FEBRER 2009

Informe Mensual

NÚMERO 321

L'esperança fiscal Pàg. 10
Els plans d'estímul fiscal guanyen protagonisme davant les dificultats de la política monetària

Expansió monetària i, ara, també fiscal Pàg. 25
L'activisme fiscal està en marxa, ara cal esperar que els fruits arribin a temps

Dèficit públic i tipus d'interès: la sostenibilitat és la clau Pàg. 41
La relació entre el dèficit públic i els tipus d'interès és una qüestió controvertida

Fins on pot pujar el dèficit públic espanyol? Pàg. 63
En un any, s'ha passat d'un superàvit del 2,2% del PIB a un dèficit del 3,4%. Què ha passat?

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions						Previsions
Producte interior brut								
Estats Units	2,0	1,4	–0,6	2,3	2,5	2,1	0,7	0,3
Japó	2,4	0,1	–0,2	2,0	1,4	0,6	–0,3	–1,1
Regne Unit	3,0	0,7	–1,2	3,0	2,6	1,7	0,3	–1,8
Zona de l'euro	2,6	1,0	–0,7	2,1	2,1	1,4	0,6	–0,2
Alemanya	*2,6*	*1,3*	*–0,9*	*1,7*	*2,7*	*1,9*	*0,8*	*0,1*
França	*2,1*	*0,8*	*–0,6*	*2,2*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–0,2*
Preus de consum								
Estats Units	2,9	3,8	–0,7	4,0	4,1	4,4	5,3	1,6
Japó	0,1	1,1	0,0	0,5	1,0	1,4	2,2	0,0
Regne Unit	2,3	3,6	1,2	2,1	2,4	3,3	4,9	3,9
Zona de l'euro	2,1	3,3	1,1	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3
Alemanya	*2,3*	*2,6*	*1,3*	*3,1*	*2,9*	*2,9*	*3,1*	*1,6*
França	*1,5*	*2,8*	*1,7*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*1,8*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,4	0,5	–1,8	2,9	2,1	1,1	0,1	–1,3
Consum de les AP	4,9	5,0	3,8	4,4	3,6	4,9	5,9	5,5
Formació bruta de capital fix	5,3	–1,6	–8,0	4,5	2,8	–0,2	–3,2	–5,6
Béns d'equipament	*10,0*	*1,1*	*–8,9*	*7,1*	*5,7*	*2,2*	*–0,6*	*–3,0*
Construcció	*3,8*	*–4,3*	*–10,3*	*2,9*	*0,4*	*–2,3*	*–6,4*	*–8,9*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,7	–2,7	3,8	2,8	1,5	0,1	–1,5
Exportació de béns i serveis	4,9	2,7	0,6	4,0	4,4	4,2	1,5	0,7
Importació de béns i serveis	6,2	0,6	–3,5	4,9	4,0	2,4	–1,1	–2,8
Producte interior brut	**3,7**	**1,2**	**–1,3**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**	**–0,3**
Altres variables								
Ocupació	2,9	–0,4	–3,0	2,2	1,4	0,4	–0,8	–2,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,3	15,2	8,6	9,6	10,4	11,3	13,9
Índex de preus de consum	2,8	4,1	1,2	4,0	4,4	4,6	4,9	2,5
Costos laborals unitaris	2,9	2,9	1,0	3,0	3,9	4,0	3,6	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–9,8	–8,0	–10,5	–12,1	–9,4	–8,7	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,4	–7,7	–9,6	–11,3	–8,9	–8,5	
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,4	–5,8					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	2,1	0,3	4,5	3,2	2,1	2,0	0,9
Repo BCE	3,8	3,9	1,7	4,0	4,0	4,0	4,2	3,3
Bons EUA 10 anys	4,6	3,6	2,2	4,3	3,6	3,9	3,8	3,2
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	3,0	4,2	3,9	4,3	4,3	3,5
Tipus de canvi								
$/Euro	1,37	1,48	1,33	1,45	1,50	1,56	1,51	1,34

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 L'esperança fiscal
11 Japó
13 Brasil
15 Mèxic
16 Xina
17 Primeres matèries

19 Unió Europea
19 Previsions de la Comissió Europea
21 Zona de l'euro
23 Alemanya
25 Expansió monetària i, ara, també fiscal
27 França
28 Itàlia
29 Regne Unit
31 Europa emergent

34 Mercats financers
34 Mercats monetaris i de capital
41 Dèficit públic i tipus d'interès: la sostenibilitat és la clau

45 Conjuntura espanyola
45 Activitat econòmica
50 Mercat de treball
53 Preus
57 Sector exterior
61 Sector públic
63 Fins on pot pujar el dèficit públic espanyol?
66 Estalvi i finançament

Torna el keynesianisme?

Quan es va produir la crisi de 1929, els governs van reaccionar deixant que l'economia retrobés de manera espontània l'equilibri, d'acord amb les receptes clàssiques en vigor. Si un banc feia fallida, això era bo, ja que, d'aquesta manera, el mercat situava tothom al seu lloc. El patró or tampoc no facilitava la utilització d'una política monetària nacional. El cas és que la cascada de fallides bancàries, tancaments d'empreses i escalada de l'atur va assolir magnituds alarmants sense que els mecanismes reequilibradors s'activessin. Atesa la gravetat de la situació, els governs van decidir abocar tot el seu pes en l'economia per reconduir la crisi cap a un equilibri que el mercat era incapaç d'assolir tot sol.

Aquesta experiència històrica va propiciar que John M. Keynes desenvolupés un nou paradigma econòmic que trencava amb la tradició clàssica i que, durant dècades, va dominar el pensament econòmic occidental. A més a més, va servir de justificació per a un intervencionisme elevat dels estats en les economies, tant directament en sectors d'activitat com mitjançant una regulació extensa en gairebé tots els àmbits, i molt particularment en el sector financer. Durant molts anys, les polítiques keynesianes van ser a la base del gran salt de prosperitat experimentat a partir del final de la Segona Guerra Mundial.

Fins als anys vuitanta. La inflació persistent, el baix creixement i l'atur elevat registrats a partir de les crisis energètiques dels anys setanta no se solucionaven amb les receptes keynesianes tradicionals, que únicament aconseguien incrementar els dèficits públics i complicaven encara més la situació. En un nou moviment pendular, les idees clàssiques del liberalisme econòmic van aflorar de nou i es va iniciar un corrent de desregulació que, al seu torn, propugnava un menor pes de l'estat en l'economia i l'ortodòxia dels comptes públics. Des de mitjan anys vuitanta, aquests nous corrents de política econòmica han permès recuperar els creixements elevats i reduir la inflació i l'atur a mínims.

La crisi financera global iniciada cap a la meitat del 2007, i que ha derivat en una greu recessió econòmica, pot representar un nou moviment pendular en la forma d'entendre l'economia. La radical actuació de les autoritats dels Estats Units demostra que els records de la Gran Depressió continuen vius en la societat nord-americana. La ràpida intervenció en el sistema financer indica que el desastre de 1929, àmpliament i profundament estudiat, no es vol repetir. La magnitud dels fons compromesos per neutralitzar la crisi és enorme. El Fons Monetari Internacional, organisme poc sospitós d'afavorir l'economia planificada, acaba de publicar un informe especial en què justifica i defensa que els governs no dubtin a l'hora d'actuar amb tots els recursos al seu abast per compensar l'enfonsament de la demanda agregada. En un primer moment, els governs europeus van considerar que la crisi no els afectava, ja que es tractava d'un problema dels Estats Units. Però, al final, l'evidència s'ha imposat, i els governs han decidit trencar els tabús en la seva actuació per sostenir el sistema financer i per abocar-hi recursos que frenin la recessió i que impedeixen la depressió.

Tindran èxit les mesures d'impuls fiscal? Els riscos són certament enormes. Però les mesures responen a una situació d'emergència, a una crisi diferent de totes, l'únic precedent comparable de la qual pot ser la depressió dels anys trenta del segle passat. Quan es recuperi la normalitat econòmica, ja hi haurà temps per recompondre els esquemes reguladors, la modulació i la relació entre estat i economia. I, fins i tot, potser, per generar un nou paradigma econòmic.

RESUM EXECUTIU

L'economia mundial amb prou feines creixerà el 2009.

La ressaca de la crisi financera global no es dissipa.

Les dades del quart trimestre intensifiquen la gravetat del deteriorament de l'economia real.

Arriben les vaques magres

La contracció de l'economia mundial ja és un fet. El Fons Monetari Internacional (FMI) ha tornat a revisar a la baixa les previsions i estima en el 0,5% l'avanç de l'economia mundial el 2009. A la pràctica, això equival a una recessió global, ja que es tracta d'un avanç inferior fins i tot al de la població del planeta. Al novembre, fa amb prou feines dos mesos, l'FMI encara esperava un creixement global del 2,2%.

Les revisions a la baixa de les previsions de creixement constitueixen la tònica dels últims mesos a totes les institucions que es dediquen a aquesta tasca. L'abast de la contracció en què han entrat les economies desenvolupades encara no ha estat avaluat en la seva totalitat. La incertesa és elevada. És clar que es tracta de la recessió més important des del final de la Segona Guerra Mundial, i totes les referències per trobar un precedent apunten a la Gran Depressió dels anys trenta del segle passat.

El que atorga més gravetat a la situació actual és la dimensió de la crisi financera que l'ha originat, i que no s'acaba de redreçar. L'experiència de totes les crisis bancàries ensenya que la recuperació no arriba «fins que totes les pèrdues del sistema financer han estat reconegudes i els bancs han estat sanejats», segons Dominique Strauss-Kahn, màxim executiu de l'FMI i exministre de finances de França. La reculada de les borses al gener reflecteix el risc que els inversors encara perceben, en especial en l'àmbit financer.

La gran reunió del G-20 al novembre va establir les mesures que calia adoptar per reconstituir el creixement: recapitalitzar els bancs amb problemes, extirpar del sistema financer els actius deteriorats i coordinar l'estímul fiscal. Però els avanços han estat limitats i desiguals. El suport dels governs al sistema financer és clar, però la persistència del deteriorament deixa oberts interrogants sobre com afrontar el sanejament, fins a l'extrem que es planteja, fins i tot, la nacionalització d'entitats. La major part de països han anunciat plans d'estímul fiscal, però els plantejaments són discordants i encara falta conèixer l'abast de les mesures que adoptaran els Estats Units després del relleu a la presidència.

Mentrestant, els indicadors coneguts al llarg de l'últim mes han intensificat la gravetat dels desperfectes de les condicions econòmiques. La caiguda de la producció industrial és generalitzada i assoleix magnituds elevades en moltes economies. Una bona part de la responsabilitat de la frenada industrial rau en la caiguda dels fluxos de comerç internacional, efecte combinat del sobtat deteriorament de les perspectives econòmiques i de la persistència de l'enduriment dels mercats financers. Aquesta evolució anticipa uns resultats de creixement de l'últim trimestre del 2008 molt negatius, una tònica que s'estaria mantenint en el primer trimestre del 2009.

Als Estats Units, els vessants més visibles de la recessió són el sector immobiliari i el mercat de treball. L'habitatge continua sense tocar fons. El preu dels immobles disminueix la percepció de riquesa de molts consumidors. L'índex Case-Shiller del novembre va acumular una reculada del 27% en relació amb el màxim del juny del 2006. La correcció de l'oferta

d'habitatges també continua, i al desembre es van iniciar 625.000 habitatges en termes anuals, menys d'un terç del registre del 2006, dada que constitueix un nou mínim històric de l'indicador des dels seus inicis el 1959. En el mateix mes, l'increment d'immobles embargats, subhastats a preus baixos, no va aconseguir estabilitzar el descens de les vendes. Tot plegat indica que encara caldrà esperar uns quants mesos perquè el sector de l'habitatge s'estabilitzi. Per la seva banda, el mercat de treball nord-americà s'endinsa encara més en la via a la baixa i arrossega el consum privat. El 2008 es van perdre 2.589.000 llocs de treball. La taxa d'atur del desembre va arribar al 7,2% de la població activa, nivell màxim des del 1991.

Un element positiu de l'actual situació és la ràpida millora de la inflació. L'IPC nord-americà del desembre va continuar molt influït per les oscil·lacions del preu del petroli i va recular, per cinquena vegada consecutiva, en relació amb el mes anterior. La variació interanual va ser només del 0,1%, quan amb prou feines tres mesos enrere vorejava el 5%. L'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, va caure per segon mes consecutiu, a causa de la feblesa de la demanda agregada i de la menor utilització de la capacitat productiva, amb una variació interanual de l'1,8%. El temor ara és que, en els propers mesos, l'índex mostri descensos en taxa anual, en el que podria ser el preludi d'una deflació (descens generalitzat i sostingut del nivell de preus), per bé que creiem que la injecció de liquiditat de la Fed evitarà aquesta evolució.

Les tendències de les economies asiàtiques també han canviat substancialment. El producte interior brut (PIB) xinès va créixer el 6,8% interanual en el quart trimestre, molt per sota del 9% del tercer trimestre i, sobretot, del 13% del 2007. Els indicadors més recents mostren una tendència que preocupa les autoritats xineses. Així i tot, els més perjudicats per la desacceleració xinesa són el conjunt de les economies asiàtiques, que han patit fortes contraccions en els PIB del quart trimestre, com ho mostren les primeres estimacions de Corea i de Singapur.

Als Estats Units, l'habitatge i l'ocupació recullen els efectes de la recessió.

A Europa, el panorama continua essent preocupant. La Comissió Europea ja havia certificat, en l'informe de previsions de la tardor, que la Unió Europea estava entrant en una recessió d'un calat important. Al gener, la Comissió ha revisat de nou les previsions i les ha corregit de manera substancial a la baixa. Concretament, l'executiu comunitari espera, per al conjunt de la Unió, un creixement negatiu del PIB de l'1,8% el 2009, la qual cosa representa una reducció del creixement de 2 punts percentuals en relació amb la previsió anterior. La Comissió encara manté que la recuperació serà un fet l'any vinent, tot i que serà més tímida del que s'havia previst inicialment i durà el creixement del PIB al 0,5%. Les rebaixes per a la zona de l'euro han estat similars. Partint d'un ritme de creixement del 0,9% el 2008, la Comissió preveu una reculada de l'1,9% per al 2009 i una tímida recuperació fins al 0,4% el 2010. Aquestes previsions ja incorporen l'efecte dels plans de recuperació anunciats pels diferents països. Segons l'executiu europeu, aquestes mesures tindran el màxim efecte el 2009, amb una contribució al creixement de 0,8 punts percentuals. El 2010 la contribució serà menor, de 0,3 punts percentuals, però suficient per anotar una taxa de creixement positiva.

Baixa la inflació, però als Estats Units es tem ara la deflació.

En aquest context deprimit, el Banc d'Anglaterra va mantenir la tendència de retallada del tipus d'interès de referència iniciada a l'octubre de l'any passat i, el 8 de gener, el va rebaixar mig punt percentual, fins a l'1,5%, el nivell més baix des de la creació del banc el 1694. El Banc Central Europeu també va retallar el tipus d'interès de referència en la reunió del 15 de gener, des del 2,50% fins al 2,00%, de manera que, en poc més de tres mesos, el BCE ha reduït el tipus oficial en 2,25 punts percentuals.

La Comissió Europea corregeix substancialment a la baixa les previsions de creixement, malgrat els plans d'estímul.

A Espanya, les previsions també es revisen a la baixa: la Comissió Europea espera una contracció del 2% el 2009.

A Espanya, les previsions també han estat revisades a la baixa. Malgrat els successius paquets de mesures d'estímul fiscal, que el 2009 comportaran un impacte equivalent proper al 2,5% del PIB, el Govern preveu un descens de l'1,6%, enfront de la projecció de creixement de l'1,0% continguda en l'escenari macroeconòmic dels pressupostos de l'Estat. Més negatives són les previsions de la Comissió Europea, que, per a l'economia espanyola, prediu una recessió més intensa i llarga, amb una caiguda del PIB del 2,0% el 2009 i del 0,2% el 2010. Lògicament, el menor creixement econòmic previst per la Comissió es tradueix en més destrucció de llocs de treball i en un increment de l'atur. Tot i que, per al 2009, les dues previsions situen la taxa d'atur al voltant del 16%, la divergència s'intensifica el 2010, ja que la projecció de la Comissió Europea situa la taxa d'atur en el 18,7% de la població activa, 3 punts per damunt de la previsió del Govern.

Els indicadors disponibles del quart trimestre apunten a una intensificació de la desacceleració del consum i de la inversió, amb caiguda de l'ocupació i augment de l'atur.

Pel que fa a l'impacte de l'escenari recessiu sobre els comptes públics, d'un superàvit del 2,2% del PIB el 2007 es va passar a un dèficit estimat del 3,4% el 2008, que es convertirà gairebé en el 6% del PIB el 2009. Per a l'any següent, el Govern preveu una reconducció del dèficit públic fins al 4,8% del PIB, mentre que la Comissió Europea el situa gairebé un punt per damunt. En aquest context de deteriorament de les perspectives econòmiques, en la quarta setmana de gener, l'agència de qualificació creditícia Standard & Poor's va rebaixar el *rating* del deute sobirà espanyol a llarg termini fins a l'AA+, de manera que va perdre la màxima qualificació creditícia, assolida el 2004.

Els descensos de la inflació i dels tipus d'interès contribuiran a frenar la reculada de la despesa de les famílies i ajudaran a recompondre el desequilibri exterior.

Els indicadors econòmics disponibles apunten a una intensificació de la contracció econòmica en el quart trimestre del 2008, després d'un decrement intertrimestral del 0,2% en el tercer. La caiguda del consum i de la inversió s'ha intensificat en el tram final de l'exercici passat. Pel costat de l'oferta, a més de la construcció, la indústria s'ha afegit a un dur ajustament, i els serveis tampoc no defugen la crisi.

Coherents amb la tònica de recessió, les dades de l'enquesta de població activa del quart trimestre confirmen que l'any 2008 es va caracteritzar per la destrucció d'ocupació i per l'increment de la taxa d'atur. En el conjunt de l'exercici, el nombre d'ocupats va baixar en 620.100, xifra que representa un descens interanual del 3,0%. L'ocupació va disminuir per primer cop entre la població immigrant. La destrucció d'ocupació s'ha concentrat entre els treballadors amb contracte temporal i, amb menys incidència, entre els autònoms. D'aquesta manera, al llarg de l'any passat, el nombre d'aturats va créixer en 1.280.300, el 66,4% interanual, i va afectar un total de 3.207.900 persones. Així, la taxa d'atur va augmentar en 5,31 punts percentuals el 2008 i es va enfilar fins al 13,9% de la població activa, la taxa més elevada des de l'any 2000.

La nota positiva la proporciona la contenció de la inflació, amb un IPC que el 2008 va tancar en l'1,4%, després d'haver arribat a superar la taxa del 5% cap a la meitat de l'any. Gràcies a la deprimida situació del preu del petroli i d'altres primeres matèries, les perspectives dels preus són de moderació, la qual cosa proporciona un cert respir a la capacitat de despesa de les famílies. El descens dels tipus d'interès també constitueix un indicador favorable en aquesta línia. Al seu torn, aquestes dues tendències permetran una disminució substancial de les necessitats de finançament externes de l'economia espanyola, conseqüència de l'important dèficit exterior dels últims anys. Es tracta d'elements que contribuiran a modular les tendències negatives apuntades anteriorment i que hauran de permetre una millora del to de l'economia en la part final d'enguany.

27 de gener de 2009

CRONOLOGIA

2008

gener	**1**	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada de Xipre i Malta, fins a quinze estats membres.
	22	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,50%.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,00%.
març	**9**	El Partido Socialista Obrero Español guanya les **eleccions generals**.
	18	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,25%.
abril	**18**	El Govern aprova un **Pla de mesures d'estímul econòmic**.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,00%.
juliol	**3**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,25%.
	11	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 146,6 dòlars per barril.
	15	L'**euro** cotitza a 1,599 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
agost	**14**	El Govern posa en marxa un **programa de 24 reformes econòmiques** per al 2008 i el 2009.
setembre	**19**	El govern dels Estats Units presenta un **pla de rescat del sistema bancari nord-americà** per un import de 700.000 milions de dòlars.
octubre	**7**	El Govern espanyol anuncia la creació d'un **fons per a la compra d'actius financers** a les entitats de crèdit fins a un màxim de 50.000 milions d'euros i apuja la garantia dels dipòsits i inversions a 100.000 euros.
	8	El **Banc Central Europeu**, la **Reserva Federal** i el **Banc d'Anglaterra**, en una acció concertada amb altres bancs centrals, retallen els tipus d'interès oficials en 50 punts bàsics.
	12	Els països de la zona de l'euro acorden una **acció concertada** per reforçar el sistema financer fins al final del 2009.
	13	El Govern autoritza l'atorgament d'**avals de l'Estat** fins a 100.000 milions d'euros el 2008 a noves operacions de finançament de les entitats financeres, amb possible ampliació al 2009.
	28	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004.
	29	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a l'1,00%.
novembre	**6**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 3,25%.
	15	Reunió del G-20 a Washington per a la **reforma del sistema financer internacional**.
	20	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (7.552,3) des del 2003.
	28	El Govern anuncia un **pla d'inversió pública** de 8.000 milions d'euros en obres municipals i de 3.000 milions en diversos sectors i àmbits de l'economia.
desembre	**4**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,50%.
	16	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins a una banda del 0%-0,25%.
	24	El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (37,23 dòlars per barril) des del juliol del 2004.

2009

gener	**1**	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada d'Eslovàquia, fins a disset estats membres.
	15	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 2,00%.

AGENDA

Febrer

- **3** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
- **5** Índex de producció industrial (desembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **12** Avanç del PIB (quart trimestre).
- **13** IPC (gener). PIB de la UE (quart trimestre).
- **18** Comptabilitat nacional trimestral (quart trimestre).
- **24** Comerç exterior (desembre). Ingressos i pagaments de l'Estat (desembre 08 i gener 09).
- **25** Preus industrials (gener).
- **27** Balança de pagaments (desembre). IPC harmonitzat de la UE (gener). Avanç IPCH (febrer).

Març

- **3** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- **5** Índex de producció industrial (gener). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **12** IPC (febrer).
- **13** Cost laboral (quart trimestre).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (febrer).
- **17** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **24** Ingressos i pagaments de l'Estat (febrer).
- **25** Preus industrials (febrer).
- **26** Comerç exterior (gener).
- **30** Avanç IPCH (març).
- **31** Balança de pagaments (gener).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Estats Units: la dificultat de recuperar el consum privat

Els Estats Units estan en recessió i s'espera un creixement negatiu per al 2009.

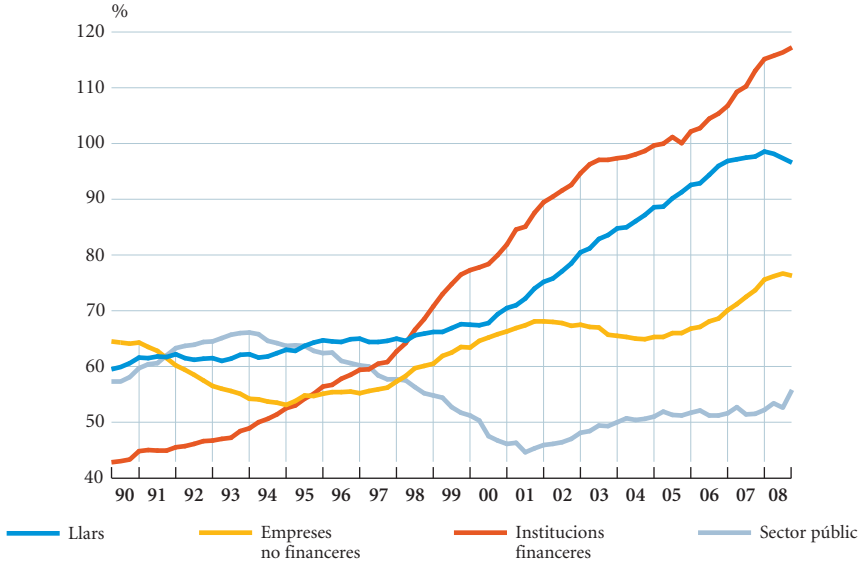
El recentment investit president Barack Obama té davant seu una dura tasca. L'economia està en recessió i les perspectives per al conjunt del 2009 són de creixement negatiu. La recuperació haurà d'esperar al 2010 i serà lenta. La trajectòria a la baixa de l'economia s'ha convertit, des del setembre del 2008, en una caiguda abrupta. El PIB (producte interior brut) del tercer trimestre va recular el 0,5% intertrimestral anualitzat i el consum privat va cedir un més rotund 3,8%. Aquesta variable serà clau el 2009, no solament pel seu pes del 70,5% en el PIB, sinó perquè les deteriorades finances de les llars són un mal punt de partida que condicionarà l'efectivitat dels estímuls i el creixement dels propers anys.

La recuperació de l'estalvi dificultarà la recuperació del consum privat.

Des del final del 2000 fins a la meitat del 2008, l'endeutament brut de les famílies va passar del 70,5% al 97,3% del PIB, superat només pel 117,2% del sector financer. La correcció del preu de l'habitatge ha reduït la riquesa però no el deute contret, de manera que el palanquejament de les famílies s'ha fet insostenible. Amb la reducció del crèdit, aquesta situació es va començar a corregir en el tercer trimestre i va iniciar un llarg procés de despalanquejament de les llars. La primera conseqüència ha estat el final del creixement del deute brut de les famílies mentre esperen que es redueixi. Així, una part important dels ingressos que arribin a les

ESTATS UNITS: LES FAMÍLIES HAURAN D'ESTALVIAR

Deute brut en percentatge del PIB nominal



FONTS: Reserva Federal i elaboració pròpia.

llars serà destinada a reduir el deute contret i no reactivar el consum.

Per aquest motiu, per ser efectiu, l'estímul fiscal necessari per contrarestar el deteriorament de l'activitat haurà de ser excepcionalment gran. Obama ha previst un paquet de 825.000 milions de dòlars per als anys 2009 i 2010, un terç dedicat a la reducció d'impostos i dos terços, a inversions públiques. L'Oficina de Pressupostos del Congrés (Congressional Budget Office) preveu un dèficit base del 8,3% del PIB per al 2009, però, un cop inclòs el paquet del nou president, es podria superar el 12%. Considerant el punt de partida, aquest ajustament lent amb més estalvi dels consumidors i importants dèficits públics pot durar uns quants anys. L'increment de l'estalvi dels nordamericans no serà suficient per finançar aquest dèficit en una economia ja endeutada i que va tancar el 2008 amb un dèficit exterior proper al 5% del PIB. La feblesa de l'economia global, inclosos els emergents, farà més difícil aquest finançament extern. Finalment, atesa la magnitud del dèficit fiscal, pot sorgir, a mitjà termini, un entorn inflacionista amb tipus d'interès alts que dificulti la inversió privada i impedeixi una recuperació robusta.

