MARÇ 2009

Informe Mensual

NÚMERO 322

Deflació: un risc que cal tenir en compte Pàg. 10
L'espectre de la deflació treu el nas a les economies més grans del món

Lliçons de la deflació japonesa Pàg. 14
La història inacabada de deu anys de deflació

La Fed i el BCE, dues estratègies i un problema: la deflació Pàg. 44
Els dos grans bancs centrals han adoptat estratègies diferents per reactivar l'economia

Hi ha risc de deflació a l'Espanya del segle XXI? Pàg. 62
La possibilitat és llunyana, tot i que una inflació baixa ajudaria a recompondre la competitivitat

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2008				2009	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions					Previsions	
Producte interior brut									
Estats Units	2,0	1,1	–1,7	2,5	2,1	0,7	–0,8	–1,4	–2,4
Japó	2,4	–0,7	–3,2	1,4	0,6	–0,2	–4,6	–5,2	–4,3
Regne Unit	3,0	0,7	–2,5	2,6	1,7	0,3	–1,9	–2,9	–3,2
Zona de l'euro	2,6	0,9	–2,0	2,1	1,4	0,6	–0,5	–1,7	–2,4
Alemanya	*2,6*	*1,0*	*–2,3*	*2,8*	*2,0*	*0,8*	*–1,7*	*–2,1*	*–2,8*
França	*2,1*	*0,6*	*–1,7*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–1,0*	*–1,9*	*–1,9*
Preus de consum									
Estats Units	2,9	3,8	–1,2	4,1	4,4	5,3	1,6	–0,6	–2,2
Japó	0,1	1,4	–0,8	1,0	1,4	2,2	1,0	0,6	–0,3
Regne Unit	2,3	3,6	1,4	2,4	3,3	4,9	3,9	1,7	1,3
Zona de l'euro	2,1	3,3	1,0	3,4	3,6	3,8	2,3	1,2	0,8
Alemanya	*2,3*	*2,6*	*0,8*	*2,9*	*2,9*	*3,1*	*1,6*	*0,8*	*0,6*
França	*1,5*	*2,8*	*0,9*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*1,8*	*0,9*	*0,5*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,4	0,1	–2,6	2,0	0,8	–0,2	–2,3	–4,3	–2,8
Consum de les AP	4,9	5,3	4,3	3,7	5,0	6,1	6,3	5,2	4,8
Formació bruta de capital fix	5,3	–3,0	–12,3	2,4	–0,8	–4,1	–9,3	–12,4	–15,5
Béns d'equipament	*10,0*	*–1,1*	*–13,0*	*5,2*	*1,8*	*–1,3*	*–9,7*	*–13,0*	*–13,0*
Construcció	*3,8*	*–5,3*	*–14,5*	*0,2*	*–3,1*	*–7,3*	*–10,9*	*–14,1*	*–19,6*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,1	–4,2	2,6	1,2	–0,2	–3,0	–5,2	–5,2
Exportació de béns i serveis	4,9	0,7	–6,2	4,8	4,4	1,5	–7,9	–11,6	–6,9
Importació de béns i serveis	6,2	–2,5	–11,2	3,6	1,8	–2,0	–13,2	–18,4	–13,2
Producte interior brut	**3,7**	**1,2**	**–2,3**	**2,7**	**1,8**	**0,9**	**–0,7**	**–2,2**	**–2,8**
Altres variables									
Ocupació	2,9	–0,6	–5,0	1,6	0,1	–0,9	–3,1	–5,1	–5,6
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,3	17,6	9,6	10,4	11,3	13,9	16,6	17,4
Índex de preus de consum	2,8	4,1	0,5	4,4	4,6	4,9	2,5	0,6	0,1
Costos laborals unitaris	2,9	3,4	–0,3	4,2	3,6	3,4	2,6		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–9,5	–8,0	–12,1	–9,5	–8,7	–7,9		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,1	–6,5	–11,2	–9,0	–8,4	–7,6		
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,8	–7,8						
MERCATS FINANCERS			Previsions					Previsions	
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	2,0	0,3	3,2	2,1	2,0	0,9	0,3	0,3
Repo BCE	3,8	3,9	1,4	4,0	4,0	4,2	3,4	1,9	1,3
Bons EUA 10 anys	4,6	3,6	3,0	3,6	3,9	3,8	3,2	2,8	3,1
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	2,9	3,9	4,3	4,3	3,5	3,2	2,9
Tipus de canvi									
$/Euro	1,37	1,48	1,28	1,50	1,56	1,51	1,34	1,31	1,28

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Deflació: un risc que cal tenir en compte
12 Japó
14 Lliçons de la deflació japonesa
17 Amèrica Llatina
19 Àsia emergent
21 Primeres matèries

23 Unió Europea
23 Zona de l'euro
27 Alemanya
28 França
31 Itàlia
32 Regne Unit
33 Europa emergent

36 Mercats financers
36 Mercats monetaris i de capital
44 La Fed i el BCE, dues estratègies i un problema: la deflació

47 Conjuntura espanyola
47 Activitat econòmica
53 Mercat de treball
58 Preus
62 Hi ha risc de deflació a l'Espanya del segle XXI?
65 Sector exterior
69 Estalvi i finançament

Por a la deflació

Les taxes d'inflació de la major part dels països avançats han caigut fins a mínims que no es registraven des de feia molts anys. Es tracta d'una evolució coherent amb la recessió que afecta l'economia global. En efecte, en etapes de contracció cíclica, cal esperar un descens de la inflació. Fins aquí, doncs, res de nou que calgui ressenyar. No obstant això, la previsió que les taxes d'inflació puguin entrar en terreny negatiu en els propers mesos, juntament amb el temor que la recessió tingui un abast i una durada superiors al que s'esperava, ha desencadenat la por a la deflació. En concret, el que desperta temors és la combinació d'una espiral de descens generalitzat dels preus dels béns i serveis amb un període prolongat d'estancament o recessió. En l'últim segle, hi ha molts pocs antecedents històrics d'un fenomen d'aquest tipus en el que ara són les economies desenvolupades. Però són significatius: els Estats Units als anys trenta i el Japó als noranta del segle passat.

Gairebé cal anar al bagul dels records per parlar de deflació. Des de la meitat del segle passat, la gran preocupació de les polítiques econòmiques ha estat la inflació. I fins i tot abans: molts historiadors atribueixen a la hiperinflació alemanya dels anys vint l'origen de l'ascens del nazisme i, conseqüentment, la causa de la segona gran guerra. Però els dos fenòmens, inflació i deflació, tenen, en últim extrem, el mateix origen monetari. Fins a les primeres dècades del segle XX, el diner en circulació es regia pel patró metàl·lic, or o plata. Amb la progressiva substitució del patró metàl·lic per la moneda fiduciària, amb el suport d'un banc central nacional, el volum de moneda en circulació es va deslligar de les reserves metàl·liques. La discrecionalitat de la gestió monetària va derivar sovint cap a un excés d'oferta monetària, que va consolidar, fins no fa pas gaire, unes sòlides expectatives inflacionistes.

Però, si la inflació era tan negativa, per què és també negativa la deflació? Per diversos motius. Tendeix a ajornar les decisions de consum i d'inversió. Si qualsevol producte tindrà un preu més baix demà, per què cal comprar-lo avui? Augmenta el valor real dels deutes, la qual cosa ocasiona una pressió sobre els agents endeutats que comporta un augment de les pèrdues i de les fallides. En un context deflacionista, el preu dels actius també tendeix a disminuir, la qual cosa redueix el valor de les garanties dels préstecs i, per tant, augmenta les pèrdues per morositat de les entitats financeres. Això significa menys oferta de crèdit i menys activitat. A més a més, com els salaris són rígids a la baixa, els marges de les empreses es redueixen, la qual cosa ocasiona menys inversió i menys ocupació. Un últim mal és la «trampa de la liquiditat», en què es cau quan el banc central retalla els tipus al màxim –fins al 0%–, de manera que el millor actiu per invertir és l'efectiu, sense risc i amb rendibilitat real positiva. En definitiva, una deflació persistent està íntimament vinculada a una depressió econòmica prolongada. Una situació que el Japó coneix molt bé.

Cal afirmar, però, que el risc d'espiral deflacionista és, ara com ara, molt llunyà. En primer lloc, perquè les previsibles taxes negatives dels índexs de preus de consum en els propers mesos responen únicament a l'efecte de l'enfonsament del preu del petroli des de l'estiu passat, mentre que la inflació subjacent, el nucli més estable de la inflació, presenta taxes positives. En aquest sentit, no cal parlar de deflació. I, en segon lloc, perquè, davant la recessió que travessen les economies avançades, les polítiques monetàries i fiscals s'han posat decididament en marxa, tenint molt en compte, precisament, les lliçons apreses de la Gran Depressió i del Japó. Amb aquest bagatge, cal confiar que la deflació continuï essent un capítol dels llibres d'història.

RESUM EXECUTIU

La naturalesa de la recessió actual és difícilment equiparable a la d'episodis anteriors, ja que ha estat originada per una crisi financera global.

Els resultats del quart trimestre del 2008 tracen un panorama preocupant en termes de creixement, comerç internacional i producció industrial.

Barack Obama llança tres iniciatives per afrontar la crisi...

Una recessió diferent

En les últimes dècades, l'economia s'ha caracteritzat per la seva tendència a l'increment del volum del producte interior brut (PIB), és a dir, de la quantitat de béns i serveis produïts durant un període donat. Però aquest creixement constitueix una tendència a mitjà termini o a llarg termini. A curt termini o a mitjà termini, les economies pateixen fluctuacions per diversos motius. Els economistes fan servir el terme «cicle econòmic» per descriure aquestes oscil·lacions. Si l'economia deixa de créixer durant dos trimestres consecutius, parlem de recessió, segons la definició convencional més estesa. No hi ha cap dubte que el moment actual d'una bona part de les principals economies mundials ha de ser qualificat de recessió.

Però no ens trobem davant una recessió qualsevol. El seu principal desencadenant ha estat una crisi financera, fet que, d'acord amb l'experiència històrica, afegeix gravetat a l'assumpte. Però tampoc es tracta d'una crisi financera de caràcter individual o regional, com ha estat habitual. Ens trobem davant una crisi financera de dimensió global. Llevat de la Gran Depressió dels anys trenta del segle passat, no hi ha cap experiència històrica comparable. Certament, la contundent resposta de les autoritats econòmiques no té precedents i és també un factor diferencial, aquest cop en positiu.

