

Situació

Servicio de Estudios

Juliol 2003



Entorn internacional: a càmera lenta

Espanya: pendent de la resta

Catalunya: piles noves

Comptabilitat Nacional: més que canvis en la base

Index

Data de tancament: 25 de juliol de 2003

1 Entorn internacional	1
2 Economia espanyola	3
3 Economia catalana	8
4 Comptabilitat Nacional: més que canvis en la base	12
Requadre: "Enquesta sobre l'Activitat Econòmica BBVA: 2on trimestre 2003"	18

Han elaborat aquesta publicació:

David Taguas

Pep Ruiz
Ignacio San Martín
Manuel Balmaseda

34 91 374 40 74
34 91 537 48 90
34 91 374 33 31

ruiz.aguirre@grupobbva.com
jisanmartin@grupobbva.com
m.balmased@grupobbva.com

1. Entorn internacional

Polítiques més líquides

Transcorregut el primer semestre del 2003, continua sense haver-hi senyals clars de recuperació econòmica a les principals economies. Una situació que es repeteix des de fa dos anys i mig, encara que durant aquest període alguns factors han augmentat puntualment la incertesa, justificant en diverses ocasions un endarreriment en les expectatives de creixement. Els atemptats terroristes de l'11 de setembre, o els successius escàndols empresarials en són un bon exemple.

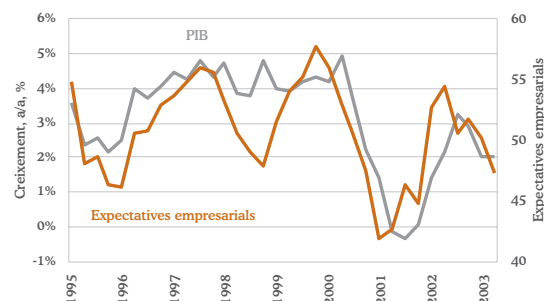
Actualment s'ha superat un d'aquests factors, la incertesa geopolítica. Però altres, com la possibilitat que un xoc de demanda negatiu porti a una situació de recessió-deflació, continuen presents i s'han accentuat en els últims mesos. A més, els tipus d'interès s'han situat en mínims des de, com a mínim, els anys seixanta, amb noves baixades dels tipus oficials als EUA i la UEM. Les polítiques fiscals han mantingut un to relaxat als EUA, amb l'aprovació definitiva del pla fiscal del President, mentre que Europa, amb les restriccions del Pacte d'Estabilitat i Creixement, tracta d'abordar reformes per a reduir el nivell de despesa pública actual i futura però xoca amb un notable grau d'oposició social. Tot i aquests factors que suporten l'activitat, la recuperació de la confiança dels agents econòmics s'està produint més lentament del que s'esperava, i les expectatives d'una recuperació significativa de l'economia van sent, progressivament, substituïdes per la previsió d'un creixement més dèbil per als propers trimestres. Als EUA, s'espera un rebrot lligat a l'expansió fiscal i a la depreciació del dòlar, però amb una magnitud i duració qüestionables. Davant els pocs senyals de reactivació econòmica, els bancs centrals i les autoritats fiscals tracten de mantenir les expectatives dels agents econòmics per evitar que un nou xoc de demanda negatiu compliqui encara més la situació. Però en aquest procés, el marge de maniobra de les polítiques es va esgotant.

Un cas clar és el de la política monetària als EUA. Els tipus d'interès, després de baixar un quart de punt al mes de juny, s'han situat en l'1%, molt a prop de nivells que podrien posar en perill l'estabilitat del sistema financer¹. Per aquesta raó, la Reserva Federal sembla disposada a prendre mesures de política monetària "no convencionals". Una de les possibilitats és la compra de deute públic, que pressionaria a la baixa les rendibilitats de llarg termini a l'economia, afavorint el consum i la inversió. De fet, una lliçó de l'experiència japonesa dels anys noranta és que per evitar l'estancament de l'activitat i mantenir la salut del sistema financer no n'hi ha prou amb baixades de tipus, sinó que també cal que la corba de deute no mostri un pendent excessiu. Les pressions a l'alça sobre els tipus d'interès de llarg termini deriven de l'expansió fiscal, a mig termini, i d'algunes dades econòmiques que puntualment transmeten optimisme sobre la recuperació. No obstant, el temor a la deflació i la possibilitat de que es realitzin compres de deute per part de la Reserva Federal actuen com a factors compensadors d'aquestes pressions, mantenint en mínims les rendibilitats. Així, els preus dels bons augmenten.

En aquest context, augmenten també els preus borsaris, recolzats pels baixos tipus d'interès actuals. Si el risc de deflació domina al mercat, els tipus d'interès seguiran baixos en tots els terminis de la corba en els propers mesos. De fet, actualment els mercats de futurs sobre tipus d'interès donen una probabilitat significativa a aquest escenari. Ara bé, si finalment aquest risc no fos tant important com actualment es descompta i els senyals de recuperació econòmica fossin clars, es

Gràfic 1.1.

Creixement i expectatives empresarials

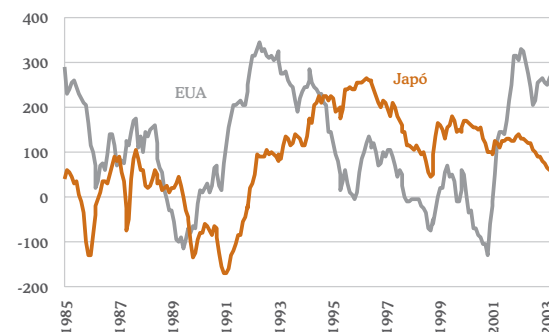


Font: ISM i BBVA

Gràfic 1.2.

Pendent de les corbes de deute (10 anys-3 mesos)

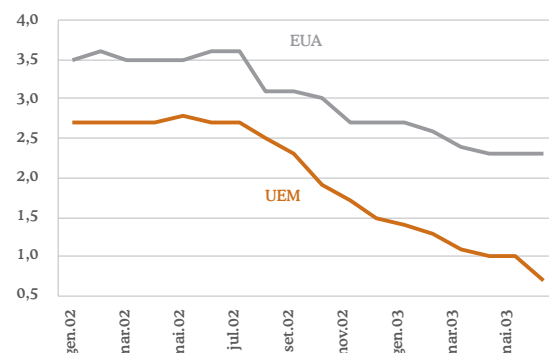
En punts bàsics



Font: Reserva Federal dels EUA i Banc del Japó

Gràfic 1.3.

Previsions de creixement per 2003 segons el Consensus Forecast



Font: Consensus Forecast

¹ Alguns autors estimen que 0,75% és el límit per sota del qual els fons monetaris podrien tenir pèrdues. Vegis, a tall d'exemple, Logan i Denison (2003): "Unconventional monetary policy on the horizon", Dresdner Kleinwort Wassertein Research.

Quadre 1.1 Creixement del PIB

	2002	2003	2004
OCDE	1,8	1,6	2,3
EUA	2,4	2,0	3,0
UEM	0,8	0,5	1,5
RU	1,9	1,7	2,4
Japó	0,1	1,0	1,0
Països en desenvolupament	4,4	4,5	5,4
Llatinoamèrica	-0,6	1,4	3,4
Països en transició	4,0	4,0	4,1
MÓN	2,9	2,8	3,6

Font: FMI i BBVA

Quadre 1.2 Inflació

	2002	2003	2004
OCDE	1,6	2,0	1,7
EUA	1,6	2,4	1,8
UEM	2,2	2,0	1,8
RU	2,2	2,7	2,5
Japó	-0,9	-0,5	-0,4
Països en desenvolupament	5,4	6,0	5,3
Llatinoamèrica	9,3	11,2	8,1
Països en transició	11,1	9,5	7,4
MÓN	3,5	3,9	3,3

Font: FMI i BBVA

podria produir una correcció a l'alça de les rendibilitats. Així, l'evolució borsària hauria actuat com a un indicador avançat de recuperació. Segons això el preu màxim dels bons a la primavera no es justificaria mitjançant els fonamentals, sinó que el comportament de la Reserva Federal hauria portat a noves "bombolles".

Economies menys sòlides

¿Quin és l'escenari macroeconòmic previst per als propers trimestres? La recuperació de l'activitat mundial continuarà depenent de forma crucial del comportament dels EUA. Els reduïts tipus d'interès, l'expansió fiscal i la depreciació del dòlar, més important del que es preveia, recolzaran el creixement d'aquesta economia, que podria assolir en els propers trimestres xifres de l'entorn del 3%. Així, mentre s'espera la reactivació de la inversió, un procés que s'està revelant més costós del que es pensava, les autoritats econòmiques s'esforcen per mantenir el consum i per afavorir les exportacions.

Però a mig termini, l'economia continuarà trobant algunes restriccions importants per a relançar-se de forma sòlida. La principal limitació és l'escassetat d'estalvi nacional, derivada de que, en un entorn de des-acceleració, l'estalvi privat pràcticament no ha augmentat des dels mínims dels últims anys i l'estalvi públic s'ha reduït significativament, com a conseqüència de l'expansió fiscal. Això porta a que l'economia hagi augmentat la seva dependència de l'estalvi extern, ampliant el dèficit de la balança per compte corrent. Els nivells de dèficit superen ja el 5% en termes del PIB, constituint un factor de risc no només per als EUA, sinó també per a la resta del món. La correcció es podria produir en els propers anys, però convé evitar que es faci bruscament, el que fa necessari un creixement moderat als EUA i una depreciació addicional del dòlar. Però aquesta té límits donada la situació de les economies europea i japonesa.

En definitiva, difícilment l'economia dels Estats Units entrarà en una fase en la que el creixement superi clarament la seva tendència de llarg termini. Però si no es produeixen nous xocs de demanda negatius, no és previsible que el component cíclic de l'activitat es faci més negatiu, un dels factors que podrien conduir a augmentar la probabilitat de deflació.

A Europa, continua essent decepcionant el reduït creixement de l'activitat. De fet, durant el 2003 es situarà en el 0,5%, la quarta part del que es preveu per als EUA, i la revisió a la baixa de les expectatives d'activitat és més important fins i tot que l'observada per a l'economia nord-americana en els últims mesos. Certament, juntament amb els xocs negatius, com la sobreinversió en tecnologia o les pèrdues derivades de les inversions als EUA, la recuperació es veu frenada per l'apreciació de l'euro i no troba molt recolzament en les polítiques de demanda. El creixement de l'any 2004 es situarà en l'1,5%, sempre que millori l'entorn econòmic internacional i es recuperi la confiança de consumidors i empresaris.

Per tant, en un entorn de creixement moderat, els tipus d'interès es mantindran en mínims fins a finals d'aquest any, amb un nou descens dels tipus oficials després de l'estiu. L'any 2004, els augments de tipus seran molt moderats, i tindran com a objectiu corregir part del repunt de liquiditat actual.

2. Economia espanyola

L'esgotament dels impulsos propis i el deteriorament de la competitivitat impediran l'acceleració al 2004

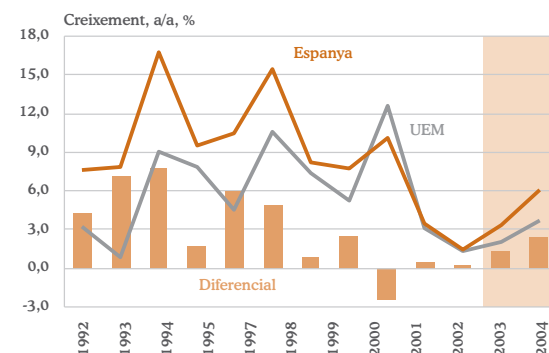
L'economia espanyola creixerà, els anys 2003 i 2004, un 2,5% anual, 0,5 punts percentuals més que al 2002. Però tot i la mateixa taxa de creixement del PIB aquest any i el que ve, els factors que recolzaran el creixement són diferents. La caiguda dels tipus d'interès reals i l'impuls sobre la renda de les llars de la reforma de l'IRPF són els factors que faciliten l'augment de la despesa dels agents econòmics al 2003. En canvi, l'any 2004 ambdós factors deixaran de tenir efectes acceleradors sobre l'activitat, essent substituïts per la consolidació de la recuperació internacional, que compensarà l'esgotament dels factors domèstics.