L'ànim dels consumidors és un reflex fidel d'aquestes dificultats. Després de la tímida recuperació del novembre, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board va tornar a marcar al desembre un nou mínim històric en els 40 anys de vida de l'indicador en baixar dels 44,9 punts fins als 38,0 punts, amb un dràstic descens de la percepció de la situació present sense millores en les expectatives futures. En aquest context, les vendes al detall del desembre van experimentar una forta davallada en relació amb el novembre, que va comportar, sense els fluctuants automòbils ni la benzina, una reculada del 2,5% interanual. Descomptant els increments de preus, la disminució va

La confiança dels consumidors assoleix mínims històrics.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,5	2,1	0,7	–	...	–
Vendes al detall	5,8	4,2	5,4	3,0	2,6	0,6	–5,1	–8,2	–9,8
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	91,2	76,5	57,3	57,3	38,8	44,7	38,0
Producció industrial	2,2	1,7	2,1	1,9	0,2	–3,0	–4,5	–5,5	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	49,6	49,2	49,5	47,8	38,9	36,2	32,4
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–33,7	–33,1	–39,1	–36,4	–42,0	–35,3	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,8	4,9	5,4	6,1	6,6	6,8	7,2
Preus de consum	3,2	2,9	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1	0,1
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–700,3	–697,8	–699,1	–707,5	–707,9	–688,4	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2	1,4
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4	83	81

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.
(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

El pessimisme empresarial es concentra en ocupació, noves comandes i preus.

ser del 4,2%. Per sectors, les reculades van ser generalitzades, tot i que les febleses més importants van continuar centrades en els béns duradors, inclosos els automòbils, i en els materials de construcció.

La visió empresarial, segons l'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management, va palesar també aquest escenari de recessió profunda. Així, al desembre, l'índex de manufactures va baixar dels 36,2 punts als 32,4 punts, nivell que no s'havia assolit des del 1980 i que se situa molt per sota de l'equilibri dels 50,0 punts, considerat el llindar que indica risc de recessió. Per la seva banda, l'índex de serveis es va recuperar del mínim històric i va passar dels 33,0 punts als 39,6 punts. En els dos casos, s'evidencien forts descensos en els components d'ocupació i, especialment, en noves comandes i en preus, que, en manufactures, van assolir nous mínims històrics des de l'inici de l'indicador, que es remunta a l'any 1948.

La construcció continua sense tocar fons i els preus acumulen un descens del 25%.

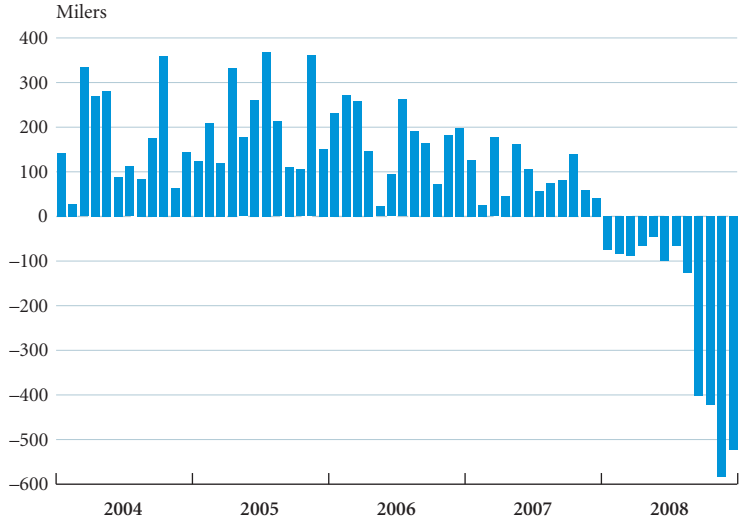
L'habitatge continua sense tocar fons. Pel costat de la demanda, el preu dels immobles continua disminuint la riquesa percebuda de molts consumidors. L'índex Case-Shiller de l'octubre va acumular una reculada del 25,0% en relació amb el màxim del juny del 2006. Tenint en compte els increments de l'IPC, els immobles presenten una pèrdua acumulada del 30,5% des del seu nivell màxim. La correcció de l'oferta d'habitatges també continua i, al desembre, es van iniciar 625.000 habitatges en termes anuals, menys d'un terç del registre del 2006, nou mínim històric de l'indicador des del seu inici el 1959. En el mateix mes, l'increment d'immobles embargats, subhastats a preus baixos, no va aconseguir estabilitzar el descens de les vendes. Tot plegat indica que caldrà esperar uns quants mesos perquè el sector de l'habitatge s'estabilitzi.

Amb 1,9 milions de llocs de treball perduts en quatre mesos, s'intensifica el deteriorament del mercat laboral.

L'evolució recent del mercat de treball consolida la tònica a la baixa i arrossega el consum privat. Així, el 2008 es van perdre 2.589.000 llocs de treball, dels quals 1.934.000 van correspondre als quatre últims mesos. Per la seva banda, la taxa d'atur del desembre va arribar al 7,2% de la

ESTATS UNITS: DOS MILIONS I MIG DE LLOCS DE TREBALL PERDUTS

Creació (+) o destrucció (–) mensual d'ocupació no agrícola



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

població activa, màxim des del 1991. La crisi de la indústria de l'automòbil cal entendre-la en clau de llocs de treball. El senat va concedir 14.000 milions de dòlars en ajudes, però en caldran molts més. Els tres grans de Detroit perdien diners molt abans de la crisi i queda lluny un pla de negoci que n'asseguri la viabilitat a llarg termini.

Al front de la inflació, els perills desapareixen a curt termini. L'índex general de preus al consum (IPC) del desembre, molt influït encara per les oscil·lacions del preu del petroli, va recular, per cinquè cop consecutiu, en relació amb el mes anterior. La variació interanual va ser d'un magre 0,1%, quan només tres mesos enrere es vorejava el 5%. L'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, va caure per segon mes consecutiu, a causa de la feblesa de la demanda agregada i de la menor utilització de la capacitat productiva, amb una variació interanual de l'1,8%.

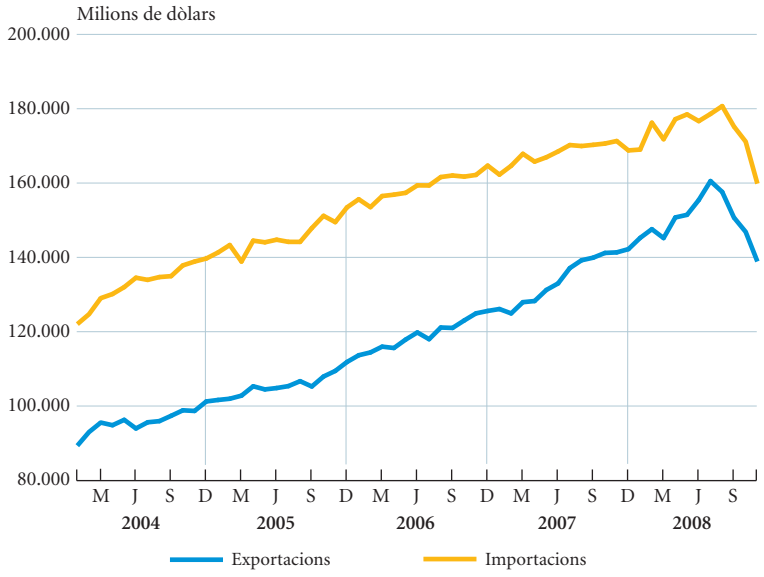
El sector exterior va aportar al novembre signes contradictoris. La important reducció del dèficit comercial, que va passar dels 56.690 milions de dòlars de l'octubre als 40.442 milions del novembre, no va ser una bona notícia. En primer lloc, quatre cinquenes parts de la millora van ser degudes a l'abaratiment del petroli. Un cop exclòs el petroli, el dèficit va millorar, però a costa d'una important reducció dels fluxos comercials. Les importacions no petrolieres van baixar el 12,0% en relació amb el mes anterior, a causa de la feblesa de la demanda interna. Però la dada més negativa va ser la reculada del 5,8% experimentada per les exportacions, provocada per una reducció dels volums de comerç global. La feble demanda mundial suggereix que la resta del món és lluny de compensar el replegament del consum privat nord-americà. En aquest context de feblesa global, les ajudes que el sector exterior pot aportar seran limitades, situació que afegeix una dificultat addicional a la recuperació de l'economia nord-americana.

La inflació baixa fins el 0,1%, a causa de les fluctuacions del petroli.

El dèficit comercial es corregeix momentàniament a costa d'una disminució del comerç.

ESTATS UNITS: ES REDUEIXEN ELS FLUXOS COMERCIALS

Valor mensual de les exportacions i de les importacions un cop exclòs el petroli



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

L'esperança fiscal

Fins fa ben poc, no semblava que l'activisme fiscal tingués gaire bona imatge. Entre els economistes, hi ha un consens força ampli sobre la tesi que el millor instrument per superar una recessió és la política monetària. L'ortodòxia dicta que, en el pla fiscal, el millor és deixar operar els anomenats estabilitzadors automàtics. En altres paraules, permetre el deteriorament del saldo fiscal a conseqüència de la davallada dels ingressos i de l'augment de les despeses derivats d'una recessió, però sense anar més enllà. Es tracta d'un principi vàlid per a recessions normals, però, davant la gravetat de la crisi actual i el mal funcionament dels ressorts pels quals es transmet la política monetària, les polítiques d'estímul fiscal ofereixen una alternativa possible, tot i que imperfecta, per contrarestar el deteriorament econòmic i contribuir a la recuperació de la confiança.

En línies generals, hi ha tres formes d'efectuar un estímul fiscal: més despesa pública, més transferències o una reducció d'impostos. Keynes defensava que la primera d'aquestes opcions era la més efectiva per expandir la demanda agregada i argumentava que, per cada euro de despesa, el PIB augmenta en més d'un euro gràcies a l'efecte multiplicador. El PIB puja en un euro per les compres directes del govern, sempre que siguin en béns produïts íntegrament al país, i una mica més per l'augment del consum a les llars que produeixen aquests béns i que obtenen ingressos addicionals amb la seva venda. La segona opció consisteix a transferir recursos del sector públic al sector privat. El risc d'aquesta alternativa és que els receptors de les transferències poden destinar-les a estalviar o a repagar deute, de manera que es redueix l'impacte positiu a curt termini sobre el PIB –un risc que cal tenir en compte en l'entorn actual, caracteritzat per una elevada aversió al risc a les llars i a les empreses–. Aquest mateix risc també afecta la reducció d'impostos, per bé que, d'altra banda, aquesta alternativa pot estimular l'activitat si es retallen els especialment distorsionadors o si s'estimula directament el consum, per exemple mitjançant una rebaixa temporal i substanciosa dels impostos que graven la compra de vehicles.

A la pràctica, hi ha una incertesa considerable sobre la magnitud dels multiplicadors de les diferents polítiques (el que augmenta el PIB amb un estímul que incrementi el dèficit fiscal l'1% del PIB). Les estimacions més utilitzades situen el multiplicador de la despesa pública entre 1 i 1,5, tot i que alguns analistes han estimat valors inferiors a 1. Per a les rebaixes d'impostos, la majoria d'estimacions dels multiplicadors oscil·len entre 0,5 i 1 en un horitzó d'1-2 anys, però assoleixen valors de 2-3 a mitjà termini.[1] En el cas de les transferències, l'efecte a curt termini és similar al de les rebaixes impositives. En tot cas, les rebaixes d'impostos i les transferències poden tenir un efecte considerable sobre el PIB a curt termini (amb un multiplicador superior a 1) si les llars o les empreses beneficiàries gasten la major part d'aquests recursos addicionals. En general, la magnitud dels multiplicadors, a més de variar en funció de les diferents polítiques, també depèn de les característiques de l'economia que rep l'estímul fiscal. Per exemple, un estímul fiscal en una economia amb un alt nivell de deute pot ser contraproduent si qüestiona la solvència del país i, en conseqüència, incrementa la prima de risc del país i els tipus d'interès.

L'experiència històrica ofereix algunes pistes sobre els factors que han reduït l'efectivitat de les polítiques d'estímul fiscal. En primer lloc, els plans d'inversió pública, que, en principi, podrien tenir més impacte a curt termini, triguen força a materialitzar-se i a vegades són improductius (problema anomenat «carreteres a enlloc»). En

(1) Christina Romer, flamant directora de l'Oficina Econòmica de la Casa Blanca en l'administració Obama, estima a «The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates based on a New Measure of Fiscal Shocks», Document de Treball de l'NBER núm. 13.264 un multiplicador de 3 per als Estats Units.

canvi, les reduccions d'impostos o un augment de les transferències acostumen a implementar-se més àgilment. L'estímul fiscal proposat per Obama, per exemple, inclou una rebaixa considerable d'impostos, perquè, segons ha argumentat el seu equip econòmic, hi ha un límit en la quantitat d'inversió que es pot executar de forma eficient en un temps limitat de temps. En segon lloc, en el passat, les mesures dels plans fiscals sovint no han estat les més adequades per estimular l'activitat, sinó que, pel que sembla, la seva lògica ha respost més al poder que els diferents grups de pressió han exercit sobre el seu disseny. Finalment, l'experiència indica que la correcció del dèficit fiscal, un cop superada la recessió, ha tendit a allargar-se més del que era convenient, ha augmentat el deute públic i ha plantejat dubtes sobre la sostenibilitat fiscal. La credibilitat del govern que impulsa un pla d'estímul és, en aquest sentit, crucial perquè un augment significatiu del dèficit no perjudiqui la confiança dels consumidors i de les empreses.

En un informe especial publicat al final del 2008, l'FMI recomanava que els plans d'estímul fiscal fossin ràpids, perquè l'activitat i la confiança s'han deteriorat de sobte; duradors, perquè la recessió pot ser llarga; diversificats, combinant despesa, transferències i rebaixes d'impostos; revisables a l'alça, perquè la recuperació de la confiança requereix un compromís del govern per fer el que calgui; internacionals, per sumar energies davant una crisi global, i sostenibles, per evitar un augment explosiu del deute i una reacció adversa dels mercats financers. Serà possible? En uns mesos començarem a tenir respostes.

L'EFECTE SOBRE EL PIB D'UN ESTÍMUL FISCAL DE L'1% DEL PIB SEGONS LA POLÍTICA SEGUIDA

En percentatge

Trimestre	Despesa pública	Rebaixa d'impostos
1	1,05	0
2	1,24	0,49
3	1,35	0,58
4	1,44	0,66
5	1,51	0,75
6	1,53	0,84
7	1,54	0,93
8	1,57	0,99

NOTA: Se suposa que l'estímul fiscal augmenta de forma permanent el dèficit fiscal en l'1% del PIB; les dades de la taula impliquen, per exemple, que, vuit trimestres després de l'augment de la despesa pública, el PIB serà l'1,57% superior al d'un escenari sense estímul fiscal.
FONT: C. Romer i J. Bernstein, «The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan», disponible a www.change.gov.

El Japó pateix per les exportacions

El Japó recula a causa del sector exterior.

L'economia va recular l'1,8% en el tercer trimestre en termes intertrimestrals anualitzats, dada que confirma que el Japó ha entrat en recessió. La hipòtesi del *decoupling* asiàtic, la capacitat de la zona de créixer malgrat la feble demanda dels Estats Units, que és el seu principal client, s'ha acabat, a causa de la dependència de les exportacions i també perquè els mals que han afectat el soci nord-americà, com l'escassetat del crèdit, tenen una naturalesa global. Amb una demanda interna limitada per una demografia en declivi i per factors culturals, les exportacions i la inversió en equipament que fan les empreses exportadores eren el gran motor

La producció industrial baixa el 14% i reflecteix la crisi en béns duradors.

del creixement. Així, aquests dos components, que, combinats, sumen un terç del PIB, expliquen gairebé tota la recessió japonesa.

La producció industrial del novembre, que va recular el 13,7% interanual, és un reflex fidel del descens exportador. El descens del consum nord-americà és més intens en els béns duradors, que són els que exporta el Japó. Així, si el consum d'automòbils nord-americà va baixar al desembre el 22,4% interanual, el descens de les importacions d'automòbils japonesos en el mateix període es va apropar al 40%. En conseqüència, les empreses ajusten la producció i les expectatives, com ho indica l'índex Tankan d'activitat empresarial del Banc del Japó del quart trimestre, que, per a les grans empreses manufactureres, es va situar en 24 punts negatius, nivell que no s'assolia des del 2002.

Les perspectives de la inversió empitjoren i el mercat immobiliari llangueix.

Pel costat de la demanda, el panorama no millora. La confiança del consumidor està en mínims històrics, les vendes al detall van recular el 0,9% interanual al novembre i les vendes d'automòbils van recular el 22,8% interanual al desembre. Al capítol de la inversió, les expectatives per als propers mesos van intensificar la tònica a la baixa, amb unes comandes de maquinària que, al novembre, van disminuir el 35,4% interanual, amb els descensos més importants centrats al sector exportador. Per la seva banda, al sector de l'habitatge, a l'àrea de Tòquio, va prosseguir la coexistència de forts descensos en les vendes amb el manteniment dels preus, mentre que els habitatges iniciats sumaven el quart mes de reculades.

La inflació tendeix a zero i les exportacions reculen el 24%.

Al front inflacionista, l'IPC del novembre va pujar l'1,0% interanual, enfront de l'1,7% del mes previ, però l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va registrar un increment nul i va flirtejar amb un retorn al període deflacionista del qual va trigar tant a sortir. Mentrestant, al mercat laboral, la taxa d'atur del novembre es va col·locar en el 3,9% de la població activa.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

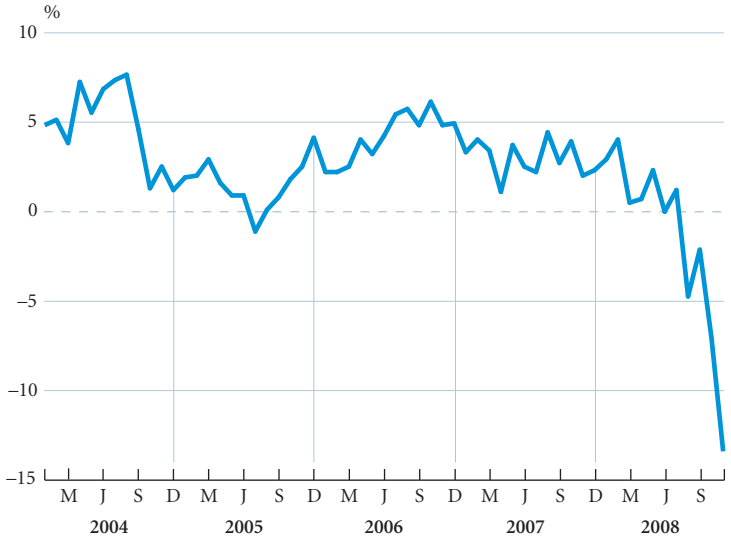
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	2,0	2,4	2,0	1,4	0,6	–0,3	–	...	–
Producció industrial	4,2	2,9	2,7	2,5	1,0	–1,9	–7,0	–13,7	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	19,0	11,0	5,0	–3,0	–	–24,0	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–27,1	–8,9	–10,9	40,2	19,8	–0,2	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	4,0	3,7	3,9	...
Preus de consum	0,2	0,1	0,5	1,0	1,4	2,2	1,7	1,0	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	12,5	11,7	10,2	7,3	6,2	4,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	81,1	77,1	78,4	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7	103,2

NOTES: (1) Valor de l'índex.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Percentatge.
(5) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2.000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL, EN CAIGUDA LLIURE

Variació intertrimestral de la producció industrial



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

La menor demanda global va continuar afectant el sector exterior, que, al novembre, va presentar dèficit per quart mes consecutiu. Les exportacions van intensificar els descensos fins al 23,9% interanual i les importacions van cedir el 7,6%. El contribuent més destacat al deteriorament va ser el descens del 26,7% de les vendes a la resta d'Àsia, inclosa la disminució del 24,5% de les vendes a la Xina.

Brasil: de la por a la inflació a la por a la recessió econòmica

Tot i que encara no es disposa de les dades del PIB del quart trimestre, els últims indicadors i les previsions per al 2009 mostren que el Brasil no quedarà al marge de la desacceleració econòmica global. L'economia brasilera va créixer el 6,9% interanual en el tercer trimestre, tot i que els indicadors d'activitat fan preveure una forta desacceleració fins al 4,0% en el quart trimestre. La demanda interna va registrar una intensa caiguda del consum, tot i que la inversió va mantenir un bon to. El Brasil continua tenint el major superàvit comercial del continent americà, a causa, principalment, de la forta caiguda de les importacions. Per al quart trimestre, s'estima que les exportacions contribuiran positivament al creixement del PIB amb un increment en volum de l'1,9% interanual.

Els indicadors mostren que el Brasil no és aliè a la forta desacceleració global.

Entre els últims indicadors d'activitat, la producció industrial es va continuar deteriorant i, al novembre, va caure el 6,2% interanual. La producció industrial de béns de capital, tot i que més volàtil, manté la línia de forta caiguda de l'activitat i va registrar uns guanys del 3,6% interanual al novembre, enfront de la mitjana del 19,9% del tercer trimestre, la qual cosa indica una ruptura en la tendència del cicle alcista inversor en béns d'equipament en el quart trimestre.

Pel costat de la demanda, les vendes al detall van repetir al novembre, igual que a l'octubre, un creixement negatiu del 0,8% intermensual. De forma similar, al novembre, amb una caiguda del 13,9%

S'intensifica la correcció de la indústria brasilera.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	3,9	5,6	6,1	6,1	6,3	6,9	–	–	–
Producció industrial	2,9	5,9	6,5	5,8	6,2	6,9	1,0	–3,5	–
Taxa d'atur São Paulo (*)	14,1	14,2	14,2	13,6	14,1	12,8	12,1	11,8	–
Preus de consum	2,8	3,8	4,8	5,4	6,6	7,2	7,3	7,2	6,5
Balança comercial (**)	45,8	41,5	41,5	36,4	31,9	29,5	26,5	26,1	24,7
Tipus SELIC del banc central (%) (***)	13,25	11,25	11,25	11,25	11,75	13,00	13,75	13,75	13,75
Rals per dòlar	2,2	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	2,2	2,3

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(***) El 21 de gener el Banc del Brasil va reduir el tipus SELIC fins al 12,75%.
FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

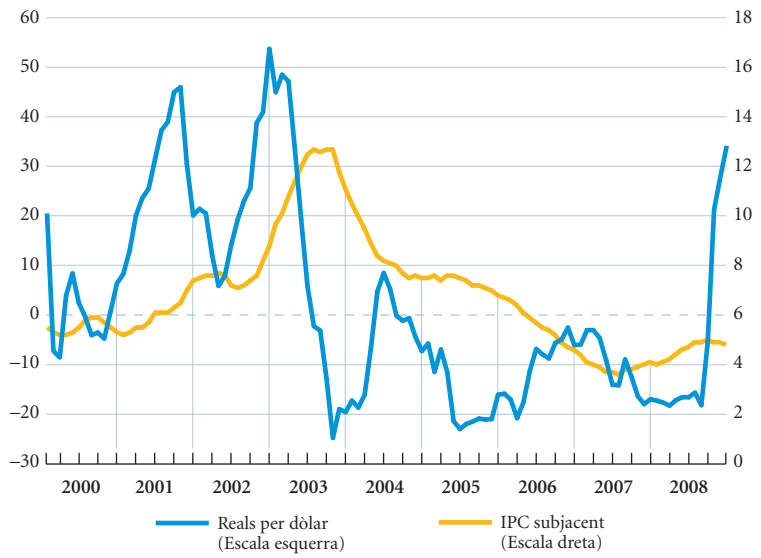
Les vendes al detall acumulen una caiguda de l'1,6% en els dos últims mesos.

interanual, es va intensificar la caiguda de les compres d'automòbils.

La frenada de l'activitat contribuirà a reduir les pressions inflacionistes que preocupaven el Banc del Brasil. L'agressiva retallada al gener de 100 punts bàsics en el tipus d'interès oficial, per situar-lo en el 12,75%, és un reflex del nou balanç de riscos, on el creixement és la prioritat. Actualment, amb el creixement danyat, i malgrat que la inflació es va situar en el 6,5% interanual al desembre, el banc central té prou marge per continuar relaxant la política monetària, tot i que caldrà vigilar les pressions sobre el real. En primer lloc, el ni-

BRASIL: LA DEPRECIACIÓ DEL REAL NO ES TRASLLADA ALS PREUS

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



FONTS: Datastream i elaboració pròpia.

vell de la inflació s'explica, principalment, per l'alça temporal registrada pel preu dels aliments. En segon lloc, la inflació subjacent, un cop exclosos els preus dels aliments i de l'energia, es va reduir durant els tres últims mesos fins al 4,8%. En tercer lloc, és important destacar que la depreciació aproximada del 35% de la divisa brasilera en els últims mesos del 2008, un dels principals riscos per a la inflació, no s'ha traslladat als preus. Finalment, els preus a l'engròs, a causa de la forta correcció del preu de les primeres matèries, també van disminuir fins al 9,8% interanual, enfront del 12,9% del novembre.

Mèxic: armadura fiscal i monetària per afrontar la crisi

L'economia mexicana es veu molt afectada per la forta desacceleració de les exportacions, principalment als Estats Units, el seu soci comercial més important. Aquesta situació, unida a la pèrdua de confiança, perjudica la demanda interior, i es preveu que, en el quart trimestre, el PIB creixi el 0,5% interanual. Mirant cap al 2009, els indicadors avançats d'activitat marquen la mateixa direcció, i es preveu també que, en el segon i en el tercer trimestre, Mèxic registri ja creixements lleugerament negatius.

Mèxic pateix l'impacte de la recessió econòmica als Estats Units.

En el tercer trimestre del 2008, la inversió total encara va avançar a taxes interanuals del 8%, resultat que va contribuir a mantenir el creixement de la demanda interna en el 2%. Per bé que la inversió privada va recular l'1,1% interanual, a conseqüència de l'enfonsament de l'11,8% de la inversió en construcció, la inversió pública i la inversió privada en maquinària i equipament van registrar un dinamisme molt notable, amb un creixement del 20,6% i del 27,2%, respectivament. Els indicadors de producció industrial evidencien que la inversió total es va alentir intensament en el quart trimestre i va assolir un creixement proper al zero.

El consum privat manté també la tònica descendent, i, després de créixer el 2,3% interanual en el tercer trimestre, les dades de vendes al detall apunten a taxes de creixement properes a l'1,7% per a l'últim trimestre de l'any.

La demanda interna accelera el ritme de moderació, amb l'ajuda de la inversió privada.