Mentrestant, les dades econòmiques van desgranant el seu rosari d'infortunis. Els creixements del PIB corresponents al quart trimestre de l'any passat, coneguts al febrer, han generat la corresponent alarma. En taxa intertrimestral, als Estats Units, va recular l'1,6%; a la zona de l'euro, l'1,5%; al Regne Unit, l'1,8%, i al Japó, el 3,3%. Diverses economies asiàtiques, en especial Tailàndia, Corea, Taiwan i Singapur, van perdre al voltant del 5%, igual que el Brasil. A les economies avançades, l'enfonsament de la confiança i l'enfosquiment de les expectatives copegen la demanda interna. A les economies més orientades al comerç internacional, la sobtada frenada d'aquest comerç en el quart trimestre representa un revés considerable. Les economies exportadores de primeres matèries veuen com s'evaporen els beneficis per l'enfonsament dels preus. Les economies que depenen del finançament internacional pateixen la interrupció brusca dels fluxos. En tots els casos, la producció i les carteres de comandes de les empreses industrials pateixen enfonsaments inèdits o que no es registraven des de feia molts anys.

Als Estats Units, l'anhelada presa de possessió del nou president, Barack Obama, no ha aconseguit aclarir el panorama econòmic. I no serà per falta d'activitat de la nova administració, ja que, en poques setmanes, ha adoptat tres iniciatives transcendentals. La primera, el pla d'estímul fiscal de 787.800 milions de dòlars, destinats a la reducció d'impostos, a transferències i a despeses directes, com inversions en energies alternatives i aigua o en educació i salut.

La segona iniciativa ha estat un pla d'ajuda a les famílies per al pagament de les hipoteques, que inclou fons addicionals per a les asseguradores hipotecàries Fannie Mae i Freddy Mac i incentius econòmics per als bancs que suavitzin les condicions de les hipoteques actuals. Finalment,

la tercera decisió ha estat el pla d'estabilitat financera, un nou intent d'apuntalar el malparat sistema financer nord-americà.

Aquest prolix desplegament d'iniciatives no ha impressionat els mercats. La falta de concreció del pla financer en aspectes com la valoració dels actius tòxics, els interrogants sobre la seva posada en marxa i la possibilitat que s'acabi optant per la nacionalització d'una o de diverses entitats bancàries expliquen que el sector financer hagi patit un dur càstig a la borsa al febrer. Gairebé tots els valors han estat arrossegats a la baixa, descensos que, a la borsa nord-americana, són de l'ordre del 15% des de l'inici de l'any.

I és que, mentre la recessió continuï estenent la seva ombra sobre l'economia, difícilment els mercats recuperaran la tranquil·litat. Als Estats Units, l'origen de la recessió, l'esclat de la bombolla immobiliària, no dóna senyals d'haver tocat fons. La caiguda de preus de les cases és ja del 28% en relació amb el màxim del juny del 2006. La confiança dels constructors està en mínims i l'oferta d'habitatges continua en caiguda lliure, ja que, al desembre, es van iniciar 466.000 habitatges en termes anuals, un nou mínim històric que amb prou feines representa una cinquena part del que es construïa el 2006.

Al Japó, la negativa dada del PIB esmentada més amunt té molt a veure amb la reculada de les exportacions, el 13% interanual en el quart trimestre, i amb l'intens replegament de la inversió en equipament, l'11,1% interanual. El reflux de la producció industrial, del 22,5% interanual al desembre, és el més intens des de la Segona Guerra Mundial. Pel que fa a la demanda, el panorama no és gaire millor, ja que la confiança del consumidor del quart trimestre va tornar a marcar un nou mínim històric i les vendes d'automòbils es van continuar enfonsant, amb una reculada del 28,0% interanual al gener.

A la zona de l'euro, els indicadors no deixen cap dubte sobre la generalització de l'alentiment econòmic. Pel costat de la demanda, les vendes al detall, per exemple, van caure al desembre per setè mes consecutiu. Per la seva banda, la producció industrial cau sense fre i va arribar al 12% al desembre. La utilització de la capacitat productiva, que generalment fluctua entre el 80% i el 85%, es va enfonsar en un trimestre del 81,5% fins al 75%. Les nostres previsions apunten a una reculada del PIB del 2% el 2009.

...però les borses pateixen nous revessos, per la situació del sistema financer.

En el quart trimestre del 2008, l'economia alemanya, el principal motor continental, va patir la sacsejada més intensa des de la reunificació, amb un deteriorament del PIB del 2,1% intertrimestral, i va encapçalar així les caigudes de les principals economies de la zona de l'euro. Per què l'enfonsament del PIB alemany ha superat el de la resta de països europeus? L'economia germànica es basa, en bona part, en el comerç exterior. El 75% de les exportacions alemanyes durant el 2008 van tenir com a destinació altres països europeus, i una cinquena part d'aquestes exportacions anaven dirigides a economies de l'Est d'Europa. El fort deteriorament de les economies de la Unió Europea (UE), incloses les de l'Est, durant l'últim trimestre del 2008 explica la trajectòria de les exportacions.

El Japó pateix directament les conseqüències de la frenada del comerç internacional.

Precisament, algunes economies de l'Est de la UE (els països bàltics, Romania, Bulgària i Hongria) presenten una situació molt delicada, a causa de la seva dependència de la demanda de la zona de l'euro, ara en recessió, i, sobretot, per basar el seu elevat creixement dels últims anys en un finançament exterior que ara, de sobte, s'ha assecat per obra i gràcia de la crisi financera internacional. Aquesta realitat es veu agreujada, en alguns països, pel fet que una part apreciable del deute de les famílies i de les empreses està denominada en moneda estrangera, la qual cosa, en un context de fortes depreciacions de les monedes nacio-

Europa experimenta una contracció del creixement en el quart trimestre, i la delicada situació d'alguns països de l'Est afegeix noves inquietuds.

Espanya entra en recessió per primer cop des del 1993.

nals, comporta riscos de morositat creixent i un efecte negatiu en la capacitat de despesa dels agents econòmics.

L'economia espanyola no defuig de la tònica recessiva internacional. El PIB va créixer l'1,2% el 2008 (increment del 3,7% el 2007). L'alentiment de l'activitat econòmica, però, es va intensificar a mesura que avançava l'exercici i, en els dos últims trimestres, es van anotar taxes de creixement intertrimestrals més i més negatives, de l'1,0% en el quart trimestre. D'acord amb la definició convencional esmentada al començament, en la segona meitat de l'any, l'economia va entrar en recessió i va posar fi a un llarg període d'expansió iniciat després de la recessió de 1993. Així i tot, tant en el conjunt de l'any com en l'últim trimestre, el creixement del PIB a Espanya va ser superior al de la zona de l'euro i al de la Unió Europea en conjunt.

La demanda interna es contreu per la retracció de la despesa de les famílies i de les empreses.

El fort alentiment de la demanda va comportar que la seva aportació al creixement del PIB passés de 4,3 punts a un escanyolit 0,1%. Aquesta moderació va ser deguda, en part, al consum de les famílies, el seu principal component, que va anotar un augment anual del 0,1% (creixement del 3,4% el 2007). En l'últim trimestre, el consum de les llars va registrar un descens interanual del 2,3%, el més important des del segon trimestre de 1993, arran d'una intensa escalada de l'atur i del refredament de la confiança de les famílies en el futur econòmic immediat. Cal destacar que la taxa d'atur espanyola és la més elevada de les trenta economies que formen l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic.

El 2009 el PIB reculará més del 2% en termes reals, però el deteriorament, si es normalitzen les condicions financeres, s'alleujarà a partir de la segona meitat de l'exercici.

La demanda interna va ser frenada també per la inversió, que va caure el 3,0% el 2008, després d'haver augmentat el 5,3% l'any anterior, afectada per la feblesa de les demandes interior i exterior i per l'alentiment dels beneficis empresarials. El descens de la inversió en construcció va ser fins i tot més intens, del 5,3% en l'any i del 10,9% en l'últim trimestre, va marcar la caiguda més important de les últimes dècades i va superar la màxima caiguda interanual del 8,2% de la recessió anterior, durant el segon trimestre de 1993. Aquesta situació va ser deguda a la reculada de la inversió en habitatges, que va arribar al 19,6% en l'últim trimestre del 2008, arran de la crisi del mercat immobiliari, amb caigudes de preus i una davallada de les transaccions d'habitatges del 28,6%.

En canvi, el sector exterior va contribuir amb un punt al creixement del PIB el 2008, enfront d'una detracció de 8 dècimes el 2007. Aquesta evolució va ser deguda al fet que les importacions de béns i serveis es van desaccelerar molt més que les exportacions, fins al punt que van baixar el 2,5%. D'aquesta manera, la necessitat de finançament, que havia registrat una cota màxima del 9,7% del PIB el 2007, va disminuir en 6 dècimes, fins al 9,1%, el 2008.

Les perspectives apunten a una caiguda del PIB real espanyol superior al 2% el 2009. Aquesta evolució ve determinada per les tendències analitzades, vinculades a la forta desacceleració de la demanda nacional, amb importants descensos de la inversió, tant en construcció com en béns d'equipament. El consum de les llars també es continuarà contraient, per bé que molt menys que la inversió. En contrapartida, la contribució del sector exterior al creixement del PIB augmentarà fins a uns dos punts percentuals. Tot i que, en aquest primer trimestre de l'any, la recessió encara és intensa, preveiem una frenada del deteriorament a partir de la segona meitat de l'exercici, quan els ajustaments dels sectors industrials i immobiliari hagin superat el seu punt màxim i l'efecte expansiu de la política fiscal es faci sentir en un context de moderació de preus, tot plegat comptant amb la progressiva normalització de les condiciones financeres.

26 de febrer de 2009

CRONOLOGIA

2008

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%.
	20	Barack Obama pren possessió com a **president dels Estats Units**.

AGENDA

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).

Abril

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
  Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **3** Índex de producció industrial (febrer).
- **15** IPC (març).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (març).
- **22** Comerç exterior (febrer).
- **23** Preus industrials (març).
- **24** Enquesta de població activa (primer trimestre).
- **28** Ingressos i despeses de l'estat (març).
  Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **29** Vendes al detall (març).
- **30** Avanç IPCH (abril).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'estímul fiscal de 788.000 milions es distribuirà, principalment, en els tres propers anys.

Estats Units: quanta ajuda farà falta?