La millora de l'entorn exterior facilitarà la recuperació de la confiança de les llars i de la seva riquesa financera en renda variable, equilibrant l'efecte a la baixa sobre l'activitat del previsible augment dels tipus d'interès i permetent que la despesa en consum es mantingui en l'entorn del 2,5% el proper any. La recuperació internacional també tindrà una incidència positiva sobre la inversió en béns d'equipament, que consolidarà la recuperació actual.

No obstant, l'efecte expansiu de la demanda externa es veurà frenat pels desequilibris acumulats en els últims anys. Un creixement dels preus relativament més elevat que a l'exterior, sobretot que al conjunt de la UEM, està produint una progressiva apreciació del tipus de canvi efectiu real de l'economia, és a dir, un empitjorament de la seva competitivitat preu. Aquest és un procés que s'ha intensificat al 2003, i que continuarà al 2004. A la persistència del diferencial d'inflació amb la UEM s'afegeix l'apreciació del tipus de canvi de l'euro vers el dòlar per segon any consecutiu, el que s'està traduint en un creixement més accentuat de les importacions, augmentant la pèrdua de quota de mercat domèstica dels últims anys. Així, encara que el desequilibri exterior

Gràfic 2.1.

Exportacions de béns i serveis



Font: Eurostat, INE i BBVA

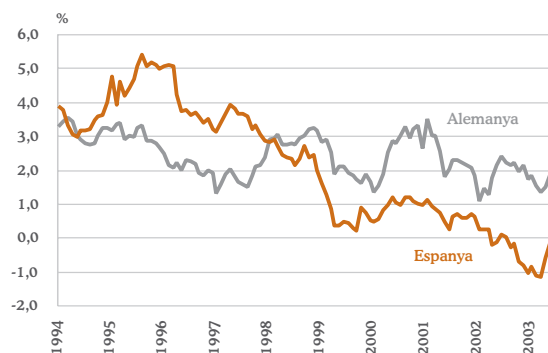
Quadre 2.1. Quadre macroeconòmic. Economia espanyola

	2002			2003			2004							
dades desestacionalitzades, % a/a	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	2001	2002	2003	2004
Consum de les llars (1)	1,5	1,9	2,1	2,4	2,8	2,7	2,8	2,6	2,5	2,6	2,5	1,9	2,5	2,6
Consum AA.PP.	3,9	4,2	4,3	3,5	3,7	4,0	3,9	3,0	2,8	3,0	3,1	3,8	3,9	3,2
FBCF	1,5	2,4	2,9	3,3	3,2	2,3	2,3	1,7	1,7	1,2	3,2	1,4	2,9	1,7
Béns d'equipament i altres	-2,4	-0,3	1,5	3,0	3,5	4,0	4,0	4,5	5,0	4,5	0,3	-2,2	3,0	4,5
Construcció	4,9	4,5	4,1	3,5	3,0	1,0	1,0	-0,5	-1,0	-1,5	5,8	4,5	2,9	-0,5
Var. existències (*)	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	1,9	2,8	3,0	2,9	3,1	2,9	2,9	2,5	2,4	2,4	2,7	2,3	3,0	2,5
Exportacions	4,2	5,9	5,5	4,0	3,0	1,0	3,0	5,0	7,0	9,0	3,4	1,4	3,3	6,0
Importacions	4,3	7,7	8,0	5,5	4,0	1,2	3,0	5,1	7,0	8,0	3,5	2,2	4,6	5,8
Saldo exterior (*)	-0,1	-0,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1
PIB pm	1,8	2,1	2,1	2,3	2,7	2,8	2,8	2,3	2,3	2,5	2,7	2,0	2,5	2,5
Agricultura	-2,2	-6,1	-3,0	-3,6	-3,1	5,7	6,6	0,0	-0,2	-1,2	-3,1	-2,1	-1,1	1,3
Indústria (2)	2,3	2,9	2,5	0,8	-1,1	0,6	2,0	2,0	1,7	1,8	1,4	1,0	0,7	1,9
Construcció	5,3	4,9	4,0	3,1	3,1	2,9	1,5	0,1	0,3	-0,1	5,4	4,9	3,3	0,4
Serveis	1,9	2,2	2,2	2,4	3,1	3,1	3,0	2,5	2,5	3,0	3,2	2,2	2,7	2,7
de mercat	1,4	1,6	1,7	1,8	2,5	3,2	2,9	2,8	2,8	2,9	3,3	1,9	2,3	2,9
de no mercat	3,5	4,0	4,0	4,2	4,8	2,9	3,2	1,5	1,5	3,1	2,9	3,5	4,0	2,3
Impostos nets s/productes	-0,7	0,9	1,0	7,2	12,3	4,4	3,4	4,5	4,5	4,5	2,4	2,1	6,1	4,2

(*) Aportació al creixement del PIB; (1) Inclou les ISFLSLL
(2) Energia i branques industrials

Font: INE i previsions BBVA

Gràfic 2.2.

Tipus d'interès real de curt termini

Font: BBVA

espanyol en el si de la UEM no suposi una pressió depreciatòria sobre la moneda comú ni impulsi a l'alça els tipus d'interès interns (ajust via preus), sí que es traduirà en un menor augment de l'activitat i l'ocupació a l'economia espanyola (ajust via quantitats).

En síntesi, l'esgotament progressiu dels impulsos sobre la demanda interna farà que l'escenari econòmic espanyol de l'any 2004 sigui relativament més dependent de l'entorn exterior. La confirmació de la recuperació internacional serà determinant perquè s'enregistri el creixement previst per al proper any.

El consum del 2004, una qüestió de confiança

Els principals impulsos del 2003 per a l'expansió del consum són la renda disponible, els tipus d'interès reals i el component de renda fixa de la riquesa financera, que compensa parcialment l'impacte negatiu de la renda variable. El creixement de l'ocupació està resultant el principal suport de l'acceleració de la renda disponible de les llars, ja que l'augment salarial real es manté relativament reduït per les sorpreses inflacionistes sobre les perspectives prèvies. En segon lloc, la reforma de l'IRPF, que augmentarà en 3.000 milions d'euros la renda de les llars al 2003, i en 600 milions més al 2004¹. I finalment, el descens dels tipus d'interès, negatius en termes reals (ex post), que no només tenen l'efecte d'abaratir relativament el consum present respecte del consum futur (estalvi), sinó que varen permetre, al 2002, una disminució del servei del deute de les llars tot i l'augment de l'endeutament.

L'any 2004 canviaran les contribucions dels diferents factors explicatius del consum, fins a permetre que el creixement d'aquest component de la demanda mantingui ritmes d'acceleració propers als de 2003. Així, l'efecte accelerador dels tipus d'interès desapareixerà al 2004, quan la recuperació de l'activitat a la UEM i l'augment de les perspectives inflacionistes pressionaran a l'alça els tipus d'interès. La inflació, en canvi, continuarà moderant-se durant el proper any com ho ha vingut fent des del 2002, induint d'aquesta forma un augment dels tipus d'interès reals. El proper any, els principals impulsos positius addicionals sobre el consum vindran lligats a la millora de l'entorn exterior, que suposarà la consolidació de la incipient recuperació de la confiança de les llars i dels mercats de renda variable. Aquest últim element es convertirà en motor de la riquesa total, substituint al component immobiliari, que moderarà el seu ritme de creixement respecte a anys anteriors.

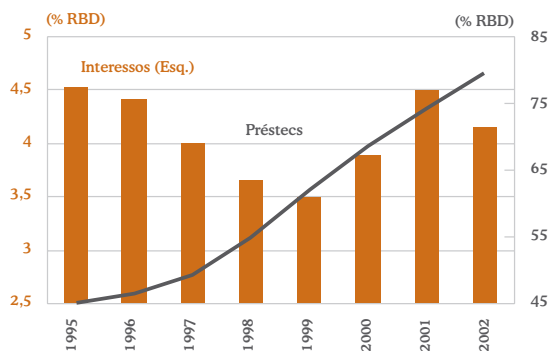
La construcció inicia l'ajust

La situació dels indicadors conjunturals d'activitat del sector no delata l'ajust previst en els propers trimestres. Així, el consum aparent de ciment creixé entre gener i maig del 2003 un 2,4% interanual, el mateix ritme que en el quart trimestre del 2002, interrompent la desaceleració iniciada mitjans del 2001. A més, les enquestes qualitatives que recullen el clima empresarial i la cartera de comandes del sector mostren valors, en la primera meitat del 2003, que tot i no superar la mitjana del 2002, sí superen les xifres de finals de l'any passat.

No obstant, hi ha indicis que permeten estimar que la incipient desaceleració del sector s'intensificarà com a conseqüència de la menor despesa efectivament realitzada en obra civil per part de les AA.PP. i de la menor pressió de la demanda d'habitatge per part de les famílies.

Pel que fa a l'edificació residencial, s'està produint una disminució del ritme de vendes d'habitatge nou² que, si s'estira fins a 18 o 20 mesos, termini estimat per a l'acabament d'una obra, pot frenar el ritme d'iniciació d'obra nova per a mantenir l'estoc de nous habitatges a la venda. Això frenarà la promoció immobiliària en la segona part del 2003, alen-

Gràfic 2.3.

Llars i ISFLSLL**Préstecs i interessos pagats**

ISFLSLL: Institucions sense finalitat de lucre al servei de les llars

Font: Banc d'Espanya

¹ Assumint que aproximadament el 50% d'aquesta renda addicional es destina a augmentar l'estalvi, aproximadament 0,3 o 0,4 punts percentuals del creixement del consum serien conseqüència directa de la disminució dels impostos directes.

² Així, segons les dades de l'Associació de Promotors de Madrid, el ritme de vendes s'ha allargat de nou a catorze mesos entre setembre de 2002 i març de 2003.

tint el nombre d'habitatges iniciats fins a 460.000, prop d'un 10% per sota de les iniciacions al 2002. El deteriorament del rati d'accessibilitat a l'habitatge durant els últims anys limitarà el creixement de la demanda i facilitarà una moderació de l'oferta, que pràcticament s'estancarà al 2004, en un entorn en què els costos de finançament hipotecari creixeran per primera vegada des del 2000, amb un lleuger rebot dels tipus d'interès de referència.

Al seu torn, l'obra civil es veurà afectada durant el 2003 i 2004 per la fase baixa del cicle electoral, amb un efecte més acusat a les Administracions Territorials que a l'Administració Central i els Organismes Autònoms. Amb tot, els descensos de l'activitat en obra civil no seran tant intensos com en etapes anteriors, donada la rellevància del finançament parcial amb fons provinents de la UE.

Inversió en béns d'equipament, consolidant la recuperació

La inversió en béns d'equipament i altres productes enregistra una recuperació dels seus nivells des del segon trimestre del 2002, després de només quatre trimestres de caigudes que acumularen un descens de la variable d'un 3,4%³. Aquest empitjorament relativament menor de la inversió durant l'actual fase cíclica respecte a desacceleracions anteriors és degut a les perspectives sobre el cost d'ús del capital i les expectatives d'activitat, ben diferent de les vigents al 1982 i al 1991. El cost real d'ús del capital⁴ caigué l'any 2002 fins al 2,9%, i és previsible que durant el 2003 s'observi una nova caiguda d'aquesta variable. Aquesta mínima rendibilitat exigida als projectes d'inversió, juntament amb unes perspectives d'activitat que s'han deteriorat en menor mesura que al conjunt de la UEM (com mostren les perspectives dels empresaris industrials, l'evolució del PIB o les previsions de consens) permeten preveure que en els propers trimestres es consolidarà la incipient recuperació de la inversió, fins a assolir un creixement mitjà del 4,5% l'any 2004, 1,5 punts per sobre del de l'any 2003 (3%).

Finalment, convé destacar el possible efecte moderador sobre la recuperació de la inversió de l'empitjorament gradual de la situació financera de les empreses. Segons els comptes Financers de l'economia espanyola elaborats pel Banc d'Espanya, les societats no financeres acumulaven en el passiu del seu balanç uns préstecs a llarg termini del 55,6% del PIB a finals del 2002, 13,1 punts per sobre del nivell de dos anys abans. Aquest increment, tot i que justificat pel canvi estructural de la convergència nominal amb la UEM, pot estar afectant el nivell de la inversió a l'economia⁵, ja que suposa una certa restricció en la disponibilitat de fons. Així, encara que el cost de capital caigué en els últims dos anys, el diferencial de tipus sobre l'Euribor exigít pels bancs es situà, en el 2001 i 2002, per sobre del mínim enregistrat l'any 2000.