Per contrarestar la desacceleració, el govern va anunciar al gener un segon paquet fiscal per un total de l'1,0% del PIB.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	4,9	3,2	4,2	3,2	2,1	1,6	–	–	–
Producció industrial	5,8	1,6	2,2	6,0	–1,0	–1,6	–2,4	–3,5	–
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,5	3,5	3,8	3,2	4,2	4,1	4,5	4,3
Preus de consumo	3,6	4,0	3,9	3,7	4,9	5,6	5,8	6,2	6,5
Balança comercial (**)	–6,2	–10,7	–10,7	–10,8	–8,7	–9,3	–13,3	–15,3	–16,8
Taxa d'interès oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25	8,25	8,25	8,25
Pesos mexicans respecte al dòlar	10,9	10,9	10,9	10,8	10,4	10,1	10,6	12,7	13,1

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Banc de Mèxic i elaboració pròpia.

Mesures fiscals i relaxament monetari per limitar l'impacte en l'economia real als Estats Units.

Aquestes noves mesures són addicionals a les contemplades als pressupostos del 2009, on es preveia un dèficit de l'1,8% del PIB, quan el 2008 el saldo pressupostari va ser neutral. En l'actual context de menor activitat econòmica i de forta correcció en el preu del petroli, és previsible que el 2009 el dèficit fiscal sigui superior a l'estimat pel govern. En línies generals, les mesures fiscals se centren en el foment de l'ocupació, l'increment de la disponibilitat de crèdit a les petites i mitjanes empreses a través dels bancs de desenvolupament, la potenciació de la inversió en infraestructures i la millora del poder adquisitiu de les famílies amb retallades en el preu de l'energia.

A la Xina, el creixement s'alenteix fins al 6,8% en l'últim trimestre del 2008.

En matèria d'inflació, la decisió del govern d'abaixar el preu del gas i l'electricitat i de congelar el preu de la benzina provocarà una moderació important en el component de preus administrats de l'IPC. Per aquest motiu, i amb el suport de l'enfonsament del preu de les primeres matèries, la inflació del 6,5% interanual del desembre segurament és un sostre, des del qual es produirà una caiguda sostinguda. Banxico, l'autoritat monetària, va comunicar que espera que, al final del 2009, la inflació cedeixi fins al 4,0% i que, al final del 2010, convergeixi amb l'objectiu central del 3,0%.

La producció industrial no remunta i la venda de cotxes cau el 8% al desembre.

Xina: la desacceleració ja és aquí

L'alentiment anunciat pels indicadors del més passat ja és aquí. El PIB xinès va créixer el 6,8% interanual en el quart trimestre, molt per sota del 9% del tercer trimestre i del 13% del 2007. Així i tot, malgrat que han abandonat l'era del creixement de dos dígits, la majoria d'estimacions per al 2009 apunten a un creixement proper al 7%.

El crèdit repunta després de diverses davallades dels tipus d'interès.

Els indicadors més recents mostren una tendència que preocupa les autoritats xineses. Així, la producció industrial va créixer el 5,7% interanual al desembre i el 5,4% al novembre, les taxes de creixement més baixes des del començament del 2002. Cal recordar que, fa només sis mesos, la taxa interanual era del 16%. La venda de cotxes va caure el 8,0% interanual al desembre, segons l'Associació Automobilística Xinesa. Això representa que, el 2008, les vendes d'automòbils van créixer el 7,3%, la pitjor xifra de l'última dècada.

D'altra banda, al desembre, el valor de les exportacions va baixar el 2,8% en termes interanuals. No obstant això, la forta caiguda de les importacions (21,3%), arran de la baixada del preu del petroli i de la menor força de les demandes interna i externa, va contribuir a augmentar el superàvit de la balança comercial, que va arribar, per al conjunt de l'any, als 295.630 milions de dòlars (aproximadament, el 6,7% del PIB). La feblesa del sector exportador modera les expectatives d'apreciació del renminbi, situació que provoca la sortida de capitals de tipus especulatiu i una disminució del ritme d'acumulació de reserves.

No obstant això, no tot són males notícies per al gegant asiàtic. Sembla que les dades recents de crèdit bancari del mes de desembre indiquen que els estímuls monetaris han començat a fer efecte. El crèdit va créixer el 18,8% interanual al desembre, força per damunt de les taxes properes al 14% de la major part del 2008. Ara queda esperar si la resta de mesures dutes a terme pel govern xinès, tant fiscals com de caràcter més estructural, són capaces de dinamitzar el consum domèstic, factor clau en el creixement del país en temps d'incertesa exterior.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	11,6	13,0	11,3	10,6	10,1	9,0	–	6,8	–
Producció industrial	16,4	17,5	17,5	16,6	15,9	13,0	8,2	5,4	5,7
Producció elèctrica	14,7	15,7	16,1	16,0	11,9	6,7	–3,0	–7,8	...
Preus de consum	1,5	4,8	6,6	8,0	7,8	5,3	4,0	2,4	...
Balança comercial (*)	177,5	262,4	262,4	256,5	247,2	256,9	265,0	278,7	295,1
Tipus d'interès de referència (**)	6,12	7,47	7,47	7,47	7,47	7,20	6,66	5,58	5,31
Renminbi per dòlar	8,0	7,6	7,4	7,2	7,0	6,8	6,8	6,8	6,9

NOTES: (*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(**) Percentatge a final de període.
A finals d'any s'han produït algunes revisions per a 2007.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Les primeres matèries troben una precària estabilitat

El petroli manté la forta volatilitat. Entre el 31 de desembre i el 27 de gener, el cru va partir dels 39 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes) i, després de vorejar momentàniament la barrera dels 50 dòlars, es va situar al voltant dels 45 dòlars. La pujada acumulada enguany és del 12,9%, tot i que encara és aviat per constatar un canvi en la tendència a la baixa dominant en la segona meitat del 2008.

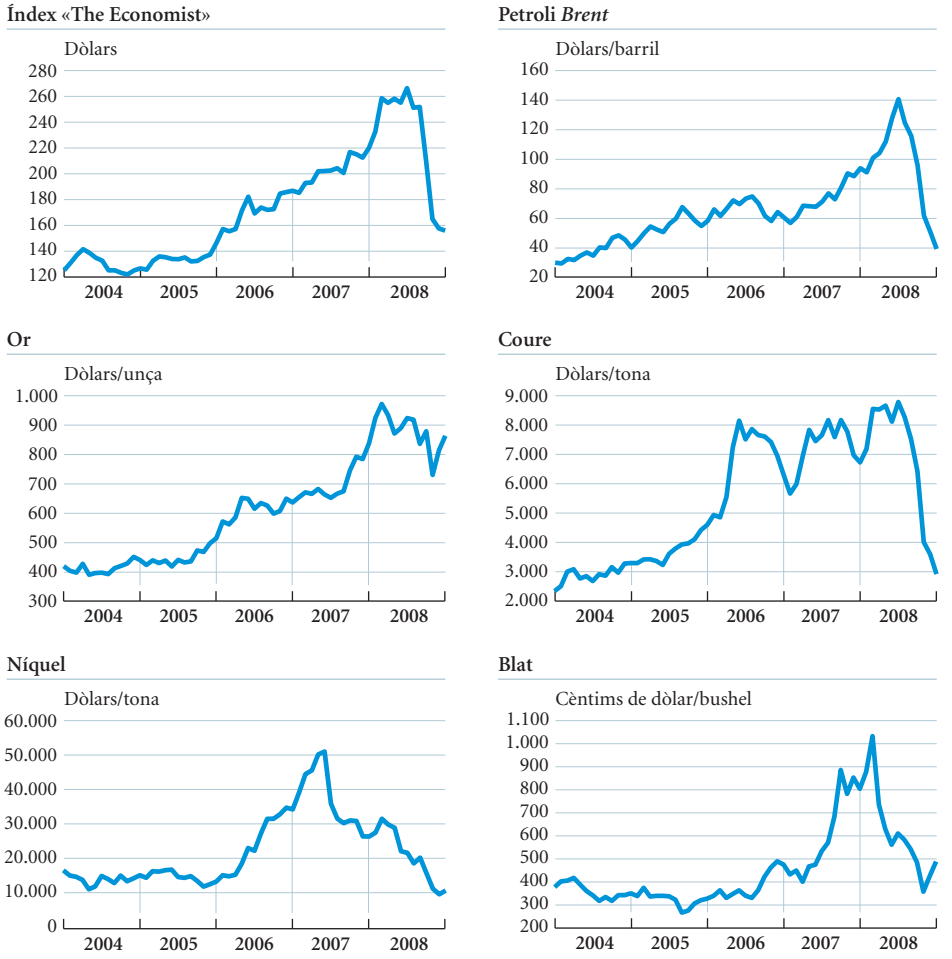
Segons l'Agència Internacional de l'Energia, la depreciació del petroli continuarà al llarg del 2009, situació a la qual contribuiran l'increment dels inventaris i la davallada de la demanda mundial, que, després de reduir-se en 300.000 barrils per dia el 2008, tornarà a recular uns altres 500.000 barrils el 2009. La desacceleració del consum de la Xina, que s'espera que creixi en 89.000 barrils per dia, l'increment més baix des del 2001, contribuirà a aquest escenari de forma especial.

El petroli s'encareix el 15%, però, per al 2009, es preveu una disminució de la demanda.

La resta de primeres matèries, en conjunt, van estabilitzar els descensos en preus. Així, l'indicador *The Economist* de primeres matèries va créixer el 10,5% des del mínim del 15 de desembre fins al 20 de gener. Per la seva banda, els metalls preciosos van trobar un punt de resistència provocat per la disminució de la producció d'or de Sud-àfrica, que, en dos anys, ha passat del primer al tercer lloc de la producció mundial. Entre els que veuran baixar els preus, el coure espera una demanda més baixa el 2009. Per la seva banda, l'alumini va continuar perdent valor i va arribar al mínim dels cinc últims anys. El 2009, malgrat la reducció de la producció, s'espera una sobreoferta de 900.000 tones.

Llevat de l'alumini, s'estabilitzen els descensos de les primeres matèries.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



FONTS: «The Economist», Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

Previsions de la Comissió Europea: revisió a la baixa

La Comissió Europea ja havia certificat, en l'informe de previsions de tardor, que la Unió Europea estava entrant en la primera recessió de la seva història. Al gener, la Comissió ha actualitzat aquest escenari i ha revisat de manera substancial les previsions anteriors. En aquesta actualització, constata clarament que la crisi financera s'està traslladant a l'economia real.

Concretament, l'executiu comunitari espera, per a la Unió en conjunt, un creixement negatiu del producte interior brut (PIB) de l'1,8% el 2009, que representa una reducció del creixement de 2 punts percentuals en relació amb la previsió anterior. La rebaixa per al 2010 és menor, de 0,6 punts percentuals. Així, la Comissió manté encara que la recuperació serà un fet l'any vinent, tot i que serà més tímida del que s'havia previst inicialment i durà el creixement del PIB al 0,5%. La inflació, que ja esperava que registrés un notable descens, a causa de la caiguda dels preus de les primeres matèries, també ha estat revisada substancialment a la baixa, pel menor ritme d'activitat previst. Així, la taxa de variació de l'índex de preus al consum harmonitzat caurà del 3,7% registrat el 2008 a l'1,2% el 2009 i tornarà a una taxa més moderada de l'1,9% el 2010, juntament amb la recuperació de l'activitat.

La Comissió revisa substancialment les previsions a la baixa...

PROJECCIONS MACROECONÒMIQUES DE LA ZONA DE L'EURO (1)

	2005	2006	2007	Previsions actuals gener 2009 (1)			Diferència amb la tardor de 2008 (2)	
				2008	2009	2010	2009	2010
Producte interior brut	**1,7**	**2,9**	**2,7**	**0,9**	**–1,9**	**0,4**	**–2,0**	**–0,5**
Consum privat	1,8	2,0	1,6	0,5	–0,1	0,3	–0,5	–0,7
Consum públic	1,5	1,9	2,3	2,1	1,6	1,2	0,4	0,2
Inversió	3,3	5,5	4,3	0,6	–5,5	–0,7	–2,9	–0,9
Ocupació	0,7	1,4	1,7	0,7	–1,6	–0,7	–1,2	–0,8
Taxa d'atur (3)	9,0	8,3	7,5	7,5	9,3	10,2	0,9	1,5
Inflació (4)	2,2	2,2	2,1	3,3	1,0	1,8	–1,2	–0,3
Saldo públic (% del PIB)	–2,5	–1,3	–0,6	–1,7	–4,0	–4,4	–2,2	–2,4
Deute públic (% del PIB)	70,0	68,3	66,1	68,7	72,7	75,8	5,5	8,2
Saldo per compte corrent (% del PIB)	0,1	–0,1	0,1	–0,5	–0,7	–0,7	–0,6	–0,6
Creixement del PIB a la UE	*2,0*	*3,1*	*2,9*	*1,0*	*–1,8*	*0,5*	*–2,0*	*–0,6*

NOTES: (1) Les previsions de la Comissió estan basades en dades disponibles fins al 12 de gener de 2009.
(2) Un signe «+»(«–») significa una xifra positiva més alta (més baixa) o una negativa més baixa (més alta) comparat amb la tardor de 2008.
(3) Percentatge de la població activa.
(4) Índex de preus de consum harmonitzat, canvi nominal.
FONT: Comissió Europea.

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Gener 2009

	PIB (*)			Inflació (**)			Atur (***)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bèlgica	1,3	–1,9	0,3	4,5	1,1	2,0	6,9	8,0	9,2
Alemanya	1,3	–2,3	0,7	2,8	0,8	1,4	7,1	7,7	8,1
Irlanda	–2,0	–5,0	0,0	3,1	0,7	1,8	6,5	9,7	10,7
Grècia	2,9	0,2	0,7	4,2	2,5	2,7	8,3	9,0	9,4
Espanya	1,2	–2,0	–0,2	4,1	0,6	2,4	11,3	16,1	18,7
França	0,7	–1,8	0,4	3,2	0,8	1,5	7,8	9,8	10,6
Itàlia	–0,6	–2,0	0,3	3,5	1,2	2,2	6,7	8,2	8,7
Xipre	3,6	1,1	2,0	4,4	2,0	2,3	3,9	5,1	5,5
Luxemburg	1,0	–0,9	1,4	4,1	0,6	2,5	4,1	4,9	5,8
Malta	2,1	0,7	1,3	4,6	1,9	2,2	6,5	7,4	7,9
Països Baixos	1,9	–2,0	0,2	2,2	1,9	1,8	2,9	4,1	5,5
Àustria	1,7	–1,2	0,6	3,3	1,2	1,6	4,1	5,1	6,1
Portugal	0,2	–1,6	–0,2	2,7	1,0	2,0	7,8	8,8	9,1
Eslovènia	4,0	0,6	2,3	5,5	0,9	2,8	4,5	5,2	5,2
Finlàndia	1,5	–1,2	1,2	3,9	1,8	1,8	6,4	7,8	8,0
Eslovàquia	7,1	2,7	3,1	4,0	2,9	3,5	9,8	10,6	10,5
Zona de l'euro	**0,9**	**–1,9**	**0,4**	**3,3**	**1,0**	**1,8**	**7,5**	**9,3**	**10,2**

NOTES: (*) Percentatge de variació real.
(**) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat.
(***) Percentatge de la població activa.
FONT: Comissió Europea.

...per l'efecte de la restricció creditícia sobre l'economia real...

Per a la zona de l'euro, les rebaixes han estat similars. Partint d'un ritme de creixement del 0,9% el 2008, la Comissió preveu un creixement negatiu de l'1,9% per al 2009 i una tímida recuperació fins al 0,4% el 2010. A més a més, aquestes previsions ja incorporen l'efecte dels plans de recuperació anunciats pels diferents països. Segons l'executiu europeu, aquestes mesures tindran el màxim efecte el 2009, amb una contribució al creixement de 0,8 punts percentuals. El 2010 la contribució serà menor, de 0,3 punts percentuals, però suficient per anotar una taxa de creixement positiva. La inflació per a la zona de l'euro segueix una via paral·lela a la de la Unió en conjunt i, per tant, també patirà un notable descens: passarà del 3,3% el 2008 a l'1,0% el 2009. La institució comunitària apunta que la moderació serà generalitzada a la majoria de països, de manera que les persistents divergències dels diferencials d'inflació es reduiran.

Rere d'aquest important deteriorament de les perspectives econòmiques hi ha, principalment, el temut efecte de la restricció creditícia sobre l'economia real. La menor capacitat d'accés al crèdit de les famílies i de les empreses deprimirà la demanda interna del sector privat i l'activitat econòmica. El canvi de les perspectives del mercat laboral reflecteix el to ombrívol de les noves previsions. L'ocupació, que encara es va comportar relativament bé durant el 2008, es contraurà l'1,6% el 2009 a la zona de l'euro. Atès que la seva

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA UNIÓ EUROPEA FORA DE LA ZONA DE L'EURO

Gener 2009

	PIB (*)			Inflació (**)			Atur (***)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bulgària	6,4	1,8	2,5	12,0	5,4	4,8	6,0	6,3	6,4
República Txeca	4,2	1,7	2,3	6,3	2,6	2,3	5,0	5,7	6,6
Dinamarca	–0,6	–1,0	0,6	3,6	1,6	1,9	3,5	4,5	5,6
Estònia	–2,4	–4,7	1,2	10,6	3,2	2,7	5,1	8,8	9,7
Letònia	–2,3	–6,9	–2,4	15,3	6,8	2,4	6,5	10,4	11,4
Lituània	3,4	–4,0	–2,6	11,1	5,6	4,8	5,4	8,8	10,2
Hongria	0,9	–1,6	1,0	6,1	2,8	2,2	7,7	8,8	9,1
Polònia	5,0	2,0	2,4	4,2	2,9	2,5	7,4	8,4	9,6
Romania	7,8	1,8	2,5	7,9	5,7	4,0	6,2	7,0	6,9
Suècia	0,5	–1,4	1,2	3,3	0,7	1,0	6,2	7,9	8,7
Regne Unit	0,7	–2,8	0,2	3,4	0,1	1,1	5,7	8,2	8,1
Unió Europea	**1,0**	**–1,8**	**0,5**	**3,7**	**1,2**	**1,9**	**7,0**	**8,7**	**9,5**

NOTES: (*) Percentatge de variació real.
(**) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat.
(***) Percentatge de la població activa.
FONT: Comissió Europea.

evolució respon amb un cert retard a les condicions econòmiques, per al 2010 s'espera encara que continuï caient el 0,7%. Per la seva banda, la taxa d'atur augmentarà 2,7 punts percentuals entre el 2008 i el 2010 i arribarà al 10,2% en aquest últim any.

La Comissió, però, no amaga que el nou escenari macroeconòmic està subjecte a un elevat nivell d'incertesa. D'una banda, destaca que encara es desconeix el detall dels plans d'estímul anunciats pels governs dels diferents Estats membres de la Unió, l'abast dels quals dependrà de l'eficàcia i de la celeritat amb què s'implementin. Un altre aspecte que destaca és el risc, a mitjà termini, que comporten l'alt dèficit que assoliran molts països i els creixents nivells de deute públic. L'alt cost del servei del deute podria reduir de forma substancial la renda disponible a mitjà termini, de manera que la recuperació econòmica seria més lenta.

Zona de l'euro: indicadors econòmics en mínims històrics

La desacceleració de l'economia europea es va produir de forma gradual al llarg del 2008 fins a convertir-se en recessió, en registrar reculades intertrimestrals durant la segona meitat de l'exercici. Lluny d'haver tocat fons, sembla que la velocitat de caiguda ha augmentat. El diagnòstic més afinat el proporciona l'indicador de sentiment econòmic, que, fins a la data, es continua enfonsant a una velocitat inaudita. Al novembre, ja s'havia situat en mínims històrics.

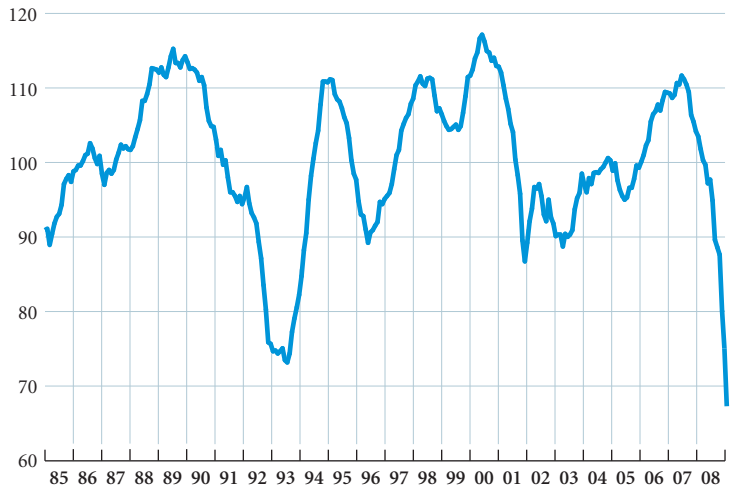
El repàs dels indicadors, tant de demanda com d'oferta, reforça aquesta visió. Pel costat de la demanda, les perspectives no són gens esperançadores. La caiguda de les vendes al detall (1,5% interanual al novembre) i l'enfonsament de la confiança del consumidor així ho palesen. A més a més, l'augment de la taxa d'atur, que, al novembre, va arribar al 7,8% i es va si-

...però insisteix en l'alt nivell d'incertesa que envolta el nou escenari.

En l'últim trimestre, sembla que la velocitat de caiguda de l'activitat a la zona de l'euro ha augmentat.

EL PESSIMISME S'APODERA DE LA ZONA DE L'EURO

Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro



FONT: Comissió Europea.

Així ho palesen tant els indicadors de demanda com els d'oferta.

tuar en els nivells del desembre del 2006, continua reduint la capacitat de despesa de les famílies.

L'evolució dels indicadors d'oferta també reflecteix l'important deteriorament de les condicions econòmiques. Cal destacar, d'una banda, la forta caiguda de l'activitat industrial, el 7,7% interanual al novembre, la més intensa d'ençà que es recopila la sèrie. Alguns dels responsables d'aquest daltabaix, a més de la feblesa de la demanda interna, són l'extensió i l'aprofundiment de la crisi a nivell global. Això ha fet que la caiguda de les exportacions del novembre també fos la més important d'ençà que es recopila la sèrie, el 10,2% interanual. En aquest context, no sorprèn que els indicadors de confiança industrial s'hagin enfonsat fins a mínims històrics.

Una de les poques variables econòmiques que aporta bones notícies és la inflació, que, al desembre, va baixar fins a l'1,6% interanual, 2,5 punts percentuals per sota de la registrada al juliol. Això ha permès que el Banc Central Europeu mantingui la tònica a la baixa dels tipus d'interès. En la reunió del gener, va tornar a abaixar en 50 punts bàsics el tipus de referència i el va situar en el 2%. Si la inflació es manté en taxes moderades, i segons les previsions sembla que serà així al llarg del 2009, la capacitat de compra de les llars disposarà d'un bon suport, i, a més a més, el Banc Central Europeu podrà deixar els tipus d'interès en aquests nivells, o fins i tot més baixos, en els propers trimestres.

La inflació és l'única variable que proporciona bones notícies.

Sembla, doncs, que la crisi financera ha arribat a l'economia real i està dinamitant la confiança dels agents econòmics de la zona de l'euro. Per dilucidar les possibilitats de recuperació econòmica a curt termini caldrà seguir de prop dos temes fonamentals. D'una banda, un dels senyals de la recuperació econòmica ens la pot donar la demanda interna si, al final, respon a la forta davallada dels tipus d'interès. L'altre focus d'atenció se centrarà en la definició i en l'execució dels plans d'estímul econòmic que els governs dels diferents estats membres estan posant en marxa. Com es destaca a l'informe de la Comissió Europea, el seu efecte sobre el creixement pot ser substancial.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	3,0	2,7	2,2	2,1	1,5	0,7	–	...	–
Vendes al detall	1,6	0,9	–0,3	–0,2	–1,5	–1,4	–2,0	–1,5	...
Confiança del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,3	–23,6	–25,1	–29,7
Producció industrial	4,0	3,5	3,1	2,5	1,1	–1,5	–5,7	–7,7	...
Sentiment econòmic (1)	106,3	108,4	104,3	100,5	96,5	88,5	80,0	74,9	67,1
Taxa d'atur (2)	8,3	7,4	7,2	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8	...
Preus de consum	2,2	2,1	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2	2,1	1,6
Balança comercial (3)	–10,4	20,1	34,3	24,4	13,8	–11,1	–25,5	–35,8	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,7	4,5	4,9	5,0	5,3	4,7	3,8
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,6	107,7	110,6	112,8	115,6	113,7	107,6	106,8	112,0

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

Alemanya: un nou pla per al 2009

L'any 2008 ha estat el final d'una etapa de forta expansió, amb un creixement acumulat del 5,9% entre el 2006 i el 2007. Aquest creixement es va basar, principalment, en dos pilars: una demanda exterior en auge i una forta inversió. No obstant això, l'afebliment dels dos factors va comportar l'entrada en recessió tècnica en el tercer trimestre del 2008, després de dos trimestres consecutius amb caigudes intertrimestrals del PIB.

Les dades disponibles del quart trimestre del 2008 mostren la intensificació d'aquesta tendència. Així, al novembre, va presentar un enfonsament de la demanda, amb reduccions interanuals del 3,2% de les vendes al detall i del 9,2% de les exportacions. Aquesta contracció de la demanda externa tanca sis anys de creixement continu de les exportacions i es converteix en el pitjor any des del 1993. Al desembre, la confiança del consumidor es va continuar deteriorant i va presentar la caiguda intermensual més important des de l'inici de la sèrie el 1979 (7,5 punts), a causa, sobretot, del component futur, reflex de les expectatives pessimistes dels consumidors.

Des de la perspectiva de l'oferta, el panorama no és més esperançador. L'evolució interanual de la producció industrial va caure al novembre per tercer mes consecutiu (6,3%) i es va situar en nivells similars als del 2006. Tot i que no es tracta de la caiguda registrada més intensa, no s'havia produït abans un descens similar en tan poc temps. No és gens estrany, per tant, la brusca caiguda de l'indicador IFO d'activitat empresarial, que es troba en mínims històrics des de la seva creació el 1991. No n'hi ha hagut prou amb la reducció de la inflació fins a l'1% ni amb el manteniment de la taxa d'atur al desembre per millorar les expectatives sobre l'evolució de l'economia a curt termini.

Aquest deteriorament de l'escenari econòmic ha provocat la revisió de les previ-

Deteriorament molt intens dels principals indicadors d'oferta i demanda a Alemanya.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	3,2	2,6	1,7	2,7	1,9	0,8	–	...	–
Vendes al detall	0,3	–2,3	–3,5	–0,9	–0,1	0,6	0,1	–3,2	...
Producció industrial	6,0	5,9	5,0	4,9	3,0	–0,1	–3,6	–6,3	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	103,9	104,0	102,1	94,9	90,1	85,8	82,6
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,5	8,1	7,9	7,7	7,6	7,6	7,6
Preus de consum	1,6	2,3	3,1	2,9	2,9	3,1	2,4	1,3	1,0
Balança comercial (***)	151,3	181,5	195,1	199,1	201,3	194,6	188,3	179,6	...