El pla d'estímul fiscal del president Obama pren forma. L'acord entre el Congrés i el Senat va deixar la xifra total en 787.800 milions de dòlars. D'aquest total, 211.800 milions seran destinats a la reducció d'impostos. A aquest import s'afegeixen 267.000 milions de dòlars en transferències, entre les quals hi ha devolucions d'impostos per valor de 73.800 milions. La partida més gran inclou 309.000 milions de despeses directes, que engloben 51.000 milions en energies alternatives i aigua i 71.000 en educació i salut. Els efectes de l'estímul es començaran a apreciar el 2009, però el màxim pes es concentrarà el 2010 i, amb menys intensitat, el 2011.

Addicionalment a l'estímul fiscal, la Casa Blanca va aprovar un pla d'ajut a les famílies per al pagament de les hipoteques. El pla inclou fons addicionals a les asseguradores hipotecàries Fannie Mae i Freddy Mac, 100.000 milions de dòlars per a cadascuna. També contempla incentius econòmics (fins a 1.000 dòlars) per als bancs que suavitzin les condicions de les hipoteques existents. Addicionalment, si el canvi comporta un compliment puntual de les quotes, els bancs poden rebre

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008						2009	
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener	Febrer
PIB real	2,0	1,3	2,5	2,1	0,7	–	–0,2	–	–	...
Vendes al detall	4,2	–0,5	3,1	2,6	0,6	–5,1	–8,4	–10,5	–9,7	...
Confiança del consumidor (1)	103,4	58,0	76,5	57,3	57,3	38,8	44,7	38,6	37,7	25,0
Producció industrial	1,7	–1,8	1,9	0,2	–3,0	–4,3	–5,9	–8,2	–10,0	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	51,1	45,5	49,5	49,1	47,4	38,7	36,6	32,9	35,6	...
Venda d'habitatges unifamiliars	–26,8	–37,6	–33,1	–39,1	–36,7	–43,8	–38,3	–44,8	...	...
Taxa d'atur (2)	4,6	5,8	4,9	5,4	6,1	6,6	6,8	7,2	7,6	...
Preus de consum	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	3,7	1,1	0,1	0,0	...
Balança comercial (3)	–700	–677	–699	–702	–712	–713	–695	–677	...	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,3	2,8	3,0	2,8	3,2	3,0	2,2	1,4	1,2	1,2
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,9	74,4	72,0	70,9	73,5	80,4	82,7	80,7	81,0	82,4

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.

fins a 1.000 dòlars anuals per tres anys. Les llars que paguin les quotes hipotecàries també poden ser premiades amb una reducció que pot arribar als 1.000 dòlars anuals del deute pendent per un període de cinc anys.

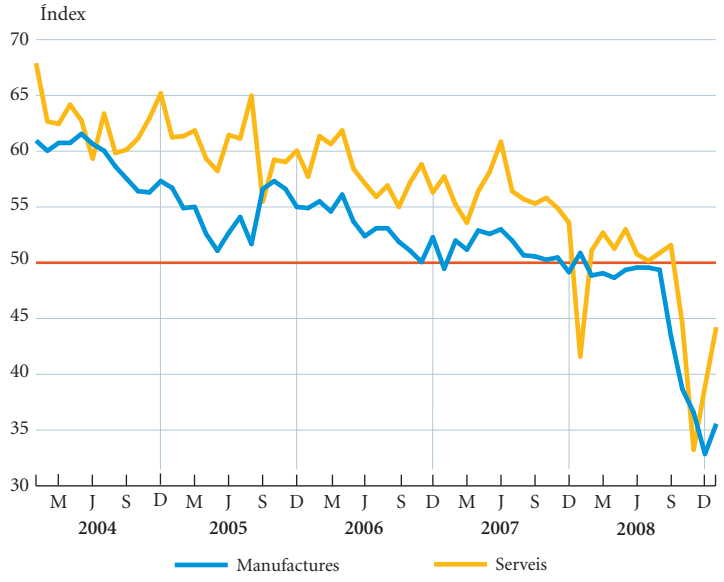
El dubte més gran no cal buscar-lo, però, en la idoneïtat d'aquestes mesures, sinó en la seva suficiència. El 2009 serà, inevitablement, un any de reculades, i hi ha dubtes sobre la recuperació del 2010. A l'economia en recessió, amb el producte interior brut (PIB) del quart trimestre reculant el 3,8% intertrimestral anualitzat, s'afegeix una dràstica reducció dels fluxos del comerç mundial. El problema més gran serà reactivar un consum privat que comença aquesta crisi amb un alt nivell d'endeutament. La necessària recuperació de l'estalvi farà que molts dels ajuts vagin a l'estalvi i no a reactivar les compres. D'altra banda, hi ha la qüestió del finançament dels ajuts en una economia que ja és deficitària amb l'exterior i en un entorn global de recessió.

L'ànim dels consumidors és un reflex fidel d'aquestes dificultats. L'índex de confiança del consumidor del Conference Board va tornar a marcar al gener un nou mínim històric en els 40 anys de vida de l'indicador i va baixar de 38,0 punts a 37,3 punts, mentre continua l'empitjorament de la percepció de la situació present. Malgrat tot, les vendes al detall del gener es van comportar millor del que s'esperava, amb el primer mes de pujades intermensuals, tot i que modestes, després de cinc mesos consecutius de descensos. La recuperació va provenir de l'alimentació i de l'electrònica de consum. Per la seva banda, els materials de construcció van continuar a la baixa. Així i tot, sense els fluctuants automòbils i sense la benzina, el consum al detall va cedir el 2,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior. La venda combinada de turismes i

També hi haurà ajuts per reduir la morositat de les hipoteques.

ESTATS UNITS: LA VISIÓ EMPRESARIAL ABANDONA ELS MÍNIMS

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



NOTA: (*) Un nivell de 50 implica que hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes.
FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

Els empresaris encara són pessimistes, en especial pel que fa a l'ocupació.

de vehicles tot terreny va mostrar una feblesa més intensa, ja que es va col·locar en 655.000 unitats, nivell mínim dels 30 últims anys.

Segons l'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management, la visió empresarial va mantenir aquest escenari de recessió profunda, tot i que es va recuperar dels mínims històrics. Així, l'índex de manufactures va pujar dels 32,9 punts al nivell dels 35,6 punts, encara molt per sota de l'equilibri dels 50,0 punts, considerat el llindar que indica risc de recessió. Per la seva banda, l'índex dels serveis va pujar per segon mes consecutiu i va passar de 38,9 punts a 44,2 punts. En els dos casos, persisteix la feblesa de l'ocupació i, en el cas de les manufactures, de les noves comandes.

La construcció continua sense tocar fons i els preus acumulen un descens del 27%.

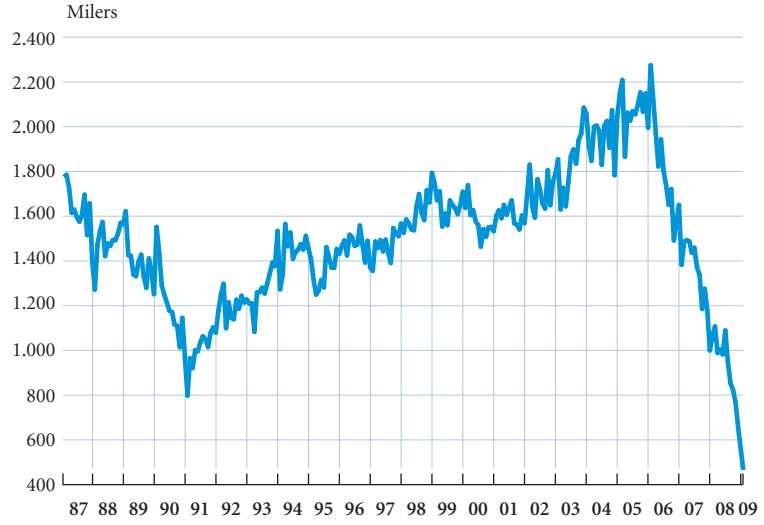
L'habitatge continua sense tocar fons. Pel costat de la demanda, el preu dels immobles continua empitjorant la situació patrimonial de les llars. L'índex Case-Shiller del desembre va incrementar la intensitat dels descensos i va acumular una reculada del 28,3% en relació amb el màxim del juny del 2006, que, considerant els increments de l'IPC, queda en un 31,6%. Pel costat de la demanda, la confiança dels constructors se situa en mínims, i sembla que la correcció de l'oferta d'habitatges no té cap fons, perquè al desembre es van iniciar 466.000 habitatges en termes anuals, nou mínim històric que amb prou feines és una cinquena part del que es construïa el 2006. L'única nota positiva va ser que, al desembre, les vendes van recuperar el fons d'estabilitat dels mesos previs, tot i que va ser a costa de la disminució dels preus i l'augment dels embargaments.

Amb 3,6 milions de llocs de treball perduts des del gener del 2008, s'intensifica el deteriorament del mercat laboral.

Si l'habitatge determina la riquesa de les llars, el mercat de treball determina els ingressos d'una gran part de famílies, i aquí la situació també va continuar empitjorant. Al gener es van perdre 598.000 llocs de treball no agrícoles. Així, des del gener del 2008, quan van començar els descensos, s'han destruït 3.572.000 llocs

ESTATS UNITS: LA PITJOR CRISI DE L'HABITATGE EN MOLTS ANYS

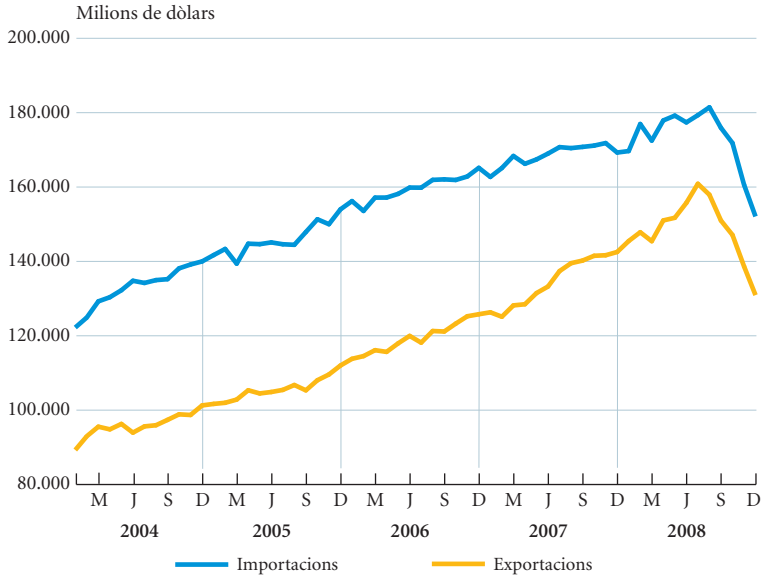
Habitatges iniciats en termes anuals



FONTS: Federal Housing Board, National Association of Realtors i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: LA REDUCCIÓ DELS FLUXOS COMERCIALS ÉS INTENSA

Valor mensual de les exportacions i de les importacions sense el petroli



FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

de treball, una davallada rècord en termes absoluts. La taxa d'atur del gener va reflectir també aquesta situació i es va enfilar fins al 7,6% de la població activa, màxim dels 15 últims anys.

