

Introducció i objectius

Des d'una perspectiva econòmica el risc es pot definir com la probabilitat de realització d'una determinada contingència associada amb un cost econòmic. Els mercats financers quantifiquen el risc vinculat amb els diferents actius en què es poden materialitzar les inversions mitjançant el que es coneix com la *prima de risc*. La prima de risc està implícita en la diferència entre els rendiments o taxes de retorn de dos actius, amb diferents nivells de risc, com a compensació per la major probabilitat de pèrdua econòmica associada amb l'actiu de més risc.¹ En aquest article tractarem d'algunes de les primes de risc més representatives dels mercats financers, dels principals factors que les determinen i de la seva utilitat com a indicadors avançats del cicle econòmic.

És important distingir el risc, que és un factor mesurable, de la incertesa, o grau de confiança en les probabilitats implícites en les primes de risc. En certa manera, la incertesa és un reflex de la percepció o sentiment d'ignorància envers el futur. Incertesa i risc són conceptes diferents, però estretament vinculats: com més gran és el grau d'incertesa, més variables seran les primes de risc demanades pels inversors, que revisen les expectatives a mesura que reben nova informació. De fet, és possible aproximar el grau d'incertesa a partir de la volatilitat o variabilitat en el temps de les primes de risc. Aquest factor és especialment acusat en temps de crisi, com l'actual. Per tant, és recomanable analitzar conjuntament l'evolució del risc –de les primes de risc– i de la incertesa –les volatilitats associades amb les primes de risc.

Les primes de risc seleccionades en aquest article es poden agrupar en quatre apartats:

- La prima de risc país, implícita en el diferencial entre els tipus d'interès del deute públic a llarg termini de països amb diferent grau de solvència, associada amb la percepció de sostenibilitat del deute públic.
- La prima de risc implícita en l'estructura temporal dels tipus d'interès del deute públic segons la data de venciment, o risc macroeconòmic, associat amb les expectatives de creixement i d'inflació dels inversors, però també amb les necessitats de finançament del sector públic.
- La prima de risc del deute empresarial, implícita en el diferencial de tipus d'interès entre el deute del sector

corporatiu privat i el deute públic, associada amb la probabilitat d'impagament o morositat del deute corporatiu amb diferents nivells de qualitat.

- La prima de risc del capital propi (*equity risk premium*), implícita en el diferencial entre el rendiment de les accions d'empreses cotitzades (dividends més revalorització del capital) i el tipus d'interès d'un actiu sense risc, associada amb la probabilitat de perdre el capital invertit.

L'article té com a rerefons la crisi econòmica i financera internacional que es va iniciar al final del 2007 i que en el moment de tancar aquesta contribució (juny del 2010) encara no es podia donar per superada. Per aquest motiu, els indicadors seleccionats són també d'àmbit internacional, amb èmfasi especial en l'economia dels EUA. Aquesta economia està situada a l'epicentre de la crisi i ofereix una gran disponibilitat de sèries històriques llargues per mesurar els diferents tipus de risc, de les quals es poden extreure regularitats empíriques que serveixen de guia per analitzar altres economies desenvolupades. Sempre que les dades ho permetin, els indicadors amb rellevància contrastada per a l'economia americana s'apliquen a continuació a les economies espanyola i europea (UEM-16²), que disposen de sèries estadístiques més curtes.

1. Risc país

El primer tipus de risc o *risc país* es pot calcular com la diferència entre el rendiment del deute públic a llarg termini d'un estat sobirà (per exemple, el tipus d'interès associat amb les obligacions de l'Estat espanyol a 10 anys) amb un altre que es pren com a referència d'estat solvent o sense risc (per exemple, el *bund* alemany a deu anys). Aquest diferencial reflecteix essencialment la percepció dels mercats financers sobre la sostenibilitat o capacitat d'un determinat país per tornar el principal i els interessos del deute públic. Entre els factors de risc associats amb aquesta prima destaquen (I) la proporció que representa el deute públic amb relació al PIB, (II) el tipus d'interès del deute públic amb relació a la taxa de creixement de l'economia, (III) la magnitud del dèficit públic primari (abans d'interessos), i (IV) l'estructura de venciments del deute viu. A partir d'un

* Aquest article serà publicat a l'Informe 2010 de l'Observatori del Risc de l'Institut d'Estudis de la Seguretat (IDES).

1. Generalment, l'actiu sense risc s'identifica amb el deute públic a curt termini (per exemple, les lletres del Tresor a 3 mesos). Cal tenir en compte que el preu –i, per tant, el nivell de risc– del deute públic a més llarg termini pot variar significativament com a conseqüència de variacions en els tipus d'interès o, fins i tot, per la possibilitat del fet que el sector públic no compleixi amb els seus compromisos.

2. Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, Finlàndia, França, Grècia, Països Baixos, Irlanda, Itàlia, Luxemburg, Portugal, Eslovènia, Malta, Xipre i Eslovàquia.

cert nivell,³ la magnitud del deute públic pot afectar negativament el potencial de creixement d'una economia. La raó és que un deute públic elevat i creixent impulsa a l'alça els tipus d'interès al llarg de tota la cadena d'actius financers i, per tant, pot incidir negativament sobre la inversió productiva privada (el que es coneix com a efecte *crowding out*).

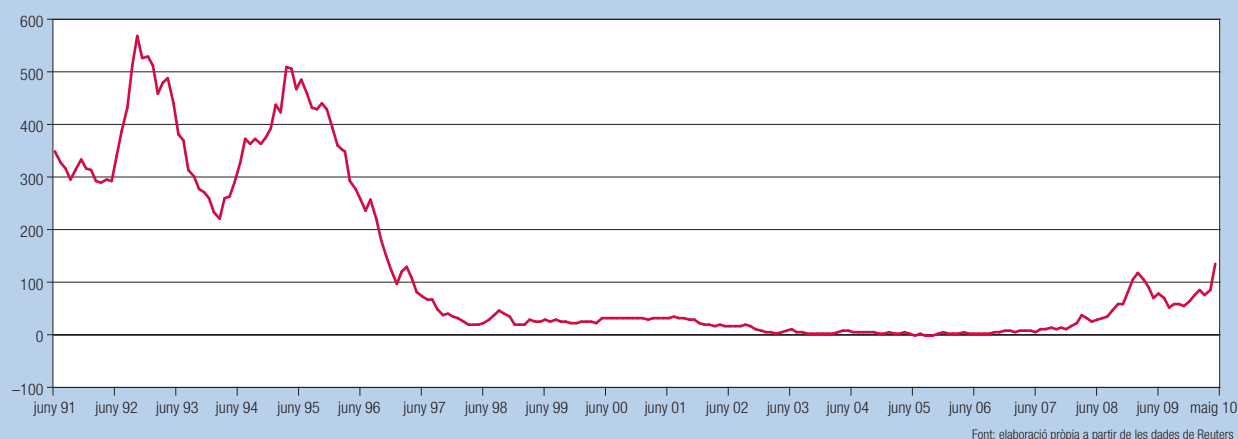
El Gràfic 1.1 mostra l'evolució mensual del diferencial dels tipus d'interès del deute públic a llarg termini (deu anys) entre Alemanya i Espanya, entre juny del 1991 i maig del 2010. Aquesta perspectiva històrica de vint anys és útil per contextualitzar el canvi estructural que va representar la integració de l'economia espanyola dins de la UEM. L'any 1995, per exemple, abans de la integració a la UEM, aquest diferencial se situava a l'entorn dels 500 punts bàsics (5 punts percentuals). Una vegada iniciat el procés d'integració econòmica i monetària europea arran dels

acords de Maastricht, el diferencial es va anar reduint progressivament, fins pràcticament desaparèixer, durant els primers anys de la dècada actual. No obstant això, el diferencial del deute públic espanyol amb l'alemany va tornar a créixer cap al final del 2007, coincidint amb la forta desacceleració econòmica que finalment va desembocar en la crisi dels anys 2008 i 2009. L'escalada va assolir un màxim al febrer del 2009 (114 punts bàsics), similar als valors del diferencial de l'any 1997, abans de la integració en la UEM.

El darrer episodi d'augment del diferencial té lloc a partir del setembre del 2009 i s'aguditza durant el primer semestre del 2010,⁴ quan els mercats financers comencen a posar en qüestió la sostenibilitat del deute públic a algunes economies perifèriques de la UEM i en particular a Grècia. El Gràfic 1.2 compara l'evolució del diferencial de tipus d'interès del deute públic a llarg termini amb

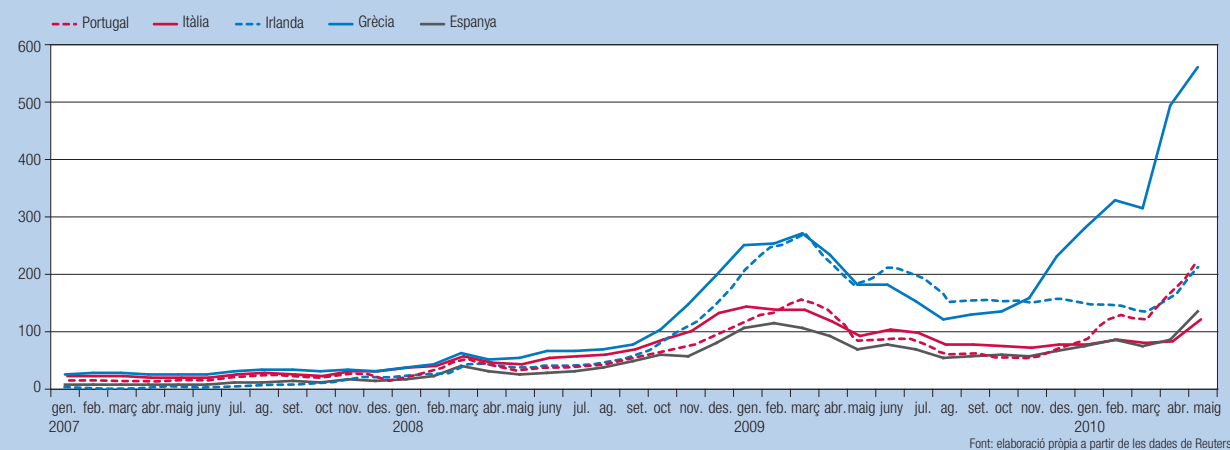
Diferencial deute públic a 10 anys. Espanya - Alemanya
Punts bàsics

Gràfic 1.1



Diferencial deute públic a 10 anys amb Alemanya
Punts bàsics

Gràfic 1.2



3. Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff situen aquest nivell de deute a l'entorn del 90 % a *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Núm. 13882, març del 2008.

4. Al tancament d'aquest informe, el diferencial del deute públic a 10 anys d'Espanya amb Alemanya se situa en 133 punts bàsics, el maig del 2010.

Alemanya de Portugal, Itàlia, Irlanda, Grècia i Espanya, entre gener del 2007 i maig del 2010. De les cinc economies esmentades, l'espanyola registra el menor diferencial del grup al llarg de tot el període, seguint una pauta d'evolució similar a la d'Itàlia.