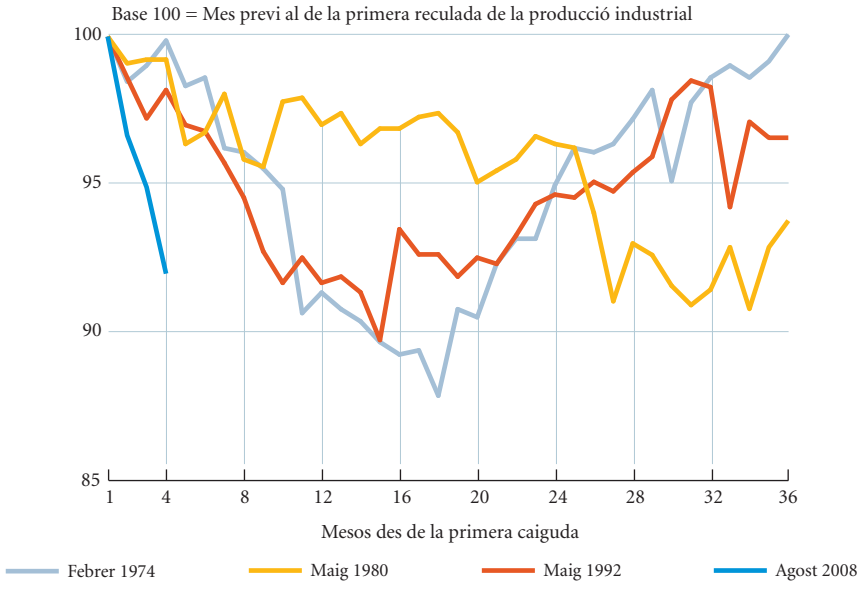
NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

La Comissió Europea pronostica la reculada més intensa del PIB alemany des del 1960.

sions per part de la Comissió Europea, que se situen en línia amb les publicades per l'Institut IFO en el mes anterior. Segons la Comissió, el PIB reculará el 2,3% en el conjunt del 2009, el descens més intens des del 1960. El principal motiu serà la reducció de la inversió en capital fix (5,2%) i de les exportacions (6,1%). Les previsions de la Comissió pronostiquen que la recuperació tindrà lloc el 2010, amb un creixement de 0,7 punts percentuals. La taxa d'atur augmentarà un punt

LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL CAU MÉS RÀPIDAMENT

Reculada acumulada de la producció industrial en els últims episodis amb caigudes



FONTS: Institut d'Estadística Alemany i elaboració pròpia.

percentual durant aquests dos anys i arribarà al 8,1%.

Atesa aquesta tessitura, el govern alemany va decidir començar l'any 2009 amb l'anunci d'un nou paquet d'estímul econòmic, valorat en 50.000 milions d'euros, que, units als 18.000 milions del primer paquet aprovat al novembre del 2008, equivaldran al 2,7% del PIB alemany i es repartiran entre el 2009 i el 2010. Les principals mesures del nou paquet combinen l'augment de la despesa pública en infraestructures, les rebaixes fiscals per incrementar el poder adquisitiu de les famílies i les ajudes per a la renovació del parc automobilístic. El nou paquet inclou també la creació d'un nou fons de 100.000 milions d'euros per avalar nous crèdits a empreses, que s'afegeixen als 15.000 milions del primer pla. Arran d'aquestes mesures, el dèficit públic alemany vorejarà el 3% del PIB el 2009 i superarà aquest nivell el 2010.

S'aprova un nou paquet d'estímul alemany valorat en 50.000 milions d'euros.

Expansió monetària i, ara, també fiscal

La crisi financera iniciada a l'agost del 2007 va empitjorar molt el 2008. Aquesta situació va fer que els governs adoptessin mesures sense precedents per evitar un col·lapse financer i, de retruc, una forta caiguda de l'economia mundial. Al llarg del primer semestre del 2008, es va confirmar que la política monetària agressiva (importants retallades dels tipus d'interès i mesures d'expansió quantitativa) i la intervenció directa en el sistema financer i bancari no eren suficients, ni tenien l'efectivitat necessària, per mitigar els riscos creixents de recessió global i fins i tot, en algunes economies, d'una profunda depressió. Això ha impulsat les autoritats a replantejar l'estratègia per afrontar la crisi i a dissenyar mesures de política fiscal dirigides específicament a estimular l'activitat econòmica.

La política fiscal pot ser una bona opció per afrontar una caiguda temporal del creixement econòmic, encara més en un context com l'actual, en què una política monetària laxa no és suficient per reduir l'aversió al risc dels individus ni per recuperar la confiança en els mercats financers globals. De tota manera, aquesta estratègia també comporta riscos: la falta de coordinació internacional, una inadequada dimensió de l'estímul fiscal i el seu possible impacte sobre els tipus d'interès (vegeu el requadre «Dèficit públic i tipus d'interès: la sostenibilitat és la clau»), i el temps que es pot trigar a implementar els programes dissenyats. Seria òptim que la implementació es realitzés de forma simultània a tots els països per maximitzar l'impacte i les sinergies entre les economies i per minimitzar l'anomenat «efecte polissó», o, en altres paraules, que una part de l'impacte positiu es converteixi en més importacions i no estimuli el creixement del PIB.

A l'hora de dissenyar un pla fiscal, sorgeixen diversos interrogants: Increment de la despesa en infraestructures? Retallada dels impostos? De forma temporal o permanent? Mesures específiques o d'ampli abast? La combinació de mesures és crucial per determinar l'efectivitat i l'eficiència quan es tracta de reactivar l'activitat a temps, facilitar l'ajustament controlat d'alguns sectors i crear ocupació. L'heterogeneïtat existent entre els plans fiscals anunciats respon a la diferent valoració dels riscos que fan els governs.

Els Estats Units han estat els primers que han anunciat i que han avançat de forma decidida en el disseny de plans d'estímul fiscal. Un primer pla, aprovat al febrer del 2008, se centrava en el foment del consum de les llars en un moment de clara desacceleració de l'activitat. El segon estímul fiscal dels Estats Units ha estat anunciat pel president Obama, i, tot i que encara no se'n coneixen els detalls específics, tot indica que s'aproparà als 825.000 mi-

lions de dòlars i que comprendrà un conjunt de mesures per estimular l'activitat econòmica a curt termini i d'altres de tall més estructural amb un efecte a més llarg termini. Entre les mesures que tindran un impacte immediat, hi ha les transferències als estats per evitar la paralització dels projectes locals en marxa. El pla també consta d'una reducció d'impostos d'uns 250.000 milions, i la quantitat restant es destinarà a despesa pública amb un èmfasi especial en infraestructura de transport, energia i educació.

A Europa, els plans fiscals reflecteixen la situació econòmica que travessen els diferents països de la zona. Observant els països, és possible distingir dos grans grups. D'una banda, els països amb un elevat grau d'endeutament de les llars i en què el sector de la construcció ha tingut una contribució determinant en el creixement econòmic, com Espanya, el Regne Unit i Irlanda. De l'altra, els països en què el sector de la construcció va contribuir de forma moderada al creixement i les famílies registren un palanquejament més baix, com Alemanya, França i Itàlia. El primer grup ha patit un impacte negatiu més profund de les pertorbacions generades pels mercats financers en l'últim any.

Aquesta senzilla separació posa de relleu per què, des d'un començament, els governs d'Espanya i del Regne Unit han dissenyat plans discrecionals d'estímul fiscal substancialment més importants que els seus veïns europeus. El govern alemany ha decidit, en les últimes setmanes, ampliar el volum del programa fiscal des del 0,6%

PLANS INTERNACIONALS D'ESTÍMUL FISCAL

	Quantitat (milions)	% PIB	Principals línies d'acció		Quantitat (milions)	% PIB	Principals línies d'acció
Estats Units Pla 2008	152.000 $	1,1%	Devolució de 600 $ als contribuents individuals amb ingressos < 75.000 $, 1.300 $ a famílies amb ingressos < 150.000 $ i un crèdit fiscal de 300 $ per fill.	Estats Units Pla 2009	825.000 $	5,5%	Pla Obama: anuncis sobre inversió en carreteres i ponts, tecnològiques, educació i salut. Mesures d'eficiència energètica. Detalls per confirmar.
França	10.000 €	0,5%	Infraestructures de transport i energia. Avançament de la devolució d'impostos. Mesures de suport a la indústria.	Espanya	18.000 €	2,4%	Infraestructura local i nacional. Habitatge social. Inversions generadores d'ocupació i suport (demanda) a sectors estratègics. Eliminació de l'impost de patrimoni.
Alemanya	68.000 €	2,7%	Inversió en infraestructures, escoles i hospitals. Suport a pimes, retallada temporal de les càrregues socials per a salut, incentius per comprar cotxes nous.	Regne Unit	30.000 €	1,2%	Despesa del govern. Reducció de l'IVA del 17,5% al 15% fins al final del 2009 per incentivar la demanda.
Itàlia	8.000 €	0,5%	Transferències a famílies i límit en interès hipotecari. Retallada en impostos corporatius, tarifes de peatges i serveis públics.	Japó	70.000 $	1,6%	Famílies i petites empreses: assistència financera i retallada d'impostos sobre les hipoteques. Despesa en inversió.
				Xina	164.000 $	4,9%	Inversió en àrees rurals, avançament d'inversions, reconstrucció, lloguers econòmics. Subsidi a agricultors i crèdits a petites empreses. Reducció de l'IVA.

FONTS: Fonts nacionals i estimacions pròpies.

del PIB previst inicialment fins al 2,7%. Per la seva banda, França i Itàlia hi destinaran el 0,5% del PIB, estímuls fiscals relativament més modestos i centrats, sobretot, en la inversió pública, els efectes dels quals s'apreciaran principalment el 2010. Els plans fiscals d'Espanya i el Regne Unit doblen aquestes magnituds i contenen elements que poden estimular l'activitat a més curt termini.

Als Estats Units, els dubtes se centren en l'efectivitat de la retallada dels impostos, ja que s'estima que els contribuents destinaran una part important dels beneficis a augmentar l'estalvi i a cancel·lar deutes contrets prèviament, és a dir, no es destinarà al consum de béns. Les previsions de l'equip econòmic del president Obama sobre l'impacte acumulat que tindrà l'estímul fiscal el 2009-2010 el situen al voltant del 3,7% del PIB, tot i que la incertesa és molt elevada. A Europa, les diferències entre els plans fiscals de cada govern podrien mitigar les sinergies dels efectes positius sobre l'activitat real i és probable que els plans d'alguns països (per exemple, de França i d'Itàlia) siguin insuficients per contrarestar la caiguda de l'activitat prevista.

En definitiva, l'activisme fiscal s'ha posat en marxa. Ara falta esperar que els fruits siguin els desitjats i que arribin a temps.

França: el 2009, any de vaques magres

Segons les previsions de la Comissió Europea, França va créixer el 0,7% el 2008, xifra sensiblement inferior al 2,2% anotat el 2007. A més a més, l'informe estima que el descens del PIB en els tres últims mesos del 2008 es podria situar en l'1,6% intertrimestral. L'enfonsament dels indicadors de producció industrial i de confiança i la continuïtat de la restricció al crèdit auguren un 2009 feble. Tampoc no ajuda la feblesa dels països importadors de productes francesos. Enrere queda la lleugera esperança del creixement positiu del 0,1% intertrimestral del PIB registrat en el tercer trimestre del 2008. França no defuig la recessió.

La forta caiguda del PIB francès cap al final del 2008 es reflecteix en la mala evolució de la producció industrial, que va caure el 9,0% interanual al novembre. Així mateix, altres indicadors de l'activitat industrial suggereixen que la tendència a la baixa s'intensificarà en els propers mesos. Per exemple, la taxa d'utilització de la capacitat productiva se situa molt per sota del seu nivell mitjà a llarg termini. A més a més, tant l'índex de sentiment econòmic com la cartera de comandes han reculat al desembre i han assolit un mínim històric d'ençà que es compilen aquestes xifres.

S'espera una contracció del PIB francès durant el quart trimestre del 2008 i durant la primera meitat del 2009.

Des de la perspectiva de la demanda, diverses dades indiquen que el consum intern està molt apagat. Així, el consum de les llars es va enfonsar l'1,7% interanual al desembre, molt per sota de l'augment de l'1,0% del mes anterior. Aquest descens en picat del consum és una dada preocupant, sobretot si es té en compte que el desembre sol ser un mes d'elevada despesa familiar, induïda per la campanya nadalenca. Així mateix, la confiança del consumidor va continuar a la baixa al desembre i va assolir nivells de l'ordre de 34 punts negatius.

Les xifres mostren que no solament la demanda interna afluixa, sinó que també ho fa la demanda externa, ja que el dèficit comercial es va ampliar fins als 56.900 milions d'euros al novembre, per damunt

La producció industrial s'enfonsa a França.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	2,4	2,1	2,2	2,0	1,2	0,6	–	...	–
Consum de les llars	3,3	4,4	3,8	2,4	1,5	0,9	0,6	1,1	–1,7
Producció industrial	0,9	1,4	2,5	1,7	–0,4	–2,5	–8,0	–9,0	...
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	7,8	7,6	7,7	7,7	7,8	7,9	...
Preus de consum	1,7	1,5	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6	1,0
Balança comercial (**)	–27,4	–33,3	–38,4	–42,0	–45,8	–50,6	–55,6	–56,9	…

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

La demanda fluixeja i la inflació es modera.

del dèficit de 55.600 de l'octubre. Igualment, cal esperar que el nombre d'aturats augmenti de forma considerable en els propers mesos. Així, la taxa d'atur repuntava fins al 7,9% al novembre, una dècima percentual per damunt del registre de l'octubre. En aquest entorn, l'única nota optimista l'aporta la moderació de la inflació, que es va situar en l'1,0% al desembre, per sota de l'1,6% anotat en el mes anterior.

S'estima una caiguda de l'1,8% del PIB francès per a l'any 2009.

Atesa aquesta conjuntura econòmica tan adversa, la Comissió Europea preveu una reculada del PIB francès de l'1,8% el 2009. S'estima també que hauria d'haver-hi una recuperació molt gradual el 2010, amb un creixement del 0,4%. Tot i que el pla governamental d'estímul econòmic pal·liarà la caiguda de l'activitat en 0,4 i en 0,2 punts percentuals el 2009 i el 2010, respectivament, serà insuficient per evitar la caiguda del PIB. Així mateix, aquest pla propiciarà que el dèficit fiscal augmenti en 0,8 punts percentuals addicionals i arribi al 5,4% del PIB, superior al 3,2% previst per al 2008.

Itàlia: el 2009, un any difícil

La Comissió Europea esbossa una caiguda del 2,0% del PIB italià el 2009.

Itàlia va entrar en recessió tècnica durant el tercer trimestre del 2008, juntament amb la majoria de països europeus. No obstant això, l'economia transalpina ha estat, segons les estimacions de la Comissió Europea, una de les poques que ha presentat una reculada del PIB en el conjunt del 2008. Les noves dades revisades per la Comissió preveuen una recuperació exigua del PIB a partir del 2010, després de dos anys consecutius de caigudes, del 0,6% el 2008 i del 2,0% el 2009.

Els escassos indicadors disponibles per als últims mesos del 2008 confirmen aquest pronòstic. Pel costat de la demanda, les vendes al detall es van reduir al novembre del 2008 el 3,0% interanual, mentre que la confiança del consumidor manté la tendència decreixent i s'apropa al mínim assolit el 1993. La desacceleració de les exportacions en els últims mesos, amb una caiguda de l'1,3% interanual a l'octubre del 2008, agreuja encara més la reducció de la demanda. Pel costat de l'oferta, l'índex de producció industrial va registrar una caiguda del 9,0%, la màxima des de l'inici de la sèrie el 1996. A més a més, la confiança industrial es continua deteriorant i, al novembre, va assolir un nou mínim dels vint-i-cinc últims anys. La desacceleració de l'IPC, amb un creixement del 2,8% en el quart trimestre (2,2% al desembre), continua essent l'única dada positiva.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	1,9	1,4	0,1	0,4	–0,2	–0,9	–	...	–
Vendes al detall	1,2	0,5	0,5	0,9	–1,7	0,5	–0,7	–3,0	...
Producció industrial	2,5	–0,1	–2,9	–1,3	–1,6	–4,3	–7,5	–9,0	...
Taxa d'atur (*)	6,8	6,1	6,3	6,6	6,7	6,7	–	...	–
Preus de consum	2,1	1,8	2,4	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7	2,2
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–8,9	–9,1	–8,6	–10,4	–12,1	–12,9	...

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

Les perspectives per enguany són poc esperançadores. L'increment previst de la taxa d'atur sobre població activa (1,5 punts percentuals el 2009, segons la Comissió Europea) agreujarà la reculada de la demanda, que, juntament amb la caiguda de la inversió en capital fix, serà un fort llast per a l'economia italiana. Només l'augment de la despesa pública, arran del pla d'estímul fiscal aprovat al desembre del 2008 i valorat en 8.000 milions d'euros, compensarà parcialment la recessió. Es tracta d'un paquet reduït, ja que l'elevat endeutament públic, superior al 100% del PIB, no permet fer un ús ampli de les polítiques fiscals discrecionals.

El pla d'estímul econòmic italià no serà suficient per compensar la caiguda de l'activitat.

Regne Unit: el 2009, la pitjor recessió entre les grans economies de la Unió Europea

En el quart trimestre del 2008, l'economia britànica va recular l'1,5% intertrimestral, resultat que, sumat al descens del 0,6% del tercer trimestre, la posiciona en una situació de recessió tècnica. La resta d'indicadors disponibles confirmen un deteriorament intens de la conjuntura econòmica britànica. Des del costat de la demanda, la confiança del consumidor ha continuat a la baixa i s'ha situat en nivells negatius de 29 punts. Cal destacar que la majoria dels components de sentiment econòmic es troben en mínims històrics des de l'inici de la recollida d'aquestes dades. A més a més, la sobtada caiguda de les matriculacions (propera al 30% interanual en els tres últims mesos del 2008) reafirma la feblesa del consum del Regne Unit.

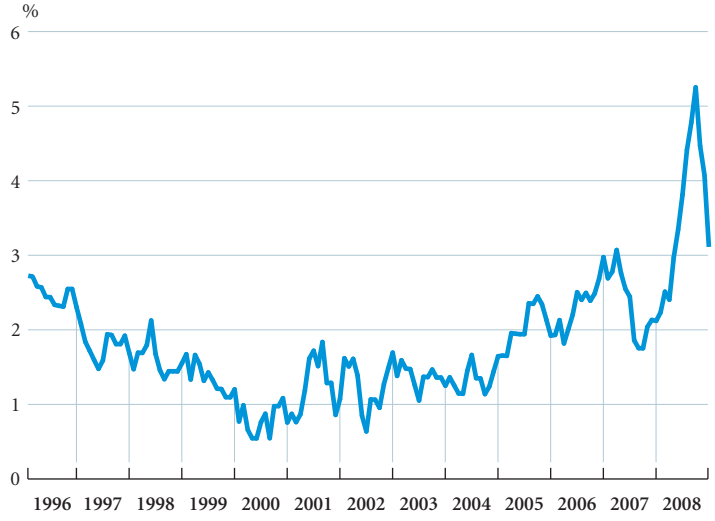
Així mateix, les dades mostren que no solament el consum intern fluixeja, sinó que també ho fa la demanda externa. Efectivament, malgrat la depreciació de la lliura esterlina, el canvi efectiu nominal de la qual ha perdut gairebé el 25% del seu valor en l'últim any, el dèficit comercial no es corregeix. El component inversor no és millor, ja que el grau d'utilització de la capacitat productiva va recular en el quart trimestre.

En aquest context de feblesa generalitzada de la demanda, no sorprèn que la producció industrial s'hagi enfonsat en els últims mesos. Al novembre, la producció industrial va baixar el 6,9% interanual, la pitjor caiguda des de l'inici de la compilació d'aquesta estadística. En aquest context, la Comissió Europea ha previst una contracció de l'economia britànica del 2,8% interanual per al 2009, una reculada del PIB sensiblement superior a l'experimentada per la resta de grans economies de la Unió Europea.

S'espera una contracció del PIB britànic en el quart trimestre.

ES FRENA LA INFLACIÓ BRITÀNICA

Variació interanual de l'índex de preus de consum



FONT: ONS.

S'estima una reculada del PIB del 2,8% per al 2009...

Fins i tot la situació laboral, un dels punts forts del Regne Unit, s'ha començat a ressentir. Així, la xifra d'aturats registrats va arribar als 1,16 milions al desembre, la xifra més alta des del gener del 2000, de manera que la taxa d'atur registrat se situa en el 3,6%, tres punts per damunt de la taxa anotada el mes anterior.

L'única informació optimista, com a la resta de països de la Unió Europea, l'aporten la desacceleració dels preus i la davallada dels tipus d'interès. Els dos factors comportaran una millora de la situació financera de les famílies i de les empreses. La inflació s'ha moderat al desembre i s'ha situat en el 3,1% interanual, taxa significativament inferior al 4,1% anotat al novembre. La moderació de la inflació és deguda, sobretot, a la reducció de l'IVA, però també a la caiguda dels preus del sector energètic i als descomptes agressius de les rebaixes. Així mateix, el passat 8 de gener, el Banc d'Anglaterra va abaixar en mig punt percentual el tipus d'interès fins a l'1,5%, la taxa més baixa des de l'any 1694.

...però hi ha algunes notícies optimistes: la inflació es modera i baixen els tipus d'interès.

El Regne Unit, atès aquest marc tan advers, va anunciar l'any passat un pla governamental d'estímul fiscal, que puja a l'equivalent a l'1,2% del PIB. Cal esperar que la bateria de mesures aporti un creixement addicional, tot i que es desconeix en quina mesura. No obstant això, serà clarament insuficient per pal·liar de manera substancial la reculada del PIB el 2009. Cal indicar, a més a més, que un dels factors inquietants del pla rau en el fort impacte que tindrà sobre el dèficit britànic. Segons les estimacions de la Comissió Europea, el total de les mesures fiscals comportarà que el dèficit augmenti mig punt percentual el 2009 i un punt percentual el 2010 i que arribi al 8,8% del PIB el 2009 i al 9,6% el 2010.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	2,8	3,0	3,0	2,6	1,7	0,3	–	–1,8	–
Vendes al detall	3,2	4,4	3,9	5,4	4,4	2,3	1,7	1,4	3,9
Producció industrial	0,7	0,4	1,0	0,6	–1,2	–2,5	–5,2	–6,9	...
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6
Preus de consum	2,3	2,3	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1	3,1
Balança comercial (**)	–72,5	–83,2	–88,4	–90,9	–93,2	–94,6	–93,9	–94,2	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,3	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8	3,9
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	98,0	103,9	102,2	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4	81,2

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
(***) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Europa emergent: ràpid deteriorament de les expectatives

Que l'Europa emergent no sortiria indemne de la combinació de crisi financera mundial i alentiment econòmic global era una qüestió assumida des de fa uns quants mesos. El notable deteriorament dels indicadors d'activitat en el tram final del 2008 suggereix que la situació podria ser fins i tot pitjor del que s'havia previst. Es tracta, sobretot, del resultat de la forta dependència d'aquestes economies dels mercats dels països europeus industrialitzats, gairebé tots en situació de recessió. En aquest context, només la remissió de les tensions inflacionistes serveix de pal·liatiu parcial a una conjuntura negativa.

El cas de Polònia serveix d'exemple concret de la materialització de l'enduriment de la crisi a la regió. Així, al novembre, les vendes al detall van caure un important 13,8% interanual, que representa un descens superior als quatre punts percentuals només en un mes. Lleugerament millors van ser les dades de producció industrial, que va recular el 4,4% en taxa interanual al desembre. L'enfonsament manufacturer ha estat degut, especialment, a l'empitjorament de les exportacions, el creixement de les quals, en saldo acumulat de dotze mesos, va passar del 7,8% interanual de mitjana del tercer trimestre al 3,9% del novembre.

Les economies emergents d'Europa s'endinsen en una fase de desaceleració econòmica.

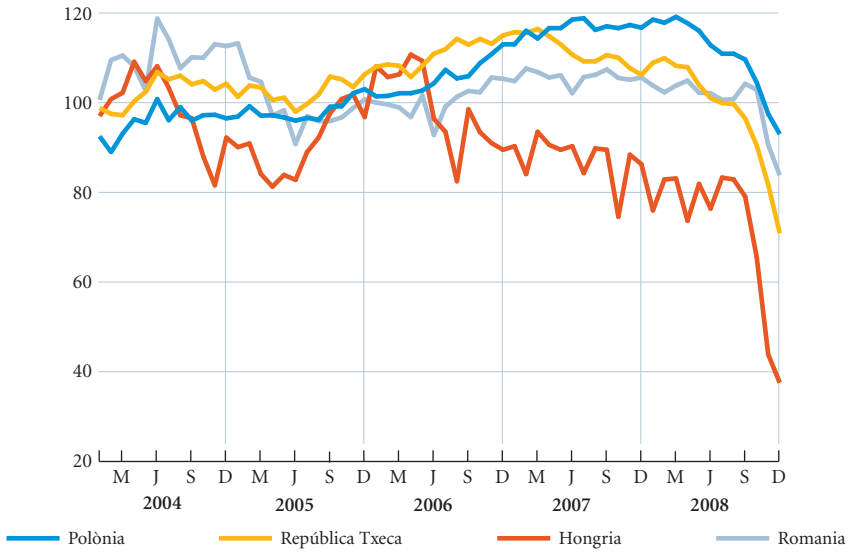
La combinació d'aquesta tendència amb el relatiu dinamisme de les importacions explica l'ampliació del dèficit comercial fins als 85.500 milions de zlotys al novembre (en saldo acumulat de dotze mesos), que cal comparar amb el desequilibri comercial de 84.000 milions de zlotys de l'octubre. Així i tot, cal recordar que el dèficit comercial vorejarà el 7% del PIB el 2008, una xifra elevada, però no de les pitjors de l'Europa emergent. La inflació, com s'ha comentat més amunt, s'ha reconduït de manera notòria i ha arribat al 3,4% interanual al novembre, mínim des del desembre del 2007.

Atesa aquesta situació d'empitjorament cíclic, els mercats financers han reaccionat penalitzant en termes relatius certs

Fort ajustament de la demanda i de l'oferta a Polònia.

L'EUROPA EMERGENT PERD GAS

Indicador de sentiment econòmic



FONT: Comissió Europea.

Els mercats financers pressionen els països amb més desequilibris.

països de la regió que són percebuts com a més problemàtics. Es tracta, en la major part dels casos, de les economies que han acumulat més desequilibris macroeconòmics. Així, el risc d'impagament del deute públic (recollit pels contractes de *Credit Default Swaps o* CDS), després de moderar-se lleugerament al desembre, ha tornat a repuntar al gener. Tant el nivell actual com la tendència fan pensar que els mercats perceben més riscos d'impagament en el cas dels tres estats bàltics (Estònia, Letònia i Lituània) i també de Bulgària, Romania i Hongria.

POLÒNIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB	9,0	8,2	8,7	9,8	9,9	9,3	–	...	–
Vendes al detall	7,3	4,1	3,2	2,0	0,2	–4,3	–9,6	–13,8	...
Producció industrial	12,0	9,6	8,6	8,5	8,2	3,0	–0,1	–9,2	–4,4
Sentiment econòmic (*)	106,2	117,3	117,7	119,3	116,3	111,3	105,3	98,3	93,8
Taxa d'atur (**)	13,9	9,6	8,5	7,8	7,4	6,8	6,5	6,5	...
Preus de consum	1,1	2,4	3,3	4,3	4,4	4,8	4,3	3,8	3,4
Balança comercial (***)	–43,9	–44,2	–68,5	–72,8	–76,6	–80,4	–84,0	–85,5	...

NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de zlotys.
FONTS: Organismes nacionals d'estadística, banc central nacional, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Precisament, les divises d'aquests dos últims països han estat objecte de fortes pressions depreciadores des de l'inici del 2009. No és una coincidència que Romania i Hongria estiguin entre els estats de la regió que registren una desacceleració econòmica més intensa. L'escenari que descompten els mercats també és assumit progressivament pels analistes econòmics. Per esmentar un exemple paradigmàtic, les previsions de reculada del PIB de l'economia hongaresa, que no fa pas gaire se situaven en una caiguda de l'1,5%, ara s'han començat a revisar a la baixa i s'han situat en la zona del 3%-4%.

En una línia similar, tot i que probablement encara massa optimistes, la Comissió Europea ha anunciat recentment unes previsions de creixement a la baixa per al 2009 a tota la regió. En aquest context, s'especula amb un relaxament monetari intens que permeti pal·liar l'alentiment econòmic. Ara com ara, entre els emergents comunitaris, el banc central magiar ha optat per una primera retallada el 2009 de 50 punts bàsics, que deixa el tipus d'intervenció en el 9,5%.

Es comencen a revisar a la baixa les previsions de creixement per a la regió i s'anticipen sensibles rebaixes dels tipus d'interès de referència.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Els bancs centrals continuen actuant amb energia

Els bancs centrals intenten normalitzar els mercats de crèdit.

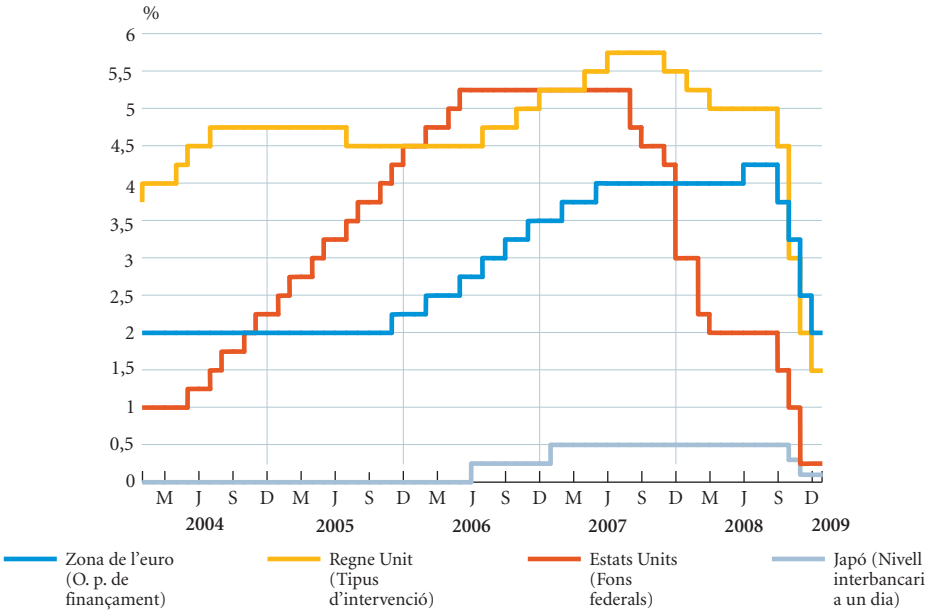
Els bancs centrals més importants del món continuen sense poder-se relaxar. Alguns, els que encara tenen marge, han retallat el tipus d'interès oficial; d'altres realitzen un seguiment minuciós de qualsevol canvi de condicions en els mercats financers, els quals reflecteixen el cru hivern de l'hemisferi nord, ja que continuen, si no congelats, amb temperatures molt baixes.

Al mateix temps, els bancs centrals també procuren explicar les seves estratègies. Així, per exemple, el governador de la Fed, Bernanke, va aprofitar un discurs per realitzar un repàs de totes les mesures adoptades per lluitar contra la crisi actual. Va fer una distinció interessant entre la política monetària del Banc del Japó durant els anys 2001-2006, coneguda com «expansió quantitativa», i la que està implementant la Fed, que va anomenar «expansió creditícia». En l'expansió quantitativa, es passa de determinar els tipus d'interès a establir un objectiu de creixement de les reserves dels bancs comercials al banc emissor.

L'expansió creditícia, utilitzada per la Fed, coincideix amb l'expansió quantitativa en un aspecte: el resultat de les dues és un

EL REGNE UNIT I LA ZONA DE L'EURO RETALLEN EL TIPUS OFICIAL

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

augment del balanç del banc central. En el cas de la política d'expansió quantitativa, però, l'augment se centra en el creixement de les reserves dels bancs (que formen part del passiu del balanç del banc central) sense tenir en compte la composició dels préstecs i dels títols en la part de l'actiu. En canvi, la Fed es concentra en la composició dels actius al seu balanç i en els efectes sobre les condicions als mercats de crèdit per a les famílies i les empreses. Aquest és el motiu de la multiplicitat i varietat de programes per injectar liquiditat, ja que cadascun ataca problemes en diferents mercats financers.

La Fed utilitza una política d'expansió creditícia.

D'altra banda, el Banc d'Anglaterra va mantenir la tendència de retallades del tipus d'interès de referència iniciada a l'octubre de l'any passat. El 8 de gener, va rebaixar en 50 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) el tipus d'interès oficial fins a deixar-lo en l'1,5%, el nivell més baix des de la creació del banc el 1694. En el comunicat en què justificaven la decisió, els membres del comitè de política monetària del banc central van fer referència a les enquestes empresarials, que indiquen una acceleració en la contracció econòmica del Regne Unit. A més a més, van comentar la necessitat d'adoptar mesures per lluitar contra la reducció del flux de concessió de crèdit als agents econòmics.

Igualment, el Banc Central Europeu (BCE) va retallar el tipus d'interès de referència en la reunió del 15 de gener, del 2,50% al 2,00%. Tenint en compte aquesta última retallada, el BCE ha reduït el tipus oficial en 225 punts bàsics des del 8 d'octubre de l'any passat. El president Jean-Claude Trichet va reconèixer la significativa desacceleració de l'economia de la zona de l'euro i va afirmar que els riscos a la baixa en el creixement, advertits ja en els mesos anteriors, s'han materialitzat. Afortunadament, la forta caiguda de la inflació a la zona de l'euro, per sota del nivell de referència del 2% del BCE, li dóna més marge de maniobra per continuar baixant.

Tot i que el president del BCE no es compromet mai preanunciant decisions sobre els tipus d'interès dels propers mesos, va avançar, en resposta a un periodista, que no descarta una nova retallada. A més a més, va suggerir que la reunió del mes de març podria ser l'escenari possible per realitzar-la.

Finalment, el BCE va declarar que és important que els diferents països adoptin polítiques fiscals que siguin sostenibles a llarg termini. Va reconèixer que les polítiques d'estímul fiscal, tot i que necessàries, s'hauran de corregir quan s'hagi superat la situació actual, per evitar que els dubtes sobre la viabilitat a mitjà termini redueixin l'estímul fiscal.

El Banc d'Anglaterra i el BCE retallen els tipus d'interès de referència i no descarten noves davallades.

Si durant els últims mesos la preocupació més gran dels bancs centrals era evitar la fallida de les institucions de crèdit, ara és recuperar el flux de crèdit en els diferents mercats financers. Els bancs centrals utilitzen tot l'arsenal al seu abast per aconseguir-ho. Per exemple, al Regne Unit, s'han concedit nous poders al banc central perquè pugui prestar fins a 50.000 milions de lliures esterlines directament a les empreses. En definitiva, si els bancs comercials han curtcircuitat la política monetària, el banc central comença a ocupar les funcions que, en condicions normals, realitzen els comercials en l'assignació de crèdit.

En aquest sentit, s'albira una novetat substancial en la gamma de mesures dissenyades per combatre la crisi. Al començament de la crisi *subprime*, als Estats Units i al Regne Unit, es van proposar plans per adquirir actius tòxics dels bancs. Posteriorment, el Regne Unit va derivar aquests plans cap a la recapitalització de

Es reprèn la idea sobre la importància de comprar actius tòxics dels bancs per neutralitzar la crisi.

les entitats, idea que va ser copiada per l'antic secretari del Tresor, Paulson, als Estats Units. No obstant això, recentment, tant Bernanke com el ministre de finances anglès, Darling, han rescatat aquesta idea i han defensat la importància de la compra d'actius tòxics per mitigar la incertesa que coarta els mercats financers.

El deute públic discrimina el risc de crèdit

Continua la tendència de normalització al mercat interbancari.

Pel que fa als mercats de renda fixa, continua la tendència de millora dels mercats interbancaris iniciada al desembre de l'any passat. En el cas de la zona de l'euro, el tipus d'interès euríbor a un any s'ha reduït fins al 2,57%, quan, en el moment de més tensió al setembre, va assolir el 5,5%. Es manté, aproximadament, el mateix diferencial que en el mes anterior de 57 punts bàsics en relació amb el tipus oficial del BCE, però, en valor absolut, la davallada és substancial.

Als Estats Units, els bancs estan disposats a prestar-se diners a tres mesos cobrant un tipus d'interès de l'1,13%. Però és al Regne Unit on s'ha produït el canvi més intens, ja que els bancs anglesos, al setembre, es cobraven el 6,30% per un dipòsit a tres mesos, mentre que ara aquest nivell ha lliscat fins al 2,24%.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2008									
Gener	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrer	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Març	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Maig	4,00	4,86	5,10	2,00	2,68	0,92	5,00	5,87	2,78
Juny	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Juliol	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agost	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,70
Setembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Novembre	3,25	3,85	3,95	1,00	2,22	0,93	3,00	3,91	1,23
Desembre	2,50	2,89	3,05	0,25	1,43	0,10	2,00	2,77	0,75
2009									
Gener (1)	2,00	2,41	2,57	0,25	1,13	0,10	1,50	2,24	0,75

NOTES: (1) Dia 20.
(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%), 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%), 4-12-08 (2,50%), 15-01-09 (2,00%).
(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).
(4) Últimes dates de variació: 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 4-12-08 (2,0%), 8-01-09 (1,50%).
(5) Tipus d'interès interbancari.
FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2008								
Gener	3,93	4,05	4,13	4,31	3,59	1,44	4,48	2,81
Febrer	3,89	4,01	4,06	4,33	3,51	1,37	4,47	2,96
Març	3,90	4,11	4,22	4,42	3,41	1,28	4,35	2,92
Abril	4,12	4,33	4,39	4,58	3,73	1,59	4,67	3,12
Maig	4,41	4,59	4,62	4,86	4,06	1,76	4,99	3,19
Juny	4,62	4,81	4,90	5,17	3,97	1,60	5,13	3,29
Juliol	4,36	4,53	4,67	4,90	3,95	1,54	4,81	3,05
Agost	4,18	4,38	4,55	4,82	3,81	1,42	4,48	2,89
Setembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Novembre	3,26	3,68	3,89	4,46	2,92	1,40	3,77	2,28
Desembre	2,95	3,41	3,81	4,38	2,21	1,17	3,02	2,10
2009								
Gener (*)	2,98	3,55	4,21	4,56	2,41	1,23	2,98	2,16

NOTA: (*) Dia 21.
FONT: Bloomberg.

Aquesta reducció dels tipus d'interès del mercat interbancari incideix en els tipus de múltiples operacions financeres, com, per exemple, les hipoteques o les línies bancàries de crèdit per a les empreses. Aquest és un element important per crear la base d'una recuperació econòmica.

D'altra banda, al mercat de deute públic, s'han introduït dos canvis en relació amb la tendència a la baixa del tipus d'interès ofert per aquests instruments. En primer lloc, s'adverteix una frenada o estabilització d'aquest moviment en l'últim mes. Per exemple, la rendibilitat del deute públic a 10 anys als Estats Units ha augmentat en 20 punts bàsics, fins al 2,41%. Al Japó i a Suïssa, també s'ha produït un lleuger repunt de la rendibilitat. Per la seva banda, el tipus del deute públic a llarg termini del Regne Unit es va reduir en 4 punts bàsics fins a cotitzar en el 2,98%.

Alemanya no ha estat l'excepció, i el seu deute públic a llarg termini va mantenir, aproximadament, la mateixa rendibilitat. No obstant això, és a la zona de l'euro on s'ha introduït el segon canvi significatiu, ja que l'agència de qualificació de risc S&P va fer públiques un seguit de modificacions en les qualificacions sobirans de diferents països de la regió. Per exemple, va rebaixar la qualificació de Grècia, Portugal i Espanya. En el cas d'Espanya, la rebaixa ha estat d'AAA, la màxima qualitat, a AA+. El motiu, segons S&P, és la feblesa estructural de l'economia espanyola. Sobretot, li preocupen la futura evolució de les finances públiques i el dubte sobre la necessària resposta política per afrontar de forma efectiva els reptes econòmics i fiscals.

Aquestes decisions han produït una divergència en l'evolució de la rendibilitat del deute públic dels països de la zona de

S&P rebaixa la qualificació de Grècia, Portugal i Espanya, i s'amplien els diferencials del deute públic a la zona de l'euro.

Al gener, el dòlar tendeix a depreciar-se.

l'euro. Com es pot observar en la taula anterior, han augmentat els diferencials del deute públic de França, Itàlia i Espanya en relació amb el d'Alemanya. Aquesta ampliació del diferencial reflecteix la percepció del deteriorament del risc de crèdit. Per exemple, al gener de l'any passat, un bo emès pel Tresor espanyol pagava un tipus d'interès del 4,13%, 20 punts bàsics per damunt del que s'oferia per un bo alemany. En canvi, ara, el bo espanyol ha de pagar l'1,23% més que l'homòleg alemany. En el cas del deute públic francès a 10 anys, ha d'oferir una rendibilitat el 0,56% superior.

És evident que la probabilitat d'impagament de tots aquests països és molt baixa i similar. Per aquest motiu, sembla que els inversors han sobrereaccionat en relació amb aquest tema. De manera que no seria descartable que, a mesura que passin els propers mesos, es redueixin una mica aquests diferencials entre el deute públic dels diferents països que formen part de la zona de l'euro.

El mercat de divises reflecteix les incerteses econòmiques

En l'últim trimestre de l'any, el mercat de divises va mostrar una forta volatilitat. Els tipus de canvi van reflectir l'intens deteriorament de les expectatives dels inversors sobre la durada i la severitat de la recessió actual.

Durant el mes de gener, el dòlar s'ha apreciat enfront de totes les divises, llevat del ien japonès, i l'euro, després de la davallada del tipus d'interès per part del BCE, s'ha depreciat enfront de totes les divises, llevat de les dels països de l'Europa de l'est.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-01-2009

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2008	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	89,9	–0,4	–0,8	–17,9
Lliura esterlina	0,728	8,0	6,3	41,5
Franc suís	1,143	4,3	6,5	3,0
Dòlar canadenc	1,264	3,4	3,6	18,1
Pes mexicà	13,940	5,4	1,9	21,1
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,292	–7,4	–7,6	–10,6
Ien japonès	116,1	–7,7	–8,3	–24,2
Franc suís	1,476	–3,2	–1,2	–7,9
Lliura esterlina	0,940	0,0	–1,5	26,4
Corona sueca	10,750	–2,5	–1,8	13,4
Corona danesa	7,450	0,0	0,1	0,0
Zloty polac	4,341	5,2	4,6	18,8
Corona txeca	27,57	5,2	2,7	4,8
Forint hongarès	284,4	7,7	7,1	9,5

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

LA LLIURA TORNA A ATACAR LA PARITAT ENFRONT DE L'EURO

Lliures esterlines per euro

NOTA: Última dada, 21 de gener.
FONT: Bloomberg.

És normal que l'euro s'hagi depreciat arran de la retallada del tipus d'interès i de les perspectives de mesures addicionals en el futur. En canvi, divises com l'zloty polonès, la corona txeca i el forint hongarès s'han depreciat enfront de l'euro a causa de les febleses estructurals d'aquestes economies en la crisi actual. Sobretot per l'endeutament en divises estrangeres d'alguns d'aquests països.

Cal destacar dues monedes: la lliura esterlina i el ruble rus. En el cas de la divisa britànica, pot semblar que la situació és estable, ja que, en la taula anterior, s'observa que, en l'últim mes, la variació entre la lliura esterlina i l'euro ha estat inexistent. Amb una mica més de perspectiva, però, l'evolució d'aquest tipus de canvi mostra que s'ha produït una intensa depreciació de la lliura esterlina enfront de l'euro, del 22%, durant el període que va de les acaballes d'octubre al final de l'any passat. Després d'apropar-se a la paritat, es va imposar la presa de beneficis, i la lliura es va recuperar fins a cotitzar 0,90 enfront de l'euro. Però els dubtes sobre la situació de solvència del sistema financer britànic i els rumors sobre la nacionalització de grans bancs del Regne Unit han pesat sobre la cotització de la lliura, que s'ha tornat a depreciar enfront de l'euro. Efectivament, el 21 de gener, un euro comprava 0,94 lliures esterlines.

En el cas del ruble, l'explicació se centra en la importància del petroli en les exportacions. L'enfonsament del preu del cru ha implicat una reducció substancial dels ingressos per aquest concepte. A més a més, la fugida de capitals iniciada l'any passat per les tensions geoestratègiques entre Rússia i Geòrgia va obligar el banc central rus a intervenir en el mercat per defensar el ruble.

Finalment, les autoritats russes van adoptar la decisió de depreciar de forma ordenada la divisa russa en diverses sessions. Si, el 26 de desembre, un dòlar comprava 29 rubles, un mes més tard, es canviava per 32,8 rubles, de manera que la divisa

Les divises de l'Europa de l'est es deprecien enfront de l'euro.

La lliura esterlina i el ruble es deprecien amb intensitat.

DEPRECIACIÓ CONTROLADA DEL RUBLE RUS

Rubles per dòlar

NOTA: Última dada, 21 de gener.
FONT: Bloomberg.

L'inici de l'any no canvia la tendència a la baixa de les borses...

russa s'ha depreciat el 13,3%. Caldrà veure l'impacte sobre la inflació russa d'una depreciació del 40% des de l'agost del 2008. En declaracions públiques, les autoritats russes s'han mostrat satisfetes de l'evolució d'aquest procés i n'han descartat una intensificació.

Mal inici d'any per a la renda variable

L'any passat va ser un dels pitjors de la història a les borses. La majoria dels índexs de renda variable dels països desenvolupats van patir caigudes que van des del 34% del Dow Jones fins al 50% de l'índex italià. Pèrdues d'aquesta magnitud, i realitzades en un horitzó temporal d'un any, permeten entendre la gravetat de la crisi internacional, que es va reflectir en la forta caiguda del preu de les accions de les empreses que cotitzen a la borsa.

...a causa de la decepció sobre els beneficis empresarials, de la revisió a la baixa dels resultats previstos...

Potser més d'un gestor de carteres d'inversió va veure amb il·lusió com acabava l'any per poder tancar un període molt complicat. No obstant això, l'inici del 2009 no ha canviat la trajectòria. En les tres primeres setmanes de gener, s'han produït caigudes addicionals del 10%, la qual cosa representa un malson fet realitat per als inversors. Per exemple, la borsa alemanya ha retallat el 12,1% addicional, mentre que la borsa de Madrid ho feia el 10,9%. Però les caigudes han estat generalitzades, ja que l'S&P nord-americà va caure el 10,5% i l'índex Eurostoxx 50 va fer-ho el 8,6%.

Tres factors expliquen aquest moviment negatiu. En primer lloc, la publicació de beneficis del quart trimestre del 2008, que han estat pitjors del que s'esperava. En segon lloc, les empreses han indicat revisions a la baixa dels beneficis previstos per als propers trimestres. I, finalment, els analistes financers han revisat a la baixa el preu objectiu de moltes companyies. Les cotitzacions recullen el canvi de l'entorn global en què operen en l'ac-

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

21-01-2009

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*7.949,1*	*–7,3*	*–9,4*	*–34,3*
Standard & Poor's	*805,2*	*–9,3*	*–10,9*	*–39,2*
Nasdaq	*1.440,9*	*–7,9*	*–8,6*	*–38,4*
Tòquio	7.901,6	–8,0	–10,8	–40,7
Londres	4.031,4	–6,0	–9,1	–27,7
Zona de l'euro	2.174,0	–11,1	–11,2	–41,3
Frankfurt	*4.225,4*	*–10,0*	*–12,2*	*–37,8*
París	*2.878,0*	*–10,8*	*–10,6*	*–39,3*
Amsterdam	*235,8*	*–5,5*	*–4,1*	*–44,2*
Milà	*17.661,0*	*–10,3*	*–9,2*	*–47,9*
Madrid	*8.195,3*	*–11,6*	*–10,9*	*–35,1*
Zuric	5.307,5	–2,8	–4,1	–27,2
Hong Kong	12.583,6	–16,8	–12,5	–47,2
Buenos Aires	1.044,6	–4,7	–3,2	–44,3
São Paulo	37.272,1	–4,8	–0,7	–30,6

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

tualitat. En definitiva, s'ha reduït la capacitat de generació de beneficis per enguany.

Dues condicions són necessàries perquè es pugui recuperar el pols empresarial. En primer lloc, el final de la caiguda dels preus del mercat immobiliari. D'aquesta manera s'evitarà el deteriorament dels actius en balanç dels bancs. A més a més, cal reprendre el flux de crèdit als diferents mercats financers. No obstant això, aquestes dues condicions *sine qua non* per a la recuperació requeriran un cert temps, ja que assolir-les no és una tasca senzilla.

...i de la revisió a la baixa del preu objectiu de moltes empreses.

Dèficit públic i tipus d'interès: la sostenibilitat és la clau

La relació entre el dèficit públic i els tipus d'interès és una qüestió controvertida, objecte de diverses aproximacions teòriques, múltiples estudis empírics i freqüents disputes polítiques. Sembla que el balanç global del debat apunta que l'impacte del dèficit públic sobre els tipus d'interès és modest quan el dèficit és moderat i percebut com a controlable, però que, malgrat tot, pot causar estralls als mercats de capitals quan es qüestiona la sostenibilitat de les finances públiques.

Hi ha dos canals bàsics a través dels quals els dèficits públics poden afectar els tipus d'interès. En primer lloc, un dèficit públic més elevat pot alterar l'equilibri entre estalvi i inversió agregats i pressionar a l'alça el tipus d'interès real de l'economia (i, per tant, el del conjunt dels instruments financers). En segon lloc, els dèficits augmenten l'estoc de deute públic, en termes absoluts i en termes relatius a la resta d'actius financers; el deteriorament (present i esperat) de la posició financera del sector públic pot incrementar la prima de risc per impagament incorporada en el tipus d'interès dels bons públics.

Dèficit públic i tipus d'interès real

Aquesta relació ha estat profusament investigada durant les tres últimes dècades, tant en el pla teòric com en l'empíric, amb resultats mixtes que mantenen la controvèrsia oberta.

L'enfocament teòric convencional, d'inspiració keynesiana, postula que els dèficits provoquen un augment del tipus d'interès. L'anàlisi parteix de la identitat comptable per la qual la inversió d'un país és igual a l'estalvi, que inclou l'estalvi de les famílies, de les empreses i del govern. Quan el govern augmenta el dèficit (estalvia menys), augmenta la competència pels fons prestables, la qual cosa pressiona a l'alça els tipus d'interès i redueix la inversió privada (l'anomenat efecte *crowding-out*).

En l'enfocament convencional amb mobilitat internacional del capital, desapareix la relació entre les dues variables. Un augment del dèficit públic redueix l'estalvi interior, però el seu lloc l'ocupen els fluxos internacionals de capital, de manera que ni els tipus d'interès ni la inversió es veuen afectats.

En l'enfocament neoclàssic o de l'equivalència ricardiana, la relació entre dèficit i tipus d'interès és més complexa i, generalment, força feble. Per exemple, un augment del dèficit públic arran d'una rebaixa dels impostos indueix un canvi de comportament de les famílies, que, anticipant més impostos futurs, opten per consumir menys i estalviar més. Conseqüentment, l'estalvi no es veu alterat, ni tampoc la inversió ni els tipus d'interès.

Des de l'influent treball de Robert Barro, i coincidint amb l'augment dels dèficits públics als Estats Units durant els vuitanta i començament dels noranta, múltiples estudis han intentat comprovar el compliment de l'equivalència ricardiana en aquest país. Més recentment, i atesa la forta acumulació de reserves per part dels països emergents, la dimensió dels fluxos internacionals de capital ha guanyat protagonisme en els estudis sobre els determinants dels tipus d'interès.

Un article de Gale i Orszag del 2004[1] recopila l'evidència de 66 estudis empírics relatius als Estats Units. Justament la meitat, 33, van trobar efectes significatius dels dèficits sobre els tipus d'interès. En l'altra meitat, no es van identificar efectes, o bé eren ambigus. Addicionalment, van simular un augment del dèficit de l'1% del PIB amb 10 destacats models macroeconomètrics dels Estats Units (inclosos els de la Reserva Federal, CBO, DRI i Macroeconomic Advisers) i van obtenir un rang de resultats molt ampli (alça del tipus d'interès entre 0,10 i 0,99 punts percentuals al cap d'un any).