Al front dels preus, l'índex general de preus al consum (IPC) del gener es va mantenir sense canvis en relació amb el mateix període de l'any anterior. Així, els perills d'inflació d'uns mesos enrere es transformen ara en riscos deflacionistes. No obstant això, el to en aquest sentit vindrà marcat per l'índex subjacent, el general sense aliments ni energia, que, en termes interanuals, es va desaccelerar fins a l'1,7%. L'IPC del 2009 tindrà mesos amb descensos interanuals, però la veritable deflació s'haurà de donar en el subjacent, un cop descomptades les fluctuacions del petroli. En aquest sentit, considerant les dades a curt termini, mes a mes, la deflació apareix una mica més lluny, ja que l'IPC del gener va pujar en relació amb el desembre i va trencar una ratxa de cinc mesos de descensos consecutius.

La inflació arriba a zero a causa de les fluctuacions del petroli.

El sector exterior continua essent una preocupació, no ja per la persistència del dèficit, sinó per l'esmentada reducció dels fluxos comercials, en part a causa de la crisi als mercats de crèdit i caució, que deixen els proveïdors indefensos davant els impagaments dels clients. El dèficit comercial de béns i serveis es va continuar reduint al desembre fins als 39.929 milions de dòlars, molt per sota dels 56.690 milions de l'octubre. El problema és que les exportacions es van situar l'11,7% per sota del nivell de dos mesos enrere i van ser compensades per la major reducció de les importacions, on la factura del petroli, menys elevada, va fer la diferència.

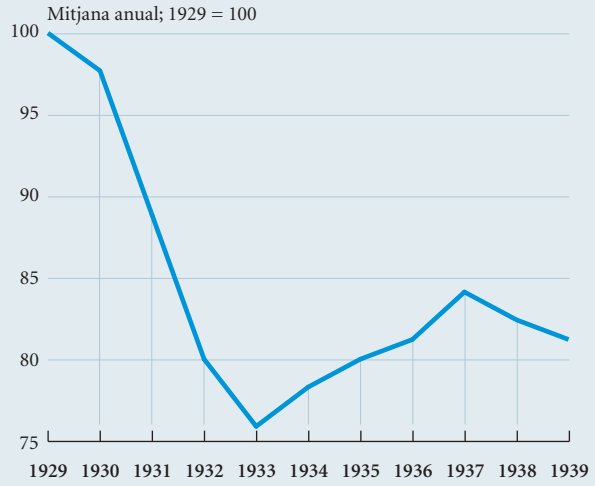
El dèficit comercial es corregeix a costa d'una disminució del comerç.

Deflació: un risc que cal tenir en compte

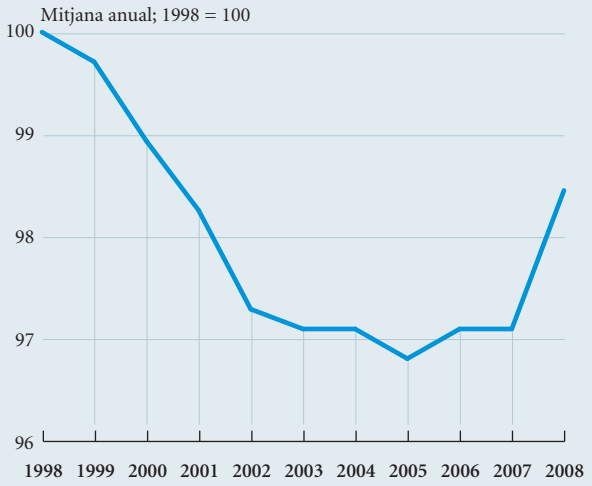
A les economies més grans del món –els Estats Units, el Japó i la zona de l'euro–, la taxa d'inflació lliscarà cap a territori negatiu durant el 2009. Tot i que el principal motiu d'aquest descens serà l'enfonsament experimentat pel preu del petroli, i per això s'espera que la inflació recuperi taxes positives cap al final de l'any, hi ha el risc que, en un context de feblesa de la demanda, el nivell general de preus inicii un procés més prolongat de descensos. L'experiència dels Estats Units als anys trenta, quan l'IPC va caure el 24% entre 1930 i 1933, és segurament irrepetible –els errors de llavors han estat ben apresos–, però fins i tot una deflació més suau, com la japonesa dels anys noranta, faria que la recessió fos més llarga i profunda.

EPISODIS DE DEFLACIÓ, MÉS I MENYS GREUS

IPC Estats Units 1929-1936



IPC Japón 1998-2008



FONTS: Departament de Treball dels Estats Units i Datastream.

En general, la causa més habitual d'un procés deflacionista és una caiguda important de la demanda agregada, derivada, per exemple, de l'esclat d'una bombolla d'actius, una crisi financera o un augment d'incertesa per motius geopolítics. La caiguda de l'activitat que provoca aquesta contracció de la demanda tendeix a reduir la taxa d'inflació, que es pot tornar negativa, en especial si parteix de nivells no gaire allunyats de zero. Precisament, les taxes d'inflació objectiu dels bancs centrals no són gaire baixes per reduir la probabilitat de caure amb facilitat en taxes d'inflació negatives.

Davant la feblesa de la demanda i un risc de deflació, la política monetària respon retallant els tipus d'interès, però hi ha un límit: els tipus d'interès nominals no poden caure per sota de zero. Qui prestaria a un tipus d'interès negatiu si l'alternativa, mantenir els diners en efectiu, té una rendibilitat nominal de zero? El problema és que, tot i que el tipus d'interès nominal sigui zero, el tipus d'interès real és positiu si les expectatives són de deflació i això pot impedir la recuperació de la demanda agregada. Sovint, per sortir d'una recessió, es necessiten uns tipus d'interès reals negatius per estimular prou el consum i la inversió. Amb tipus zero i deflació, es pot do-

nar l'anomenada «trampa de liquiditat», situació en què el millor actiu per invertir és l'efectiu, sense risc i amb alta rendibilitat real.

La deflació té un impacte nociu sobre l'activitat a través de diversos canals. En primer lloc, augmenta el valor real dels deutes, la qual cosa ocasiona un increment d'impagats i de fallides. A més a més, en un context deflacionista, el preu dels actius també tendeix a disminuir, la qual cosa redueix el valor de les garanties dels préstecs i, per tant, augmenta les pèrdues per morositat de les entitats financeres. Atesa aquesta situació, els bancs incrementen la prima de risc que cobren pels seus préstecs i redueixen l'oferta de crèdit, situació que empitjora la recessió. Un entorn deflacionista també empeny a l'alça els salaris reals si són rígids a la baixa en termes nominals, de manera que s'ocasiona més destrucció de llocs de treball i s'allarga la recessió. Un empitjorament de la recessió agreuja la deflació i pot generar una espiral deflacionista difícil de neutralitzar.

Escapar d'una trampa de liquiditat i neutralitzar una deflació no és fàcil. Quan el tipus d'interès nominal s'ha reduït fins a zero, l'única manera de disminuir el tipus d'interès real és incrementar les expectatives d'inflació. Si l'autoritat monetària convenç els agents econòmics que la inflació tornarà a ser positiva, fins i tot més alta que l'objectiu del banc central en temps normals, la conseqüent caiguda del tipus d'interès real contribuiria a revifar la demanda, sortir de la recessió i vèncer la deflació. Naturalment, però, els agents econòmics tendeixen a desconfiar d'un banc central que promet més inflació quan la seva retòrica acostuma a ser la contrària. En paraules de Paul Krugman, el repte per al banc central és «prometre de forma creïble que serà irresponsable».[1] La recent publicació per part de la Fed, per primer cop en la seva història, del seu objectiu d'inflació a llarg termini (2%) ha de ser interpretada com una mostra de la importància de la política de comunicació d'un banc central en temps de risc de deflació.

El banc central pot reforçar les promeses de retorn a la inflació amb mesures concretes. Una possibilitat, fins i tot amb els tipus d'interès en el zero, és generar una forta expansió de l'oferta monetària (vegeu el requadre «La Fed i el BCE, dues estratègies i un problema: la deflació»), la qual cosa, tard o d'hora, farà augmentar el nivell de preus (al capdavall, com va dir Friedman, «la inflació és sempre i a tot arreu un fenomen monetari»). Amb aquesta estratègia, un dels riscos és que el banc central es pugui excedir i generar massa inflació. Una altra possibilitat per al banc central és intervenir per reduir els tipus d'interès a llarg termini, per exemple mitjançant la compra de deute públic. Una tercera possibilitat, relacionada amb les anteriors, consisteix a contribuir a finançar una política fiscal expansiva. De fet, la Fed ja utilitza aquestes tres alternatives per lluitar contra la recessió i evitar una deflació. Una altra possible via per crear inflació és depreciar o devaluar la moneda, tot i que aquesta alternativa deixa de ser viable si el risc de deflació afecta, com passa en l'actualitat, les tres economies més grans del món (òbviament, totes no poden depreciar).

En definitiva, sembla que, amb la deflació, passa el mateix que amb moltes altres coses: prevenir és millor, i més fàcil, que curar. És crucial, per tant, no ignorar els riscos de deflació i adoptar les mesures necessàries, ortodoxes i no tant, per evitar que succeeixi. Ara com ara, no forma part del nostre escenari central de previsions, però el risc és aquí.

(1) Krugman, Paul (1998), «It's Baaack! Japan's slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998:2.

Aquest requadre ha estat elaborat per Enric Fernández
Departament d'Economia Internacional, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Japó: la reculada exportadora enfonsa l'activitat

El Japó recula el 4,6% a causa del sector exterior.