El quadre 1.1 compara els principals factors determinants de la prima de risc del deute públic per a Grècia, Irlanda, Gran Bretanya, Japó, Portugal, Espanya, França, els EUA, Itàlia i Alemanya: (I) el dèficit primari, ajustat al cicle, en percentatge del PIB; (II) el deute públic net, també com a percentatge del PIB; (III) el creixement del PIB menys el cost de finançament (mitjà) del deute, i (IV) l'estructura temporal del deute (anys fins al venciment). Les dades que hi figuren són les previsions per a 2010 i els països estan ordenats per ordre de sostenibilitat, de menor a major.⁵ L'economia espanyola figura en una posició intermèdia en el rànquing, amb una valoració de sostenibilitat del seu deute públic millor que el Regne Unit i Japó, però pitjor que França i els EUA.

La sostenibilitat del deute públic d'un país es pot valorar utilitzant una fórmula senzilla, que ens indica el valor del deute públic (en percentatge del PIB) al final de l'any t en funció de la ràtio deute públic/PIB (d) al final de l'any anterior $t-1$, del saldo primari (abans d'interessos) (h), del tipus d'interès (real) (r) i de la taxa de creixement (real) del PIB (g):

$$d_t = \left(\frac{(1 + r_t) \cdot d_{t-1}}{(1 + g_t)} \right) - h_t$$

Si el saldo primari (h) en el període t és negatiu (dèficit) la ràtio deute públic/PIB augmentarà al llarg d'aquest període, i ho farà més ràpidament com més elevat sigui el tipus d'interès (r), així com el nivell de la mateixa ràtio el període anterior (d_{t-1}), i més moderadament com més elevat sigui el creixement econòmic (g).

Reordenant els termes de l'equació anterior podem obtenir el valor del saldo primari que estabilitza la ràtio deute públic/PIB en un valor constant d^* :

$$h_t = \left(\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \right) \cdot d^*$$

El terme d^* representa el valor estable de la ràtio deute públic/PIB. Per exemple, per estabilitzar el deute públic espanyol en el 60 % del PIB amb un valor de $r = 4\%$ i $g = 2\%$ el saldo primari s'hauria de reduir des del $-7,8\%$, en que és previsible que acabi el 2010, fins a un valor positiu de $1,2\%$. Però si el creixement del PIB fos del 3% el saldo primari estabilitzador del PIB es reduiria a la meitat ($0,6\%$). En qualsevol cas, per estabilitzar la ràtio deute públic/PIB en un nivell acceptable, l'Estat espanyol haurà de reduir molt significativament el dèficit públic des dels nivells actuals, fins a obtenir un saldo primari (abans d'interessos) positiu.

Amb una economia encara feble un ajustament fiscal d'aquest ordre de magnitud en podria dificultar la recuperació, almenys a curt termini; és a dir, podria fer disminuir el factor g en la fórmula anterior. D'altra banda, el retard i la falta de decisió per aplicar l'ajustament fiscal necessari elevarien la prima de risc del deute públic espanyol; és a dir, augmentaria el factor r en la mateixa fórmula. El Govern espanyol, per tant, afrontarà, durant els propers anys, la difícil tasca de conciliar la necessitat d'aplicar una política de consolidació fiscal ambiciosa amb la recuperació de l'activitat i l'ocupació des dels mínims assolits en la recessió més intensa dels últims 50 anys. La clau de l'èxit rau tant en la gradualitat adequada amb què cal aplicar l'ajustament fiscal, com en la composició de l'ajustament. Pel que fa a aquest últim factor, és preferible actuar reduint la despesa que augmentant els impostos –encara que caldrà fer les dues coses–; dins de la

Principals determinants de la prima de risc país. Previsions 2010

Quadre 1.1

	Dèficit primari, ajustat al cicle % sobre el PIB	Deute públic net % sobre el PIB	Creixement del PIB menys cost del finançament, punts percentuals	Deute sobirà anys per al venciment
Grècia	-4,6	94,6	-3,2	7,7
Irlanda	-7,0	38,0	-5,1	6,8
Regne Unit	-6,7	59,0	-1,5	13,7
Japó	-5,9	104,6	0,1	5,4
Portugal	-2,7	62,6	-2,3	6,5
Espanya	-4,3	41,6	-3,0	6,7
França	-3,8	60,7	-0,7	6,9
Estats Units	-7,0	65,2	1,4	4,8
Itàlia	2,2	100,8	-1,0	7,2
Alemanya	-1,2	54,7	-0,5	5,8

Font: *The Economist*

5. La font original de les dades és la revista *The Economist* del 13 de febrer de 2010, que ordena els països sumant la classificació en les tres primeres columnes, sense ponderar.

despesa, és millor actuar sobre la despesa corrent que sobre la inversió, i, pel que fa als impostos, és més efectiu elevar els impostos indirectes –sobre el consum– que els directes –sobre el treball.

Pel que fa a la gradualitat, la fórmula anterior permet calcular els valors que assoliria el deute públic cada un dels anys posteriors al 2010 sota diferents supòsits, fent possible comparar diferents trajectòries d'ajustament fiscal. A tall d'exemple, suposem que l'any 2010 es parteix d'una ràtio deute públic/PIB del 70 % i d'un valor del saldo primari $h = 7,8$ %, i que a partir del 2011 el tipus d'interès $r = 4$ % i la taxa de creixement del PIB $g = 2$ %. A continuació, suposem que l'esforç de consolidació fiscal millora el saldo primari en tres punts percentuals del PIB durant el 2011 i tres punts més el 2012. El resultat, d'acord amb la fórmula anterior, seria una estabilització de la ràtio deute/PIB lleugerament per sota del 80 % amb un saldo primari de l'1,6 % l'any 2013.

Si, amb les hipòtesis anteriors, l'objectiu fos assolir una ràtio deute públic/PIB del 60 %, llavors l'esforç de consolidació fiscal hauria de ser molt superior. Per exemple, caldria elevar el saldo primari fins al 4,2 % el 2014 i mantenir-lo en aquest nivell cada any, fins el 2020. En canvi, si, en comptes del 2 %, la taxa de creixement del PIB a partir del 2011 fos del 3 %, llavors s'assoliria un valor proper al 60 % per a la ràtio deute públic/PIB el 2018, dos anys abans que en el cas anterior.

Cal tenir en compte que l'evolució del saldo primari té una component cíclica important (augmenta durant les expansions i disminueix fins a tornar-se negatiu durant les recessions), tal com es pot observar al Gràfic 1.3 per a l'economia espanyola. Per tant, és d'esperar que quan l'economia recuperi una velocitat de creuer del 2 % o superior el saldo primari millorarà tres punts percentuals o més des dels nivells actuals, per l'efecte cíclic. Però la part restant requerirà un esforç de consolidació fiscal no pas menys important.

En resum: les primes de risc país incorporen una valoració implícita sobre la sostenibilitat del deute públic d'una economia determinada. Aquesta valoració depèn dels nivells de dèficit i deute públic assolits. Però també depèn de la capacitat de creixement de l'economia en qüestió, tal com s'ha posat amplement de manifest amb els arguments anteriors. Si la taxa de creixement fos prou baixa amb relació al tipus d'interès, l'evolució del deute resultaria eventualment insostenible, la qual cosa elevaria encara més la prima de risc, i pot arribar a precipitar una crisi de pagaments quan es faci evident la impossibilitat de renovar el deute al seu venciment.

L'augment de la prima de risc del deute públic espanyol amb relació a l'alemany durant els primers cinc mesos del 2010 reflecteix, en part, els dubtes dels mercats financers sobre la capacitat de creixement de l'economia espanyola al llarg dels propers anys, en un context d'unió monetària on ja no és possible recuperar la competitivitat perduda per la via de les devaluacions. En una sola frase: es posa preu a la contradicció que representa una economia «feble» que ha de conviure amb una moneda «força».

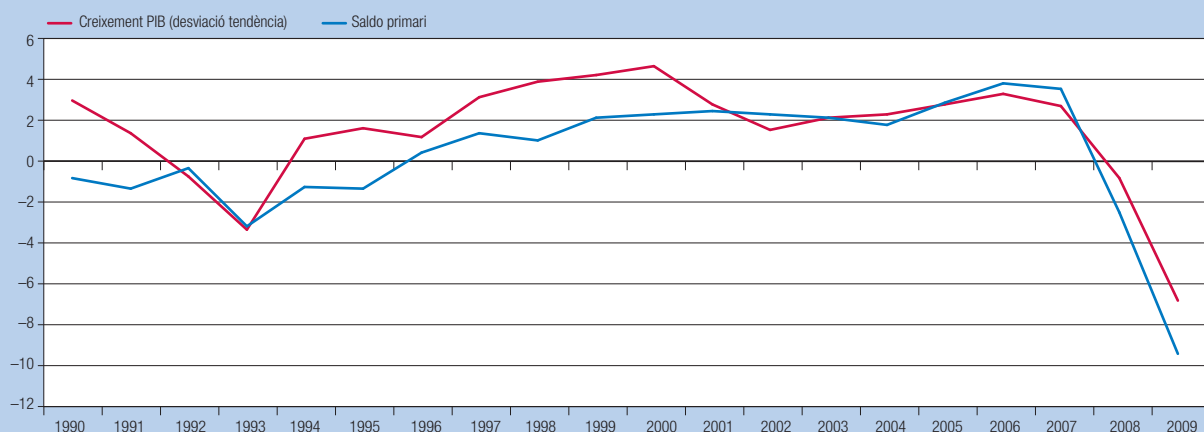
Tanmateix, els exemples anteriors de trajectòries de consolidació fiscal en condicions similars a les de l'economia espanyola l'any 2010, amb una hipòtesi prudent de creixement potencial a l'entorn del 2 %, fan evident que és possible aconseguir una estabilització del deute públic espanyol en nivells acceptables dins d'un període raonable. Però no serà suficient amb l'efecte cíclic. Caldrà aplicar també mesures discrecionals per reduir la despesa, preferiblement la despesa corrent, i per augmentar-ne els ingressos, preferiblement amb impostos indirectes.

Ara bé, si la pèrdua de confiança dels mercats financers en el potencial de creixement de l'economia espanyola es continués deteriorant al llarg dels propers mesos, la prima de risc continuaria augmentant, dificultant encara més el procés necessari de consolidació fiscal. Els indicadors de risc que tractem a continuació

Cicle econòmic i saldo primari. España

Taxa de variació interanual, en percentatge

Gràfic 1.3



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters

aporten informació sobre la capacitat i el perfil de creixement de les economies, des de la perspectiva dels mercats financers.

2. Risc macroeconòmic

L'estructura temporal dels tipus d'interès del deute públic segons el seu venciment aporta informació sobre la percepció que tenen els mercats financers dels riscos d'inflació o recessió al llarg dels propers anys. En un món sense incertesa els tipus d'interès a llarg termini haurien de ser equivalents a la mitjana dels rendiments de les obligacions a més curt termini durant cada un dels períodes fins al venciment del deute a llarg termini. A la pràctica, els tipus a llarg termini incorporen una prima de risc associada, entre d'altres factors, amb les expectatives d'augment dels tipus a curt termini. Al seu torn, l'anticipació d'un augment dels tipus d'interès a curt termini depèn de les expectatives dels inversors sobre la posició cíclica de l'economia.