Les exportacions, insuficients per a reduir el dèficit

Les transaccions exteriors de béns de l'economia espanyola estan consolidant la recuperació iniciada a mitjans del 2002, amb taxes de variació mitjana en els quatre primers mesos dels 2003 properes a les de finals del 2002. Així, les exportacions augmentaren un 6,7% real en el primer quadrimestre del 2003, 0,4 p.p. més que en el quart trimestre del 2002. Les importacions, per la seva banda, mostraren taxes del 8,9% i 10,4%, respectivament, en els mateixos períodes.

No obstant, és previsible que en el conjunt de l'any 2003 el dèficit comercial s'ampliï fins el 6,5% del PIB, 0,5 punts més que l'any 2002. En termes de Comptabilitat Nacional, aquest drenatge de la demanda ex-

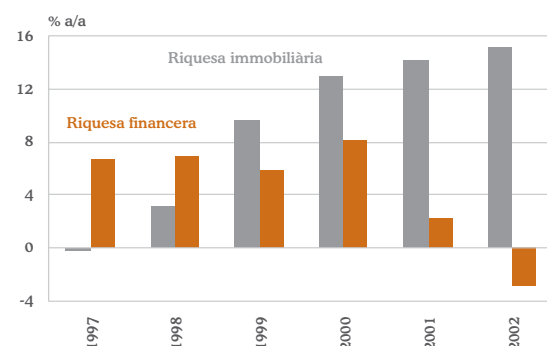
³ En els dos únics períodes que s'han enregistrat caigudes significatives de la inversió, s'acumularen descensos del 10% (entre finals de 1982 i de 1984) i del 20% (des de 1991 fins a 1993).

⁴ Aproximat per un tipus de llarg termini descomptada la inflació i ponderant pel preu de la inversió respecte al nivell general vigent a l'economia.

⁵ En aquest mateix període, la inversió en béns d'equipament reduí el seu pes en el PIB de l'11,6% al 10,4%.

Gràfic 2.4.

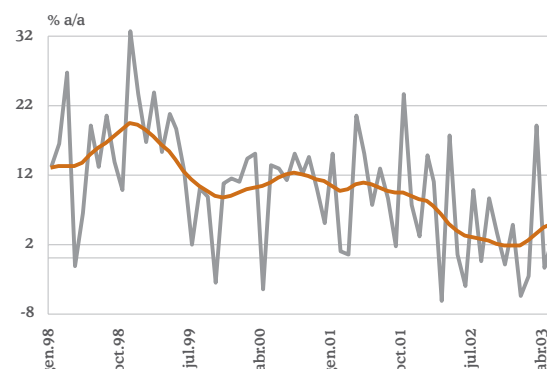
Creixement de la riquesa



Font: Banc d'Espanya i BBVA

Gràfic 2.5.

Consum aparent de ciment



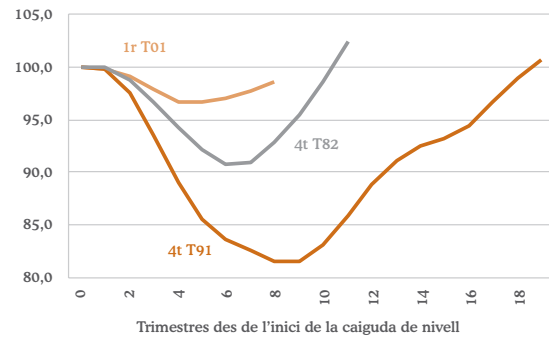
Font: Oficemen

Quadre 2.2. Inversió en Construcció Comptabilitat Nacional i ECIC

% a/a	2000	2001	2002	2003	2004
CNTR	6,1	5,8	4,5	2,9	-0,5
ECIC	6,9	7,8	5,6	3,5	0,7
Edificació	8,6	6,7	7,4	6,0	3,0
Obra Civil	1,1	10,4	3,1	0,0	-1,0

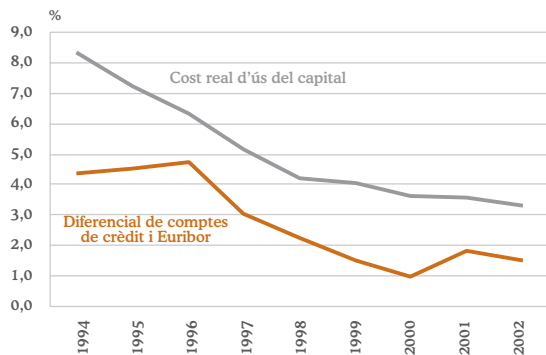
Font: INE, Ministeri de Foment i BBVA

Gràfic 2.6.

Inversió en béns d'equipament i altres

Font: INE i BBVA

Gràfic 2.7.

Cost financer de la inversió

Font: Banc d'Espanya i BBVA

terna serà de 0,5 punts l'any 2003 ja que, encara que les exportacions s'acceleraran amb la recuperació del comerç internacional, les importacions creixeran més intensament, recolzades tant en la fortalesa relativa de la demanda com en la continuada apreciació del tipus de canvi efectiu real de l'economia espanyola. Al 2004, l'acceleració més important de les exportacions (del 3,3% del 2003 fins al 6,0%) que de les importacions (del 4,6% al 5,8%) suposarà una correcció a la baixa del detriment de la demanda externa sobre el PIB, fins a 0,1 punts percentuals.

Però el balanç de riscos en el comportament de la demanda exterior de l'economia espanyola no es veu compensat, ja que existeix una probabilitat més elevada de que el desequilibri augmenti. Així, existeix una creixent incertesa en el consens d'analistes sobre la recuperació de la UEM, amb endarreriments i retalls en la seva intensitat. A més, el to de la demanda interna, amb el consum accelerat i la recuperació de la inversió, podria implicar una acceleració superior a la prevista de les importacions.

Més dinamisme laboral al 2003

L'evolució de l'ocupació als primers mesos de 2003 ha superat les expectatives, amb variacions més altes que les estimades inicialment. Així, s'ha interromput la desacceleració iniciada al segon trimestre del 2002. Aquest perfil a l'alça de l'ocupació en termes d'EPA i de Comptabilitat Nacional s'observa també, tot i que en menor mesura, en l'afiliació a la Seguretat Social, amb augments del 3,3% al primer trimestre del 2003 i del 3,2% al segon.

El comportament expansiu de l'ocupació en els últims anys és conseqüència de la combinació de tres factors. En primer lloc, la relativa moderada desacceleració de l'activitat (el creixement del PIB mínim fou del 2% al 2002). En segon lloc, el mercat laboral s'ha flexibilitzat en els últims anys, tot i que, certament, més en els mecanismes d'entrada i sortida del mercat (modalitats contractuals) que en el procés de formació salarial (negociació col·lectiva). En tercer lloc, en els últims anys, la moderació salarial *ex post* (per causa de les sorpreses d'inflació i no per una moderació salarial *ex ante*) ha facilitat l'augment de la contractació. A tot això, cal afegir l'augment de la importància relativa de les activitats més intensives en mà d'obra, com el sector serveis o la construcció, i el fort creixement de la immigració. Aquest factor suposa una flexibilització addicional en el mercat laboral, ja que incrementa la mobilitat geogràfica i sectorial de la demanda de treball a l'economia, contribuint a moderar el creixement salarial.

Les perspectives de l'ocupació per als propers trimestres són de creixements estabilitzats en l'entorn de les xifres del primer trimestre del 2003, el que implica un augment de l'ocupació en termes d'EPA lleugerament per sobre del 2% enregistrat al 2002. Amb tot, la taxa d'atur augmentarà en 0,3 punts, des de l'11,4% dels actius al 2002 fins a l'11,7%, com a conseqüència del més gran augment de la població activa (2,6%, 0,4 punts per sota del de 2002). Tanmateix, aquestes xifres es troben subjectes a revisió en funció dels canvis a l'EPA derivats de la incorporació de la població del Cens del 2001. Aquesta novetat repercutirà de forma notable en l'enquesta, ja que la mostra s'eleva sobre més població i amb una taxa d'activitat superior, tant per la importància més elevada del grup d'edat entre 16 i 55 anys com pel major pes relatiu de la immigració.

Inflació: després de l'arrodoniment, perspectives estables

Les perspectives inflacionistes de l'economia espanyola són d'una lleu desacceleració dels preus, encara que la inflació es mantindrà estable per sobre del 3% al 2003 i 2004 (3,2% i 3,1%, respectivament). Mesures més estables de la inflació en els preus de consum, com l'IPSEBENE o l'IPC Tendencial BBVA, també es desacceleraran al 2003 (del 3,7%

al 3,2% i del 3,6% al 3,3%, respectivament), estabilitzant-se al 2004. Aquesta moderació de les tensions inflacionistes de l'economia espanyola respecte a 2001 i 2002 resulta del favorable comportament dels determinants de l'evolució dels preus i de l'efecte base del canvi de l'euro al 2002, que suposà un xoc a l'alça sobre el nivell de preus i sobre la taxa d'inflació d'aquell any. A més, l'any passat es produí un augment dels impostos indirectes que no s'ha repetit durant el 2003.

Els factors que limiten les tensions esperades en els preus són variats. D'una banda, el creixement de l'activitat al 2003 i 2004 no superarà el seu potencial, que es troba a l'entorn del 2,7%, el que es traduirà en el manteniment d'un *output gap* negatiu i limitarà la pressió de la demanda sobre els preus⁶. D'altra banda, l'evolució i les perspectives del tipus de canvi, amb una apreciació de l'euro envers el dòlar del 18% anual al mes de juny (i del 14,9% en termes d'índex efectiu nominal) facilita la disminució de la inflació importada. Així, tot i que els preus en dòlars de les primeres matèries han augmentat un 10,1% anual al mes de juny segons l'índex elaborat per *The Economist*, en euros s'han reduït un 9,8% en el mateix període. En el cas del petroli, en mitjana anual es situarà en 27\$/barril de Brent, dos dòlars més que l'any 2002, el que implica que l'augment es veurà més que compensat per l'apreciació de l'euro respecte al dòlar. En canvi, les tensions salarials nominals tendiran a reflectir-se en increments de la inflació, particularment després de la generalització de les clàusules de salvaguarda del poder adquisitiu.

Amb tot, el diferencial de preus respecte al conjunt de la UEM es mantindrà relativament estable al 2003 i 2004, per sobre de l'1% de mitjana enregistrat en el període 1996-2002. Aquest diferencial es veu pressionat pel major creixement de la remuneració per assalariat a Espanya, no compensat per més productivitat o control de marges. A més, la relativament major pressió de la demanda a Espanya, amb un creixement més proper al potencial que en el conjunt de la UEM, també resulta coherent amb el manteniment del diferencial d'inflació.

La menor moderació salarial redueix el marge de desacceleració en preus

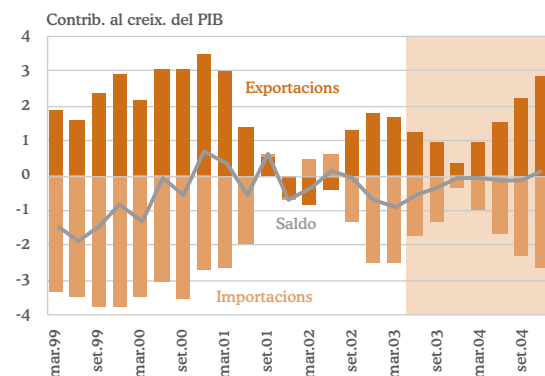
L'evolució salarial del 2003 estarà marcada per la pròrroga de l'Acord Interconfederal per a la Negociació Col·lectiva (AINC). En aquest pacte entre les organitzacions empresarials i els sindicats es recomana negociar augments salarials d'acord amb l'objectiu d'inflació (2%) més una clàusula de revisió salarial "... dins dels límits derivats de l'augment de la productivitat...", el què en la pràctica equival a afegir fins a un punt percentual en l'augment salarial. Així, l'augment negociat en els convenis col·lectius fins el mes de maig fou del 3,4%, 0,3 punts per sobre del registre de 2002 sense clàusules de manteniment del poder adquisitiu. Quan aquestes s'incorporen, l'augment de l'any passat resulta ser del 3,8%, 0,4 punts més que l'augment acumulat fins al mes de maig.