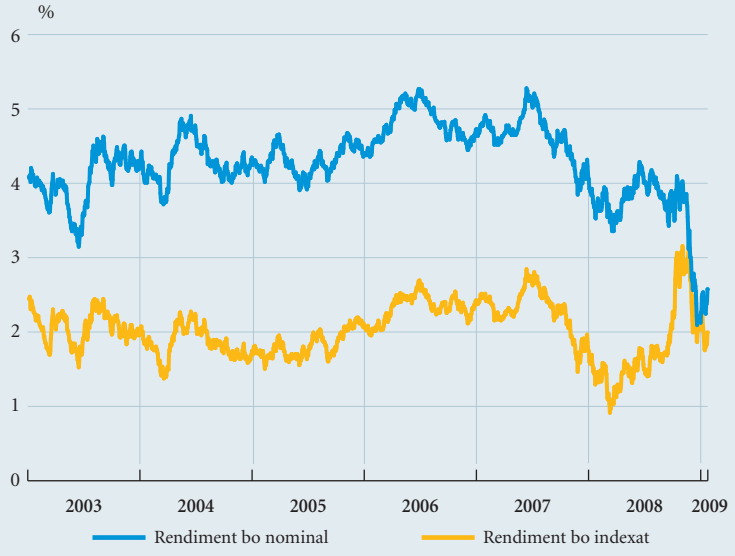
Aquesta disparitat de resultats obeeix, en bona part, a diferències notables entre els estudis en elements com el període de la mostra, les tècniques estadístiques o la definició de les variables rellevants. Aquesta última qüestió és especialment transcendent, atès que permet incorporar el segon canal d'influència esmentat més amunt.

(1) Gale, W. i Orszag, P., «Budget Deficits, National Saving and Interest Rates», Brookings Papers on Economic Activity, 2004, núm. 2.

En efecte, Gale i Orszag adverteixen que la majoria d'estudis que tenen en compte no solament el dèficit present sinó també els dèficits esperats per al futur, i consideren els tipus d'interès a llarg termini, conclouen que la relació entre les dues variables és estadísticament significativa i de més magnitud. Els mateixos Gale i Orszag estimen que un augment de l'1% del PIB en els dèficits projectats en el futur incrementa els tipus dels bons públics entre 0,25 i 0,35 punts percentuals. Aquests resultats, però, no han deixat de ser controvertits, ja que altres anàlisis metodològicament similars conclouen que la magnitud de l'impacte és molt menor (per exemple, Engen i Hubbard (2004)[2] l'estimen en només 0,03 punts percentuals).

DESCENS RECENT DEL TIPUS D'INTERÈS REAL I NOMINAL DEL DEUTE PÚBLIC DELS ESTATS UNITS

Tipus del bo indexat a la inflació i del bo nominal a 10 anys dels Estats Units



FONT: Thomson Reuters Datastream.

En aquest mateix sentit, des del 2004, l'experiència no ha contribuït a aclarir els dubtes sobre la relació, en coexistir un notable augment del dèficit públic amb uns nivells anormalment baixos dels tipus a llarg termini. S'han suggerit diversos factors explicatius d'aquesta dinàmica, un dels quals és l'emfatitzat per l'«enfocament convencional amb mobilitat internacional del capital»: les compres massives de deute públic dels Estats Units per part d'inversors estrangers, en particular els governs i els bancs centrals d'Àsia i l'Orient Mitjà. Warnock i Warnock (2006)[3] estimen que aquest factor redueix en uns 0,90 punts percentuals el tipus dels bons públics a 10 anys. Però també aquí els estudis empírics discrepen obertament. Així, per exemple, Wu (2008)[4] calcula un impacte molt menor, gairebé imperceptible. Ja en els últims mesos de turbulències financeres, dos factors més s'han afegit per empènyer a la baixa els tipus del deute públic. Primer, el seu caràcter d'actiu refugi i, segon, el posicionament de la Reserva Federal en anunciar la seva predisposició a realitzar compres de bons públics (i d'altres emissors) en la seva estratègia per reactivar els fluxos crediticis i l'activitat econòmica al país.

(2) Engen E. i Hubbard G., «Federal Government Debt and Interest Rates», NBER Macroeconomics Annual, 2004.
(3) Warnock F. i Warnock V., «International Capital Flows and U.S. Interest Rates», International Finance Discussion Papers, núm. 840, Board Of Governors of the Federal Reserve System, 2005.
(4) Wu T., «Accounting For the Bond-Yield Conundrum», Federal Reserve Of Dallas Economic Letter, febrer 2008.

Quan aquests dos últims factors reverteixin a mesura que es vagi superant la situació de crisi, l'evidència empírica ressenyada apunta que la perspectiva de dèficits més grans i d'estoc de deute, juntament amb una moderació en les compres per part dels estrangers, conduirà a un nivell d'equilibri en els tipus a llarg termini als Estats Units en cotes superiors a les actuals.

Dèficit públic i prima de risc

Tal com s'ha apuntat, l'augment dels tipus d'interès podria ser d'envergadura si els agents tenen en algun moment dubtes sobre la sostenibilitat a mitjà i a llarg termini dels comptes públics.

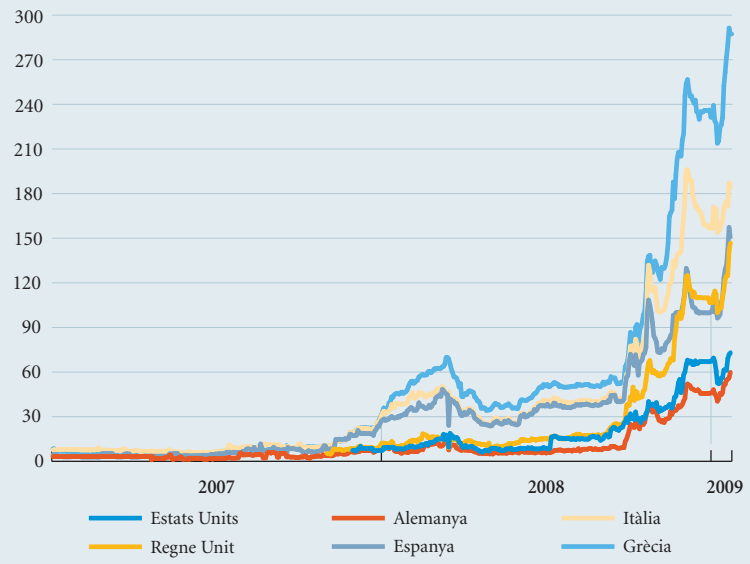
Tant als Estats Units com a Europa, la dinàmica demogràfica genera importants reptes per a les finances públiques (inclosa la seguretat social) a partir, aproximadament, del 2020, amb la jubilació de la generació del *baby boom*. Existeix un ampli consens sobre la necessitat d'adoptar mesures abans d'arribar a aquest horitzó, però, malgrat tot, la gravetat de la crisi cíclica que travessem comporta un augment dels dèficits, que, al seu torn, agreuja els riscos plantejats a llarg termini.

Addicionalment, la perspectiva d'un escenari de dèficits elevats i d'acumulació de deute pot comportar que els agents econòmics temin que les autoritats recorrin a polítiques monetàries i canviàries laxes. El conseqüent risc inflacionista es reflectiria també en un increment del tipus d'interès exigit pels inversors al deute públic.

Ara com ara, han estat els països perifèrics de la zona de l'euro (Grècia, Irlanda, Portugal, Itàlia i Espanya) els que han patit un ràpid repunt de la prima de risc, ben perceptible en el diferencial dels seus bons públics amb els d'Alemanya i en les primes CDS del seu deute (interpretable com la prima per assegurar el risc d'impagament).

AUGMENT DE LES PRIMES DE RISC EN EL DEUTE PÚBLIC

Evolució del CDS en punts bàsics



FONT: Thomson Reuters Datastream.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El Govern i la Comissió Europea revisen a la baixa les previsions de creixement

Amb motiu de l'actualització del Programa d'Estabilitat 2008-2011, elaborat anualment en el marc del procés comunitari de supervisió i coordinació de les polítiques econòmiques, el Govern ha revisat les previsions macroeconòmiques per a l'economia espanyola. D'aquesta manera, malgrat els successius paquets de mesures d'estímul fiscal, que el 2009 representaran un impacte equivalent proper al 2,5% del producte interior brut (PIB), el Govern preveu un creixement negatiu de l'1,6% del PIB en el mateix any, enfront d'una projecció de l'1,0% en l'escenari macroeconòmic del projecte de pressupostos generals de l'Estat per al 2009 presentat al començament de la tardor.

La Comissió Europea també ha revisat a la baixa les projeccions de creixement per a l'economia espanyola en les previsions presentades en la quarta setmana de gener. No obstant això, l'escenari de l'organisme comunitari prediu una recessió una mica més intensa i llarga, amb una caiguda del PIB del 2,0% el 2009 i del 0,25% el 2010, mentre que el Govern augura que la recuperació econòmica començarà en el segon semestre del 2009 i permetrà un augment de l'1,2% del PIB el

La Comissió Europea preveu que la recessió s'allargui fins al 2010...

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES PER A L'ECONOMIA ESPANYOLA

Percentatge de variació real (llevat que s'indiqui el contrari)

Macromagnituds	Estimació 2008	Previsió 2009		Previsió 2010	
		Govern d'Espanya	Comissió Europea	Govern d'Espanya	Comissió Europea
PIB per components de demanda					
Consum privat	0,5	–1,5	–2,6	0,7	0,0
Consum públic	5,1	2,1	2,3	1,5	0,2
Formació bruta de capital fix	–1,8	–9,3	–6,0	–1,2	–3,7
Demanda nacional (*)	0,7	–3,2	–2,8	0,4	–1,0
Exportació de béns i serveis	2,9	0,3	–2,7	3,6	0,6
Importació de béns i serveis	0,6	–4,6	–4,6	0,4	–2,1
PIB	**1,2**	**–1,6**	**–2,0**	**1,2**	**–0,2**
Mercat laboral					
Ocupació (**)	–0,4	–3,6	–3,9	0,2	–2,0
Taxa d'atur (% sobre població activa)	11,1	15,9	16,1	15,7	18,7
Altres magnituds					
Saldo públic (***)	–3,4	–5,8	–6,2	–4,8	–5,7

NOTES: (*) Contribució al creixement en punts percentuals.
(**) Equivalent temps complet en el cas de les previsions del Govern d'Espanya.
(***) En percentatge del PIB.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i Comissió Europea.

...i que la taxa d'atur pugi fins al 18,7%.

2010. Des del punt de vista de la demanda, les principals discrepàncies cal buscar-les en el consum privat (davallada de l'1,5% segons el Govern i del 2,6% segons la Comissió) i en les exportacions (pujada del 0,3% anual per part del Govern i descens del 2,7% per part de la Comissió).

Lògicament, el menor creixement econòmic previst per la Comissió es tradueix en una major destrucció d'ocupació i en un increment més intens de l'atur. Tot i que, per al 2009, les dues previsions situen la taxa d'atur al voltant del 16%, la divergència s'intensifica el 2010, ja que la projecció de la Comissió Europea col·loca la taxa d'atur en el 18,7% de la població activa, 3 punts més que la previsió del Govern.

Atès el deteriorament del saldo públic, l'agència d'avaluació Standard & Poor's rebaixa la qualificació del deute espanyol a llarg termini.

Pel que fa a l'impacte de l'escenari recessiu en els comptes públics, del dèficit estimat en el 3,4% del PIB per al 2008 es passarà gairebé al 6% el 2009. Per a l'any següent, el Govern preveu una reconducció del dèficit públic fins al 4,8% del PIB, mentre que la Comissió Europea el situa gairebé un punt per damunt. En aquest context de deteriorament de les perspectives econòmiques, en la quarta setmana de gener, l'agència d'avaluació de crèdit Standard & Poor's va rebaixar la qualificació del deute sobirà espanyol a llarg termini i el va situar en AA+. Així, es va perdre la màxima qualificació creditícia d'AAA assolida el 2004. No obstant això, l'actual qualificació es col·loca per damunt de països desenvolupats com el Japó, Itàlia i Portugal. D'altra banda, l'agència d'avaluació Fitch va mantenir la qualificació d'AAA per al deute espanyol.

La recessió econòmica s'intensifica a la indústria i a la construcció

Els indicadors econòmics disponibles apunten a una intensificació de la contracció econòmica en el quart trimestre del 2008, després d'un decrement intertrimestral del 0,2% en el tercer. Sembla que la caiguda del consum i de la inversió es va intensificar en el tram final de l'exercici. Pel que fa a l'oferta, a més de la construcció, sembla que la indústria s'ha

FEBLESA DE LES VENDES AL DETALL

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

NOTA: Sèrie ajustada per dies hàbils.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	–2,7	–0,8	–5,6	–5,5	–8,4	–9,4	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	7,7	–1,2	–6,9	–4,1	–19,6	–17,9	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	1,3	–15,3	–19,6	–32,5	–40,0	–49,6	–49,9
Crèdit al consum de béns duradors	14,5	10,0	9,9	8,8	7,1	3,4	–	…	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–12,3	–13,3	–17,3	–20,0	–31,3	–38,3	–44,0	–44,0	–46,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	3,3	2,0	–3,1	–3,8	–14,0	–16,0	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	9,0	–16,0	–16,4	–15,9	–20,9	–39,1	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	4,7	–29,5	–34,1	–50,1	–54,3	–63,2	–65,9
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	9,0	7,3	7,5	4,3	0,2	–4,1	–15,0	–22,5	...
Exportacions	5,6	4,2	4,6	2,2	6,6	7,8	–0,3	–16,5	...

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

afegit a un dur ajustament i que els serveis tampoc no defugen la crisi.

El principal component del producte interior brut (PIB) pel costat de la demanda, el consum privat, va continuar empitjorant en el quart trimestre. L'índex de confiança dels consumidors va caure fins a un mínim històric al desembre, a causa, sobretot, de l'escalada de l'atur. Cal destacar l'enfonsament de les vendes d'automòbils del 49,9% al desembre en relació amb el mateix mes del 2007, percentatge que representa un rècord. D'aquesta manera, el 2008 les vendes de cotxes van sumar 1.161.176 unitats, el volum més baix dels deu últims anys. Mentre les vendes al detall continuaven deprimides, la producció i la importació de béns de consum van intensificar les davallades en els primers mesos del quart trimestre.

L'afebliment de la demanda, tant interior com exterior, i l'alentiment dels beneficis empresarials van incidir negativament en la inversió. La matriculació de vehicles industrials es va enfonsar el 65,9% interanual al desembre i va anotar un descens històric. Sense arribar a aquests extrems, la importació i la producció de béns d'equipament van caure bruscament en els primers mesos de la tardor. Per la seva banda, les vendes interiors de les grans empreses de béns d'equipament i de programari van patir un decrement del 15,0% al novembre en relació amb dotze mesos abans. Pel que fa a la inversió en construcció, un indicador avançat com el consum aparent de ciment va baixar el 37,5% en el quart trimestre en relació amb el mateix període del 2007, 11,4 punts més que en el tercer trimestre.

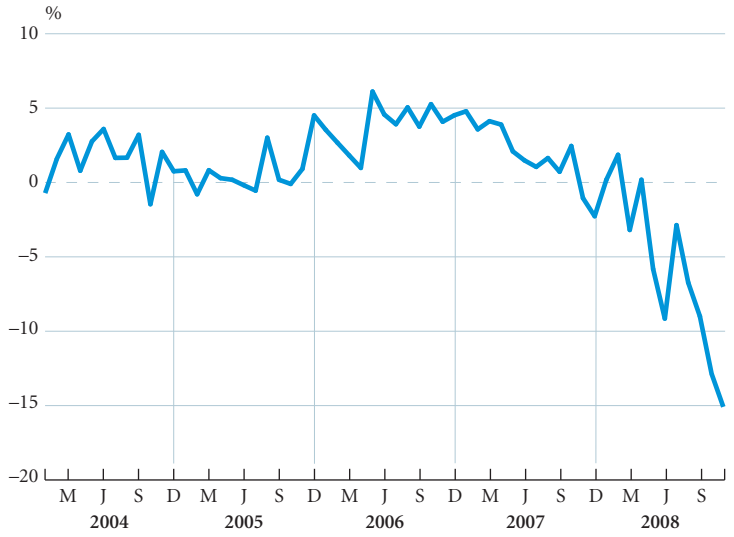
L'índex de confiança dels consumidors cau fins a un mínim històric al desembre, i les vendes d'automòbils s'enfonsen.

En contrapartida, les dades disponibles del comerç exterior de l'octubre i del novembre suggereixen que s'està produint una correcció del dèficit amb l'exterior més intensa del que s'esperava, i, en

La matriculació de vehicles industrials es contreu amb intensitat.

LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL PATEIX LA CAIGUDA MÉS INTENSA DE LES ÚLTIMES DÈCADES

Variació interanual de l'índex de producció industrial



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

La indústria s'ajusta al descens de la demanda.

aquest sentit, cal destacar la desacceleració de les importacions. Així, sembla que la contribució del sector exterior al creixement del PIB va cap amunt, per bé que només frena la caiguda de l'activitat.

Des de l'òptica de l'oferta, la indústria pateix més del que s'esperava i s'ajusta al descens de la demanda. L'índex general de la producció industrial va anotar la caiguda interanual més intensa de les últimes dècades al novembre, el 15,1% en termes ajustats de calendari laboral. El consum d'electricitat va disminuir el 3,6% en el període octubre-desembre en relació amb el mateix període de l'any precedent, i no s'havia anotat cap caiguda des de l'anterior recessió del 1992-1993. Ara com ara, les perspectives no milloren, segons es desprèn del mínim assolit per l'indicador de confiança registrat al desembre i de l'enfonsament del 28,1% de les entrades de comandes industrials al novembre en relació amb dotze mesos abans.

Pel que fa a la construcció, l'indicador de confiança es va col·locar en nivells molt baixos en el quart trimestre. Un indicador avançat com els visats d'obra nova es va reduir el 64,6% a l'octubre en relació amb el mateix mes del 2007. La licitació oficial va baixar el 12,6% a l'octubre en relació amb dotze mesos abans, tot i que la posada en marxa del pla d'estímul econòmic del Govern hauria de reactivar-la en els propers mesos.

Caiguda interanual dels preus de l'habitatge en el quart trimestre del 2008.

L'ajustament en marxa de la construcció respon a la crisi del mercat immobiliari. La sobreoferta d'habitatges continua pressionant els preus a la baixa. Així, l'índex de preus del Ministeri de l'Habitatge va anotar un descens interanual del 3,2% en el quart trimestre del 2008 per primer cop des de la recessió anterior. A més a més, el nombre de transaccions d'habitatges es va col·locar en 36.321 al novembre, amb un descens interanual del 35,6%.

Els serveis tampoc no se salven de la crisi. Així, la xifra de negocis del sector serveis

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	4,0	4,5	4,9	2,7	2,6	1,7	–2,3	–4,9	–3,4
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	–0,2	–0,5	–5,1	–6,1	–12,9	–15,1	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	–3,3	–7,0	–11,9	–18,7	–27,0	–33,0	–38,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,5	81,3	81,1	81,3	80,3	79,3	–	76,8	–
Importació béns interm. no energ. (5)	10,5	8,0	7,1	11,4	6,9	–2,1	–11,2	–21,6	...
Construcció									
Consum de ciment	8,5	0,2	–1,9	–13,3	–19,6	–26,1	–34,4	–41,5	–36,2
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	–1,3	–14,7	–17,3	–23,7	–38,0	–31,0	–35,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	–33,6	–59,8	–56,0	–62,4	–64,6	...	...
Licitació oficial	31,3	–15,0	–33,1	27,8	–30,0	6,6	–12,6	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	–0,3	–3,6	–5,6	–6,4	–7,9	–8,0	...
Turistes estrangers	4,1	1,3	1,4	5,3	0,9	–5,3	–5,4	–11,6	–13,8
Ingressos turisme	5,6	3,6	4,5	5,2	1,0	–0,3	–4,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–3,7	–2,7	–2,7	0,2	–5,2	–13,3	–22,8	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	8,5	7,9	–0,7	–4,9	–10,8	–14,3	–13,7
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	4,8	–0,9	–2,8	–3,7	–8,0	...	...

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

va baixar el 14,6% al novembre en relació amb el mateix mes del 2007. La majoria de les branques industrials anotaven caigudes interanuals de les xifres de negocis. En aquest sentit, els descensos més importants corresponen a la selecció i col·locació de personal i al comerç de vehicles. El turisme registrava un descens anual de l'11,0%, coherent amb una davallada interanual de l'11,6% de l'arribada de turistes estrangers al novembre i amb un decrement anual de les pernoctacions en establiments hotelers del 10,6% en el mateix mes. No obstant això, algunes branques, com la investigació i seguretat, les activitats industrials de neteja i la informàtica, mostraven un cert dinamisme.

Finalment, els efectes de la situació recessiva es manifesten també en un augment de la morositat. Així, el nombre d'efectes de comerç impagats es va incrementar el 37,5% al novembre en relació amb el mateix mes del 2007. El clima econòmic i financer advers incideix també en una menor creació d'empreses. En efecte, al novembre, el nombre de societats anònimes creades va baixar el 38,2% en relació amb el mateix mes de l'any anterior i el de societats limitades, el 37,7%.

Els serveis tampoc no defugen la crisi, tot i que algunes branques mostren un cert dinamisme.

Mercat de treball

Descens d'afiliats a la Seguretat Social

El nombre d'afiliats a la Seguretat Social cau el 4,3% al desembre del 2008 en relació amb dotze mesos abans.

L'any 2008 finalitza amb un marcat deteriorament de l'ocupació. El ritme de destrucció de llocs de treball es va continuar accelerant en el mes de desembre, segons les dades d'afiliats a la Seguretat Social, amb un descens del 4,3% en relació amb el mateix mes del 2007. Aquesta caiguda de l'ocupació en taxa interanual marca un mínim històric d'ençà que es disposa d'estadístiques. Efectivament, ens hem de remuntar a la recessió de 1992 per veure un empitjorament del mercat de treball d'una intensitat similar.

En mitjana mensual, es van destruir 190.075 llocs de treball al desembre i, en el conjunt del 2008, un total de 841.465, dels quals 747.061 eren afiliats espanyols i 94.404, estrangers, xifres que representen uns descensos interanuals del 4,3% i del 4,6%, respectivament.

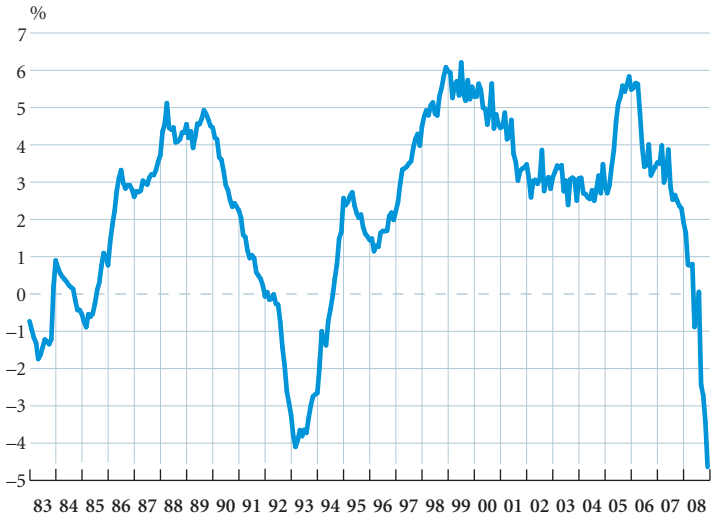
Forta pèrdua d'afiliació a la construcció.

Per sectors d'activitat, el deteriorament del mercat de treball el 2008 va ser generalitzat. Cal destacar que el sector que va patir més la reducció de les afiliacions va ser la construcció, amb un descens interanual del 22,0%, la pitjor caiguda d'ençà que es disposa de dades. A la indústria, la contracció va ser del 6,9% i, als serveis, es va registrar una taxa negativa de l'1,1%.

La contracció de l'ocupació es concentra en el col·lectiu masculí, pel seu pes a la construcció, amb un descens interanual del 6,8%. No obstant això, les afiliades van patir, per segon mes consecutiu, una caiguda, i la seva taxa interanual va quedar situada en l'1,0%.

EL TOTAL D'AFILIATS A LA SEGURETAT SOCIAL RECULA BRUSCAMENT

Variació interanual d'afiliats a la Seguretat Social al final del mes



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Afiliats a la Seguretat Social (1)									
Sectors d'activitat									
Indústria	*–0,1*	*2,4*	*2,5*	*0,8*	*–1,1*	*–2,6*	*–4,4*	*–5,6*	*–6,9*
Construcció	*8,7*	*3,6*	*1,1*	*–2,2*	*–7,0*	*–12,4*	*–17,0*	*–19,8*	*–22,0*
Serveis	*5,2*	*3,4*	*3,1*	*2,9*	*2,2*	*1,4*	*0,4*	*–0,4*	*–1,1*
Situació professional									
Assalariats	*4,7*	*3,1*	*2,5*	*1,6*	*0,3*	*–1,1*	*–2,6*	*–3,8*	*–4,7*
No assalariats	*2,2*	*2,8*	*3,0*	*2,5*	*1,3*	*–0,1*	*–1,2*	*–1,9*	*–2,5*
Total	**4,3**	**3,0**	**2,6**	**1,7**	**0,5**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,5**	**–4,3**
Població ocupada (2)	**4,1**	**3,1**	**2,4**	**1,7**	**0,3**	**–0,8**	**–**	**–**	**–**
Llocs de treball (3)	**3,2**	**2,9**	**2,2**	**1,4**	**0,4**	**–0,8**	**–**	**–**	**–**
Contractes registrats (4)									
Indefinits	41,1	2,0	–21,1	–11,8	–5,6	–13,8	–22,7	–32,0	–23,4
Temporals	4,7	0,3	1,2	–6,5	–7,4	–9,4	–16,3	–26,3	–10,0
Total	**7,9**	**0,5**	**–2,1**	**–7,2**	**–7,2**	**–9,9**	**–17,1**	**–27,0**	**–11,4**

NOTES: (1) Dades mitjanes mensuals.
(2) Estimació de l'enquesta de població activa.
(3) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(4) A l'INEM.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

D'altra banda, la destrucció d'ocupació va ser molt dispar per edats, però va ser especialment intensa entre els més joves de 25 anys, que van experimentar una caiguda propera al 20,0% anual. El descens interanual dels treballadors entre 25 i 54 anys va ser del 3,8%. En canvi, malgrat que el nombre d'afiliats més grans de 55 anys ha alentit el creixement dels mesos precedents, aquest grup encara va anotar un augment interanual de l'1,3%.

La destrucció d'ocupació es concentra en els més joves.

La mateixa tònica desfavorable palesen les xifres de contractacions registrades, que es van situar en 1.117.577, amb una reculada de l'11,4% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Els que van experimentar una caiguda més intensa van ser els contractes indefinits, que van recular el 23,4% fins a representar el 9,2% del total, mentre que els contractes temporals van baixar el 10,0%.

La contractació laboral disminueix, sobretot els contractes indefinits.

Els aturats registrats superen els tres milions

L'augment de la població activa i, sobretot, la destrucció d'ocupació han generat un intens ascens de l'atur. Al final de desembre, el nombre d'aturats registrats pujava a 3.128.963 persones, amb una alça interanual del 46,9%. Així, l'any 2008 es va caracteritzar per una pujada sobtada de l'atur registrat i va representar un gir contundent en la tònica dels últims anys.