La corba de tipus –o escala de rendiments del deute públic amb diferents horitzons temporals– s'utilitza freqüentment com a indicador avançat de l'evolució de l'economia i, en especial, de la probabilitat de recessió econòmica entre 12 i 18 mesos d'antelació. Normalment la corba de tipus, o prima de risc dels tipus a llarg termini amb relació als tipus a curt termini, presenta un pendent positiu. (És a dir, els tipus a llarg termini tendiran a superar els tipus a curt termini encara que les expectatives dels tipus a curt termini siguin estables, ja que la preferència dels inversors pels actius més líquids o amb un menor risc de variació del seu valor fins al venciment.) Quan els tipus a llarg termini se situen per sota dels tipus a curt termini (reversió de la corba), s'interpreta que una

recessió està en camí. (En el cas de l'economia americana, la corba de tipus ha servit per anticipar la majoria de les recessions econòmiques dels últims 50 anys).

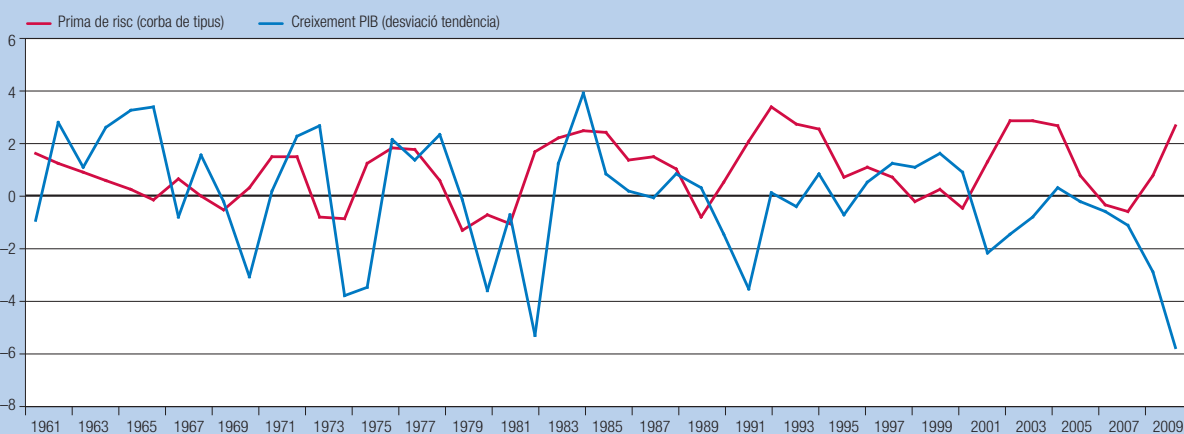
El Gràfic 2.1 compara la prima de risc associada amb la corba de tipus (el diferencial entre els tipus del deute públic dels EUA a deu anys i a tres mesos) amb la desviació de la taxa de creixement del PIB americà de la seva tendència de llarg termini,⁶ entre els anys 1961 i 2009. Es pot observar com valors negatius del diferencial acostumen a anar seguits, aproximadament un any després, per valors també negatius de la taxa de creixement del PIB (amb relació a la tendència). Aquesta capacitat d'anticipació del cycle econòmic associada amb la corba de tipus d'interès sembla força consistent per a l'economia americana fins al final dels anys 80, però perd capacitat predictiva a partir d'aquesta data. Una possible explicació de l'aparent pèrdua de capacitat predictiva de la corba de tipus durant els últims anys és la influència dels dèficits públics i de les polítiques d'expansió monetària sobre el preu del deute públic a llarg termini. (Una major pressió de l'oferta de títols de deute a llarg termini amb relació a la demanda tendria a disminuir-ne el preu, que és equivalent a elevar-ne el rendiment, o tipus d'interès).

Tanmateix, la reversió de la corba de tipus durant el 2006 i el 2007 (tipus a llarg termini per sota dels tipus a curt termini o prima de risc negativa) es podria interpretar com un indicador anticipat, amb més d'un any d'antelació, del període recessiu 2008-2009. Mentre que els valors positius i creixents de la corba els anys 2008 i 2009 podrien estar anticipant una recuperació econòmica a partir del 2010. Però també és possible que el pendent positiu de la corba aquests últims anys estigui reflectint més aviat les necessitats creixents de finançament del Tresor americà.

Corba de tipus vs. creixement del PIB (desv. tendència). Estats Units

Gràfic 2.1

Percentatge



Font: elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

6. La desviació de la taxa de creixement del PIB de la seva tendència de llarg termini es calcula simplement restant a la taxa de creixement anual la mitjana aritmètica al llarg del període considerat.

El Gràfic 2.2 replica l'exercici del gràfic anterior per a l'economia espanyola. També en aquest cas s'observa una clara correlació positiva entre el diferencial dels tipus a llarg i a curt termini i la taxa de creixement del PIB (desviació de la tendència), però la capacitat predictiva del primer amb relació a la segona és limitada. Tot i així, el valor negatiu del diferencial durant el 2007 i el 2008 és congruent amb l'entrada en recessió de l'economia espanyola durant el 2008 i el 2009; mentre que el valor positiu registrat el 2009 podria estar reflectint les expectatives de recuperació del creixement al llarg del 2010, però també la pressió del dèficit públic sobre els tipus a llarg termini.

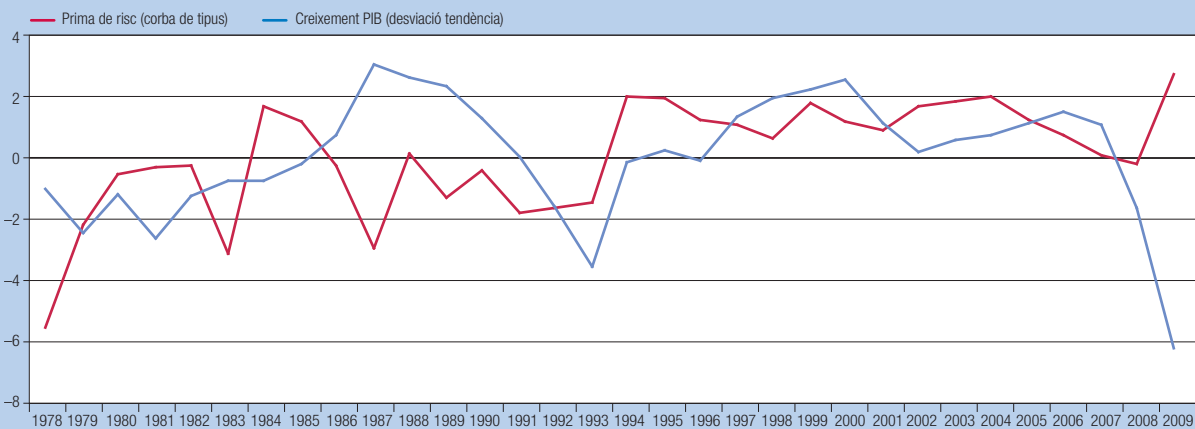
Per interpretar correctament els resultats anteriors cal tenir en compte, en primer lloc, que els tipus d'interès a llarg termini acostumen a ser força més estables que els tipus a curt termini. És a dir, les variacions dels tipus a curt termini es transmeten parcialment i gradualment als tipus a llarg termini. Per tant, un augment dels tipus a curt

termini –un enduriment de la política monetària– tendirà a reduir el diferencial amb els tipus a llarg termini i, a la inversa, una reducció dels tipus a curt termini –un relaxament de la política monetària– el tendirà a augmentar-lo. En segon lloc, la teoria econòmica pressuposa que les variacions dels tipus d'interès a curt termini afecten l'activitat econòmica amb un retard llarg i variable. En conseqüència, el valor predictiu de la prima de risc incorporada als tipus a llarg termini podria estar reflectint, almenys en part, l'efecte de les variacions en el to de la política monetària sobre l'activitat econòmica.

Aquest efecte es pot observar al Gràfic 2.3, corresponent a l'economia americana, que compara els canvis en els tipus d'interès a curt termini nominals, canviats de signe i retardats (un període fins al 1983 i dos períodes des del 1984), amb la desviació del creixement del PIB de la tendència de llarg termini. Fins al final dels anys 80 les variacions en els tipus d'interès a curt termini anticipaven força bé els canvis en la posició cíclica de l'economia,

Corba de tipus vs. creixement del PIB (desv. tendència). Espanya
Percentatge

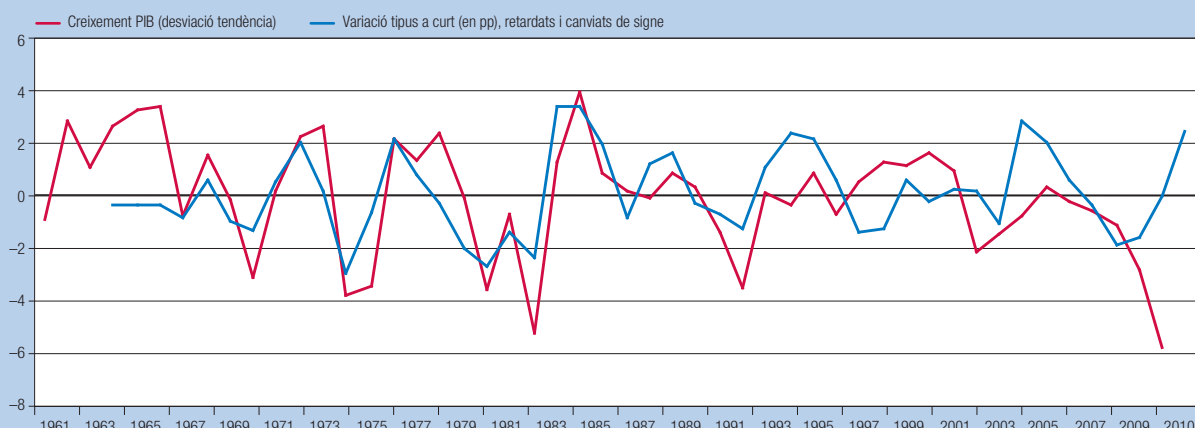
Gràfic 2.2



Font: elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

Creixement del PIB (desv. tendència) i tipus a curt retardats.¹ Estats Units
Percentatge

Gràfic 2.3



Font: elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

¹ Variació del tipus a curt termini nominals (en p.p.), canviats de signe i retardats (un període fins al 1983 i dos períodes des del 1984)

amb un o dos períodes d'antelació. Per tant, les variacions en el to de la política monetària constitueixen un indicador anticipat alternatiu a la corba de tipus, o prima de risc dels tipus a llarg termini amb relació als tipus a curt termini. De fet, el canvis en la política monetària presenten una correlació més elevada amb l'evolució del PIB americà, amb un o dos anys d'antelació, que la prima de risc associada amb l'estructural temporal dels tipus d'interès (retardada un període).