Per aquesta raó, encara que els salaris de conveni varen interrompre l'acceleració vigent fins el 2001, la generalització del blindatge front a la inflació passada fa que finalment els costos salarials i la remuneració total (incloent aquí els costos no salarials) mostrin creixements cada vegada més elevats. Aquest major creixement de la remuneració per assalariat suposa un risc alcista sobre els preus, donat el moderat augment de la productivitat de l'ocupació. Així, s'accelera el Cost Laboral Unitari, que ha passat del 3,2% al 3,5% entre el segon trimestre del 2002 i el primer del 2003.

⁶ Amb tot, el manteniment d'un elevat dèficit comercial i per compte corrent suggereix una fortlesa relativa de la demanda interna en general i del consum en particular que no permet esperar reduccions significatives de la inflació.

Gràfic 2.8.

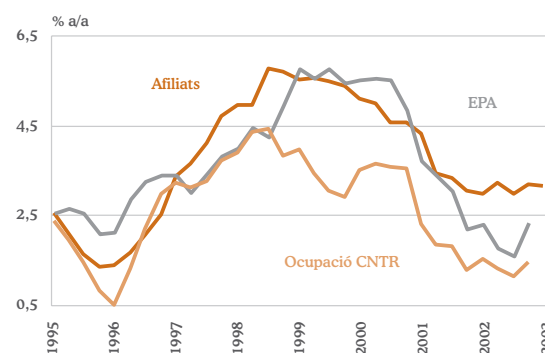
Demanda exterior



Font: INE i BBVA

Gràfic 2.9.

Ocupació



Font: INE, Ministeri de Treball i BBVA

3. Economia catalana

Canvis importants en el perfil del 2002

La publicació del quadre econòmic corresponent al primer trimestre del 2003 per part de l'Idescat ha implicat un canvi important en l'evolució de l'economia catalana durant el 2002. Així, si amb les dades corresponents al quart trimestre del 2002 l'economia catalana experimentava una desacceleració de quatre dècimes entre els trimestres 2n i 4rt de l'any (del 2,4% al 2,0%), amb el perfil actual l'economia porta quatre trimestres estabilitzada en el 2,3%. És més simptomàtic, però, el canvi de perfil de la demanda interna, que segons les últimes dades ha experimentat una acceleració de gairebé un punt en l'últim any (mig durant el 2002), front a l'escenari previ en què semblava contenir-se de forma important. Així, tot i que les dades corresponents a l'any complet no han variat, sí que ho ha fet, i de forma sorprenent, el perfil trimestral, que ara marca una evolució clarament alcista de la demanda interna, i amb un comportament més accelerat de les importacions.

Venen dos anys de lleugera recuperació

El primer trimestre del 2003 s'ha caracteritzat per augmentar aquesta tendència alcista, amb una nova acceleració de la demanda interna, en aquest cas de 4 dècimes (2 si es consideren les xifres desestacionalitzades) que ha augmentat ja a un ritme del 2,7%. Aquest augment va lligat, bàsicament, a la important recuperació del dinamisme en el consum privat i a la inversió en béns d'equipament. La inversió en construcció, tot i haver estat revisada substancialment a l'alça, torna a desaccelerar-se en l'últim trimestre disponible, en aquest cas sis dècimes, però fins a un 3,6%. Respecte del sector exterior, coherentment amb aquesta evolució de la demanda interna ha continuat l'acceleració de les importacions, mentre que les exportacions continuen patint la pèrdua de competitivitat de l'economia catalana i la desacceleració de les economies del nostre entorn.

Les dades disponibles del segon trimestre, però, mostren que la recuperació, tot i que més tímida, hauria continuat en el període entre abril i juny. De cara al 2004, la recuperació de les economies de l'entorn i l'esdeveniment del fòrum 2004 podrien facilitar una nova acceleració de l'economia catalana, sostinguda en aquest cas en la formació bruta

Quadre 3.1. Quadre macroeconòmic. Demanda. Catalunya

Dades cicle-tendència	2002				2003				Dades anuals				
	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	2000	2001	2002	2003	2004
Consum	2,4	2,3	2,3	2,3	2,5	2,6	2,5	2,7	3,5	2,6	2,3	2,6	2,9
Consum de les llars	2,2	1,8	1,7	1,8	2,2	2,2	2,3	2,5	3,5	2,5	1,9	2,3	2,7
Consum públic	3,2	4,4	4,7	4,4	3,8	4,3	3,5	3,5	3,4	3,0	4,2	3,8	3,5
Formació Bruta de capital (1)	0,6	0,6	1,5	2,9	3,7	2,5	2,1	1,7	3,0	1,5	1,4	2,5	2,4
Béns d'equipament	-1,7	-1,9	-1,4	0,5	1,9	2,0	3,0	2,9	3,2	0,2	-1,1	2,5	5,0
Construcció	3,2	3,2	4,0	4,2	3,6	3,2	2,4	2,2	4,0	3,7	3,6	2,8	1,6
Demanda interna (*)	1,8	1,8	2,0	2,3	2,7	2,5	2,3	2,3	3,2	2,2	2,0	2,4	2,6
Exportacions	0,2	0,6	1,6	2,3	3,2	4,0	5,2	5,0	13,4	7,5	1,2	4,4	7,8
Importacions	0,2	0,6	3,2	5,1	6,1	4,5	5,6	6,2	10,8	6,3	2,3	5,6	7,1
Saldo amb l'estranger (*)	0,0	0,0	-0,8	-1,4	-1,4	-0,2	-0,2	-0,6	1,2	0,6	-0,5	-0,6	0,3
Saldo amb la resta d'Espanya (*)	0,3	0,5	1,1	1,3	1,1	0,1	0,6	1,1	-0,7	-0,5	0,8	0,7	-0,1
PIB	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,7	2,8	3,7	2,4	2,2	2,5	2,8

(1) inclou variació d'existències

(*) Aportació al creixement del PIB

Les dades ombrejades són previsions BBVA.

Font: Idescat i BBVA.

de capital en béns d'equipament, el consum i les exportacions, en detriment de la construcció que continuarà la seva tendència descendent.

En el segon trimestre del 2004, els senyals sobre el consum de les llars han estat lleugerament més confosos del que inicialment es preveia. Les matriculacions de turismes han continuat accelerant-se amb un creixement en el segon trimestre del 8,7%, que duplica la taxa aconseguida en el trimestre anterior. En canvi, l'índex de Vendes de Grans Superfícies, disponible fins al mes d'abril, o l'evolució de les vendes mesurada per l'enquesta BBVA sobre l'Activitat Econòmica de la que es disposa ja del segon trimestre d'aquest any assenyalen estabilitat en el segon trimestre respecte al primer, el que indicaria que, tot i haver-se tocat fons en el primer trimestre, el segon s'ha caracteritzat per l'estabilitat. La despesa dels catalans, però, continua augmentant en algunes partides, com el turisme. En el primer trimestre del 2003, la despesa en turisme dels catalans augmentà en un 15,7% respecte al mateix període de l'any anterior, fruit d'un increment de la despesa per persona (+4,1%) però sobretot, d'un augment dels viatges (+11,2%).

La inversió ha continuat la seva tímida recuperació, tant a la indústria com als serveis. Després d'haver-se mogut durant quatre trimestres en taxes de creixement negatives (des del 3rTr01), la inversió en béns d'equipament creixé un 0,5% al quart trimestre del 2002, i un 1,9% al primer del 2003. Aquestes xifres, també indicades per l'enquesta BBVA, mostren que el pitjor en aquesta variable podria haver passat. Lluny, però, d'una aposta clara per la recuperació donada l'evolució dels indicadors d'ingressos als serveis, o de les expectatives a la indústria, sembla que per ara s'està recuperant la inversió per motius de reposició.

En la construcció, en canvi, continua la fortalesa de la demanda, tot i que els factors que durant els últims anys han afavorit l'extraordinari creixement d'aquest sector comencen a esgotar-se. Alguns, perquè ja no es tornaran a repetir: la generació del *baby-boom* que intenta comprar la seva primera residència, el major nombre de famílies amb dos perceptors, l'augment de la taxa d'ocupació i l'allargament del termini dels préstecs hipotecaris. Els altres, perquè el seu efecte d'impuls té un impacte limitat en el temps o pel previsible canvi de la conjuntura: disminució de l'IRPF que augmenta la renda disponible, tipus d'interès hipotecaris en mínims, manca d'actius alternatius per a inversions. Així, tot i que l'evolució dels preus de l'habitatge no mostra encara símptomes d'esgotament, sí es comencen a detectar més dificultats en les transaccions, amb un allargament del període necessari per la venda de les promocions, al que s'afegeix que el nou Cens, i l'increment resultant de població, fa que sigui més sostenible l'actual demanda. Si com es preveu canvia la tendència d'evolució dels tipus i es recupera la renda variable, els preus de l'habitatge podrien tancar l'any amb increments de només un dígit, per a continuar la seva desacceleració durant el 2004.

Fruit de la recuperació de la demanda interna, s'està ampliant el dèficit del comerç amb l'estranger. En el primer quadrimestre del 2003, les importacions varen créixer un 12,5% nominal respecte al mateix període de l'any anterior, impulsades per els béns de consum (+13,7%), mentre que en el cas de les exportacions l'augment fou del 4,2%, en aquest cas derivat d'un fort creixement en les de béns de capital, ja que els béns de consum experimentaren un creixement pràcticament nul (-0,3% a/a). Sembla, per tant, que la producció de béns està trobant dificultats per la sortida a l'exterior, lligada tant a la pèrdua de competitivitat en preus de l'economia catalana com a l'atonía dels mercats clients, donat el baix creixement que experimentaran enguany les economies europees.

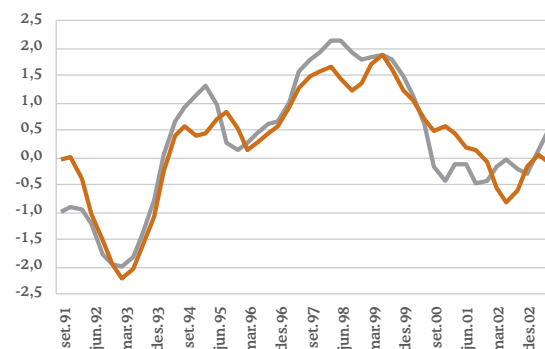
La indústria espera

Després de l'acceleració de l'activitat industrial en l'últim any molt per sobre del que deixaven entreveure els indicadors del sector, l'IPI ha

Gràfic 3.1.

Inversió a la indústria i els serveis (saldos)

Sèries suavitzades

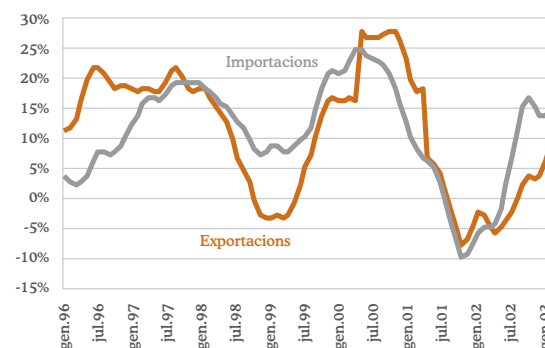


Font: BBVA

Gràfic 3.2.

Exportacions i importacions catalanes (% a/a)

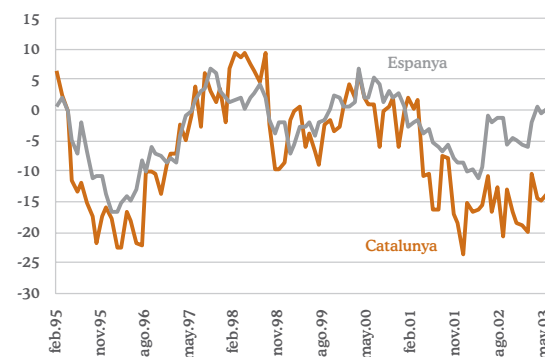
Tendència



Font: Idescat i BBVA

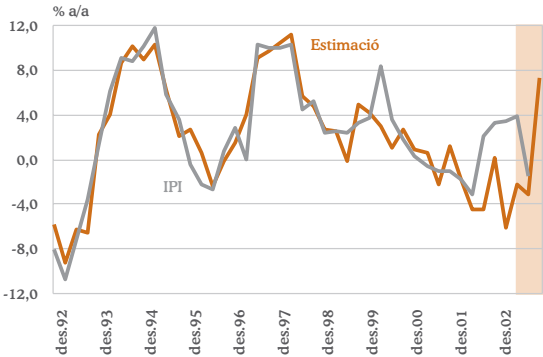
Gràfic 3.3.