Tot i que la pujada de l'atur registrat va afectar tots els grans sectors, cal destacar que la xifra d'aturats s'ha incrementat més del doble a la construcció en els dotze últims mesos. Per sexes, el nombre d'homes aturats va pujar molt més que el de dones, el 78,1% i el 24,8% interanual, respectivament. Així mateix, l'increment

L'atur registrat augmenta el 47% en un any.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

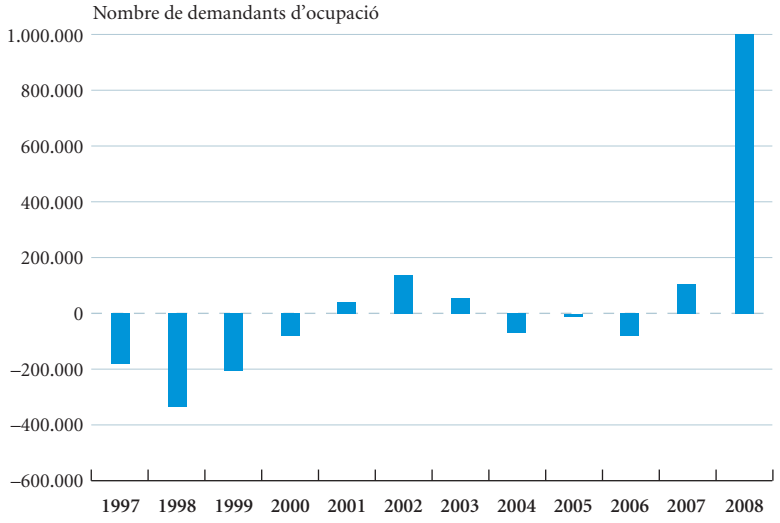
Desembre 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		% participació
		Absoluta	%	
Per sectors				
Agricultura	101.338	32.526	47,3	3,2
Indústria	399.872	119.891	42,8	12,8
Construcció	590.730	306.863	108,1	18,9
Serveis	1.776.050	491.800	38,3	56,8
Primera ocupació	260.973	48.336	22,7	8,3
Per sexes				
Homes	1.576.467	691.328	78,1	50,4
Dones	1.552.496	308.088	24,8	49,6
Per edats				
Menors de 25 anys	385.130	144.747	60,2	12,3
Resta d'edats	2.743.833	854.669	45,2	87,7
TOTAL	**3.128.963**	**999.416**	**46,9**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

2008, ANY D'ESCALADA DE L'ATUR REGISTRAT

Variació interanual de l'atur registrat



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

El nombre d'aturats puja a tots els sectors, però, sobretot, es rabeja a la construcció.

en els registres d'aturats va ser més intens entre els més joves de 25 anys, amb un augment del 60,2%, superior al 45,2% anotat pels més grans.

L'escalada de l'atur registrat va ser generalitzada per comunitats autònomes, tot i que les taxes van ser força dispars i van oscil·lar entre el 15,3% interanual de Ceuta i Melilla i el 76,2% registrat a Múrcia.

Preus

Al desembre del 2008, continua la forta tendència a la baixa de la inflació, gràcies a la caiguda del petroli i d'altres primeres matèries i a la moderació del consum.

La inflació es corregeix fins a l'1,4%, la més baixa des del 1998

Al desembre del 2008, va continuar la tendència de fort descens de la inflació mesurada per l'índex de preus de consum (IPC). La taxa de variació interanual de l'IPC va baixar un punt fins a l'1,4%, gairebé quatre punts per sota del màxim anual del 5,3% anotat al juliol. De llavors ençà, es va iniciar un gir a la baixa, gràcies a l'enfonsament dels preus del petroli i d'altres primeres matèries, que havien assolit màxims històrics. A més a més, la correcció de la inflació també reflecteix la moderació del consum de les famílies.

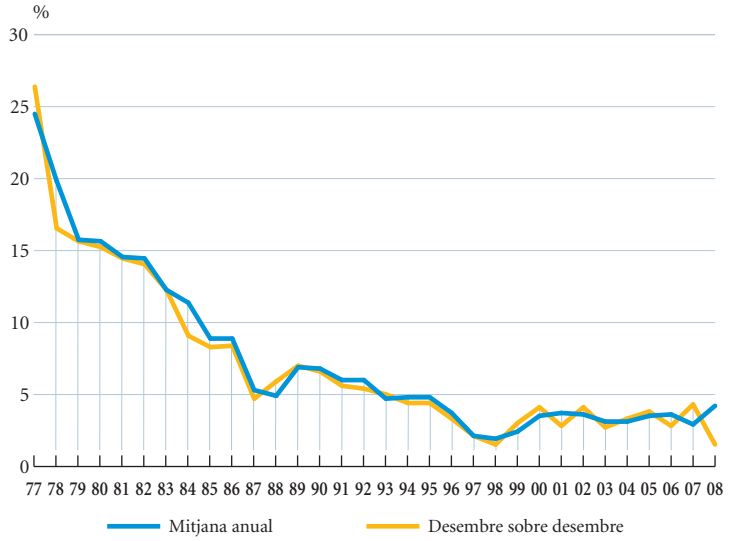
Així, el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els elements més volàtils, els productes energètics i els aliments frescos, es va reduir en 3 dècimes al desembre i va tancar l'any en el 2,4%, 9 dècimes menys que al final del 2007.

La variació anual de l'IPC al final del 2008 va ser la menor des del 1998. No obstant això, la taxa d'inflació anual mitjana de tot l'any va ser del 4,1%, superior al 2,8% anotat el 2007, a causa de la forta pujada provocada per l'escalada del preu de les primeres matèries durant la primera meitat de l'any.

Per components, destaca la variació anual dels carburants i combustibles, que van passar d'una alça anual del 14,4% al desembre del 2007 a una caiguda del 12,9% al final del 2008. Els aliments sense elaborar també van presentar una forta mode-

LA INFLACIÓ MÉS BAIXA DELS DEU ÚLTIMS ANYS, PERÒ NO EN MITJANA ANUAL

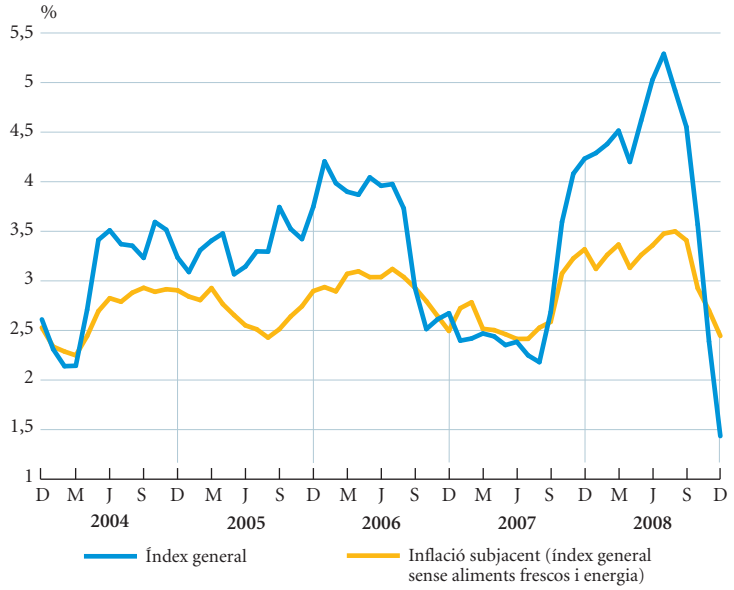
Variació anual de l'índex general de preus de consum



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

FORTA CAIGUDA DE LA INFLACIÓ EN ELS ÚLTIMS MESOS DEL 2008

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Els serveis pugen el 3,8% el 2008, igual que l'any anterior.

ració, des d'un augment anual del 4,9% a l'1,6% en el mateix període.

Els preus dels aliments elaborats també es van desaccelerar notablement i van reflectir la normalització de l'oferta als mercats internacionals agraris de primeres matèries. Així, l'increment anual dels preus d'aquests aliments es va col·locar en el 3,0% al desembre del 2008, 4,3 punts menys que un any abans.

Els béns industrials no energètics es van continuar mostrant molt continguts, gràcies a la forta pressió de la competència internacional. No obstant això, l'increment anual va pujar lleugerament des del 0,3% del 2007 fins al 0,4% del 2008, amb la contribució de la depreciació de l'euro al llarg del 2008. No obstant això, els preus del vestit i calçat es van alentir des d'una alça anual de l'1,2% el 2007 fins al 0,5% el 2008.

Els serveis, més arrecerats de la competència, continuen presentant persistència en les tensions inflacionistes. Així, la taxa de variació anual dels preus dels serveis es va mantenir en el 3,8% al desembre del 2008, el mateix nivell que un any abans. Entre els serveis més inflacionistes el 2008, el transport per avió va pujar el 15,7%; l'ensenyament superior, el 6,0%, i el servei domèstic, el 4,8%.

El 2008 es va produir una notable dispersió de les taxes d'inflació anual per comunitats autònomes, tot i que el rang de variació es va reduir a 1,2 punts entre la més inflacionista, Ceuta, amb el 2,1%, i la menys inflacionista, Castella-la Manxa, amb el 0,9%, enfront d'un interval d'1,7 punts el 2007. Es dóna la circumstància que Ceuta havia estat la ciutat autònoma menys inflacionista el 2007. Deixant de banda Ceuta, nou comunitats autònomes van registrar taxes d'inflació superiors a la mitjana el 2008: el País Basc, Melilla, La Rioja, Madrid, Catalunya, Canàries, Astúries, Aragó i la Comunitat Valenciana.

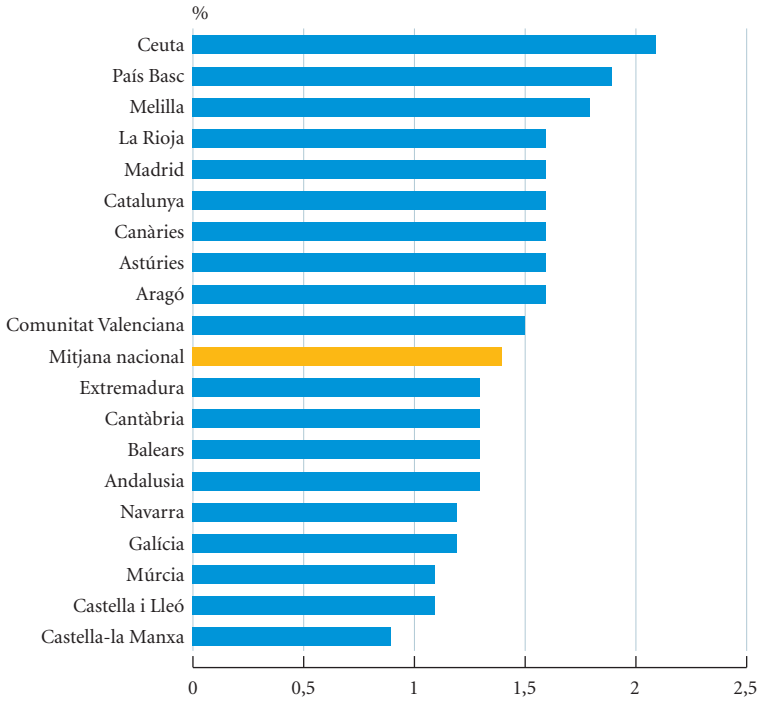
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2007			2008		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual
Gener	–0,7	–0,7	2,4	–0,6	–0,6	4,3
Febrer	0,1	–0,6	2,4	0,2	–0,5	4,4
Març	0,8	0,1	2,5	0,9	0,4	4,5
Abril	1,4	1,5	2,4	1,1	1,5	4,2
Maig	0,3	1,8	2,3	0,7	2,2	4,6
Juny	0,2	2,0	2,4	0,6	2,8	5,0
Juliol	–0,7	1,3	2,2	–0,5	2,3	5,3
Agost	0,1	1,4	2,2	–0,2	2,1	4,9
Setembre	0,3	1,7	2,7	0,0	2,0	4,5
Octubre	1,3	3,0	3,6	0,3	2,4	3,6
Novembre	0,7	3,8	4,1	–0,4	2,0	2,4
Desembre	0,4	4,2	4,2	–0,5	1,4	1,4

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

CASTELLA-LA MANXA, LA COMUNITAT MENYS INFLACIONISTA EL 2008

Variació de l'IPC entre desembre del 2007 i del 2008



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Desembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	110,7	0,9	0,2	6,6	2,4
Begudes alcohòliques i tabac	111,8	0,1	0,0	6,1	3,9
Vestit i calçat	108,9	–1,0	–1,3	1,2	0,5
Habitatge	111,6	0,1	–0,5	4,8	5,9
Parament	106,6	0,3	0,2	2,5	2,6
Medicina	98,8	0,1	–0,1	–2,1	0,3
Transport	99,5	0,8	–3,4	7,1	–5,6
Comunicacions	99,6	–0,2	–0,5	0,8	–0,3
Oci i cultura	99,7	1,4	1,4	–0,8	0,3
Ensenyament	111,5	0,1	0,1	4,1	4,0
Hotels, cafès i restaurants	110,5	0,4	0,0	4,9	4,0
Altres	107,6	0,2	0,1	3,0	3,5
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	111,1	0,4	–0,1	7,4	3,0
Aliments sense elaboració	110,2	1,5	0,6	4,9	1,6
Conjunt no alimentari	105,7	0,3	–0,7	3,4	1,1
Béns industrials	102,5	0,1	–1,7	3,1	–1,5
Productes energètics	*99,8*	*1,1*	*–5,8*	*11,5*	*–7,2*
Carburants i combustibles	*94,8*	*1,4*	*–7,9*	*14,4*	*–12,9*
Béns industrials sense productes energètics	*103,2*	*–0,3*	*–0,5*	*0,3*	*0,4*
Serveis	109,0	0,5	0,3	3,8	3,8
Inflació subjacent (**)	107,4	0,2	0,0	3,3	2,4
ÍNDEX GENERAL	**106,9**	**0,4**	**–0,5**	**4,2**	**1,4**

NOTES: (*) Base 2006 = 100.
(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro passa a ser negatiu per primer cop des del 2001.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea va registrar una alça anual de l'1,5% el 2008. D'aquesta manera, el diferencial amb la zona de l'euro va ser del 0,1% negatiu, el més baix des del 2001. Cal destacar que la reducció d'aquest diferencial ha estat influïda per un pes més gran dels carburants i lubricants en la cistella de la compra espanyola i també per una menor participació de determinats impostos indirectes a Espanya, la qual cosa incrementa la sensibilitat del preu de venda final als descensos dels preus en origen. Així, el preu dels carburants i lubricants va baixar el 18,1% el 2008 en l'IPC harmonitzat espanyol, enfront d'un descens del 15,4% a la zona de l'euro.

Perspectiva de noves davallades de la inflació en els propers mesos.

Malgrat els augments dels preus regulats al gener, les perspectives són de noves davallades de la inflació en els propers mesos. Probablement, la tendència continuarà fins a l'estiu, quan es podria arribar a anotar, transitòriament, taxes de variació anual negatives a causa de l'efecte del preu dels hidrocarburs, que es compararia amb els màxims assolits cap a la meitat del 2008.

Sector exterior

Comerç exterior: millora el dèficit comercial

A l'octubre del 2008, el dèficit comercial acumulat des del gener va arribar als 81.190 milions d'euros i va mantenir d'aquesta manera la desacceleració iniciada en els últims mesos. En un context temporal més ampli, els saldos acumulats de dotze mesos constaten la reculada del dèficit des del seu màxim al juny del 2008, mes en què va arribar als 104.000 milions d'euros. Com ja va succeir al setembre, el creixement interanual de les exportacions acumulades entre el gener i l'octubre del 2008 va ser superior al de les importacions, i la ràtio de cobertura va augmentar fins al 66,4%, superior en 1,2 punts percentuals a la del mateix període de l'any anterior.

El dèficit comercial dels deu primers mesos del 2008 amb prou feines varia en relació amb el del mateix període del 2007, a causa de la millora del component no energètic. La reducció del dèficit dels béns

El dèficit comercial acumulat es continua reduint des de mitjan 2008.

COMERÇ EXTERIOR

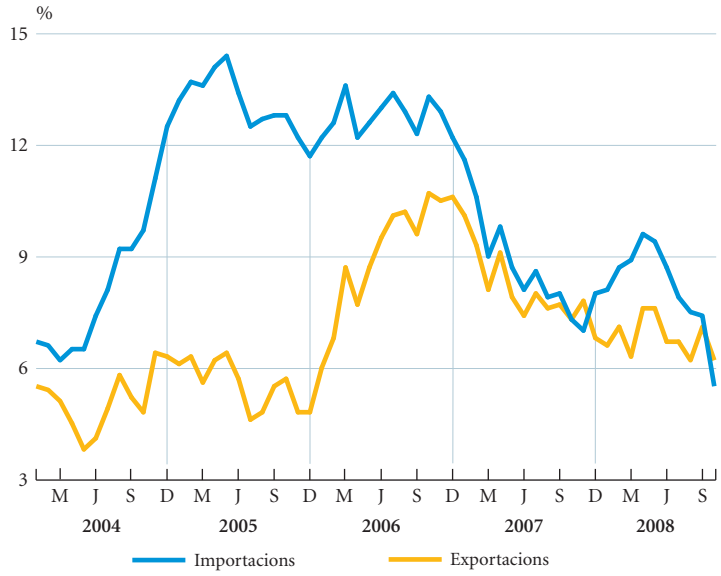
Gener-octubre 2008

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	49.717	48,3	20,5	10.068	59,6	6,3	–39.648	20,3
Béns de consum	59.390	–7,3	24,5	57.078	5,6	35,5	–2.312	96,1
Alimentaris	*13.299*	*2,4*	*5,5*	*18.294*	*8,0*	*11,4*	*4.995*	*137,6*
No alimentaris	*46.091*	*–9,8*	*19,1*	*38.784*	*4,5*	*24,1*	*–7.307*	*84,1*
Béns de capital	20.250	–15,2	8,4	13.759	0,6	8,6	–6.492	67,9
Béns intermedis no energètics	112.585	2,7	46,5	79.848	4,2	49,7	–32.738	70,9
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	132.240	–2,9	54,7	111.423	5,2	69,3	–20.816	84,3
Zona de l'euro	*109.872*	*–3,7*	*45,4*	*88.918*	*4,2*	*55,3*	*–20.954*	*80,9*
Altres països	109.703	15,5	45,3	49.330	10,2	30,7	–60.373	45,0
Rússia	*6.948*	*4,5*	*2,9*	*2.486*	*43,9*	*1,5*	*–4.462*	*35,8*
Estats Units	*9.408*	*14,1*	*3,9*	*6.323*	*–1,1*	*3,9*	*–3.085*	*67,2*
Japó	*4.372*	*–14,6*	*1,8*	*1.227*	*9,4*	*0,8*	*–3.144*	*28,1*
Amèrica Llatina	*13.477*	*9,3*	*5,6*	*7.796*	*–7,8*	*4,8*	*–5.680*	*57,9*
OPEP	*25.340*	*41,3*	*10,5*	*5.815*	*33,6*	*3,6*	*–19.526*	*22,9*
Resta	*50.158*	*12,1*	*20,7*	*25.682*	*13,0*	*16,0*	*–24.476*	*51,2*
TOTAL	**241.943**	**4,7**	**100,0**	**160.753**	**6,7**	**100,0**	**–81.190**	**66,4**

FONTS: Departament de Duanes i Impostos Especials i elaboració pròpia.

DESACCELERACIÓ INTENSA DE LES IMPORTACIONS

Saldo acumulat dels 12 últims mesos



FONTS: Departament de Duanes i Impostos Especials i elaboració pròpia.

Creixement de les importacions a causa, gairebé exclusivament, de l'increment de preus.

de capital i de consum no alimentari compensa el deteriorament de la balança comercial energètica, el saldo negatiu de la qual, durant el període gener-octubre del 2008, augmenta en 12.427 milions d'euros (el 45,6% superior al del mateix període de l'any anterior). No obstant això, el dèficit energètic mensual prossegueix l'evolució a la baixa iniciada al juliol del 2008.

L'anàlisi detallada de l'evolució de les importacions i de les exportacions acumulades en els deu primers mesos del 2008 mostra diferències significatives. L'augment del 4,9% del volum de les exportacions és la principal explicació del creixement del valor dels béns exportats durant aquest període (6,7%). L'1,8% restant és conseqüència de l'augment dels preus dels béns exportats. En canvi, l'increment del 4,2% dels preus de les importacions és el principal motiu del creixement del seu valor (4,7%). Aquest increment dels preus és degut, sobretot, al component energètic, el preu del qual, durant els deu primers mesos del 2008, ha augmentat gairebé el 30% interanual, a causa, fonamentalment, de l'augment del preu del petroli durant la primera meitat del 2008.

L'evolució dels preus dels béns energètics durant els dos últims mesos del 2008, juntament amb la trajectòria de la demanda de béns importats durant la segona meitat de l'any, permet preveure un creixement molt reduït, en termes nominals, de les importacions per al 2008, situació que propiciarà que el dèficit comercial acumulat del 2008 sigui inferior al del 2007 i trenqui la tendència dels cinc últims anys.

Balança de pagaments: continua la desacceleració del dèficit per compte corrent

A l'octubre, el dèficit per compte corrent va arribar als 7.861 milions d'euros, el

BALANÇA DE PAGAMENTS

Octubre

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–73.261	1,0	–90.547	–3.503	4,0
Serveis					
Turisme	*25.131*	*0,9*	*28.029*	*398*	*1,4*
Altres serveis	*–3.608*	*–17,4*	*–4.899*	*114*	*–2,3*
Total	21.524	4,8	23.130	513	2,3
Rendes	–28.865	12,3	–34.679	–5.628	19,4
Transferències	–9.147	9,3	–7.514	1.007	–11,8
Total	**–89.750**	**4,3**	**–109.610**	**–7.611**	**7,5**
Compte de capital	**5.036**	**64,3**	**6.487**	**856**	**15,2**
Balança financera					
Inversions directes	–854	–98,0	–6.626	47.085	–87,7
Inversions de cartera	9.196	–91,0	11.289	–110.019	–90,7
Altres inversions	57.634	168,7	65.206	37.890	138,7
Total	**65.975**	**–16,9**	**69.868**	**–25.044**	**–26,4**
Errors i omissions	4.611	–	9.468	9.389	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	14.127	203,0	23.786	22.410	–

NOTA: El saldo resultant de la suma de la balança corrent, del compte de capital i de la balança financera es compensa per la variació d'actius del Banc d'Espanya més els errors i omissions.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

12,9% per sota de la dada de l'any anterior, en el que representa el quart mes consecutiu amb una reducció interanual. Conseqüentment, el saldo acumulat dels dotze últims mesos s'ha reduït des del juny fins a l'octubre del 2008. La raó d'aquesta millora del desequilibri corrent és la reducció del dèficit de les balances comercial i de transferències en 5.400 milions d'euros, molt superior a l'increment del dèficit de la balança de rendes.

L'augment del dèficit acumulat de dotze mesos del compte corrent i de capital a l'octubre del 2008 va ser de 6.755 milions d'euros en relació amb el mateix mes de l'any anterior, el més baix des del 2004, de manera que es manté la desacceleració iniciada a l'abril del 2008. Conseqüentment, el dèficit es continua reduint després del màxim assolit al juny del 2008 i genera una lleugera reducció de la necessitat de finançament extern per part de l'economia espanyola.

El finançament del dèficit corrent manté el patró dels últims mesos, molt diferent de l'existent abans de l'esclat de les turbulències financeres a l'estiu del 2007. Així, les inversions en cartera (accions, bons, pagarés i cèdules hipotecàries) han deixat de ser la principal font de finançament extern, amb una reducció del saldo acumulat en els dotze últims mesos de 110.000 milions d'euros en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquesta reducció ha estat compensada, en gran part, per la menor inversió directa neta

Els dèficits de la balança comercial i de transferències es redueixen en 5.400 milions d'euros des del juny.

La tendència de les inversions en cartera canvia des del juny del 2008.

cap a l'exterior i per l'augment del finançament mitjançant instruments financers a curt termini (préstecs, dipòsits i repos), que representen gairebé 85.000 milions d'augment del finançament estranger. No obstant això, aquest procés continua perdent intensitat, ja que, des del juny del 2008, el saldo acumulat del finançament mitjançant instruments financers ha disminuït en 6.319 milions d'euros, mentre que, després de quinze mesos de reducció constant, les inversions en cartera netes han augmentat en 7.635 milions d'euros, pel fet que els fluxos d'entrada d'inversió estrangera disminueixen menys que els fluxos de sortida d'inversió espanyola a l'exterior.

Sector públic

El dèficit de les administracions públiques supera el 3% del PIB el 2008

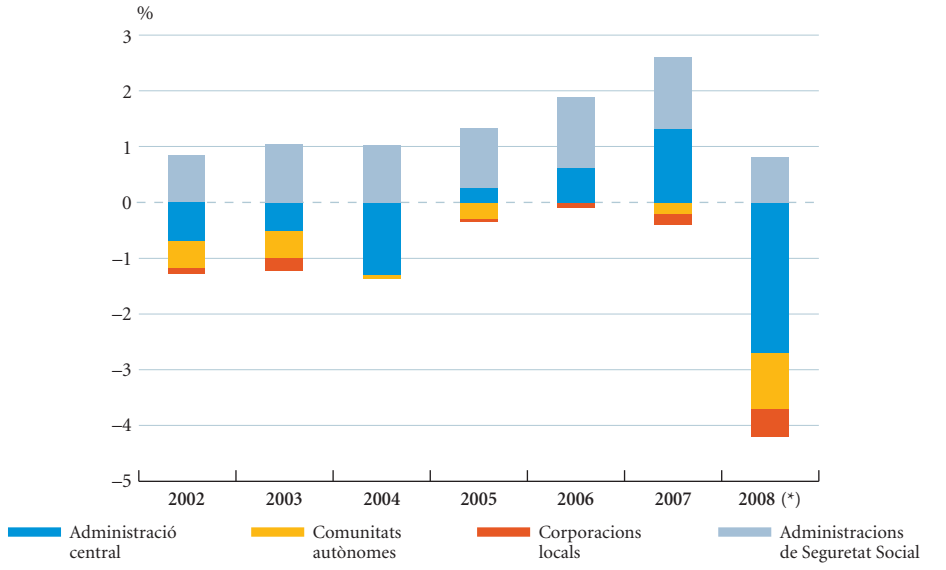
En el marc de l'actualització del Programa d'Estabilitat 2008-2011, el Govern va avançar les projeccions pressupostàries per al 2008, que presenten un dèficit del conjunt de les administracions públiques del 3,4% del producte interior brut (PIB). Aquest resultat supera el límit del 3% establert en el Pacte d'Estabilitat i Creixement de la Unió Europea per primer cop des de la integració en l'euro. El sobtat deteriorament de les finances públiques, després d'haver-se obtingut un superàvit del 2,2% del PIB el 2007, s'explica, sobretot, pels efectes del cicle econòmic sobre l'ocupació, els beneficis empresarials, el consum, la inversió, les importacions i els increments patrimonials, però també per mesures i canvis normatius amb incidència en la recaptació dels principals impostos. A més a més, pel costat de les despeses, també han tingut impacte la forta alça dels pagaments de cobertura de l'atur i la millora progressiva de certs serveis públics.