Però aquesta elevada capacitat predictiva de les variacions dels tipus a curt termini amb relació al perfil cíclic de l'economia es perd a partir dels 90. En particular, l'enduriment moderat de la política monetària durant el 2006 i el 2007 als EUA no és proporcional a la intensitat de la recessió iniciada el 2008. Mentre que el ràpid descens dels tipus a curt termini el 2007 i el 2008 no ha anat seguit d'una recuperació del ritme de creixement amb relació a la tendència. Hi ha altres factors de risc que poden haver tingut un paper tant o més important que la política monetària en l'evolució recent del cycle econòmic. Entre aquests factors cal destacar-ne els associats amb la prima de risc dels actius de renda fixa i variable del sector privat, dels quals tractem a continuació.

3. Risc empresarial (renda fixa)

La prima de risc del deute corporatiu és la diferència entre el rendiment de les obligacions emeses per les empreses, d'acord amb la qualitat atorgada al seu deute per les agències de qualificació, i el rendiment del deute públic (a llarg o a curt termini, segons les especificacions). Reflecteix el plus de risc associat amb el deute empresarial, en excés del nivell de risc associat amb el deute públic. Entre els factors de risc associats amb aquesta prima destaquen, especialment, el grau d'endeutament empresarial, mesurat com a proporció dels beneficis realitzats o esperats per les empreses. La prima de risc del deute

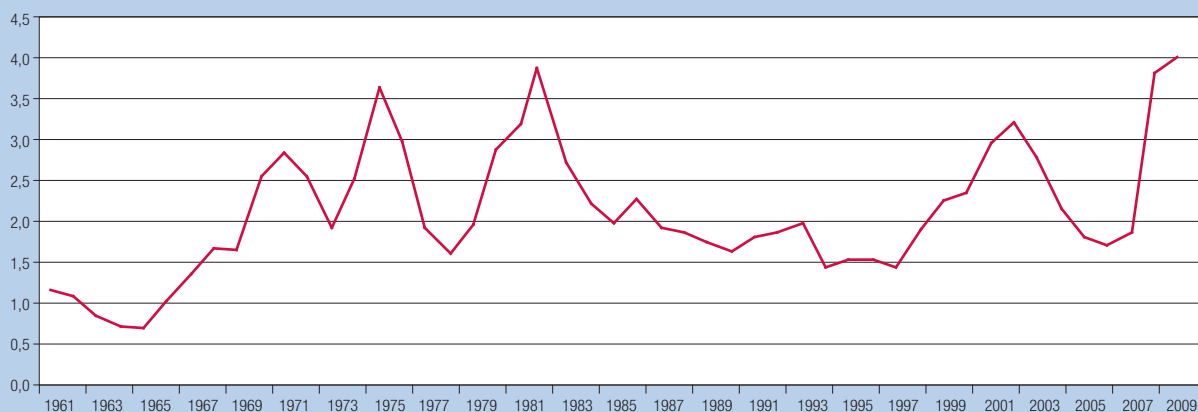
corporatiu tendirà a augmentar quan el creixement del deute superi el creixement dels beneficis i, a la inversa, disminuirà quan els beneficis superin el creixement del deute. També pot augmentar significativament quan la preferència per la liquiditat dels inversors creix en temps d'incertesa. Finalment, hi ha una correlació significativa i negativa entre aquesta prima de risc i la inversió productiva privada que, al seu torn, és un factor clau en l'evolució del cycle econòmic.

El Gràfic 3.1 mostra l'evolució històrica de la prima de risc del deute corporatiu als EUA, calculada com el diferencial entre el rendiment del deute corporatiu de qualitat mitjana segons l'agència de qualificació Moody's (Baa) i el deute públic a 10 anys (mitjanes anuals), entre els anys 1961 i 2009. Durant els anys 70 i 80 aquest diferencial mostra una evolució cíclica acusada, amb variacions significatives a l'alça i a la baixa. En canvi, a partir de la segona meitat dels 80 i fins gairebé el final dels 90 la prima de risc del deute corporatiu americà mostra una evolució molt més suau i un valor mitjà més reduït. Aquest segon període coincideix en part amb el que es coneix com la Gran Moderació: uns anys en què el cycle econòmic va mostrar una menor volatilitat en comparació amb els 70 i primers 80. Però a partir del final dels 90 la prima de risc del deute corporatiu torna a registrar un comportament volàtil, amb una primera escalada que arriba a màxims durant la recessió del 2001, torna a caure a un nou mínim el 2006 i registra un augment sense precedents el 2008, per assolir finalment un màxim històric el 2009 (4%). (Durant els primers mesos del 2010 la prima de risc del deute corporatiu americà ha tornat a assolir valors més propers a la mitjana històrica, a l'entorn del 2%).

L'elevació de les primes de risc corporatiu durant el 2008 ha estat un fenomen global, simultani amb el punt d'inflexió del cycle econòmic als dos costats de l'Atlàntic. En el cas de l'economia espanyola, el Gràfic 3.2 mostra una forma alternativa de calcular la prima de risc del deute corporatiu, més enfocada al curt termini. Es tracta

Prima de risc renda fixa privada (corporativa: Baa). Estats Units
Punts percentuals

Gràfic 3.1

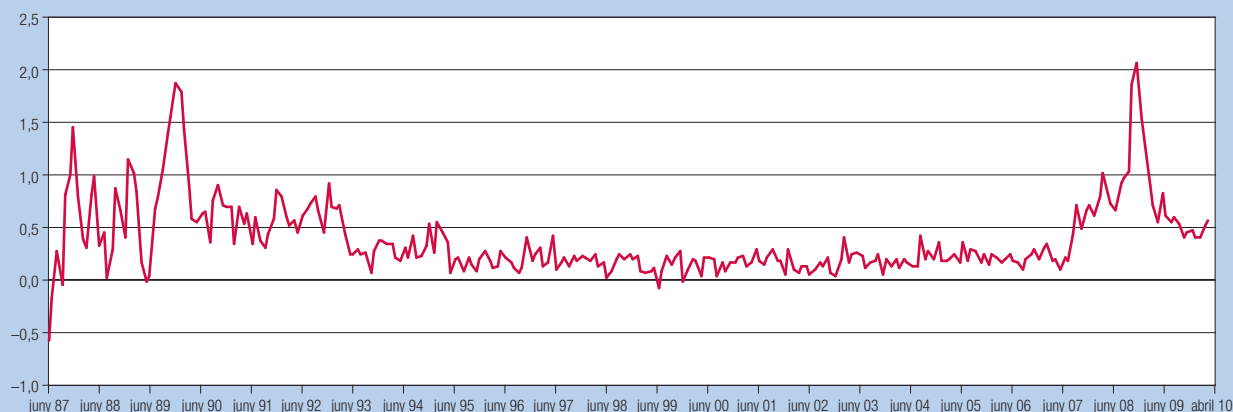


Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters

Diferencial pagarés d'empresa vs. lletres del tresor a un any. Espanya

Gràfic 3.2

Punts percentuals



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya

del diferencial entre el rendiment dels pagarés d'empresa a un any i el rendiment de les lletres del Tresor, també a un any. Com en el cas americà, s'observa un augment extraordinari d'aquesta prima de risc des del final del 2007, amb un màxim al final del 2008.

Pel que fa als determinants de la prima de risc del deute empresarial, cal destacar que en el cas de l'economia americana s'observa una correlació elevada entre el grau d'endeutament de les societats no financeres, mesurat com a proporció dels beneficis, i la prima de risc, calculada com la diferència entre els rendiments del deute corporatiu i del deute públic a llarg termini (Gràfic 3.3).

Al seu torn, els augments de la prima de risc estan correlacionats significativament i negativament amb la inversió i amb el creixement del PIB. De fet, les variacions de la prima de risc associada amb el deute empresarial marquen clarament els punts d'inflexió del cycle econòmic, almenys per al cas dels EUA. En especial, l'extraordinari augment de la prima de risc corporatiu el 2008 sembla

anticipar un any la forta caiguda de la inversió i del PIB durant el 2009. Mentre que l'estabilització i moderació posterior d'aquesta prima de risc durant els primers mesos del 2010 semblaria apuntar cap a una recuperació dels ritmes d'activitat.

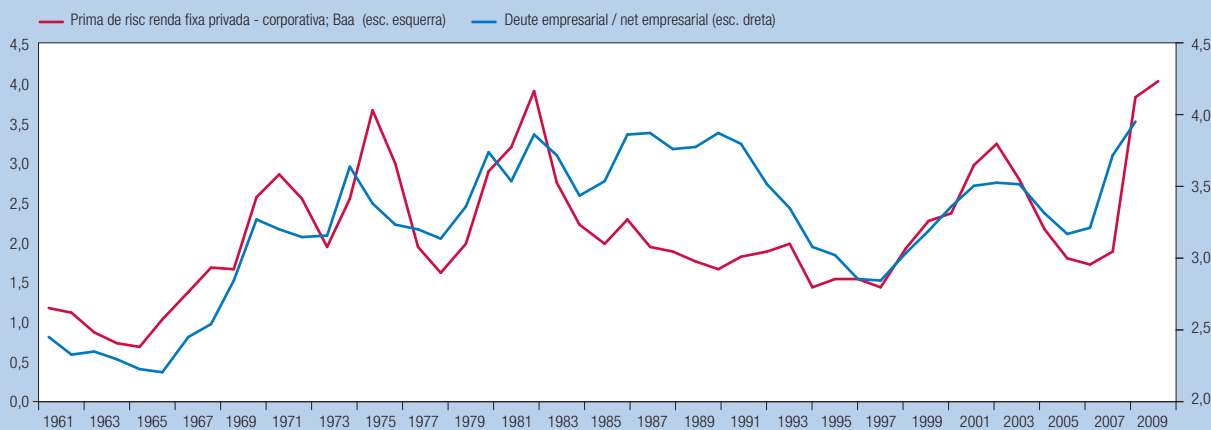
Els Gràfics 3.4 i 3.5 comparen l'evolució de les variacions en la prima de risc del deute empresarial, canviada de signe, amb el creixement de la inversió (formació bruta de capital fix total) i amb la desviació de la tendència del creixement del PIB als EUA, respectivament, al llarg del període 1961-2009. Com es pot comprovar de l'observació dels gràfics, les variacions en la prima de risc corporatiu estan estretament associades amb les fluctuacions del cycle econòmic, mitjançant la influència en la inversió i d'aquesta sobre el PIB en el seu conjunt.