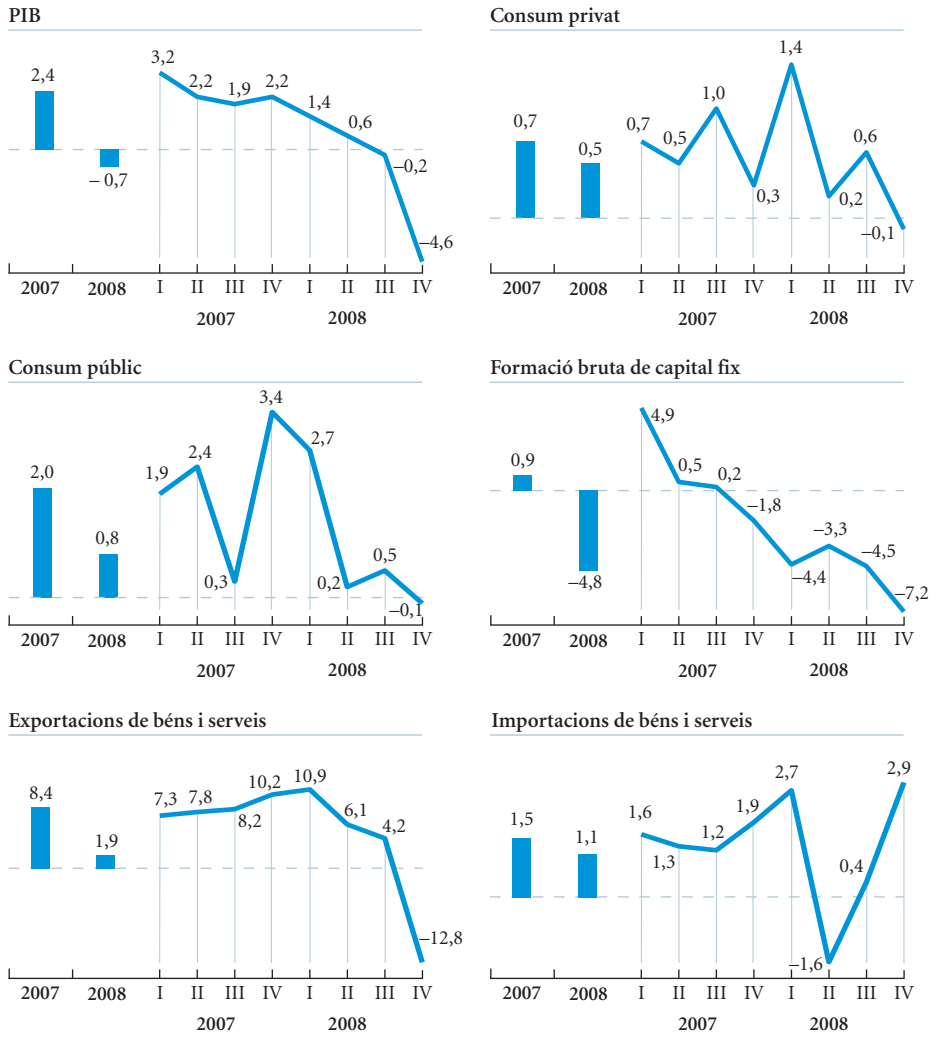
L'activitat econòmica va caure amb intensitat al final del 2008. El PIB del quart trimestre va recular el 4,6% interanual, el 12,7% en termes intertrimestrals anualitzats. La reculada del 12,8% interanual de les exportacions va contribuir en tres quartes parts a aquesta intensa reducció de l'activitat. Això, en primer lloc, dóna una idea de la dependència del Japó de la demanda exterior i, en segon lloc, il·lustra la magnitud del descens dels fluxos comercials. L'altre component que va disminuir amb intensitat va ser la inversió en equipament, que, amb una reculada de l'11,1% interanual, va contribuir gairebé en una quarta part al replegament del PIB.

La producció industrial baixa el 22% i reflecteix la crisi en béns duradors.

La dependència directa de les exportacions japoneses de la demanda de la resta d'Àsia supera la dependència, també important, de les compres dels Estats Units. Així, el galopant deteriorament de les

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

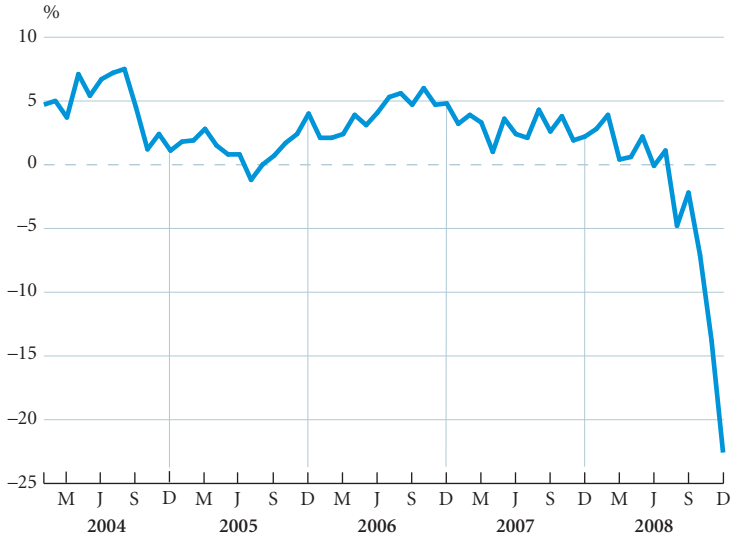
Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Institut d'Investigació Econòmica i Social i elaboració pròpia.

JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL EN CAIGUDA HISTÒRICA

Variació interanual de la producció industrial



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

perspectives de l'economia nipona és una mostra de la ràpida desaparició de la hipòtesi del *decoupling* asiàtic, la capacitat de la zona de créixer tot i la feble demanda dels Estats Units.

La producció industrial del desembre, que va recular el 22,5% interanual, és també un reflex del descens exportador. La major part d'aquesta disminució, sense parangó des de la Segona Guerra Mundial, s'ha donat en els dos últims mesos, coincidint amb el descens dels fluxos de comerç. En un país on el pes de la indústria és considerable en comparació amb altres economies riques, les empreses prenen bona nota d'això i ajusten la producció i les expectatives, tal com ho indica l'índex Tankan d'activitat empresarial del Banc del Japó del quart trimestre.

Pel costat de la demanda tampoc no s'ha tocat fons. La confiança del consumidor del quart trimestre va baixar de 31,2 punts a 26,7 punts i va tornar a marcar un nou mínim històric. En aquest mateix context, les vendes al detall del desembre evidencien una mala temporada nadalenca, ja que van recular el 2,7% interanual, i les vendes d'automòbils es van continuar enfonsant, amb una reculada del 28,0% interanual al gener. Una situació que també es va repetir en el capítol inversor, que empitjora les perspectives per als propers mesos. Així, el seu indicador avançat, les comandes de maquinària, va mantenir al desembre un marcat biaix a la baixa, amb un descens interanual del 24,5%, amb les reculades més importants al sector exportador.

Les perspectives de la inversió empitjoren i el mercat immobiliari continua feble.

Pel que fa als preus, l'economia japonesa torna a flirtejar amb un vell conegut: el fantasma deflacionista. L'IPC del desembre va pujar el 0,4% interanual, quan fa tres mesos vorejava el 2,1%. Però és l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, amb un increment nul en relació amb el mateix període de l'any anterior, el que mostra clarament la proximitat del terreny deflacionista. Per la seva banda, al mercat laboral, la taxa d'atur del desembre va repuntar fins al 4,4% de la població activa, el registre més alt des del 2004.

La inflació voreja el zero i les exportacions reculen el 36%.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB real	2,4	–0,7	1,4	0,6	–0,2	–	–4,6	–	–
Producció industrial	2,9	–3,3	2,5	1,0	–1,9	–7,0	–13,7	–22,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,0	–2,8	11,0	5,0	–3,0	–	–24,0	–	–
Habitatges iniciats	–17,2	2,4	–8,8	–11,1	40,3	20,1	0,0	–5,8	...
Taxa d'atur (2)	3,9	4,0	3,8	4,0	4,1	3,7	3,9	4,4	...
Preus de consum	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,7	1,0	0,4	...
Balança comercial (3)	12,5	3,9	11,7	10,2	7,3	6,2	4,8	3,9	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	77,1	86,6	83,4	82,6	81,9	93,5	98,7	103,2	105,1

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 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

La menor demanda i, en especial, la crisi de crèdit, que incrementa la dificultat d'assegurar els cobraments, van continuar afectant el sector exterior, que, al desembre, per cinquè mes consecutiu, va tenir dèficit. Les exportacions van intensificar els descensos i van caure el 36,2% interanual, i les importacions van cedir el 26,7% al desembre. Les exportacions als Estats Units es van reduir el 36,9% interanual; les destinades a la resta d'Àsia, el 36,5%, i les dirigides a la Xina, el 35,5%, dades que evidencien la fragilitat del creixement a la regió.

Lliçons de la deflació japonesa

El Japó és l'única de les grans economies que ha experimentat recentment un període de deflació, entès com una disminució prolongada i generalitzada dels preus. Per aquest motiu, l'anàlisi del procés deflacionista nipó pot ajudar a entendre el moment actual. La deflació japonesa va ser motivada per la pèrdua del valor dels actius, financers i no financers, i per l'acceptació, en especial per part de les empreses no financeres, que els descensos serien duradors. En conseqüència, les empreses no financeres van passar a prioritzar el sanejament dels balanços, via reducció de deute, i van limitar així les noves inversions. Segons Richard C. Koo,[1] economista en cap del Nomura Research Institute, aquest comportament va ser més important per a la deflació que fins i tot els problemes de solvència del sector financer. Vegem per què.

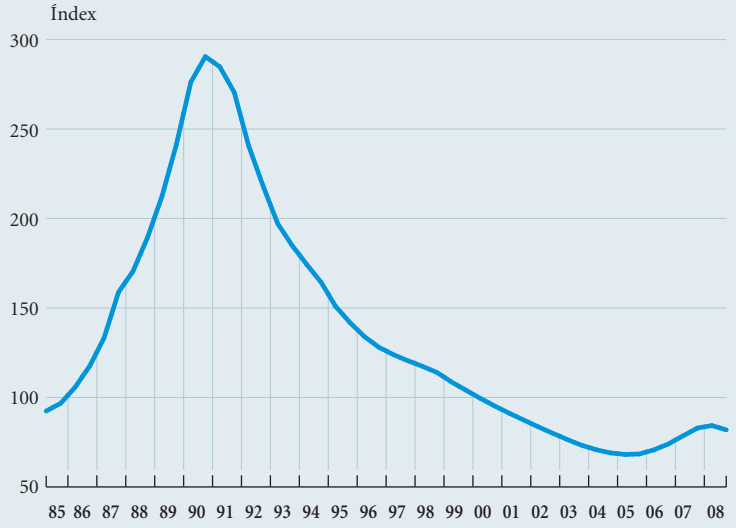
(1) Richard C. Koo, *Balance sheet Recession*, John Wiley & Sons 2003.