Índex de Clima Industrial: saldo de repostes (%)



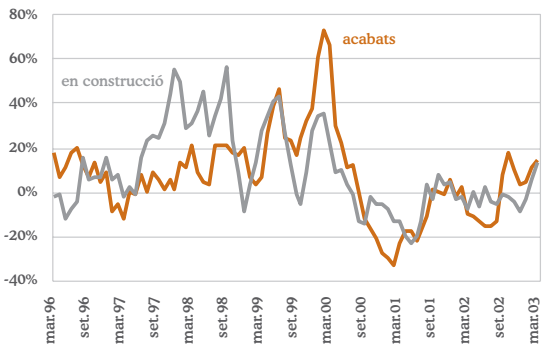
Font: Idescat

Gràfic 3.4.
Creixement de l'IPI de Catalunya



Font: INE, Idescat i BBVA

Gràfic 3.5.
Habitatges acabats i en construcció mitjana de tres mesos, a/a



Font: Idescat i BBVA

mostrat un clar alentiment en els dos mesos coneguts (abril i maig del segon trimestre del 2003). L'augment de l'utilització de la capacitat productiva que es detectava en el quart trimestre del 2002 i el primer del 2003 no s'ha vist encara acompanyat per un augment de la cartera de comandes, que continua estable en nivells molt baixos. I si es té en compte la informació proporcionada per l'enquesta BBVA, fins i tot continua lleugerament a la baixa. Tot i que en el mes de juny l'IPI oferirà una bona dada de creixement interanual, com a resultat de la comparació amb l'any passat quan es produí una vaga general, les perspectives industrials continuen sense mostrar símptomes de recuperació, amb un índex de clima industrial que es manté en nivells de -15. En aquest sentit, l'evolució de l'índex de clima industrial català sembla més lligada al de la Unió Europea més que no a l'espanyol, i per tant, no és una bona notícia l'evolució a la baixa que mostra la confiança de la indústria europea des de principis d'any. Amb tot, és de preveure que a mida que es consolidi la recuperació de l'economia espanyola, i amb la lleugera recuperació de les exportacions, la indústria consolidi creixements moderats, que continuaran durant el 2004 si es produeix la recuperació de les economies europees. En conjunt, per tant, la indústria catalana podria experimentar un creixement del 2,5% durant l'any, per a accelerar-se lleugerament per sobre del 3% el proper any.

L'any electoral marcarà l'inici de la desacceleració en la construcció

La construcció, després d'anys de fort creixement, experimentarà una clara desacceleració en el proper any i mig. Tot i que els indicadors encara es mantenen forts, dos factors incidiran negativament en l'evolució d'aquest sector. D'una banda, els ja esmentats en la part de demanda referits al mercat de l'habitatge, que veurà esgotats els impulsos positius i, per tant, fan preveure que el lleuger rebot experimentat per la iniciació d'habitatges no continuï. De l'altra, l'acabament de bona part de l'obra civil actualment en curs (AVE, Fòrum, Aeroport,...) i l'arribada de les eleccions tancaran un cicle pel que fa a licitació, que es veurà temporalment aturada en el temps que triguen els nous equips en posar-se en marxa. El calendari electoral català, més dispers que a altres Comunitats Autònomes (municipals al maig de 2003, autonòmiques a l'octubre i generals al març del 2004) afavoreix que l'aturada del sector sigui menys brusca, però també allarga el seu impacte en el temps.

Pel que fa als serveis, Catalunya tornarà a veure's afavorida, durant el 2003, per la conjuntura internacional en els aspectes relacionats amb el turisme. En els primers mesos del 2003, la desacceleració de les economies europees ha incidit en la disminució del número de turistes estrangers que ja tingué lloc en el primer semestre del 2002, que s'ha vist compensada per una major afluència d'espanyols i catalans.

Quadre 3.2. Quadre macroeconòmic. Oferta. Catalunya

Dades Cicle-Tendència	2002				2003				Dades anuals				
	1r T	2n T	3r T	4t T	1r T	2n T	3r T	4t T	2000	2001	2002	2003(e)	2004(e)
Agricultura	2,5	7,6	9,8	8,9	5,4	3,3	3,3	1,8	4,3	-7,1	7,2	3,4	2,4
Indústria	0,8	1,2	1,4	1,9	1,9	2,2	2,8	3,2	3,8	1,4	1,3	2,5	3,2
Construcció	2,2	2,3	3,4	4,1	4,0	3,2	2,3	1,5	3,2	3,0	3,0	2,7	1,3
Serveis	2,9	2,6	2,3	2,1	2,0	2,2	2,6	2,8	3,6	3,2	2,5	2,4	2,9
Impostos nets s/ productes	1,3	2,5	2,7	2,6	3,3	2,8	2,5	2,5	4,4	1,8	2,3	2,8	2,4
PIB	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,7	2,8	3,7	2,4	2,2	2,5	2,8

Les dades ombrejades són previsions BBVA (p) provisional (e) estimació
Font: Idescat i BBVA.

Aquests últims, a més, han incrementat la seva despesa, més que compensant la disminució de la dels estrangers. Els espanyols, tot i augmentar la seva aflluència, han continuat disminuint la seva despesa per persona (que ha caigut en un -3,4% en termes nominals), el que fa que la despesa total també disminueixi (-0,9%). La previsió per a l'estiu és que la manca de destins alternatius i el retard en les reserves de vacances afavoriran novament l'aflluència de turistes a Catalunya de països propers (sobretot de França) i espanyols, però continuarà disminuint la despesa per turista, tant per l'escurçament de l'estada com per l'augment de l'ús d'allotjaments alternatius. De cara al 2004, el Fòrum pot suposar un fort augment en l'entrada de turistes, que poden veure's recolzades amb altres factors, com l'arribada de l'AVE a Lleida, i la recuperació de la renda disponible de les principals economies europees poden afavorir que l'augment de turistes més que compensi la nova davallada en la despesa per persona, que sí permetria, en aquest cas, un augment de la despesa total.

El sector dels serveis es veurà, a més, afavorit pel millor comportament de la demanda interna, tant en el que fa a comerç com en serveis a les empreses, on addicionalment començaria a afectar la millora en l'evolució de la indústria.

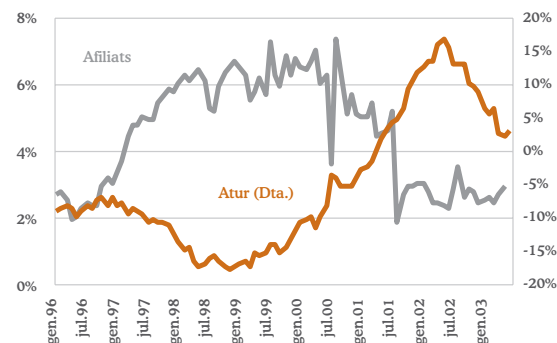
Ocupació i preus: tornen les pressions salarials

Excepte en la indústria, on el segon trimestre tornà a mostrar una taxa de creixement negativa en el segon trimestre del 2003, l'economia catalana ha continuat mostrant una clara capacitat per a continuar creant llocs de treball, amb el que el nombre d'ocupats total ascendí un 2,8% en el trimestre. En els sis primers mesos de l'any, les xifres negatives de la construcció i l'agricultura (-0,6% i -0,8%, respectivament) s'han vist més que compensades per la bona evolució de la construcció (+8%) i dels serveis (+4,4%). Així, el nombre d'afiliats a la seguretat social ha continuat augmentant a taxes lleugerament més elevades que durant l'any passat, i l'atur registrat continua disminuint. És previsible, però, que a mida que avanci l'any l'ocupació sectorial experimenti un canvi, amb una recuperació de les taxes positives a la indústria i un canvi de signe en la construcció, un sector que destaca per la seva volatilitat. En conjunt, per tant, els creixements positius es mantindran, tot i que amb menys força que en l'actualitat.

L'evolució dels convenis pactats en el primer semestre, gairebé quatre dècimes per sobre dels pactats en el conjunt d'Espanya i amb un diferencial d'un punt a la indústria, continua pressionant a la baixa els marges a la indústria, on els costos laborals creixents es combinen amb pressions a la baixa per la demanda sobre els preus industrials. En aquest escenari, el manteniment de la inflació en el 3,8%, mig punt per sobre de l'espanyola i superant les previsions (que contemplaven un esglaó a la baixa recuperant l'alça energètica de l'any anterior), es complica aconseguir la previsió anterior a finals d'any (3,2%) quasi dos punts per sobre de la mitjana europea. Més encara si es té en compte que el component energètic s'ha comportat com es preveia amb un augment de la rúbrica de transports del 0,8% de mitjana en el segon trimestre. A la banda contrària, l'hostaleria, inclosa la restauració, i l'educació continuen mostrant creixements elevats (4,1% i 5,0%, respectivament, al mes de juny), mentre que el vestit i calçat, lluny d'acabar amb l'efecte de l'arrodoniment de preus pel canvi de l'euro, ha tornat a mostrar una acceleració en el segon trimestre fins al 5,5% interanual. D'aquesta forma, la competitivitat preu de l'economia catalana patirà, un any més, un nou empitjorament, que es veurà agreujat per l'apreciació de l'euro.

Gràfic 3.6.

Afiliats al règim general de la Seguretat Social i atur registrat (a/a)



Font: Idescat

Quadre 3.3. Increments de Salaris pactats en convenis col·lectius

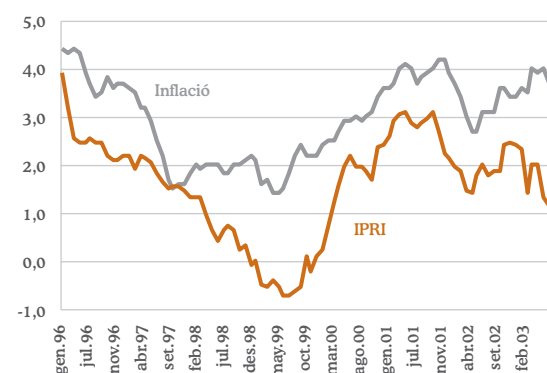
Gener-juny 2003 (% a/a)

	Catalunya	Espanya
Agricultura	4,05	3,46
Indústria	4,08	3,07
Construcció	3,93	4,09
Serveis	3,62	3,54
Total	3,76	3,39

Font: Idescat

Gràfic 3.7.

Inflació i IPRI de béns de consum



Font: Idescat i BBVA

I el seu perfil també és clarament diferent. D'acord amb les xifres de l'Idescat, Catalunya experimentà un fort creixement l'any 1997 i 1998 (4,3% i 4,5%, respectivament), essent aquest últim l'any de més fort creixement del període analitzat. Catalunya, d'aquesta forma, hauria seguit una evolució paral·lela a l'economia espanyola, amb tres anys de creixement per sobre del 4%: des de 1997 fins l'any 2000. Segons l'INE, en canvi, Catalunya experimentà creixements propers al 3% durant els anys 1997 i 1998, i només l'any 1999 assolí un creixement per sobre del 4%. A partir d'aleshores, a més, la desacceleració de l'economia catalana és més marcada que no la dibuixada per les dades de l'Idescat.

Així, si s'utilitzessin les dades de l'Idescat per a calcular el PIB per càpita i la seva convergència, els resultats obtinguts foren substancialment diferents. El nivell de convergència de l'economia catalana respecte de la mitjana espanyola només hauria empitjorat en dues dècimes durant el període 1995-2002, fins al 122,7%. La posició en el rànquing l'any 2002 però, no hauria variat, mantenint-se Catalunya en quarta posició, per darrera de Madrid, Navarra i el País Basc. Aquesta posició és la mateixa que l'any 1995, si bé aleshores les comunitats més riques que la catalana eren, per aquest ordre, Madrid, Navarra i Balears. El País Basc es situava 2,6 punts per sota de Catalunya al 1995, mentre que i l'any 2002 es situà 6,6 punts per sobre.