En resum: la prima de risc del deute corporatiu transmet informació útil sobre les variacions en la percepció de risc associada amb els projectes empresarials, amb un impacte directe sobre la inversió i el ritme d'activitat. Al

Prima de risc corporatiu vs. endeutament empresarial. Estats Units

Gràfic 3.3

Punts percentuals (esq. esquerra) i percentatge (esc. dreta)

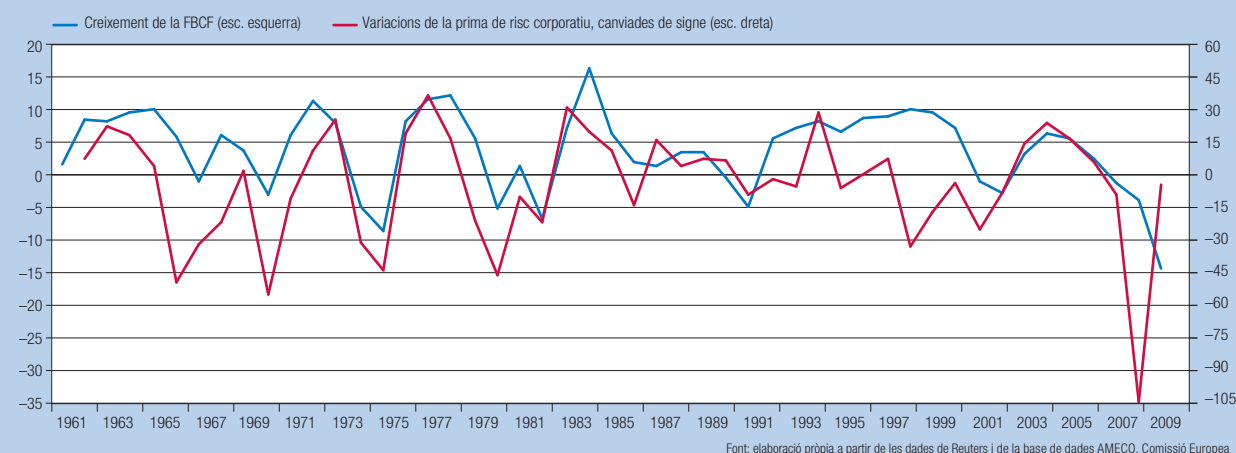


Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

Variacions prima de risc corporatiu vs. creixement de la FBCF. Estats Units

Gràfic 3.4

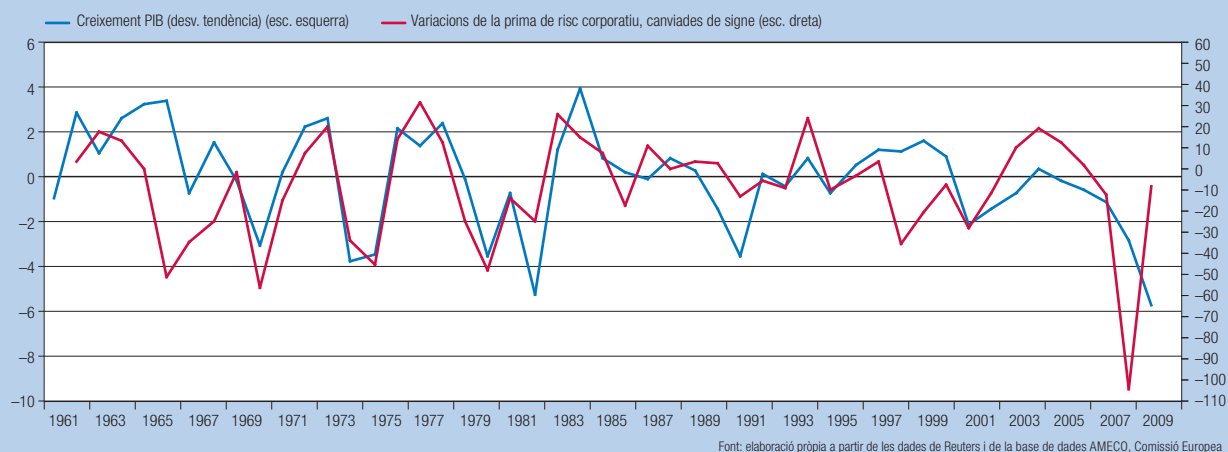
Taxa de variació interanual, en percentatge



Variacions prima de risc corporatiu vs. creix. del PIB (desv. tend.). Estats Units

Gràfic 3.5

Taxa de variació interanual, en percentatge



seu torn, les variacions en la percepció de risc estan associades amb el grau de solvència empresarial, aproximadament per la ràtio que posa en relació el deute amb els beneficis.

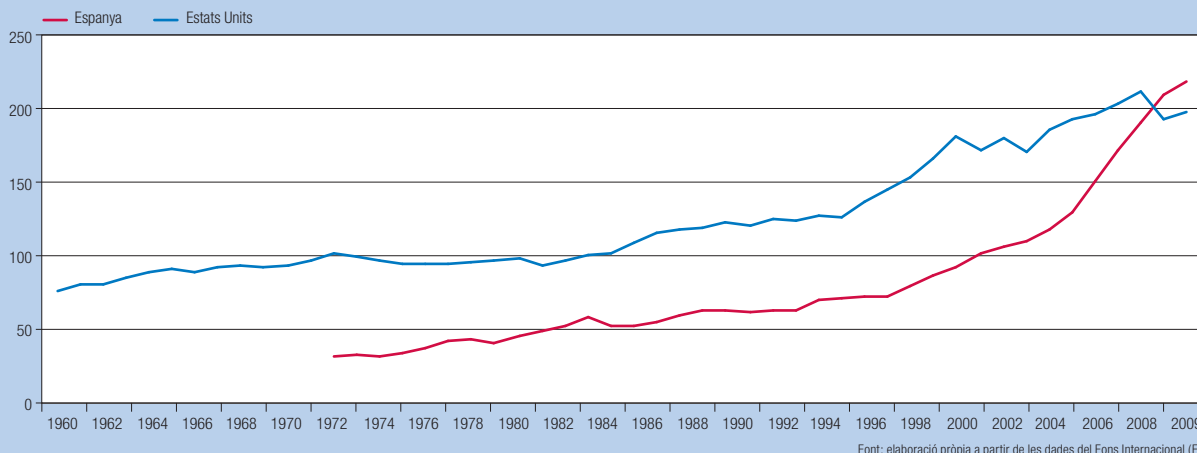
Els principals determinants de l'endeutament empresarial són els tipus d'interès i les expectatives de benefici. Amb uns tipus d'interès estables, el creixement del deute reflecteix bàsicament les expectatives d'evolució dels beneficis empresarials. Com millors siguin les expectatives de benefici, més ràpidament creixerà el deute (tenint en compte el tipus d'interès). Si la realitat acaba excedint les expectatives, de manera que el creixement dels beneficis supera el creixement del deute, la prima de risc disminuirà i la inversió es tendirà a accelerar en el període següent. En canvi, quan la realització de beneficis no estigui a l'altura de les expectatives, la prima de risc augmentarà i la inversió es moderarà. Finalment, si les expectatives s'han mantingut injustificadament elevades durant un llarg període, quan finalment s'ajustin a la realitat la prima de risc pot augmentar bruscament, i amb més intensitat com més

gran hagi estat el diferencial entre els beneficis realitzats i els esperats. Això és el que va passar a l'economia americana –i també a l'espanyola– els anys 2008 i 2009, després que els anys 2007 i 2008 l'acumulació del deute superés amplament l'augment dels beneficis.

Les expectatives dels inversors poden ser raonables, o justificades amb la informació disponible en cada moment, però en un context d'incertesa són sempre fal·libles. I amb la revisió de les expectatives es produeix la correcció dels comportaments, que genera el cicle econòmic. Cal destacar que en un sistema econòmic que depèn de l'acumulació d'actius de llarga vida, i que té com a contrapartida l'acumulació de deute, algunes decisions no es poden desfer ràpidament. L'acumulació de deute per part del sector privat, empreses i famílies, pot arribar a ser un factor de risc de primer ordre per a les economies, que cal valorar juntament amb l'acumulació de deute per part del sector públic.

El Gràfic 3.6 compara l'evolució del deute total del sector privat (famílies i empreses) com a proporció del PIB a

Percentatge



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Fons Internacional (FMI)

les economies americana i espanyola, entre 1960 (1978 per a l'espanyola) i 2009. Encara que partia de nivells significativament inferiors als de l'economia americana, durant els últims anys el deute privat a l'economia espanyola ha crescut ràpidament fins a situar-se a un nivell similar com a percentatge del PIB (218 % a Espanya el 2009, en comparació amb el 196 % als EUA).

Nivells tan elevats d'endeutament privat impulsen a l'alça la prima de risc i frenen la inversió empresarial. Per consolidar la recuperació caldrà reduir l'endeutament, la qual cosa implica un creixement de l'estoc de crèdit viu inferior al creixement del PIB durant un cert període de temps. Les últimes dades indiquen que aquest procés d'ajustament ja està en marxa a les dues economies, l'americana i l'espanyola, com es pot observar al Gràfic 3.7, que recull l'evolució de l'estoc de crèdit al sector privat a les dues economies. Durant el 2009 les dues economies van registrar creixements negatius de l'estoc de crèdit en termes nominals (sense ajustar a la inflació).

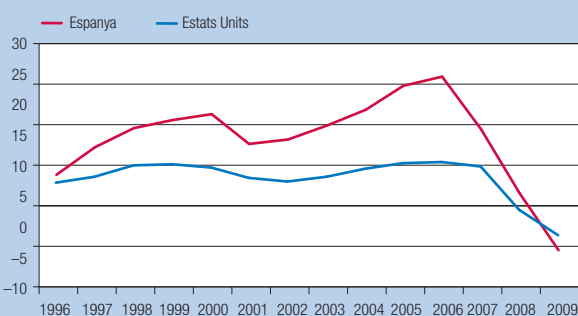
4. Risc empresarial (renda variable)

La prima de risc associada amb la renda variable és la diferència entre el rendiment d'un actiu sense risc (per exemple, el tipus d'interès del deute públic a curt termini) i el rendiment exigint pels inversors a les accions cotitzades en borsa. És pot deduir a partir del PER (*Price to Earnings Ratio*), que és la ràtio entre el preu de cotització d'una acció i el benefici per acció. El PER es pot interpretar com el resultat d'aplicar un determinat tipus de descompte als beneficis empresarials per calcular el valor de cotització.⁷ Aquest tipus de descompte és la suma del rendiment de l'actiu sense risc més la prima de risc.⁸ Per a calcular la prima de risc implícita en la cotització de les accions es resta el rendiment de l'actiu sense risc, ajustat a la inflació, de la inversa del PER.⁹

El Gràfic 4.1 mostra el resultat d'aquest procediment per a calcular la prima de risc implícita en el valor de les accions cotitzades a l'índex americà Standard & Poor's, entre els anys 1985 i 2008. Veiem al gràfic com, al llarg del període considerat, la prima de risc de la renda variable fluctua cíclicament amb diferències significatives entre diferents subperíodes. Durant la segona meitat dels 90 i fins a l'any 2000 aquesta prima de risc va anar disminuint, fins a arribar a valors propers a zero. Això vol dir que la prima de risc implícita en el preu de les accions cotitzades de l'índex selectiu de la borsa americana pràcticament va desaparèixer durant aquest subperíode i, com a conseqüència, el valor de les cotitzacions es va disparar a l'alça fins a arribar a màxims històrics. L'any 2001 aquesta pauta canvia de signe bruscament: la prima de risc passa del 0,4 % al 2,7 % en un sol any i les cotitzacions cauen ràpidament. La segona gran alça de la prima

Creixement de l'estoc del crèdit al sector privat. Espanya vs. Estats Units

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i de la Reserva Federal

7. $V = \Pi \times PER$ i $PER = 1/\rho$; on V és el valor de mercat de l'empresa, Π són els beneficis i ρ és el cost (total) del capital o taxa de descompte.