Fins al final dels anys vuitanta, l'economia japonesa es basava en dos pilars bàsics. El primer, un fort estalvi de les llars, donava suport al segon, la intensa inversió de les empreses no financeres exportadores, que eren, i són, competitives. Les seves grans oportunitats d'inversió es finançaven, gràcies a l'elevat estalvi, a un cost del deute molt baix. En conseqüència, aquestes companyies tenien un alt endeutament, amb un patrimoni net inferior al 20% del valor dels actius.

Llavors va arribar la correcció borsària de 1989, seguida d'un descens del preu dels immobles encara més dràstic. La capitalització borsària perdia, entre el final de 1989 i l'agost de 1998, el 49,5%. Per la seva banda, el preu del sòl a les sis principals ciutats del país va cedir el 59,9% del màxim assolit el 1990. Entre 1989 i 1997, la pèrdua de valor combinada de les diferents classes d'actius va pujar fins a 2,7 cops el PIB nominal de la que llavors era la segona economia del món. Una mica més de la meitat d'aquesta reculada es va concentrar al sector empresarial no financer.

L'ENFONSAMENT DEL SÒL AL JAPÓ

Índex del preu del sòl a les sis ciutats més grans



FONTS: Japan Real Estate Institute, Thomson Datastream i elaboració pròpia.

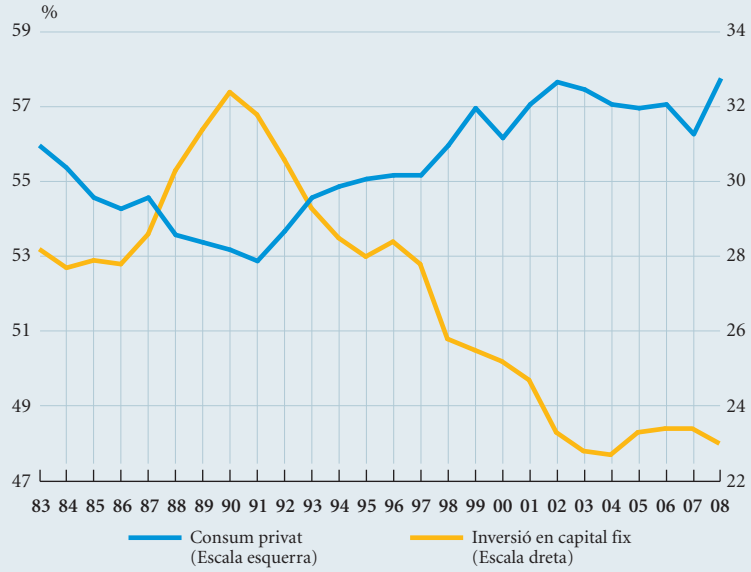
Les empreses palanquejades van veure com disminuïa el valor dels actius, però no el dels deutes. Això va fer que moltes companyies quedessin en una situació de fort desequilibri patrimonial. Però, en termes comercials, sense tenir en compte la situació financera, les empreses seguien essent viables, ja que moltes es dedicaven a l'exportació i l'economia global continuava demandant productes japonesos. En conseqüència, la prioritat de les corporacions va passar a ser el reequilibri del balanç. Els ingressos ja no es reinvertien com abans, sinó que s'utilitzaven per reduir deutes, mentre que les oportunitats d'inversió, per molt avantatjoses que fossin, es deixaven per a més endavant.

Així, la variable que més va contribuir a reduir la demanda agregada en el procés deflacionista va ser la inversió empresarial i, a conseqüència d'això, la menor demanda d'endeutament. És de sobres conegut que els consumidors japonesos tenen una alta propensió a l'estalvi, i això es va mantenir invariable. En canvi, la inversió no

residencial de les empreses va tenir un paper molt més actiu i va passar del 19,8% al 13,8% del PIB nominal, una pèrdua de 6,0 punts percentuals. Aquesta menor demanda d'inversió va contribuir a afeblir els mecanismes de transmissió monetària. Els augments de l'oferta monetària es van mantenir com a efectiu en poder dels bancs i no en préstecs, de manera que no van ajudar a reactivar l'activitat. La política fiscal va propiciar que les reculades del PIB fossin relativament moderades. Malgrat tot, això va ser possible a costa de dur l'endeutament del sector públic fins al 187,7% del PIB el 2007. Així i tot, entre l'abril de 1998 i el març del 2006, els preus van baixar el 3,7%, i el producte interior brut va romandre estancat entre el final de 1996 i el final del 2001, en el que s'ha acabat anomenant «la dècada perduda». El que ha quedat després és, fins i tot descomptant que la demografia està gairebé estancada, una recuperació molt feble, el creixement de la qual depèn de les exportacions a la resta del món.

ES VAN MOURE ELS INVERSORS, NO ELS CONSUMIDORS

Participació en el PIB



FONTS: Japan Ministry of Communications, Thomson Datastream i elaboració pròpia.

Arribats a aquest punt, ens podem fer la següent pregunta: la deflació japonesa és un exemple del que espera a l'economia global en els propers anys? Una primera aproximació és comparar i veure les diferències entre el Japó deflacionista i l'economia més gran del món, la dels Estats Units. La primera diferència empitjora les coses. El Japó va passar el procés deflacionista amb una pròspera demanda mundial que importava els seus productes. El 2009, però, amb una contracció generalitzada, el creixement per la via de les exportacions és difícil. Seguint per aquest camí, la simultaneïtat dels estímuls fiscals en dificultarà el finançament per l'exterior. Cal recordar que, fins ara, aquest finançament venia, en gran part, de l'Àsia Oriental, amb la Xina i el Japó representant més del 40% de la tinença de deute del tresor nord-americà. Però aquests països pateixen la crisi amb més intensitat del que s'esperava i la seva apetència de bons nord-americans podria ser menor que en el passat.

La segona diferència és que, als Estats Units, el sector palanquejat no són les empreses no financeres, sinó els consumidors i els bancs. El canvi principal no serà, doncs, menys inversió, sinó menys consum: els ingressos que arribin es dedicaran a reduir el deute i no a consumir. El relleu del consum nord-americà, el 70% de la seva economia i el 17% de l'economia global, com a font de creixement no és fàcil.

Hi ha raons per a un cert optimisme? Sí. La més destacada és la menor magnitud de la pèrdua de riquesa. Com s'ha comentat més amunt, al Japó, aquesta pèrdua va ser de 2,7 cops el PIB. Als Estats Units, els estralls, tot i que grans, són, a hores d'ara, clarament menors. Durant tot l'any 20007 i en els tres primers trimestres del 2008, la riquesa financera total va perdre el 51% del PIB i la riquesa total de les llars, financera i tangible, va cedir l'equivalent al 71% del PIB. Aproximadament, la meitat d'aquesta pèrdua es va concentrar en els immobles. Els fluxos d'informació també juguen a favor. Al Japó, es va trigar anys a fer públiques les pèrdues, mentre que, als Estats Units, van trigar mesos a aflorar, tot i que aquí encara queda camí per recórrer. La Fed, per la seva banda, ha actuat més decididament que les autoritats japoneses amb la seva política d'expansió quantitativa (vegeu el requadre «Recessió però no depressió: una mirada al 29 i al Japó dels anys noranta» de l'Informe Mensual del gener). També és més favorable la demografia, que permet un major potencial de creixement de la demanda interna que al Japó. Així i tot, la cautela és obligada. Deu anys després, el capítol de la deflació japonesa encara no s'ha tancat del tot, i l'actual crisi de l'economia real internacional encara és a l'inici.

Aquest requadre ha estat elaborat per Jordi Singla
Departament d'Economia Internacional, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Amèrica Llatina: les millores econòmiques allunyen parcialment les pors del passat

L'Amèrica Llatina s'enfronta a un 2009 recessiu.

L'entorn econòmic i financer de l'Amèrica Llatina ha empitjorat notablement a conseqüència de la recessió global. El 2009 l'Amèrica Llatina registrarà una fase recessiva que farà que el PIB es contregui l'1,2%. De fet, alguns països de la regió ja han tingut forts creixements negatius en el quart trimestre del 2008.

Les previsions per al 2009 indiquen que el PIB de l'Argentina caurà l'1,5% a causa de la disminució en el preu de les primeres matèries, de la falta d'inversió i de l'enorme sortida de capitals. Xile registrarà un creixement nul per la caiguda del preu del coure, principal exportació. El Perú, que ha dissenyat un pla d'estímul fiscal, moderarà el creixement fins al 4,0% (enfront del 9,1% del 2008).

El Brasil es troba en recessió tècnica des del final del 2008. Tot i que les dades encara no ho han confirmat, s'espera que, en el quart trimestre del 2008, el PIB s'hagi contret al voltant del 5% en taxa intertrimestral. La producció al sector de l'automòbil, que es va col·lapsar al final de l'any passat, ha mostrat un fort rebot al gener d'enguany, amb el suport de la reducció del 6% en l'impost directe a la fabricació de cotxes i dels crèdits especials concedits pels bancs estatals per a la compra de cotxes. No obstant això, el to de feblesa continua afectant altres sectors. Per al 2009, es preveu un creixement negatiu del 2,1% arran de l'alentiment del consum intern, de la forta moderació de la formació bruta de capital fix i de la restricció del crèdit.

El Brasil i Mèxic ja estan en recessió tècnica.

La crisi arriba després d'un període de substancial reducció de la vulnerabilitat externa.

Mèxic patirà el 2009 els efectes de la recessió del seu veí del nord i de la caiguda del preu del petroli. El sector serveis i de manufactures es veu directament afectat per la desacceleració dels Estats Units per les seves àmplies connexions comercials. Per la seva banda, la demanda de les llars es veurà molt afectada per la caiguda de les remeses (equivalents al 2,2% del PIB). Al gener, l'indicador INEGI PMI de manufactures va caure el 3,2% fins als 40,6 punts, la qual cosa indica que la correcció iniciada en el tercer trimestre del 2008 s'ha intensificat; l'indicador de confiança dels consumidors va baixar fins als 83,3 punts, 4,8 punts menys que al desembre; la intenció de les famílies de comprar béns duradors es va enfonsar 9,1 punts, fins als 71,3 punts. La restricció creditícia també contribueix a la contracció del consum privat.

La caiguda de la inflació dóna marge d'acció als governs per relaxar la política monetària, però amb cautela.