Tot i que el deteriorament de les finances públiques va tenir un caràcter generalitzat el 2008, la situació varia en funció del nivell de l'administració. El canvi més important es va produir en l'administració central, que va passar d'un superàvit de l'1,3% del PIB el 2007 a un dèficit del

La situació recessiva i un seguit de mesures discrecionals propicien un sobtat gir del signe dels comptes públics.

NOMÉS LA SEGURETAT SOCIAL ACONSEGUEIX SUPERÀVIT EL 2008

Saldo pressupostari per tipus d'administració en percentatge del PIB



NOTA: (*) Projecció pressupostària.
FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Els impostos directes es redueixen en 2,1 punts percentuals sobre el PIB el 2008.

2,7% del PIB el 2008. Els comptes de les comunitats autònomes també van resultar molt afectats, i el seu dèficit va augmentar en 8 dècimes del PIB fins a l'1,0%. El saldo de les administracions locals, partint també d'un dèficit del 0,2% del PIB el 2007, va empitjorar menys, fins al 0,5% del PIB. Finalment, les administracions de la Seguretat Social van mantenir un superàvit, però es va reduir en mig punt fins al 0,8% del PIB.

Els ingressos públics es van reduir al voltant del 6% el 2008, a causa, sobretot, d'una caiguda anual del 12% de la recaptació impositiva. D'aquesta manera, el pes dels ingressos públics sobre el PIB va disminuir en 4 punts fins al 37%. Els impostos directes van baixar el 12%, a causa, fonamentalment, de les mesures discrecionals adoptades. Efectivament, s'estima que la incidència de la reforma de l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) i de l'impost de societats sobre els pagaments a compte i les quotes diferencials a ingressar el 2008 va ser de l'ordre del 0,7% del PIB; la de la deducció anticipada fins a 400 euros en l'IRPF va ser del 0,5%, i la de la lliure elecció dels dos possibles sistemes de càlcul dels pagaments fraccionats i la de la supressió dels efectes fiscals de la nova normativa comptable en el càlcul del pagament fraccionat en l'impost de societats van representar gairebé el 0,3% del PIB. En conjunt, aquestes mesures representarien al voltant de l'1,5% del PIB, enfront d'un descens anual de 2,1 punts del PIB dels impostos directes.

La recaptació per impostos indirectes cau el 12%, afectada per la moderació del consum i per la reculada de les activitats relacionades amb el sector immobiliari.

Els impostos indirectes també van patir una caiguda similar del 12% anual el 2008, motivada, principalment, per la forta moderació del consum privat i per la crisi de les activitats relacionades amb el sector immobiliari, que havia estat un important generador d'ingressos públics en els anys precedents. Així mateix, el nou règim especial de declaració de l'impost sobre el valor afegit per a grups consolidats, en vigor a partir del gener del 2008, segons la Llei 36/2006, del 29 de novembre, que permet compensar els saldos de diferent signe resultants de les autoliquidacions de les entitats del grup, va tenir un efecte proper al 0,3% del PIB. D'aquesta manera, la participació dels impostos indirectes en el PIB va baixar en 1,9 punts el 2008.

Tot i patir la desacceleració de l'ocupació, les cotitzacions socials, una altra rúbrica important dels ingressos, van créixer més del 5%. D'aquesta manera, van aconseguir augmentar lleugerament el seu pes en el PIB fins al 13,1%.

A l'altre costat del balanç, les despeses es van accelerar el 2008 i van anotar un augment anual del 9%. D'aquesta manera, la seva participació en el PIB es va incrementar en 1,5 punts fins al 40,4%. Cal destacar l'expansió del 13% de les transferències socials arran de la pujada de les prestacions per atur i d'altres, com la de 2.500 euros per naixement o adopció de fills, estimada en el 0,1% del PIB.

Les despeses s'acceleren fins a representar el 40,4% del PIB per l'alça de les prestacions de l'atur i per la millora de serveis públics.

La remuneració dels assalariats i les compres de béns i serveis van augmentar gairebé el 8%, a causa de la millora dels serveis públics bàsics. Per la seva banda, les despeses per interessos es van contenir, i el seu pes sobre el PIB va disminuir lleugerament fins a l'1,5%. Per la seva banda, la formació bruta de capital fix es va incrementar gairebé el 6%. D'aquesta manera, la seva participació en el PIB es va incrementar una dècima fins al 3,9%.

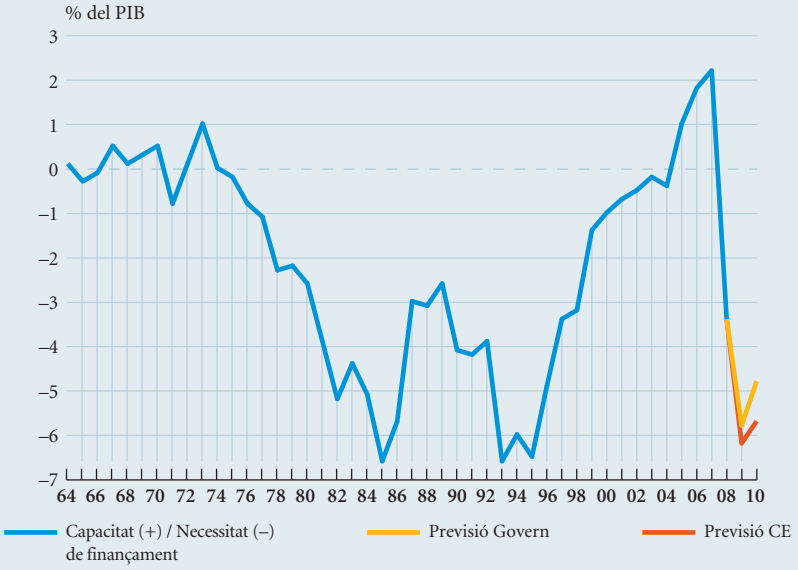
Fins on pot pujar el dèficit públic espanyol?

En poc temps, els comptes públics espanyols han fet un gir radical i han passat d'un superàvit del 2,2% del producte interior brut (PIB) el 2007 a un dèficit del 3,4% el 2008, i la Comissió Europea (CE) preveu un dèficit del 6,2% el 2009. Què ha passat?

Cal una mica de perspectiva per entendre-ho. Des de la meitat dels anys setanta, i en menys de dues dècades, el pes del sector públic en l'economia es va duplicar i va passar a superar el 45% del PIB el 1993. Els ingressos van pujar a un ritme una mica inferior, de manera que una part de l'increment de la despesa pública es va finançar per la via del dèficit. El propòsit d'incorporar-se a la moneda única i un cicle econòmic favorable van permetre la correcció del pertinaç dèficit dels comptes públics des de mitjan anys noranta. La millora va ser deguda no solament a la bona marxa de l'economia, sinó que tenia un component estructural derivat d'un millor control del pressupost i d'un esforç per contenir i racionalitzar la despesa. A partir del 2005, per primer cop des de l'inici de l'actual règim democràtic, van tornar els superàvits públics. A conseqüència d'aquest sanejament dels comptes, el pes del deute públic en l'economia es va reduir fins al 36,2% del PIB el 2007, gairebé la meitat que el 1995 i sensiblement per sota del límit del 60% establert en el Pacte d'Estabilitat i Creixement. Aquesta evolució contrastava amb un comportament molt menys exemplar per part d'altres països de la zona de l'euro.

ABRUPTA TORNADA AL DÈFICIT

Saldo pressupostari de les administracions públiques



FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i Comissió Europea.

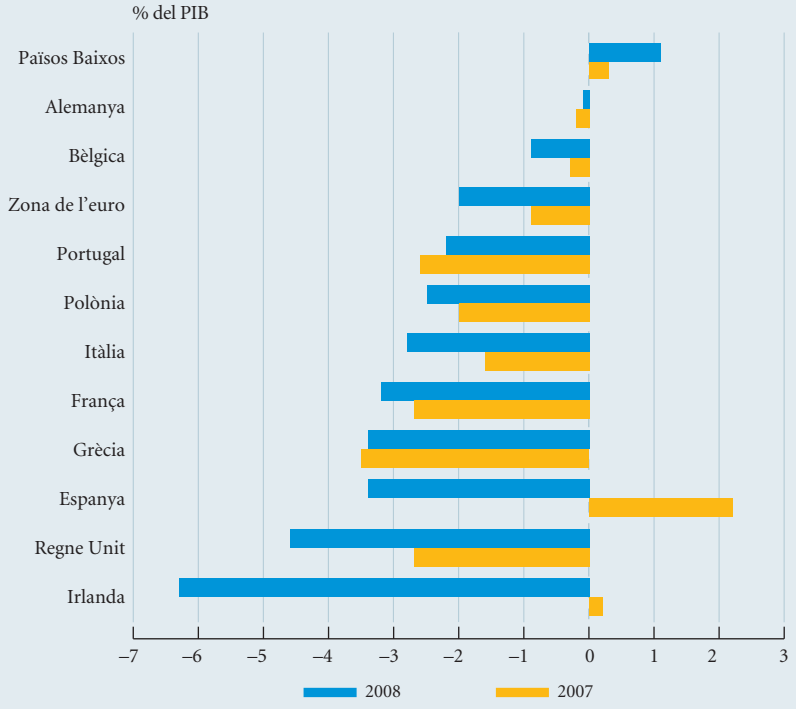
El 2007 les perspectives eren de continuació d'aquesta tendència. El Programa d'Estabilitat 2007-2010 presentat al desembre del 2007, ara fa poc més d'un any, es plantejava la continuïtat del superàvit públic, sota supòsits de creixement de l'economia en línia amb el seu potencial. Al mateix temps, els superàvits suscitaven demandes

de rebaixes d'impostos o bé d'augment de la despesa social. Així, el 2006 es va aprovar una reforma fiscal que reduïa l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) i l'impost de societats. El 2007 es va adoptar el «xec bebè» de 2.500 euros i la Llei de Dependència. El 2008 es va instituir una nova deducció fins a 400 euros en l'IRPF. El 2009 es farà efectiva la desaparició de l'impost sobre el patrimoni.

No obstant això, la frenada econòmica del 2008 va tenir un efecte pressupostari immediat. Els anomenats «estabilitzadors automàtics» es van posar en marxa i van ajudar a frenar el deteriorament econòmic, però van tenir un impacte negatiu sobre els comptes públics. En efecte, es va produir una caiguda recaptadora, a conseqüència del deteriorament de l'ocupació, la desacceleració dels beneficis empresarials, la moderació del consum i la reducció de la inversió. Al mateix temps, les prestacions als aturats van fer augmentar les despeses. D'aquesta manera, els estabilitzadors automàtics van comportar una contracció estimada sensiblement superior al 2% del PIB.

BRUSCA DETERIORACIÓ DELS DÈFICITS PÚBLICS A LA UE

Superàvit/dèficit de les administracions públiques en alguns països de la UE



FONT: Comissió Europea.

A més a més, el Govern ha intentat frenar la recessió per la via de la despesa pública, la qual cosa ha comportat una forta pressió sobre el pressupost. El paquet de mesures del novembre del 2008 va pujar a 11.000 milions d'euros, l'1,0% del PIB. Destaca la partida de 8.000 milions d'euros per a la realització d'obres per part dels ajuntaments. El conjunt de mesures discrecionals, que comprèn, a més d'aquesta despesa pública, les decisions fiscals comentades més amunt, com la deducció dels 400 euros en l'IRPF, la reforma fiscal, el «xec bebè» i d'altres, representa un impacte estimat sobre els comptes públics proper al 3% del PIB.

En un context de recessió com l'actual, les perspectives de les finances públiques són, doncs, força problemàtiques i apunten a un ràpid deteriorament del dèficit públic. Tot i que es partia d'una situació sanejada, el 2009 el dèficit de les administracions públiques podria superar el 6% del PIB. Fins i tot hi ha el risc que els estabilitzadors automàtics i les mesures per sortir de la recessió puguin empènyer el dèficit públic fins a nivells de rècord històric, superiors a les cotes de mitjan anys noranta. Així mateix, el deute públic es podria apropar en molt poc temps al límit del 60% del PIB exigit per les normes europees.

De fet, la Unió Europea no solament ha mostrat una actitud flexible, atesa la gravetat de la situació actual, sinó que fins i tot ha esperonat l'adopció de mesures d'estímul pressupostari, a causa de l'excepcional conjuntura que travessa l'economia europea. De tota manera, l'acumulació de dèficits en forma de deute públic incideix en una pujada de la prima de risc dels tipus d'interès (vegeu el requadre «Dèficit públic i tipus d'interès: la sostenibilitat és la clau»). De fet, en els últims mesos, ja s'ha registrat una ampliació, propera a un punt percentual, del diferencial de rendibilitat del deute públic espanyol a llarg termini en relació amb l'alemany, màxim des de la integració en la zona de l'euro, per bé que ha estat un moviment general en un context d'aversió al risc, i la prima es col·loca molt per sota dels nivells assolits cap a la meitat dels anys noranta. Si la recessió és relativament breu, es podria reconduir els desequilibris en un temps raonable. Si la recessió s'allarga més del compte, el desequilibri pot pujar fins a nivells molt alts i pot representar una pesada càrrega per al conjunt de l'economia en la fase de la recuperació.

Estalvi i finançament

En els dotze últims mesos fins al novembre, el crèdit bancari nou a empreses i famílies puja a 120.000 milions d'euros.

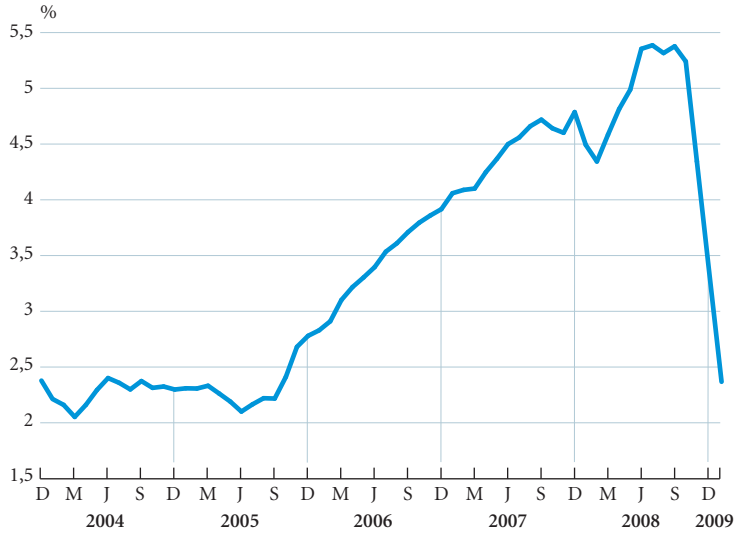
S'intensifica l'alentiment del finançament a les empreses

L'euríbor a dotze mesos, àmpliament utilitzat com a tipus d'interès de referència, va prosseguir al desembre el fort gir a la baixa iniciat cap a la meitat d'octubre. D'aquesta manera, en mitjana mensual, va acabar el 2008 en el 3,452%, amb un descens de 90 punts bàsics, el mateix que en el mes anterior. Es va revertir, doncs, l'ascens anotat en els primers mesos de l'exercici, amb un màxim històric del 5,39% al juliol, en canviar les expectatives en relació amb el tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. Així, l'euríbor a un any va baixar 134 punts bàsics en relació amb el desembre del 2007. En les primeres setmanes de gener, es va accelerar el moviment descendent, i l'euríbor a dotze mesos es va col·locar en el 2,38% al final de la quarta setmana del mes, atesa la situació recessiva a la zona de l'euro, que continuava pressionant a la baixa els tipus d'interès.

Al novembre, es va intensificar la desaceleració del finançament al sector privat, de manera que la taxa de variació interanual va baixar fins al 6,7%, 8 dècimes menys que en el mes precedent. Si considerem només el crèdit a les empreses i a les famílies, es constata un augment anual similar, del 6,9%. En els dotze últims mesos, el crèdit nou s'ha situat en 119.905 milions d'euros, amb una caiguda del 55,7% en relació amb un any abans. Aquesta situació s'explica per la feblesa de

NOTABLE DESCENS DE L'EURÍBOR A UN ANY

Euríbor a 12 mesos



NOTA: Dia 23 de gener.
FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Novembre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	75.237	–15.605	–17,2	–12.736	–14,5	4,0
Deutors amb garantia real (*)	1.105.760	37.388	3,5	47.129	4,5	59,2
Altres deutors a termini	527.356	29.473	5,9	30.019	6,0	28,2
Deutors a la vista	53.387	12.815	31,6	11.278	26,8	2,9
Arrendaments financers	46.271	–22	0,0	660	1,4	2,5
Crèdits dubtosos	59.460	43.209	265,9	43.554	273,8	3,2
TOTAL	**1.867.472**	**107.259**	**6,1**	**119.905**	**6,9**	**100,0**

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

la demanda en l'actual situació recessiva i també per un cert enduriment de les condicions d'oferta.

El finançament a les empreses continuava creixent a un ritme anual superior al de les llars, però perdia gas amb rapidesa. Així, la taxa de variació anual del finançament a les societats no financeres es va situar en el 8,0% al novembre, 7 dècimes menys que un mes abans. El crèdit comercial, utilitzat per finançar el capital circulant de les empreses, va continuar caient fins a representar una davallada anual del 14,5%. Els arrendaments financers, utilitzats per finançar inversions, es van continuar moderant fins a mostrar només una alça interanual de l'1,4%.

Els préstecs als particulars es van continuar frenant fins a un ritme de creixement anual del 5,0%. El saldo dels crèdits per a l'habitatge va augmentar el 5,1% en relació amb el novembre del 2007, enfront d'un avanç anual del 13,2% al desembre del 2007. La demanda de préstecs hipotecaris s'ha contret arran de l'escalada de l'atur i de les expectatives a la baixa dels preus de l'habitatge. Així mateix, la resta de finançament a les famílies es va afeblir i va presentar un increment anual del 4,5%.

L'actual conjuntura, que afebleix les vendes de les empreses i les rendes de les famílies, també es tradueix en un repunt de la morositat. Així, al novembre, la taxa de dubtositat del conjunt de les entitats creditícies va pujar fins al 3,2%, 3 dècimes més que en el mes anterior.

Forta caiguda del crèdit comercial per finançar el capital circulant de les empreses.

Reemborsaments nets històrics en els fons d'inversió mobiliària el 2008

El tipus d'interès mitjà dels dipòsits bancaris del sector privat va disminuir 3 dècimes al novembre fins al 3,01% i va reflectir el relaxament de la política monetària del Banc Central Europeu a partir de l'octubre. Així i tot, el tipus mitjà dels dipòsits a les empreses i a les famílies es va situar 32 punts bàsics per damunt de dotze mesos abans, gràcies a la forta competència en la captació de passiu per part de les entitats financeres, que havien d'afrontar una complicada situació als mercats a l'engròs.

L'escalada de l'atur i les expectatives a la baixa dels preus de l'habitatge contreuen la demanda d'hipoteques.

Els dipòsits bancaris es van continuar desaccelerant en un entorn recessiu, fins a situar el creixement interanual en el 7,8%, en línia amb el conjunt de la zona de l'euro. No obstant això, els dipòsits a termini fins a dos anys presentaven una forta ex-

Els dipòsits a termini fins a dos anys pugen el 41% en els dotze últims mesos.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Novembre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	417.040	–21.017	–4,8	–6.867	–1,6	29,7
A termini fins a 2 anys	484.745	132.039	37,4	140.008	40,6	34,6
A termini a més de 2 anys	390.721	–11.253	–2,8	–15.540	–3,8	27,9
Cessions temporals	68.961	–16.631	–19,4	–12.597	–15,4	4,9
Total	**1.361.467**	**83.138**	**6,5**	**105.003**	**8,4**	**97,1**
Dipòsits en monedes no euro	**41.105**	**–2.739**	**–6,2**	**–3.656**	**–8,2**	**2,9**
TOTAL	**1.402.572**	**80.399**	**6,1**	**101.347**	**7,8**	**100,0**

NOTA: (*) Inclou els dipòsits amb preavís, segons definició del BCE.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

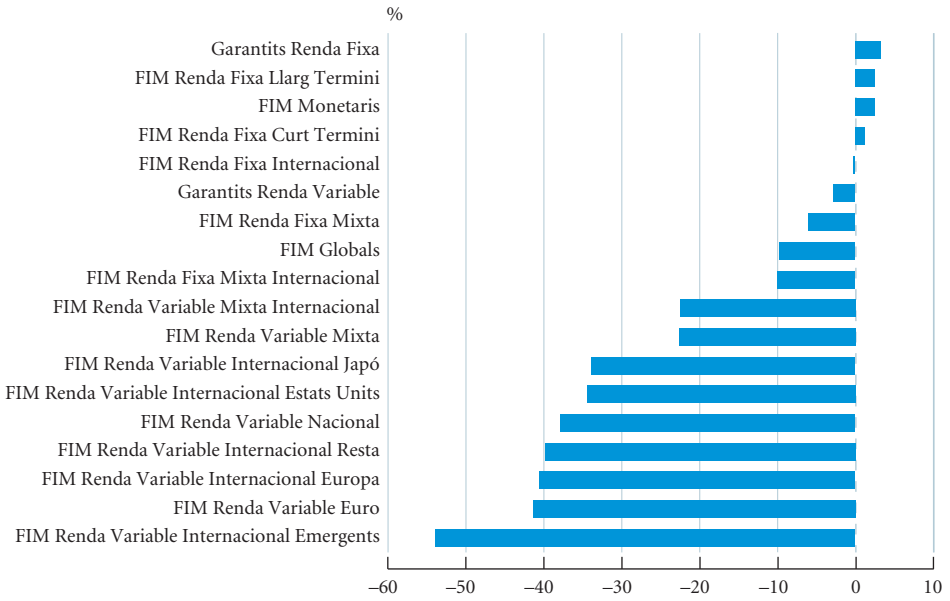
La taxa d'estalvi de les llars, en procés de recuperació.

pansió anual del 40,6%, gràcies al fet que la retribució dels dipòsits a termini era superior a la de les altres modalitats de dipòsits, tot i que va patir una retallada de 44 punts bàsics al novembre fins al 4,60%. Per la seva banda, el saldo de les altres classes de comptes se situava en nivells inferiors als d'un any abans.

En el tercer trimestre, la taxa d'estalvi de les llars va prosseguir la tònica de recuperació iniciada a l'abril-juny, propiciada per la desacceleració del consum i per l'ascens dels tipus d'interès durant el període. Així, la taxa d'estalvi de les famílies es va col·locar en el 9,6% de la renda disponible en el tercer trimestre del 2008, 5,1

NOMÉS ELS FONS DE RENDA FIXA I MONETARIS OBTENEN PLUSVÀLUES EL 2008

Rendibilitat anual dels fons d'inversió mobiliària el 2008



FONTS: Inverco i elaboració pròpia.

punts per damunt del mateix període del 2007. Considerant els quatre últims trimestres, aquesta taxa puja fins a l'11,9% de la renda disponible, 1,1 punts més que en el període precedent. En els propers trimestres, malgrat la inflexió dels tipus d'interès nominals, és probable que continuï el rellançament de l'estalvi de les famílies, impulsat, sobretot, per la precaució que genera l'increment de l'atur.

L'increment de l'estalvi de les llars, però, no es va dirigir als fons d'inversió mobiliària, que, al desembre, van continuar registrant reemborsaments nets per valor de 2.723 milions d'euros, a causa de la dura competència dels dipòsits bancaris i de les turbulències als mercats financers. En el conjunt del 2008, es van produir sortides netes dels fons d'inversió mobiliària per un total de 57.647 milions d'euros, xifra que representa un rècord històric. D'aquesta manera, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va caure el 29,8% el 2008 fins als 167.655 milions d'euros. Al llarg d'aquest mateix exercici, el nombre de partícips es va reduir el 25,6% fins als 6.147.542.

La mala evolució de la renda variable al llarg del 2008 va afectar negativament la rendibilitat dels fons d'inversió mobiliària, que, de mitjana, van presentar unes minusvàlues del 5,6%. No obstant això, en els disset últims anys, la rendibilitat ha estat del 3,9% anual, superior a la inflació del període. Els fons que van sortir-ne millor van ser els de renda fixa a llarg termini i els monetaris, que van obtenir rendiments superiors a la inflació del final de l'any. La cua de la classificació la van ocupar, aquest cop, els fons emergents, que el 2007 l'havien encapçalat.

Al desembre del 2008, el patrimoni dels fons d'inversió lliure, o *hedge funds*, va continuar experimentant pèrdues, per bé que menys intenses que al novembre. No obstant això, al final de l'exercici, els actius pujaven a 1.377 milions d'euros, enfront dels 818 del començament de l'any, resultat que contrasta amb la reculada d'aquesta categoria de fons als mercats internacionals, que van registrar el pitjor any de les últimes dècades, propiciat per la desfavorable evolució dels mercats financers internacionals i per les dificultats de finançament.

Finalment, al desembre, els fons d'inversió immobiliària van patir una disminució del patrimoni de l'1,1% fins als 7.407 milions d'euros. En el conjunt del 2008, els actius es van reduir el 14,0% i van reflectir la crisi del mercat immobiliari. En els dotze últims mesos, la rendibilitat mitjana ha estat del 0,7%. No obstant això, en els deu últims anys, ha estat del 6,4% anual.

Després de dos anys al mercat espanyol, els *hedge funds* aconsegueixen incrementar el patrimoni en el conjunt del 2008.

Servei d'Estudis de "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:
www.laCaixa.es/estudis
Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

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

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

1. El problema de la productivitat a Espanya: Quin és el paper de la regulació? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell i Àlex Ruiz Posino

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

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

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

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

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

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

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

■ ESTUDIS ECONÒMICS

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

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta el Servei d'Estudis en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Carles Boix
  University of Princeton
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
  Universidad Carlos III
- Jordi Galí
  CREI i Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
  Universidad Complutense
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Xavier Vives
  IESE Business School i UPF

Direcció

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL
Febrer 2009

CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629,
torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic:
Per a consultes relatives a l'Informe Mensual:
informemensual@lacaixa.es

Per a subscripcions (altes, baixes...):
publicacionsestudis@lacaixa.es

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS
a 31 de desembre de 2007

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	223.850
Crèdits sobre clients	161.789
Resultat atribuït al Grup	2.488

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	26.342
Oficines	5.480
Terminals d'autoservei	8.011
Targetes	9.809.909

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2008	Milions €
Socials	306
Ciència i medi ambient	83
Culturals	79
Educatives i investigació	32
TOTAL PRESSUPOST	**500**

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

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

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