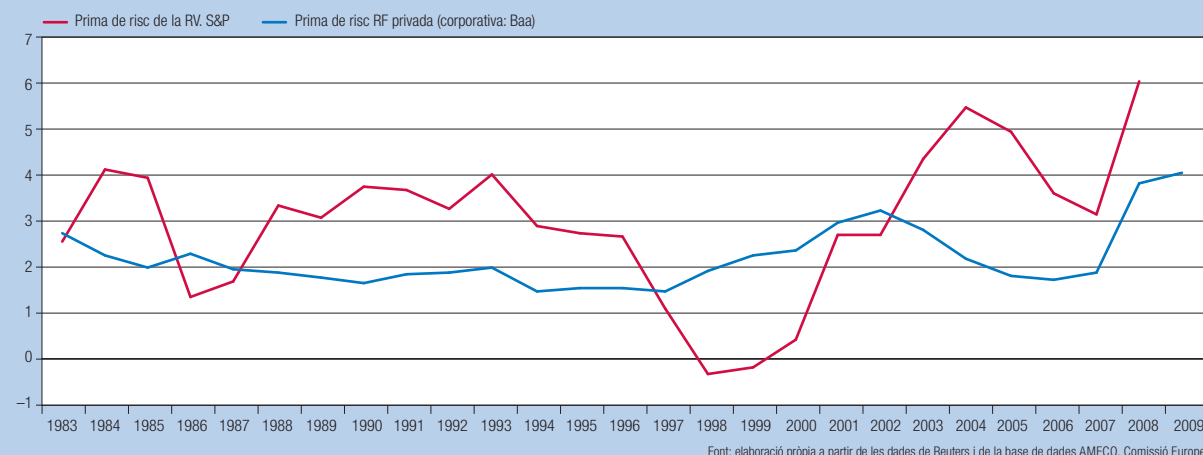
8. $\rho = ir + \Phi$; on ir és el tipus d'interès real i Φ la prima de risc

9. $\rho = [1/PER] - ir$

Prima de risc de la renda variable vs. renda fixa. Estats Units

Gràfic 4.1

Punts percentuals



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

de risc té lloc l'any 2008, amb el principi de l'actual recessió, en què la prima de risc passa del 3,1 % al 6 % en un sol exercici, provocant una altra caiguda històrica de les cotitzacions.

En general, la prima de risc de la renda fixa empresarial (vegeu l'apartat anterior) sembla anticipar un o dos anys l'evolució de la prima de risc de la renda variable, tal i com es pot observar al mateix gràfic. Però durant el 2008, amb el principi de la Gran Recessió, les dues primes de risc van augmentar ràpidament i simultàniament.

El Gràfic 4.2 compara les primes de risc per a les accions cotitzades al DOW JONES (des del 1999), a l'IBEX-35 (des del 2003) i a l'EUROSTOXX-50 (des del 1998). En el cas del DOW JONES la pujada de la prima de risc l'any 2008 és més intensa que en el cas del Standard & Poor's (passa del 3,5 % al 8,2 %) i se suavitza lleugerament el 2009 (6,5 %), situant-se significativa-

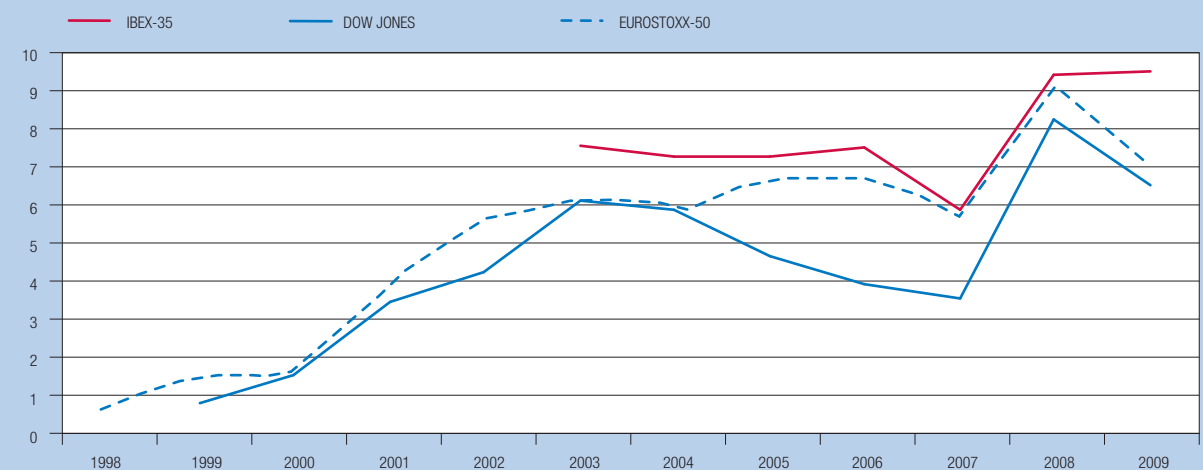
ment per sobre de la mitjana dels últims 10 anys. En comparació, les primes de risc dels mercats europeu i espanyol se situen per sobre dels valors americans al llarg de tot el període considerat, i registren un increment igualment significatiu l'any 2008. Però mentre que en el cas de l'EUROSTOXX-50 la prima es modera lleugerament el 2009, en el cas espanyol es manté encara en màxims.

Per interpretar aquests resultats, i el senyal que incorporen sobre les perspectives del conjunt de l'economia, cal tenir en compte que un determinant fonamental de la prima de risc és l'evolució esperada dels beneficis empresarials. Com més baix sigui el creixement dels beneficis empresarials esperat pels mercats, més elevada serà la prima de risc, i a la inversa: com més elevades siguin les expectatives de benefici, més baixa serà la prima de risc implícita en el preu de les accions. Així, una acció d'una empresa que tingui unes bones perspectives de beneficis

Primes de risc de la renda variable; DOW JONES IBEX-35, EUROSTOXX-50

Gràfic 4.2

Punts percentuals



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

futurs podria cotitzar amb un PER relativament elevat, encara que els beneficis presents siguin febles, i a la inversa. Les variacions en la prima de risc actuen en sentit contrari sobre el preu de les accions: quan puja la prima, baixa el preu. Per tant, les variacions de la prima de risc, i els seus efectes sobre les cotitzacions dels valors borsaris, aporten informació útil sobre les perspectives d'evolució dels beneficis empresarials i, tenint en compte l'elevada correlació entre beneficis i activitat econòmica, també sobre el creixement esperat del PIB.

Per il·lustrar aquest argument el Gràfic 4.3 compara la desviació de la taxa de creixement del PIB americana respecte de la seva tendència de llarg termini amb la taxa de variació de l'índex Standard & Poor's, deflactada per l'IPC i retardada un període. S'observa una elevada correlació entre les dues sèries, que permet anticipar les acceleracions i desacceleracions de l'activitat econòmica

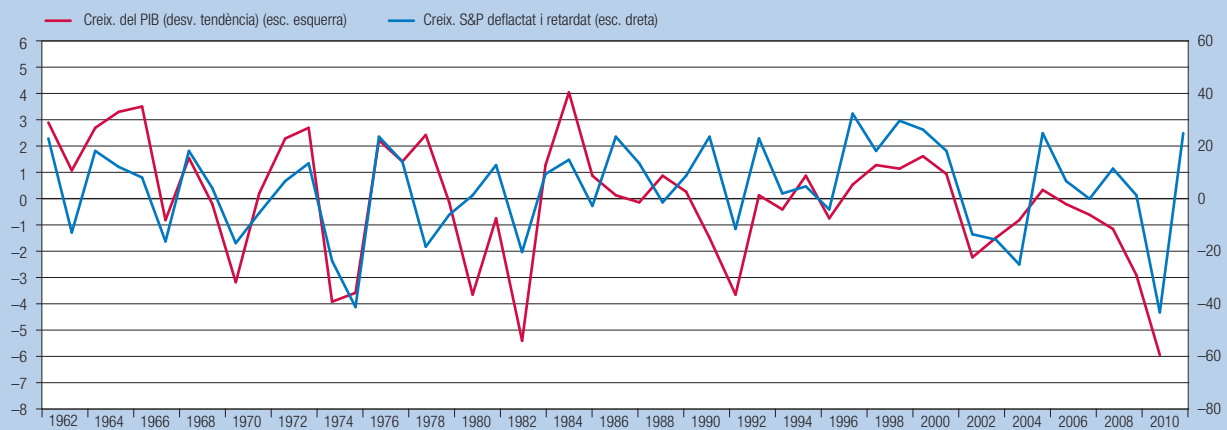
amb un any d'antelació. No és una relació suficientment exacta com per a avançar prediccions quantitatives fiables, però sí que és prou orientativa del perfil qualitatiu del cycle econòmic. Així, la forta davallada de la borsa durant el 2008 va anticipar correctament la recessió del 2009, si bé durant els anys immediatament anteriors el creixement moderat però positiu de les cotitzacions no va ser del tot consistent amb una desacceleració econòmica cada vegada més pronunciada. D'altra banda, la recuperació de les cotitzacions durant el 2009 sembla indicar una recuperació de ritmes sòlids de creixement al llarg del 2010.

Els Gràfics 4.4 i 4.5 realitzen el mateix exercici del gràfic anterior per a les economies europea (UEM-16) i espanyola, a partir del EUROSTOXX-50 i del IBEX-35. En els dos casos les correlacions entre el PIB i l'indicador avançat basat en l'evolució de les cotitzacions són força signifi-

Creixement del PIB (desv. tend.) vs. creixement S&P deflactat i retardat.¹ EUA

Gràfic 4.3

Taxa de variació interanual, en percentatge



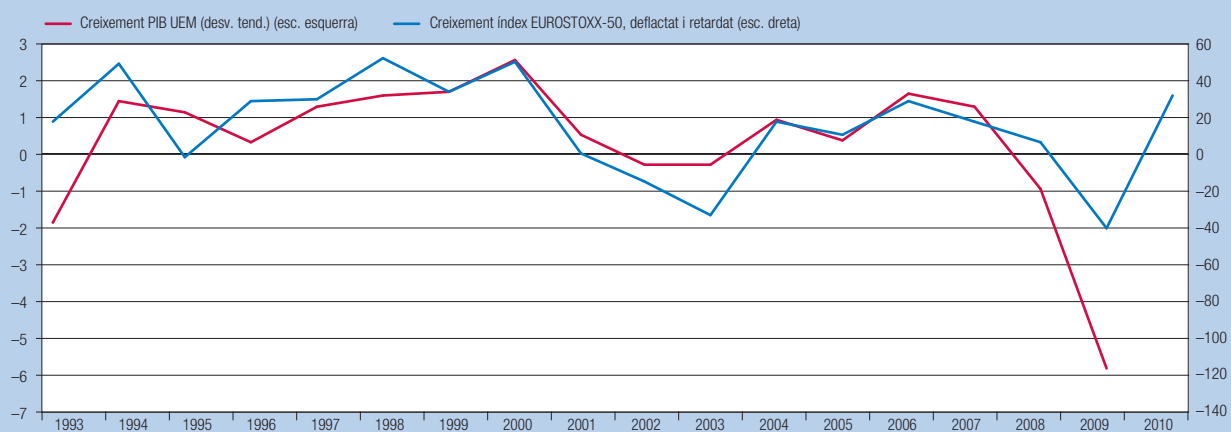
Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