En termes generals, la regió s'enfronta a la crisi actual des d'una posició financera i fiscal més sòlida que en el passat. Per exemple, les reserves internacionals van superar el 2008 els 450 mil milions de dòlars i van triplicar el nivell del 1999, la qual cosa atorga un marge considerable per atenuar les pressions sobre els tipus de canvi. Durant els cinc últims anys, la regió ha presentat un dèficit fiscal proper al 0,6% del PIB, una millora substancial en relació amb la mitjana del 3% del decenni 1994-2003. Així i tot, països com l'Argentina, l'Equador i Veneçuela, que financen una proporció important de la despesa pública amb els ingressos vinculats a les exportacions de primeres matèries, s'enfrontaran el 2009 a dificultats importants.

Diversos països han respost a la crisi amb mesures de suport a l'activitat. A Mèxic, segons les estimacions de l'FMI, l'estímul fiscal implícit en els pressupostos per al 2009 tindrà un impacte de l'1% del PIB. El pla d'estímul va acompanyat d'una major expansió del crèdit concedit pels bancs estatals, mesura que aportarà un suport addicional a l'activitat. En el cas del Brasil, el govern no ha anunciat un pla fiscal de magnitud significativa, principalment perquè el marge de maniobra és limitat. Les mesures adoptades són puntuals, com les mesures de suport al sector

QUADRE MACROECONÒMIC PER A AMÈRICA LLATINA

	Creixement del PIB real (%)			Taxa d'inflació (final d'any)			Compte corrent (% del PIB)			Saldo fiscal (% del PIB)		
	2007	2008(*)	2009(**)	2007	2008	2009(**)	2007	2008(*)	2009(**)	2007	2008(*)	2009(**)
Argentina	8,7	6,9	–1,5	8,5	10,0	15,0	2,7	2,0	–0,3	1,4	1,2	–0,5
Brasil	5,4	5,7	–2,1	4,5	6,5	5,0	0,6	–1,8	–1,5	–2,3	–1,8	–2,5
Xile	5,0	4,3	0,0	7,8	5,8	3,5	4,5	–2,7	–2,6	8,9	4,5	–3,0
Colòmbia	6,3	4,1	0,5	5,0	4,0	3,8	–3,4	–2,0	–1,9	–1,0	–1,4	–3,0
Mèxic	3,3	1,8	–2,0	3,8	6,5	4,0	–1,0	–1,5	–3,5	0,0	–0,1	–2,5
Perú	8,9	9,1	4,0	3,2	2,8	2,5	1,4	–2,1	–3,0	2,9	1,4	–0,1
Veneçuela	8,2	4,9	0,0	15,3	19,0	19,0	10,5	14,2	4,3	1,5	–1,1	–5,2
Latam 7 (*)	**5,6**	**4,7**	**–1,2**	**5,7**	**7,3**	**6,6**	**0,7**	**–0,5**	**–1,3**	**–0,3**	**–0,6**	**–2,5**
Latam 7 ex- Arg y Ven (*)	**5,0**	**4,4**	**–1,3**	**3,7**	**4,8**	**3,5**	**0,0**	**–1,7**	**–2,5**	**0,3**	**0,1**	**–0,7**

NOTES: (*) Estimació.
(**) Previsió.
(***) Ponderat per PIB PPA.
FONTS: Organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

de l'automòbil esmentades més amunt, l'augment dels recursos destinats a infraestructures o un pla d'habitatge social que el govern detallarà en breu.

La millora que s'observa en el panorama d'inflació també atorga a les autoritats monetàries un marge més ampli d'acció. El 2008 la taxa d'inflació a l'Amèrica Llatina va ser del 7,3% (del 4,8% sense l'Argentina ni Veneçuela). En aquest context, el 2009 els bancs centrals del Perú, Mèxic, el Brasil i Xile han retallat els tipus d'interès en 25, 50, 100 i 250 punts bàsics, respectivament. Les autoritats econòmiques reconeixen la importància de continuar relaxant la política monetària per donar suport addicional al creixement, però també són conscients de la necessitat d'evitar provocar fortes sortides de capitals i accelerar la depreciació de les divises.

Quins riscos hi ha a l'horitzó? El 2009 el principal risc per a l'Amèrica Llatina és el d'una contracció global més intensa, que afectaria encara més el preu de les primeres matèries i comportaria, per tant, més pèrdues en els termes d'intercanvi. Sens dubte, un dels reptes de la regió a mitjà termini continua essent la reducció de l'excessiva dependència de les exportacions de primeres matèries. En un escenari de contracció més intens del que s'esperava, el marge de la política fiscal per estimular la demanda interna seria molt limitat. L'ampliació dels dèficits exteriors també representaria un focus de riscos per als països de la regió, que veurien encarit l'accés al finançament internacional.

El 2009 serà un any amb riscos en matèria de creixement, finançament de compte corrent i estabilitat monetària i fiscal.

Àsia emergent: revisions a la baixa

Les teories que pronosticaven un procés de desacoblament entre les economies desenvolupades i les emergents ja fa temps que han quedat oblidades. Així i tot, la magnitud del recent deteriorament de l'activitat econòmica a molts països de l'Àsia emergent n'ha agafat més d'un de sorpresa. Això ha forçat l'FMI, entre d'altres institucions, a revisar a la baixa el creixement d'Àsia per al 2009 del 4,9% al 2,7%. La predicció de contracció del 4% per a Corea és un cas extrem en aquest nou context. Per al cas de la Xina, l'FMI situa el creixement en el 6,7% el 2009 i en el 8% el 2010. Les xifres són una mica més

Revisió a la baixa en el creixement de l'Àsia emergent.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Gener
PIB real	13,0	9,0	10,6	10,1	9,0	6,8	–
Producció industrial	17,5	12,6	–	15,9	13,0	6,4	...
Producció elèctrica	15,7	6,7	16,0	11,9	6,7	–6,0	...
Preus de consum (*)	4,8	5,9	8,0	7,8	5,3	2,5	1,0
Balança comercial (**)	262,4	295,1	256,5	247,2	256,9	295,1	314,8
Tipus d'interès de referència (***)	7,47	5,31	7,47	7,47	7,20	5,31	5,31
Renminbi per dòlar (*)	7,6	6,9	7,2	7,0	6,8	6,8	6,8

NOTES: (*) Promig.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(***) Percentatge a final de període.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

LA BORSA XINESA REPUNTA EL 2009

Índex Shanghai 180

FONT: Thomson Reuters Datastream.

Malgrat la important caiguda de les exportacions, el superàvit comercial xinès es torna a ampliar per l'enfonsament de les importacions.

optimistes que les nostres previsions del 6% i del 7,5%, tot i que, en els dos casos, se situen per sota del creixement de dos dígits als quals ens tenia acostumats el gegant asiàtic.

La desacceleració s'ha fet evident en les xifres del comerç internacional. Així, el valor de les exportacions xineses es va contreure el 17,5% en termes interanuals al gener, la caiguda més important en 13 anys i el tercer mes consecutiu amb taxes negatives. En concret, les exportacions als Estats Units i a la Unió Europea van baixar el 10% i el 17%, respectivament (aquests mercats representen al voltant del 40% del total de les exportacions xineses). Així i tot, el gran enfonsament de les importacions, que va arribar al 43,1%, explica l'augment del superàvit comercial al gener fins als 39.110 milions de dòlars.

Els indicadors de demanda no mostren encara un clar enlairament del consum intern.

L'última dada de l'índex de gestors de compres (PMI) confirma el to de feblesa. Malgrat el lleuger repunt des dels 41,2 punts del desembre fins als 45,3 punts del gener, el valor de l'índex, per sota de 50, és coherent amb la continuïtat de la tendència a la baixa en la producció industrial que es va iniciar la tardor passada.

La Borsa de Shanghai dóna mostres d'optimisme.

En canvi, les dades aparegudes sobre les vendes al detall del quart trimestre del 2008 són més esperançadores, ja que, amb un increment interanual del 20,6%, deixen el creixement per al 2008 en el 21,6% anual, gairebé 5 punts per damunt de l'any anterior. No obstant això, la gran davallada en el valor de les importacions al gener podria estar evidenciant una certa feblesa del consum. En una línia similar, els 20 milions d'immigrants procedents de les zones rurals que han perdut la feina representen un altre motiu d'alentiment en la demanda interna. Haurem d'esperar una mica per veure si les mesures d'estímul fiscal adoptades pel govern xinès contribueixen a l'enlairament del consum domèstic.

Malgrat el relatiu empitjorament dels indicadors econòmics, la Borsa de Shanghai s'ha revalorat al voltant del 28% des de l'inici de l'any, resultat que alguns interpreten com un judici optimista dels inversors sobre els programes d'estímul econòmic.

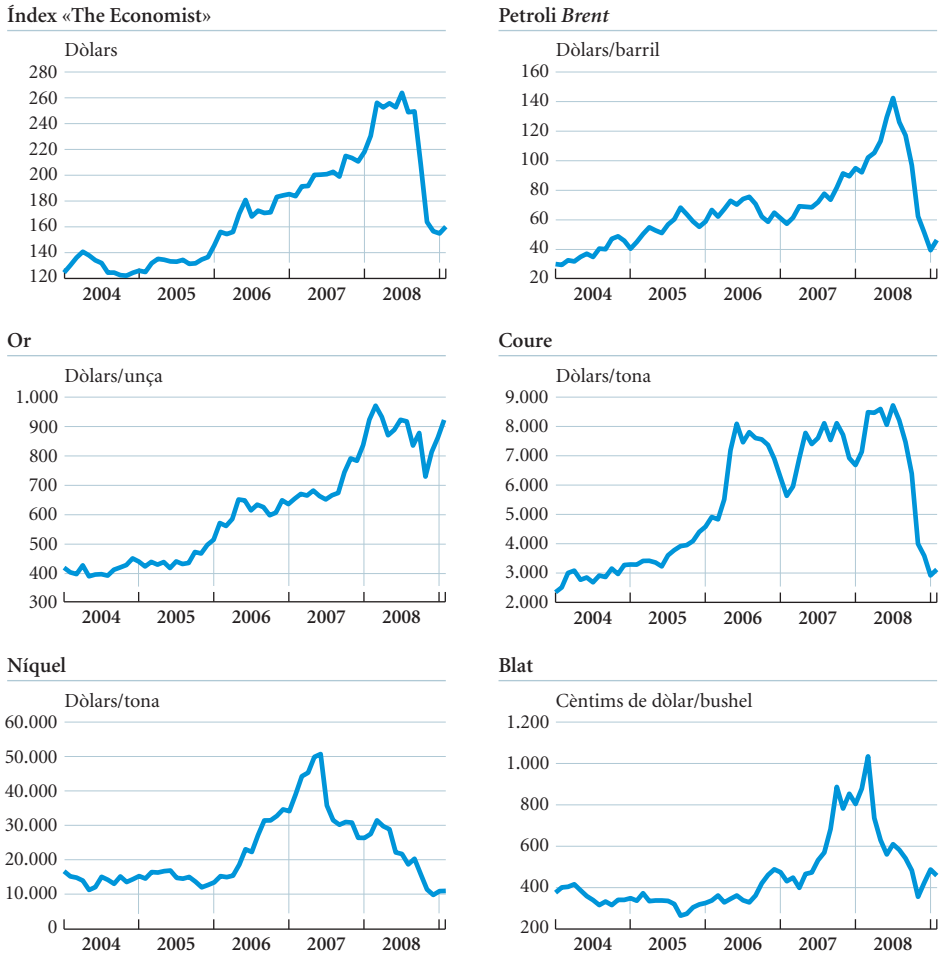
Baixa el petroli i puja l'or

El preu del petroli redueix la volatilitat, però torna a baixar. Entre el 20 de gener i el 23 de febrer, el cru va partir dels 45,3 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes) i va baixar fins als 42,1 dòlars. La pujada acumulada des del gener d'enguany es redueix, així, al 7,8%, després d'haver vorejat uns guanys del 20% cap al final de gener.