L'evolució de les tres comunitats que es trobaven en nivells similars de PIB per càpita al 1995 però, ha estat clarament diferenciada. D'acord amb les xifres de l'INE, el creixement mig de les Balears en el període fou similar a la mitjana espanyola (3,4%), mentre que el País Basc ho feu per sobre (3,6%) i Catalunya per sota. Els perfils també tingueren una evolució diferent.

Per analitzar l'evolució de la població, es tenen en compte les últimes xifres de població oficials, publicades per l'INE i revisades a partir de l'últim cens del 2001. En aquesta variable, també s'observa un comportament dispers, però que ajuda a entendre el perquè del diferent creixement del PIB per càpita. Així, Catalunya ha experimentat un augment de la població del 3,4% entre 1995 i el 2002, lleugerament per sota de la mitjana espanyola. El País Basc, Aragó Castella i Lleó i Astúries són les Comunitats Autònomes on la població ha disminuït (-0,1%, -1,3%, -2,1% i -2,4% en el període, respectivament), mentre que a l'extrem contrari, Canàries i Balears han experimentat augments molt importants de població, del 15,4% i 14,7% respectivament. L'evolució de la població, per tant, és un factor que ha facilitat l'avenç de la convergència del País Basc i ha permès compensar un dinamisme inferior a la mitjana a Aragó, Castella i Lleó i Astúries, mentre que a l'extrem contrari, el fort creixement d'aquesta variables a les Comunitats il·lenques dona com a resultat una divergència en PIB per càpita. En el cas de Catalunya, el creixement de població en el període ha tingut una incidència mínima, encara que positiva, per a la convergència en PIB per càpita.

Descomposició del creixement del PIB per càpita

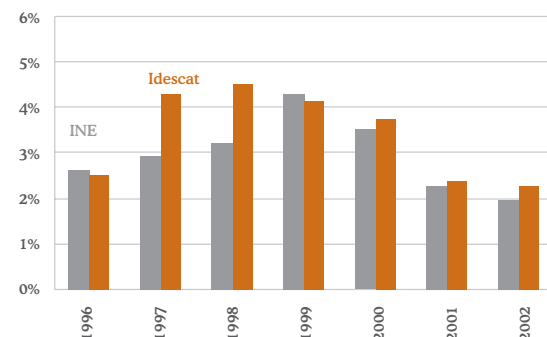
Per a analitzar millor les causes d'aquesta evolució del PIB per càpita a cadascuna de les Comunitats Autònomes, és útil descomposar el quocient Y/POB com el producte de quatre factors explicatius: dos de tipus econòmic (la productivitat i la taxa d'ocupació), un de tipus socioeconòmic (la taxa d'activitat) i finalment, un de tipus demogràfic, que té en compte l'estructura d'edats de la població. Així, el quocient podria descomposar-se de la forma següent:

$$\frac{Y}{POB} = \frac{Y}{L} * \frac{L}{L^s} * \frac{L^s}{PE} * \frac{PE}{POB}$$

En aquesta identitat, Y és el PIB, L és l'ocupació, L^s és el nombre d'actius, PE la població en edat de treballar i POB la població total.

Gràfic 4.3.

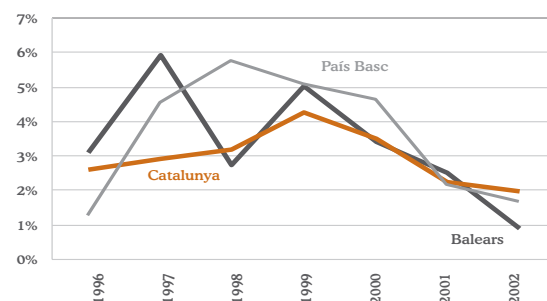
Creixement del PIB real



Font: INE i Idescat

Gràfic 4.4.

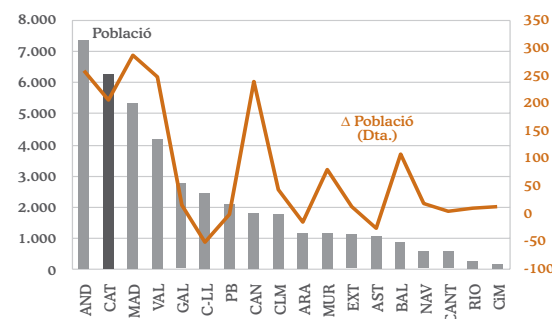
Creixement del PIB: Catalunya, País Basc i Balears



Font: INE

Gràfic 4.5.

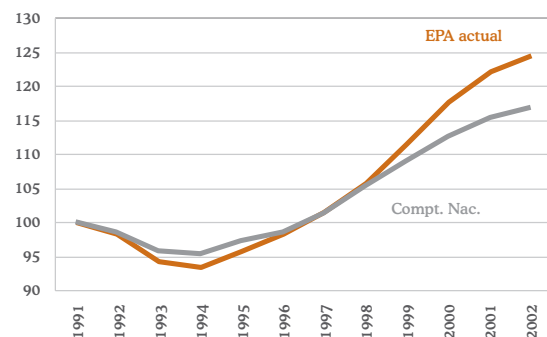
Població al 2002 i augment de població entre 1995-2002



Font: BBVA

Gràfic 4.6.

Ocupació a Espanya



Font: INE

No obstant, l'aplicació directa de les dades a la identitat dóna lloc a alguns problemes. El primer plantejament que caldria fer-se és l'utilització de dades el més homogènies possibles. Així, donat que l'INE ofereix xifres consistents de PIB i ocupació, el càlcul de la productivitat caldria realitzar-lo amb aquestes dades, descartant les de l'Idescat. Però sorgeixen nous problemes, ja que encara cal conjugar tres fonts de dades diferents: la pròpia Comptabilitat Regional, l'Enquesta de Població Activa i el Cens de Població. La revisió de les dades de població com a resultat del nou cens i del mercat de treball, pels canvis metodològics i d'adaptació al Cens de l'EPA (encara no finalitzada) dóna com a resultat canvis rellevants, que es traslladaran a la Comptabilitat Regional amb la introducció de la Base 2000, fent que en l'actualitat existeixin diferències no només en el nivell de sèries que haurien d'ésser similars, sinó també en el seu perfil de creixement. I que, a més, aquestes diferències siguin importants. En el cas de la població en edat de treballar, la diferència de nivell entre el Cens i l'EPA ha experimentat petits canvis entre 1991 i el 2002. Així, prenent com a base 100 l'any 1991 per a ambdues sèries, s'obté una diferència d'1,8 punts a favor del Cens l'any 2002, que hauria d'ésser corregida amb els propers canvis de l'EPA. La magnitud d'aquest canvi però, pot ésser considerada menor, pel que de cara a aquesta anàlisi s'ha obviat, utilitzant la població en edat de treballar provinent del Cens¹.

Les diferències entre l'EPA i la Comptabilitat Nacional i/o Regional, en canvi, són d'una magnitud molt superior. Com es pot observar al gràfic, per al conjunt d'Espanya, i també prenent com a base 100 l'any 1991, la diferència resultant l'any 2002 entre els ocupats de l'EPA i els de la Comptabilitat Nacional augmenta fins a 7,8 punts percentuals, incidint de forma notòria en els resultats que s'obtenen. Si s'utilitza el nombre d'ocupats de la Comptabilitat Nacional o Regional, l'evolució de la taxa d'ocupació difereix significativament de l'oficial (EPA) i resulta inconsistent amb l'experimentada per la taxa d'atur, quan una hauria d'ésser la inversa de l'altra. En l'altre cas, si l'opció és utilitzar els ocupats de l'EPA, els resultats en quant a productivitat semblen inconsistents.

Aquests problemes, a més, també es reproduïen, i en alguns casos a major escala, a nivell de Comunitat Autònoma. Per a corregir aquesta situació, i permetre una anàlisi consistent, s'ha optat per introduir un cinquè factor a la identitat, un terme d'error que mesura el canvi en el desajust entre els ocupats de Comptabilitat Regional i els de l'EPA. Aquest factor, per tant, no obeeix a motius de tipus econòmic, sinó a la diferent evolució de dues sèries que, en principi, representen la mateixa variable. De fet, una definició lleugerament diferent d'ambdues permetria explicar diferències lleus en el nivell però així i tot, el seu perfil de creixement hauria d'ésser similar, fet que no es dóna. Donat que bona part d'aquestes correccions haurien de reflectir-se en la propera base de la Comptabilitat Nacional i Regional, aquest "factor de correcció" permet suggerir quin pot ser el canvi màxim que pot experimentar el PIB com a conseqüència de la propera revisió de la Comptabilitat Regional i Nacional, i el sentit d'aquest canvi.

Així, la fórmula que s'utilitza és:

$$\frac{Y}{POB} = \frac{Y}{L^{GREG}} * \frac{L^{GREG}}{L^{EPA}} * \frac{L^{EPA}}{L^S} * \frac{L^S}{PE} * \frac{PE}{POB}$$

On L^{GREG} correspon als ocupats de la Comptabilitat Regional i L^{EPA} als ocupats estimats per l'EPA, i el factor de correcció és el quocient entre ambdues variables. Prenent diferències dels logaritmes² entre els resultats de 2002 i els de 1995, s'obté:

¹ L'INE ha anunciat, amb la presentació de les xifres corresponents al segon trimestre del 2003 de l'EPA, i en el moment de tancament d'aquesta revista, que els importants canvis en la població derivats de la utilització del nou Cens dificulten la trasllació a la mostra utilitzada per l'EPA, pel gran creixement de la població espanyola en els últims anys. Això suggereix que els canvis en l'EPA seran de magnitud superior als previstos en aquest article, el que elevaria el resultat del coeficient corrector que aquí s'obté.

² Com és conegut, la taxa de variació d'una variable pot ésser aproximada per la diferència del logaritme de la mateixa. L'avantatge en aquest cas és que permet descomposar el creixement de Y/POB en la suma de la variació dels components.

$$\Delta \ln \left(\frac{Y}{POB} \right) = \Delta \ln \left(\frac{Y}{L^{CREG}} \right) + \Delta \ln \left(\frac{L^{CREG}}{L^{EPA}} \right) + \Delta \ln \left(\frac{L^{EPA}}{L^S} \right) + \Delta \ln \left(\frac{L^S}{PE} \right) + \Delta \ln \left(\frac{PE}{POB} \right)$$

Els resultats, expressats en mitjanes anuals, i per al conjunt de Comunitats autònomes, es mostren al quadre adjunt, on figuren les Comunitats autònomes ordenades pel seu nivell de PIB per càpita respecte a la mitjana espanyola.

El component demogràfic difícilment tindrà una aportació positiva en el futur

D'aquest quadre es poden obtenir diferents resultats. En primer lloc, que l'estructura d'edats de la població ha estat un factor que ha influït positivament en el creixement a la majoria de les Comunitats Autònomes. Aquesta conclusió pot semblar contradictòria amb la tesi de l'envel·liment de la població, especialment preocupant donada l'evolució de la taxa de natalitat, clarament per sota de la de reposició tot la recuperació experimentada amb la immigració. No obstant, en aquest període han coincidit dos factors que han afavorit aquesta situació i que no es tornaran a repetir: d'una banda, han sortit del mercat de treball les generacions filles de la guerra civil, amb un menor pes sobre el conjunt de la població que les immediatament anteriors i posteriors. De l'altra, les cohorts que han entrat a formar part de la població en edat de treballar tenien encara un fort pes relatiu sobre el conjunt de la població. Com s'observa en el cas de Catalunya, a partir d'ara aquest efecte ja no es produirà per causes demogràfiques, i la propera cohort que surti del mercat de treball tindrà un pes superior al de la que entri, per tant aquest component passarà a tenir efectes negatius en el futur a menys que continuï el flux migratori. L'estructura d'edats, en canvi, podria tenir encara efectes positius a comunitats on l'impacte de la migració és superior, com Balears i Canàries, i més encara si tenen una taxa de natalitat clarament més elevada, com és el cas d'aquesta última. En canvi, a Comunitats com Castella i Lleó i Aragó, on es detecta una pèrdua de població que a més es produeix en els grups d'entrada al mercat de treball, l'impacte de l'estructura d'edats ha estat mínim i serà negatiu en el futur si no es produeixen canvis en l'atractiu d'aquests territoris per a la migració.