¹ Taxa de variació de l'índex Standard & Poor's, deflactada per l'IPC i retardada un període

Creixement del PIB de la UEM (desv. tend.) vs. creixement de l'índex EUROSTOXX-50 deflactat i retardat¹

Gràfic 4.4

Taxa de variació interanual, en percentatge



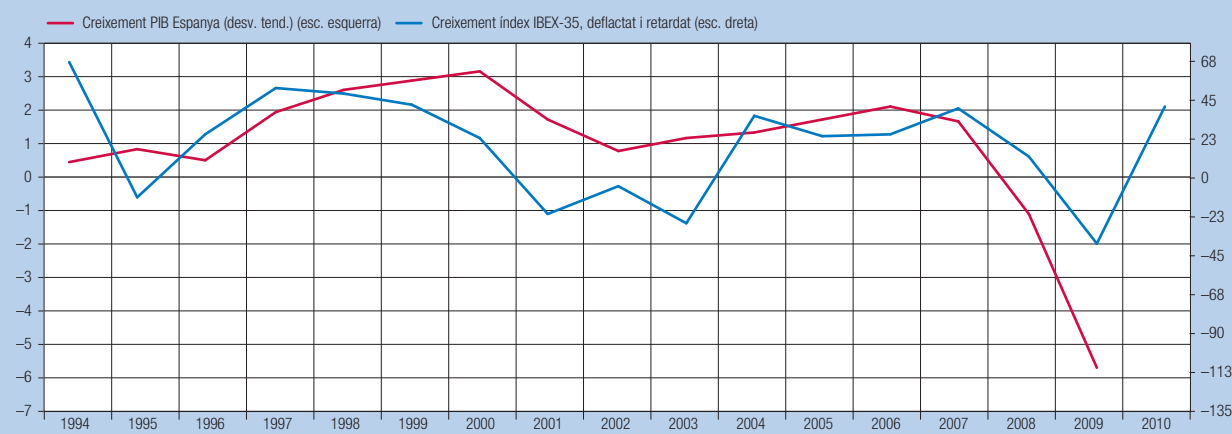
Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

¹ Taxa de variació de l'índex EUROSTOXX-50, deflactada per l'IPC i retardada un període

Creixement del PIB d'Espanya (desv. tend.) vs. creixement de l'índex IBEX-35 deflactat i retardat¹

Gràfic 4.5

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters i de la base de dades AMECO, Comissió Europea

¹ Taxa de variació de l'índex IBEX-35, deflactada per l'IPC i retardada un període

ficatives. I a les dues àrees el comportament de la borsa al llarg del 2009 estaria anticipant una recuperació de ritmes positius de creixement econòmic durant el 2010. No obstant això, és important tenir en compte que una part important dels resultats de les empreses cotitzades es realitza en mercats diferents al país on tenen la seu corporativa. Per tant, un indicador basat en les cotitzacions borsàries podria estar anticipant cada vegada més l'evolució econòmica dels mercats exteriors on les empreses operen, i cada vegada menys la del país on cotitzen.

En resum: els indicadors de risc derivats de la valoració d'actius als mercats financers aporten informació útil sobre la situació i les perspectives econòmiques generals. Però cal no oblidar que en bona part reflecteixen les expectatives fal·libles dels operadors financers i que, per aquest motiu, han de ser interpretats amb cautela i en

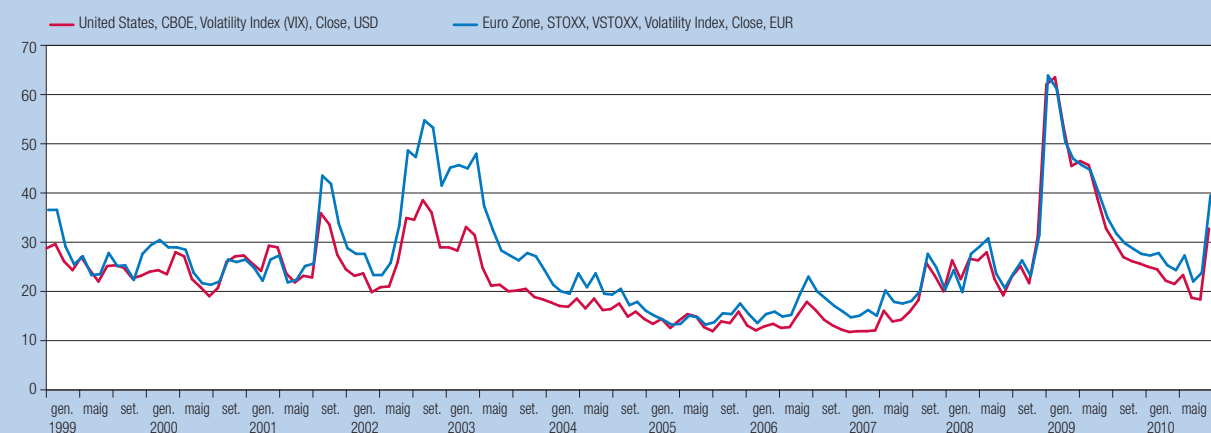
combinació amb altres indicadors econòmics. En particular, la distinció entre el risc mesurable i la incertesa, o confiança en les probabilitats associades amb la quantificació del risc, no és una frontera rígida. En temps de crisi econòmica profunda, com l'actual, les primes de risc es tornen especialment volàtils i la preferència per la liquiditat domina moltes decisions econòmiques.

El Gràfic 4.6 mostra l'índex VIX (Volatility Index) referit al S&P-500 i VSTOXX a l'EUROSTOXX-50, entre gener del 1999 i maig del 2010. En essència, aquest indicador mesura el preu que els inversors estan disposats a pagar per assegurar-se contra la volatilitat de la renda variable. Quan la volatilitat és alta el VIX assoleix una xifra elevada, que normalment va associada amb caigudes de les cotitzacions (i amb augments de la prima de risc associada amb la renda variable). Les dues sèries segueixen trajectòries

Índex de volatilitat: VIX (Estats Units) vs. VSTOXX (zona euro)

Gràfic 4.6

Índex



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters

paral·leles i arriben a màxims històrics entre l'octubre i el novembre del 2008, en la fase més àlgida de la crisi. A partir d'aquesta data s'observa una normalització progressiva de l'índex, però torna a repuntar a partir de l'abril del 2010.

Un comú denominador del conjunt d'indicadors analitzats és l'excepcionalitat del període 2008-2009, en què tant les primes de risc com les volatilitats associades amb les cotitzacions borsàries assoleixen màxims històrics. De fet, durant la darrera dècada, la volatilitat de les accions mesurada per l'índex VIX i la prima de risc corporatiu (diferencial entre el rendiment de la renda fixa

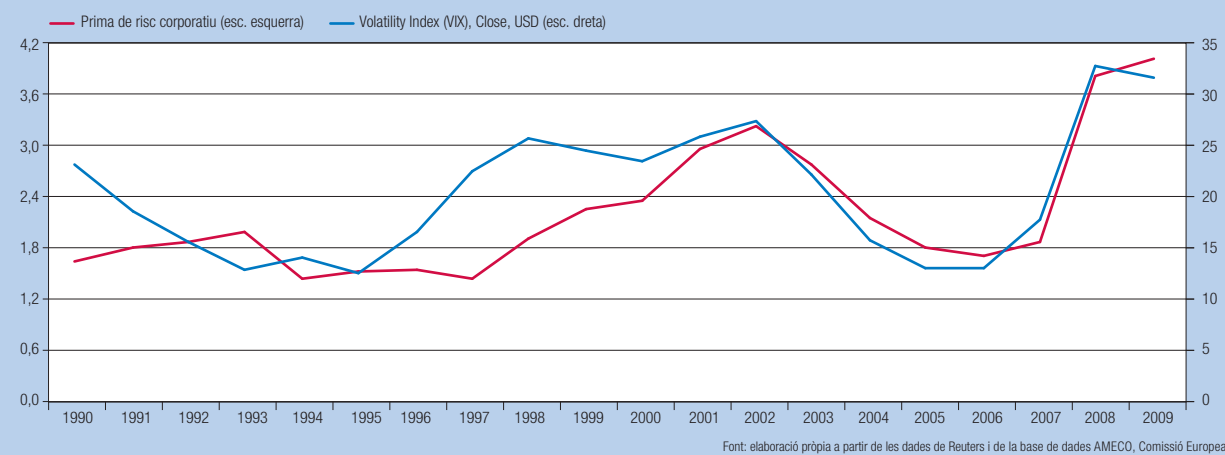
empresarial amb qualitat Baa i el deute públic a 10 anys) han seguit una mateixa pauta, com es pot observar al Gràfic 4.7.

Potser mai en els últims 50 anys d'història econòmica mundial tant les fluctuacions en la percepció del risc com els canvis en el sentiment d'incertesa han tingut una influència tan determinant en el cicle econòmic. I potser mai en aquests últims 50 anys els economistes hem estat tan plenament conscients de la importància d'identificar i mesurar el risc, com de les nostres limitacions per fer-ho.

Volatilitat i prima de risc corporatiu.¹ Estats Units

Punts percentuals (esc. esquerra) i índex (esc. dreta)

Gràfic 4.7



¹ Calculada com el diferencial entre el rendiment del deute corporatiu de qualitat mitjana segons l'agència de qualificació Moody's (Baa) i el deute públic a 10 anys (mitjanes anuals). Vegeu apartat 3

Relació de treballs monogràfics publicats a la *Perspectiva Econòmica de Catalunya*

