruta de Capital	-17,9	-5,5	-5,5	-9,5	-7,4
Equip i Maquinària	-24,5	3,0	2,4	-7,7	-3,8
Construcció	-16,6	-9,8	-9,0	-11,8	-10,0
Habitatge	-23,1	-10,1	-6,7	-6,8	-8,4
Demanda Interna (contribució al creixement)	-6,6	-0,6	-1,9	-4,0	-4,7
Exportacions	-10,0	11,3	7,6	3,8	8,2
Importacions	-17,2	9,2	-0,9	-4,7	-1,8
Demanda Externa (contribució al creixement)	2,9	0,3	2,3	2,6	3,3
PIB nominal	-3,7	0,1	1,4	-0,6	0,7
(Milers de milions d'euros)	1048,1	1048,9	1063,4	1057,4	1065,0
PIB sense inversió en habitatge	-1,4	0,5	1,0	-1,0	-0,9
PIB sense construcció	-0,5	1,6	2,1	0,3	-0,2
Mercat de treball					
Ocupació, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,4	-3,4
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	20,1	21,6	25,0	26,1
Ocupació CNTR (equivalent a temps complet)	-6,2	-2,5	-1,7	-4,2	-3,2
Productivitat aparent del factor treball	2,5	2,2	2,1	2,8	1,8
Preus i costos					
IPC (mitjana anual)	-0,3	1,8	3,2	2,5	2,3
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,0	0,8	2,1
Deflactor del consum privat	-1,1	2,0	2,9	2,5	2,6
Remuneració per assalariat	4,2	0,3	0,7	1,5	2,1
Cost laboral unitari	1,7	-2,0	-1,4	-1,3	0,4
Sector exterior					
Balança per Compte Corrent (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,4	-0,5
Sector públic					
Deute (% PIB)	53,9	61,3	69,1	85,2	91,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,7	-9,0	-7,2	-5,9
Llars					
Renda disponible nominal	0,6	-2,9	-0,5	-3,1	-1,5
Taxa d'estalvi (% renda nominal)	17,8	13,1	11,0	7,6	6,6

(*): Excloent ajudes a les entitats financeres espanyoles
Data tancament previsió: 2 de novembre de 2012
Font: BBVA Research

AVÍS 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 inconsistents 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 / 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.

Aquest informe ha estat elaborat per la Unitat d'Espanya:

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

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

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

Xavier Callol
+34 91 374 75 28
xavier.callol@bbva.com

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

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

Ángel Gavilán
+34 91 374 52 62
angel.gavilan@bbva.com

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

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

Myriam Montañez
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

Mercedes Nogal
+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com

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

Juan Ruiz
+34 646 825 405
juan.ruiz2@bbva.com

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

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

Amb la col·laboració de:

Escenaris Econòmics
Jaime Martínez-Martín
+34 91 537 47 54
j.martinez.martin@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 Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinació Latam
Juan Ruiz
juan ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Xile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colòmbia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Veneçuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

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

Anàlisi Macro Mèxic

Economies Desenvolupades:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Espanya
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@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

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulació i Polítiques Públiques
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Àrees Globals:

Escenaris Econòmics
Julián Cubero
juan.cubero@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 (Espanya)
Tel.: +34 91 374 60 00 i +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com