El mercat de treball, el factor que més ha aportat al creixement

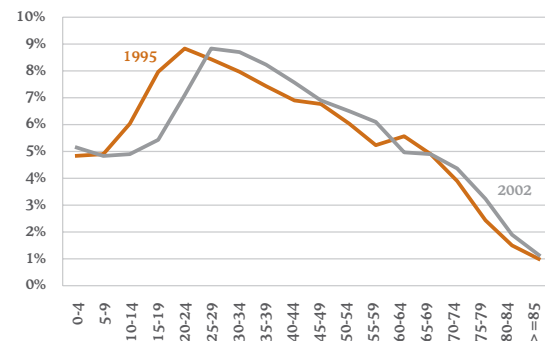
En segon lloc, excepte a Ceuta i Melilla, on el creixement de la població ha estat molt important (9,1% en el període), i a Astúries, on el dinamisme econòmic ha estat mínim (2,2% de mitjana anual), l'augment de la taxa d'activitat ha contribuït de forma important al creixement, amb un punt de mitjana anual. La incorporació de la dona al mercat de treball i les expectatives de col·locació han atret una major proporció de població en edat de treballar al mercat de treball. En aquest sentit però, sí que queda espai per créixer, donat que la taxa d'activitat espanyola es situa encara per sota de la mitjana europea.

La taxa d'activitat mostra un comportament per eixos a Espanya. Així, el creixement és inferior a la mitjana al Cantàbric (des de Galícia fins el País Basc), a Aragó i a Castella i Lleó, mentre que ha crescut clarament per sobre Balears, Navarra, Canàries, Castella-La Manxa i La Rioja. A Navarra i Balears, a més, aquest l'augment de la taxa d'activitat és el factor que més ha contribuït al creixement del PIB per càpita durant aquest període amb una aportació, en ambdós casos, d'1,5 punts percentuals anualment.

En tercer lloc, el període analitzat s'ha caracteritzat per un fortíssim creixement de l'ocupació, segons que ha mesurat l'EPA, que ha estat

Gràfic 4.7.

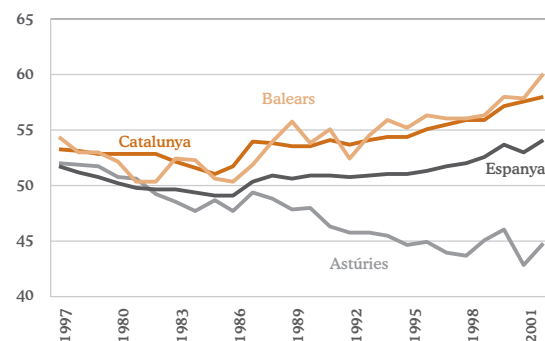
Catalunya: distribució de la població per grups d'edat



Font: INE i BBVA

Gràfic 4.8.

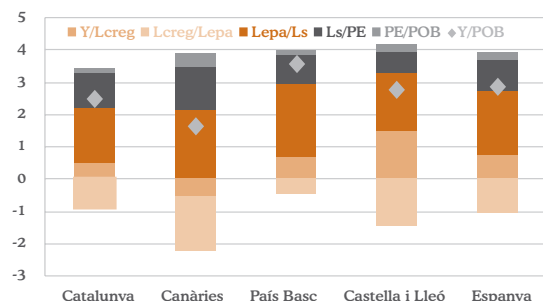
Taxa d'activitat (EPA) (%)



Font: INE

Gràfic 4.9.

Contribució de cada factor al creixement anual del PIB per càpita



Font: INE i BBVA

el factor que explica, en general, el creixement del PIB per càpita. La productivitat, en canvi, es mostra com un factor que, en general té una aportació relativament menor, i només mostra una aportació superior a la del mercat de treball en els casos de Galícia i La Rioja.

El factor de correcció assenyalava un augment del nivell del PIB en properes revisions, amb efectes desiguals

El cinquè factor, Lcntr/Lepa, posa en qüestió aquests resultats. Efectivament el gap assenyalat prèviament entre l'ocupació de la Comptabilitat Nacional i l'EPA es reproduïx a nivell regional, on a més a més es produeixen diferències significatives. Aquest component de la identitat mesura l'impacte màxim de la correcció que s'hauria de produir en el creixement de l'ocupació de la Comptabilitat Regional de cada Comunitat Autònoma, si aquesta mostrés un perfil consistent amb el de l'EPA, com succeeix a la majoria dels països europeus. En aquest cas, el compliment de la identitat exigiria que aquest factor es repartís entre els altres quatre, o el propi resultat (el canvi en Y/POB), per a mantenir la identitat. Així, aquest factor assoleix sempre un valor negatiu, el que denota que en totes les Comunitats Autònomes es reproduïx el mateix efecte que a nivell nacional, és a dir, l'evolució de l'ocupació de l'EPA és clarament més positiva que la dels ocupats de la Comptabilitat Regional. Però a més, aquest factor mostra una forta dispersió.

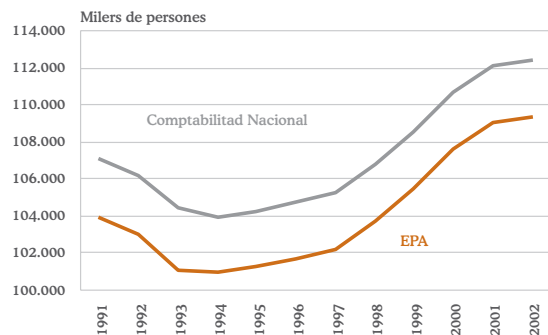
No obstant, el repartiment del valor obtingut entre la resta de factors que componen la identitat es veu limitat per algunes restriccions: en primer lloc, el factor demogràfic, PE/POB, ja està corregit per les noves dades del Cens de 2001. Tot i que les publicades fins ara són provisionals, és previsible que els canvis en aquestes dues variables siguin mínims, i per tant també ho hauria d'ésser el canvi en la contribució del creixement respecte al que aquí s'ha estimat. En segon lloc, tot i els senyals de INE respecte a les dificultats d'adaptació de l'EPA al nou Cens, és previsible que l'augment de la població en edat de treballar es traslladi en bona part a actius i a ocupats, amb el que difícilment s'observarien canvis a l'alça en la taxa d'atur. D'aquesta forma la contribució dels ratios Ls/PE i Lepa/Ls podria variar, però els canvis haurien d'ésser menors. En tercer lloc, el càlcul de la productivitat obtingut amb l'actual ocupació de la Comptabilitat Nacional mostra un creixement molt baix d'aquesta variable durant el període si es compara amb l'evolució de períodes anteriors de l'economia espanyola, amb el que sembla difícil que un nou ajust d'aquesta variable es pugui produir a la baixa, o fent-se més negativa a les Comunitats Autònomes de Balears i Canàries. L'evolució de la inversió en el període, addicionalment, reforçaria la tesi de que la productivitat pogués ésser corregida, si de cas, lleugerament a l'alça, el que implicaria un augment del PIB, que ja de per sí seria més elevat per causa de la correcció en el nombre d'ocupats. L'evolució de la productivitat de l'economia s'estima mitjançant indicadors diversos que no tenen perquè veure's afectats pels canvis poblacionals (com per exemple, l'Índex de Producció Industrial), però en alguns sectors, com és el cas dels serveis, s'han produït importants millores en la qualitat i quantitat de les estadístiques disponibles, com l'enquesta del Sector dels Serveis, de caràcter anual. I això recolzaria, per tant, la possibilitat de que s'introdueixin modificacions en la productivitat amb motiu de la nova base de Comptabilitat Nacional.

Finalment, respecte del PIB per càpita, no és previsible que el creixement d'aquest es vegi revisat a la baixa com a conseqüència d'una revisió de les dades de població, el que afavoriria novament un augment del nivell de PIB.

Regionalment, el factor de correcció indica que el canvi pot ésser més rellevant en aquelles Comunitats autònomes on la incidència dels sectors no industrials és més elevada. Així, La Rioja, Canàries Castella i Lleó, Castella-La Manxa i Madrid són les Comunitats on els canvis

Gràfic 4.10.

Ocupació: UEM sense Espanya



Font: Eurostat

esperats com a resultat de la Base 2000 de la Comptabilitat Regional podrien ser més elevats, mentre que Aragó, el País Basc, Astúries i Cantàbria serien les Comunitats on s'observaria una correcció menor. El canvi imputable a Catalunya seria, d'acord amb aquests càlculs, lleugerament inferior al de la mitjana espanyola. Però si tot el canvi es traslladés a creixement del PIB per càpita, implicaria un creixement d'aquesta variable que sembla, ara com ara, més coherent amb els importants canvis experimentats per l'economia catalana en els últims anys.

En aquest sentit, el nivell de PIB calculat per l'Idescat, més elevat i amb un major creixement, sembla més coherent amb l'evolució mostrada per l'Enquesta de Població Activa a Catalunya, i per tant, els canvis que podria experimentar com a resultat de la introducció de la Base 2000 de Comptabilitat Nacional serien, en principi, menors.

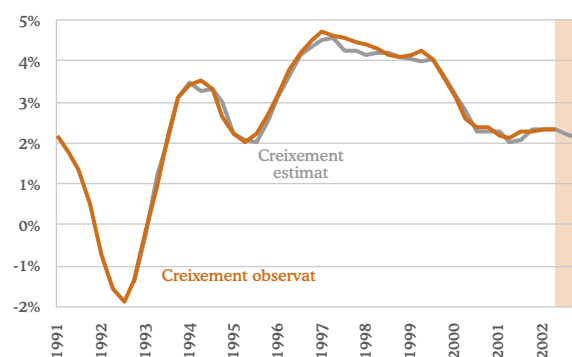
Quadre 4.1. Contribució al creixement del del PIB per càpita entre 1995 i 2002, en termes anuals cumulatis

	Y/POB	Y/L	Lcntr/Lepa	Lepa/Ls	Ls/PE	PE/POB	1995	2002
Madrid	3,0	0,8	-1,4	2,2	1,2	0,2	131,5	132,9
Navarra	3,2	1,0	-0,5	1,2	1,5	0,1	126,5	130,1
Balears	1,3	-0,3	-1,2	1,1	1,5	0,2	123,6	111,3
Catalunya	2,4	0,5	-0,9	1,7	1,1	0,1	122,1	118,8
País Basc	3,5	0,7	-0,5	2,2	0,9	0,2	119,5	125,4
La Rioja	2,6	1,6	-2,0	1,5	1,3	0,2	114,9	113,3
Aragó	3,0	1,2	-0,4	1,7	0,4	0,1	108,5	109,6
Espanya	2,8	0,7	-1,1	2,0	1,0	0,3	100,0	100,0
Canàries	1,6	-0,5	-1,7	2,2	1,3	0,4	95,7	87,9
Castella i Lleó	2,7	1,5	-1,4	1,8	0,7	0,2	95,4	94,7
C. Valenciana	3,0	0,8	-1,3	2,1	1,1	0,3	94,7	95,6
Cantàbria	3,5	0,6	-0,5	2,1	1,0	0,3	93,0	97,6
Astúries	2,6	0,9	-0,5	1,8	0,1	0,3	88,4	86,7
Múrcia	3,0	0,4	-0,9	2,1	1,1	0,3	83,2	84,2
Ceuta i Melilla	2,1	2,8	-4,4	4,4	-1,1	0,4	83,1	78,8
Castella-La Manxa	2,6	0,8	-1,4	1,8	1,2	0,3	81,9	80,6
Galícia	2,6	1,9	-0,8	1,0	0,2	0,4	80,9	79,7
Andalusia	3,3	0,0	-0,9	2,8	1,0	0,4	74,1	76,4
Extremadura	3,5	1,5	-1,3	2,2	0,7	0,4	63,1	66,0

Font: INE i BBVA

Enquesta sobre l'Activitat Econòmica BBVA: 2n trimestre 2003

Indicador BBVA de l'economia catalana i PIB



Font: Idescat i BBVA

Després de la important recuperació experimentada en el primer trimestre del 2003, l'Enquesta BBVA sobre l'Activitat Econòmica a Catalunya corresponent al segon trimestre del 2003 mostra, en general, estabilitat. Així, mentre que les perspectives han continuat millorant fins al punt que el saldo és positiu per primera vegada en els tres últims anys, l'activitat en el trimestre ha mostrat una lleu millora, insuficient per a fer que la tendència continués augmentant.