Títol	Número	Data	Pàgines
Característiques de la demanda d'oficines a Barcelona	169	juny 1993	59-75
Per un acord social per la recuperació productiva	170	agost 1993	57-64
La reforma de l'Impost sobre Activitats Econòmiques	170	agost 1993	65-72
El cost fiscal de la localització	170	agost 1993	73-78
El projecte de Pla Territorial General de Catalunya i les seves implicacions econòmiques	171	octubre 1993	61-72
Els Pressupostos Generals de l'Estat per a 1994. Una valoració	172	desembre 1993	57-70
Situació actual de l'economia catalana	extraordinari	febrer 1994	9-14
Estratègies de sortida de la crisi	extraordinari	febrer 1994	15-17
Per una política anticíclica alternativa	extraordinari	febrer 1994	19-22
La política econòmica necessària	extraordinari	febrer 1994	23-27
Contingut de l'acord a la Ronda Uruguai del GATT i avaluació del seu impacte econòmic	173	febrer 1994	65-93
Valoració de la Cambra sobre l'acord a la Ronda Uruguai del GATT	173	febrer 1994	94-96
Llibre Blanc de la Comissió Europea sobre l'estratègia a mig termini pel creixement, la competitivitat i l'ocupació	174	abril 1994	59-68
La reforma del mercat de treball	174	abril 1994	69-84
Valoració de la reforma del mercat de treball	174	abril 1994	85-88
La reforma de l'administració i dels serveis públics	175	juny 1994	61-64
La promoció exterior de l'activitat econòmica	175	juny 1994	65-84
Estatut del contribuent, ja!	176	agost 1994	63-64
L'indicador de Competitivitat de l'Economia Catalana de la Cambra de Barcelona: metodologia i resultats	176	agost 1994	65-82
Elaboració d'un sistema d'indicadors d'activitat per a l'economia catalana	176	agost 1994	83-102
Valoració global de la Cambra sobre el projecte de pressupost per a 1995 i sobre les propostes de política econòmica	177	octubre 1994	59-63
Privatització d'empreses públiques a Europa i Espanya	177	octubre 1994	64-90
El futur de la Unió Europea	178	desembre 1994	61-72
Transició des del GATT a l'Organització Mundial del Comerç	179	febrer 1995	55-62
Tendències i situació actual de l'economia catalana	179	febrer 1995	63-67
Demanda exterior i recuperació econòmica	179	febrer 1995	68-70
La millora de la productivitat empresarial en un marc competitiu	179	febrer 1995	71-76
L'economia d'Amèrica Llatina a finals de segle	180	abril 1995	59-82
La liberalització dels mercats de servei	181	juny 1995	57-74
L'ISDE: l'indicador de la Cambra per al seguiment de la convergència amb Europa	181	juny 1995	75-83
Contingut del llibre blanc sobre la política industrial del Ministeri d'Indústria i Energia	182	agost 1995	57-67
Propostes de política industrial de la Cambra de Barcelona	182	agost 1995	68-77
El projecte de pressupost consolidat de l'Estat, dels organismes autònoms, de la Seguretat Social i dels ens públics per a 1996	183	octubre 1995	57-69
La introducció de l'euro	184	desembre 1995	59-80
La reforma del sistema de pensions	185	febrer 1996	37-44
Prioritats de política econòmica	186	abril 1996	41-44
Metodologia de l'indicador i model de previsió del consum privat català	186	abril 1996	45-53
Metodologia del model de previsió de l'Índex de preus de consum a Espanya	186	abril 1996	55-62
Evolució del mercat de treball després de la reforma de 1994	187	juny 1996	41-49
Evolució del consum i de l'estalvi familiar	188	agost 1996	41-49
El projecte de pressupostos generals de l'Estat per a 1997	189	octubre 1996	37-64
Orientacions per a la convergència real	189	octubre 1996	65-68
Barcelona, plataforma logística del sud d'Europa	190	desembre 1996	39-54
Amèrica Llatina: pel camí de l'estabilitat i el creixement econòmic	191	febrer 1997	39-57
El centre d'Economia Industrial	192	abril 1997	39-51
La reforma del mercat laboral de 1997	193	juny 1997	39-44
El sistema d'informació socioeconòmica de Mataró	193	juny 1997	45-61
Evolució dels intercanvis comercials de productes industrials catalans amb l'exterior (1985-1996)	194	agost 1997	39-57
Valoració del Projecte de pressupostos generals de l'Estat per a 1998	195	octubre 1997	41-55

Relació de treballs monogràfics publicats a la *Perspectiva Econòmica de Catalunya (Continuació)*

Avaluació de la fiabilitat i del valor predictiu dels resultats de l'enquesta de conjuntura industrial de les cambres de comerç de Catalunya	196	desembre 1997	41-49
Valoració de la crisi asiàtica i del seu impacte sobre la nostra economia	197	febrer 1998	39-52
L'evolució dels fluxos d'inversió directa a l'economia espanyola i catalana durant el període 1968-1997	198	abril 1998	41-52
Conclusions de l'estudi La modificació en la normativa de l'IRPF i els seus efectes econòmics	199	juny 1998	41-49
El procés d'introducció de l'euro a Espanya	200	agost 1998	41-54
La crisi internacional i el seu impacte en les economies occidentals	201	octubre 1998	39-55
Nota d'opinió sobre la Llei d'hidrocarburs i la incidència de les noves tarifes elèctriques	202	desembre 1998	45-48
Efectes de la reforma laboral de 1997	203	febrer 1999	43-49
La reforma dels fons estructurals i les perspectives financeres per al període 2000-2006	204	abril 1999	39-48
Evolució dels preus i dels costos salarials unitaris a la indústria espanyola, comparada amb la de França, Alemanya i Itàlia (1994-1998)	205	juny 1999	35-40
L'acomiadament a la microempresa als països de la Unió Europea	206	agost 1999	31-36
Valoració pel Projecte de pressupostos generals de l'Estat per a l'any 2000	207	octubre 1999	33-42
Tendències de la inflació: valoració i propostes	207	octubre 1999	43-48
La Ronda del Mil·lenni	208	desembre 1999	33-41
Perspectives del tipus d'interès i orientacions de política econòmica a la zona de l'euro	209	maig 2000	69-77
Evolució de l'endeutament i l'estalvi d'empreses i famílies a l'economia espanyola	210	octubre 2000	65-72
Indicadors de posició de l'economia catalana en el context espanyol i europeu (1986-1999)	210	octubre 2000	73-80
La nova economia: evolució o revolució? La realitat econòmica de la indústria de la informació	211	febrer 2001	67-80
Economia del coneixement i competitivitat internacional de la indústria de Barcelona	211	febrer 2001	81-93
Política familiar: Valoració i vies	212	juny 2001	61-68
Conseqüències de l'ajustament fiscal a Espanya	212	juny 2001	69-82
Canvis estructurals a l'economia de Girona els darrers trenta anys	212	juny 2001	83-93
El nou marc legislatiu d'establiment pressupostària	213	octubre 2001	61-82
Impacte econòmic de l'ampliació de la Unió Europea als països de l'est	213	octubre 2001	83-89
El procés d'integració econòmica i monetària europea 1986-2001: balanç i reptes de futur	214	febrer 2002	61-66
La crisi argentina: repercussions sobre l'economia catalana	214	febrer 2002	67-73
L'estat actual de les infraestructures de transport a Catalunya	215	juny 2002	61-68
Problemes i difusions en l'aplicació de la Llei d'Orientació de l'Edificació	215	juny 2002	69-74
El procés d'implantació de l'euro: balanç i futur per als empresaris	215	juny 2002	75-79
La innovació tecnològica a Catalunya	216	octubre 2002	61-73
Rendibilitat i generació de tresoreria a l'empresa industrial catalana	217	març 2003	63-69
Perspectives econòmiques mundials per a l'any 2003	217	març 2003	70-75
La deslocalització d'activitats productives a Catalunya i a Espanya	218	juny 2003	61-69
Els factors de creixement de l'economia catalana: perspectives i reptes de futur	219	setembre 2003	61-69
És sostenible el diferencial de creixement amb la UEM?	220	desembre 2003	61-73
Les multinacionals estrangeres i el canvi estructural a l'economia catalana	221	març 2004	61-68
Perspectives econòmiques mundials per a l'any 2004	221	març 2004	69-72
Els fluxos fiscals entre comunitats autònomes: criteris objectius d'avaluació	222	juny 2004	61-88
Competitivitat, productivitat, globalització	223	setembre 2004	61-87
Valoració del Projecte de pressupostos generals de l'Estat per a l'any 2005	224	desembre 2004	61-72
Valoració del Projecte de pressupostos de la Generalitat per a l'any 2005	224	desembre 2004	73-77
El repte de l'educació no universitària a Catalunya: situació actual i propostes d'actuació	225	març 2005	61-67
Determinants del diferencial d'inflació amb la UE-12: anàlisi i orientacions de política econòmica	226	juny 2005	61-74
Canvis en el patró exportador català de mercaderies durant el període 1985-2004	227	setembre 2005	61-72
Despesa social i despesa productiva al Projecte de pressupostos generals de l'Estat per al 2006. Una visió de llarg termini	228	desembre 2005	61-67
Valoració del Projecte de pressupostos de la Generalitat de Catalunya per a l'any 2006	228	desembre 2005	68-78

Relació de treballs monogràfics publicats a la *Perspectiva Econòmica de Catalunya (Continuació)*

El dèficit d'innovació a Catalunya: obstacles a la innovació empresarial i propostes d'actuació	229	març 2006	61-67
Evolució i perspectives de la indústria a Catalunya	230	juny 2006	61-66
Canvis en les relacions comercials de Catalunya amb la resta d'Espanya i amb l'estranger entre 1987 i 2001	231	setembre 2006	61-63
Valoració dels pressupostos generals de l'Estat per al 2007. Una visió de mitjà termini	232	desembre 2006	61-71
Ens ha de preocupar el dèficit exterior? Perspectives de l'economia espanyola a mitjà termini	233	març 2007	61-71
Els costos de la regulació administrativa per a les empreses: valoració i propostes	233	març 2007	72-84
Valoració dels Pressupostos de la Generalitat de Catalunya per al 2007	234	juny 2007	61-68
La inversió en infraestructures a l'efecte de la disposició addicional tercera de l'estatut d'autonomia de Catalunya. Opinió de la Cambra de comerç de Barcelona i aportacions dels experts	234	juny 2007	69-87
Valoració dels pressupostos generals de l'Estat per al 2008	235	setembre 2007	61-69
Evolució i riscos de l'endeutament al sector empresarial no financer de l'economia espanyola	235	setembre 2007	70-75
Perspectives econòmiques per al 2008	236	desembre 2007	61-66
L'impacte econòmic de la pèrdua de talent femení	237	març 2008	61-68
La transformació del model de creixement: reptes i oportunitats	238	juny 2008	58-66
La presència de les dones en el món empresarial català	239	setembre 2008	61-73
Després de la crisi, l'ajustament	240	desembre 2008	57-60
Necessitats formatives de la població ocupada a Catalunya en l'horitzó 2015	241	març 2009	55-76
Excés d'endeutament, risc d'insolvència i contracció del crèdit. Simulacions d'impacte a l'economia espanyola durant els propers dos anys	242	juny 2009	53-60
Escenaris d'ajustament i orientacions de política econòmica a mitjà termini (Horitzó 2015)	243	setembre 2009	53-62
L'ajustament de les expectatives	244	desembre 2009	51-62
El comerç interregional de béns i la competitivitat de Catalunya enfront de la resta d'Espanya	245	març 2010	55-64
Indicadors de risc econòmic i financer	246	juny 2010	51-66

Relació d'estudis especials publicats a la *Perspectiva Econòmica de Catalunya*

Títol	Número	Data	Pàgines
Resultats de l'enquesta sobre l'accés al finançament de les empreses catalanes	239	setembre 2008	49-50
Indicador de Clima Empresarial de Catalunya (ICEC)	240	desembre 2008	34-35
Resultats de l'enquesta sobre dificultats de finançament de les empreses catalanes i prioritats de política econòmica	240	desembre 2008	46-47



Oficines i serveis

Av. Diagonal, 452 - 08006 Barcelona
Telèfon 902 448 448
cambrac@cambrabcn.org



Cambra de Comerç de Barcelona

www.cambrabcn.org