El sector industrial continua essent el més afectat, amb una producció industrial que ha evolucionat, altra vegada, lleugerament a la baixa, amb una nova davallada de la cartera de comandes. Però aquest trimestre els estocs han mostrat nous símptomes una lleugera correcció. L'ocupació es continua mostrant com la variable més positiva de l'Enquesta, amb una recuperació a tots els sectors. A la construcció el saldo s'ha tornat positiu, i a la indústria, la suau recuperació des del quart trimestre del 2001 (en que tocà el mínim) ha permès capgirar la tendència, que tot i mantenir-se en valors negatius, mostra una millora rellevant en el trimestre actual. L'ocupació del sector dels serveis mostra una millora respecte a la situació del trimestre anterior, però en aquest cas, un cop netejada la sèrie dels efectes estacionals, la recuperació iniciada en el primer trimestre no ha continuat, mantenint-se estable.

El turisme i les vendes continuen amb una molt suau recuperació, mentre que les lletres impagades, es mantenen estables en nivells lleugerament positius. En el turisme, es constata un alentiment de les reserves, encara que s'espera una bona afluència recolzada en les ofertes d'última hora. En quant al sector agrari, l'enquesta assenyala que es podria produir una bona collita de fruita dolça, però a la majoria de sectors (ametlla, cereals, ...) es preveuen pressions a la baixa en els preus que podrien compensar aquest efecte.

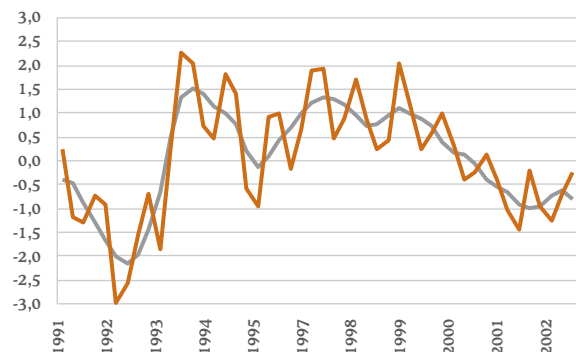
Quadre resum de l'activitat econòmica

(% de respostes)	2n TRIMESTRE DE 2003			1r TRIMESTRE DE 2003			2n TRIMESTRE DE 2002		
	Augmenta	Estable	Baixa	Augmenta	Estable	Baixa	Augmenta	Estable	Baixa
Producció industrial	5	76	19	2	79	19	10	73	17
Cartera de comandes	9	58	34	4	53	43	13	58	30
Nivell d'estocs	17	68	14	20	67	14	14	74	12
Inversió al sector primari	4	76	20	5	73	22	6	72	22
Inversió industrial	13	52	35	11	46	43	10	62	28
Inversió en serveis	19	67	14	19	67	14	13	68	19
Nova construcció	25	62	13	23	61	15	19	63	19
Ocupació industrial	8	76	16	6	76	19	5	78	18
Ocupació en construcció	20	68	12	16	70	14	15	68	17
Ocupació en serveis	14	79	6	10	84	7	18	68	14
Preus	51	49	1	55	44	0	36	61	3
Vendes	14	56	30	10	53	37	16	55	30
Exportacions	6	71	23	9	63	27	5	70	25
Activitat Econòmica	6	81	13	3	78	19	15	64	21
Perspectiva per al trimestre vinent	24	62	14	17	59	24	13	50	37

Font: BBVA

Activitat econòmica (saldos)

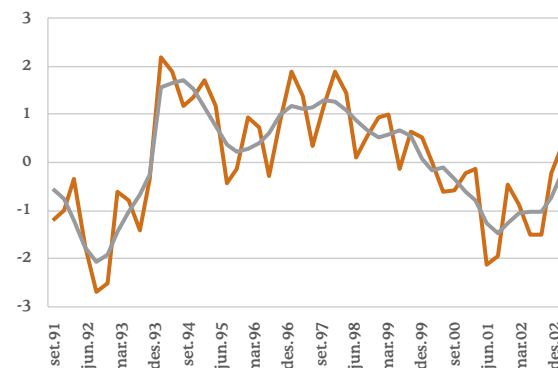
Sèrie original i suavitzada



Font: BBVA

Expectatives pel proper trimestre (saldos)

Sèrie original i suavitzada



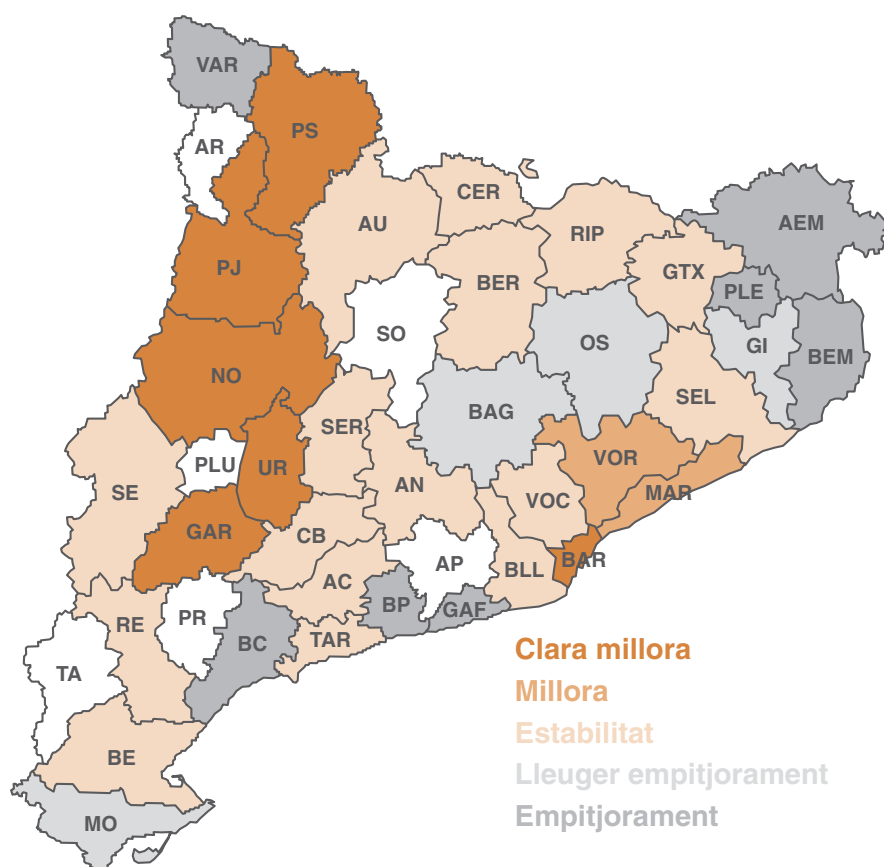
Font: BBVA

En conjunt, tot i que sembla indicar que ja s'ha tocat fons (tal i com es preveia en el trimestre anterior), l'Enquesta sobre l'Activitat Econòmica continua sense mostrar encara senyals clars de recuperació, més enllà de les perspectives per al tercer trimestre, però sense que aquestes es traslladin a decisions d'inversió.

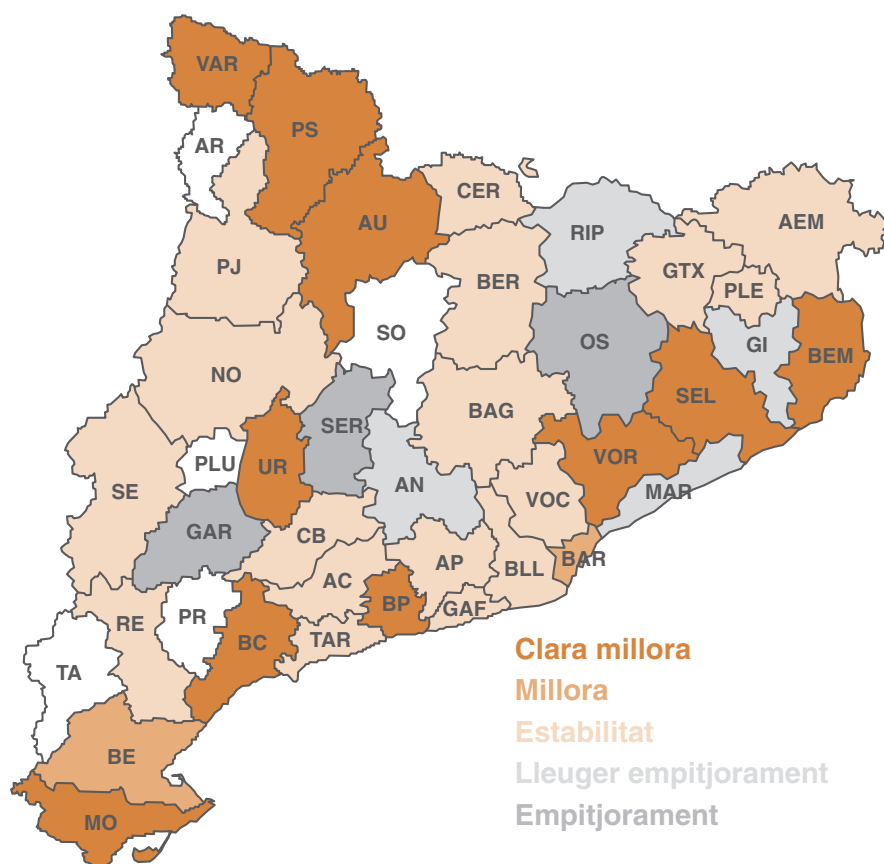
Per comarques, el trimestre ha estat relativament millor que fa un any a bona part de les comarques de la Plana de Lleida, per l'expectativa de l'arribada de l'AVE i la bona evolució de l'agricultura: els dos Pallars, les Garrigues, la Noguera i l'Urgell mostren una relativa millora, juntament amb l'Alt Penedès i el Barcelonès, aquesta última per l'avenç turístic. En la banda oposada, bona part de les comarques de Girona mostren un comportament lleugerament pitjor que fa un any: L'alt i el Baix Empordà, el Pla de l'Estany i el Gironès, a les que s'afegeixen el Garraf, el Baix Penedès, la Vall d'Aran, el Montsià i l'Osona. Predomina l'estabilitat a l'entorn de la corona metropolitana i a les comarques industrials, mentre que entre les que han mostrat un empitjorament de l'activitat en el segon trimestre, predomina la millora de les perspectives, clarament en el cas del Vallès Oriental i el Baix Llobregat, dues de les comarques que més han patit la desacceleració. Així, només al Pla de l'Estany, el Gironès i l'Osona es preveu que la perspectiva continuï empitjorant (la primera, afectada encara pels incidents del Llac, mentre que les altres dues tenen un component turístic menor), mentre que a la resta l'arribada de l'estiu inicia la temporada alta i portant, l'activitat augmentarà.

La construcció d'habitatges, un dels factors més rellevants en les últimes enquestes, comença a mostrar alguns símptomes d'esgotament, però amb menys incidència a les zones més densament poblades.

Activitat econòmica en el 2n trimestre del 2003



Perspectiva per al 3r trimestre del 2003



Interessats dirigir-se a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Dipòsit Legal: M-31254-2000

altres publicacions



Aquest és un document preparat pel Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) pel seu propi compte, i es subministra només amb una finalitat informativa. Les opinions, estimacions, prediccions i recomanacions que s'expressen en aquest document es refereixen a la data que apareix en el mateix, pel que poden experimentar canvis com a conseqüència de la fluctuació dels mercats.

Les opinions, estimacions, prediccions i recomanacions contingudes en aquest document es basen en informacions que s'han obtingut de fonts considerades fiables, però cap garantia, expressa o implícita, es concedeix per BBVA sobre la seva exactitud, integritat o correcció.

El present document no constitueix una oferta, invitació o incitació per a la subscripció o compra de valors.