L'Agència Internacional de l'Energia va tornar a revisar lleugerament a la baixa la demanda mundial de petroli per al 2009 i la va deixar en 84,7 milions de barrils diaris, uns 570.000 barrils diaris menys. Així, la demanda global cauria l'1,1% i encadenaria el segon any consecutiu de descensos. Aquesta dada de demanda va

El preu del petroli torna a evolucionar a la baixa.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



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

Els metalls baixen, però l'alimentació i els metalls preciosos continuen a l'alça.

pesar més sobre el preu del cru que la reducció, al gener, de l'oferta en 520.000 barrils diaris.

Durant els vint primers dies de febrer, la resta de primeres matèries van presentar dues històries ben diferents. Mentre que els metalls van perdre el que havien guanyat el mes anterior, els metalls preciosos, amb l'or al capdavant, i els aliments van evolucionar a l'alça. Així, l'índex *The Economist* de primeres matèries va baixar el 2,3% entre el 20 de gener i el 23 de febrer. El níquel i l'alumini van patir els descensos més importants i el coure va mantenir el seu repunt recent. Els metalls preciosos es van tornar a beneficiar de l'aversió al risc. A conseqüència d'aquest entorn, l'unça d'or es va apropar a la cota dels 1.000 dòlars. Per la seva banda, tot i el recent descens del preu del blat, els aliments van repuntar.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: en l'últim trimestre, l'economia pateix un fort revés

Forta reculada del PIB en el quart trimestre del 2008.

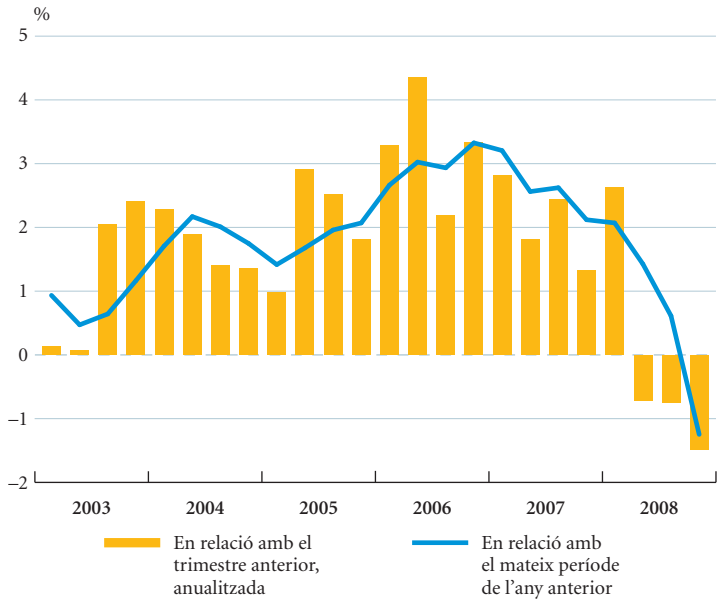
La zona de l'euro va patir una forta reculada del producte interior brut (PIB) durant l'últim trimestre del 2008. Concretament, va registrar una caiguda de l'1,2% en relació amb el mateix trimestre del 2007, de manera que el creixement per al conjunt de l'any va quedar en el 0,7%. Com es va comentar a l'informe mensual del febrer, l'extensió de la crisi financera a l'economia real feia preveure que la caiguda del PIB s'acceleraria en el quart trimestre. Al final, però, totes les previsions es van quedar una mica curtes. Les previsions per al 2008 de "la Caixa", com les del Fons Monetari Internacional, es van situar tres dècimes per damunt del resultat final, mentre que les de la Comissió Europea, que van ser revisades substancialment a la baixa al gener, s'hi van apropar una dècima més. Per al conjunt de la Unió Europea (UE), les dades del quart trimestre també van ser molt descoratjadores. En termes interanuals, l'economia va recular l'1,1%, de manera que el creixement per al 2008 només va arribar al 0,8%.

L'alentiment arriba a tots els components.

Atès que encara no s'ha fet pública la descomposició dels principals components del PIB del quart trimestre, no és possible saber amb exactitud els factors subjacents a aquest daltabaix. No obstant això, els indicadors mensuals mostren clarament que l'alentiment de l'economia és genera-

LA ZONA DE L'EURO S'ENDINSA EN LA RECESSIÓ

Variació del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Gener
PIB	2,6	0,7	2,1	1,5	0,7	–1,2	–
Vendes al detall	0,9	–1,3	–0,1	–1,5	–1,4	–2,0	...
Confiança del consumidor (1)	–4,9	–18,0	–11,9	–14,6	–19,3	–26,1	–30,5
Producció industrial	3,5	–1,7	2,5	1,2	–1,4	–8,6	...
Sentiment econòmic (1)	108,4	91,1	101,4	97,5	89,9	75,8	67,1
Taxa d'atur (2)	7,4	7,5	7,2	7,4	7,5	7,9	8,2
Preus de consum	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3	1,1
Balança comercial (3)	20,1	–1,1	24,3	13,8	–11,4	–31,1	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	4,3	4,6	4,5	4,9	5,0	4,2	2,9
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	107,7	113,0	113,0	116,0	114,0	109,1	111,9

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.

Important caiguda de la producció industrial.

litzat. Pel costat de la demanda, les vendes al detall, per exemple, van caure al desembre per setè mes consecutiu. Amb una reculada de l'1,5%, una mica inferior a la del novembre, és la caiguda més intensa des de l'inici de la sèrie.

L'enfonsament dels indicadors d'oferta indica que l'economia productiva també travessa moments molt difícils. Sense anar més lluny, sembla que la producció industrial cau en picat. Després de la històrica contracció del mes de novembre, del 8,4%, al desembre va arribar al 12%. Conseqüentment, la utilització de la capacitat productiva, que generalment fluctua entre el 80% i el 85%, es va enfonsar en un únic trimestre del 81,5% fins al 75%.

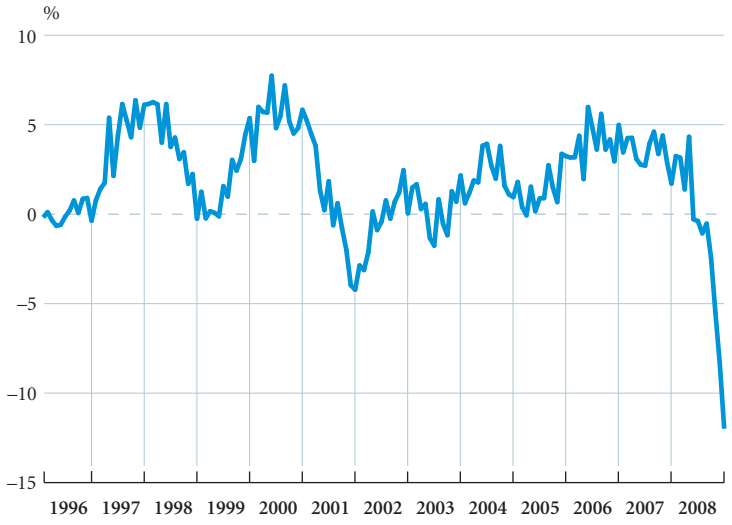
La crisi financera, originada als Estats Units, va assolir un caràcter global en l'últim trimestre del 2008 i, de llavors ençà, afecta en gran manera tant els països desenvolupats com els països emergents. Tot plegat està convertint el comerç mundial en un dels principals damnificats. Així ho reflecteixen les dades de comerç exterior de la unió monetària de l'últim trimestre del 2008. Les exportacions, que havien crescut de forma ininterrompuda des del primer trimestre del 2004, van caure el 4,1% en relació amb el mateix trimestre del 2007. La contracció de les importacions va ser una mica menys intensa, l'1,2%, però també va posar fi a un cicle expansiu que ha durat gairebé 5 anys.

Les exportacions es frenen.

Atesos aquests resultats tan negatius, la pregunta del milió d'euros és si la caiguda ja ha tocat fons o si, en canvi, encara hi ha marge perquè l'espiral contractiva continuï. Desafortunadament, tots els indicadors fan pensar que la crisi s'agreujarà durant la primera part de l'any i que no serà fins al segon semestre que començarem a observar alguns signes de recuperació. Així ho reflecteix el nostre escenari de previsions, que ha estat revisat substancialment a la baixa. Per al conjunt del 2009, esperem una reculada del 2,0%, i, al

LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL S'ENFONSA

Variació interanual de la producció industrial



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

llarg del 2010, l'economia hauria de retrobar lentament la via del creixement, fins a anotar un modest 0,3%. Però hi ha tres aspectes clau que caldrà seguir amb molta atenció: l'evolució del sector financer; els detalls i la implementació dels plans d'estímul econòmic dels diferents països de la UE, i l'abast de la crisi als països emergents.

Una clau per a la recuperació de l'economia europea la té el sistema financer, ja que la capacitat d'inversió de les petites i mitjanes empreses i les possibilitats d'endeutament de les famílies en depenen. En aquest sentit, la forta desacceleració que està experimentant el creixement del crèdit, que al desembre va assolir taxes negatives, no és gaire bon senyal. No obstant això, l'enquesta que el Banc Central Europeu realitza trimestralment a les principals entitats financeres sobre la seva política creditícia ens dóna una mica d'aire fresc. Concretament, de l'enquesta del gener es desprèn que les entitats han deixat d'endurir les polítiques creditícies. El canvi de tendència en l'oferta de crèdit, si es confirma, podria ser el primer pas cap a la seva recuperació.

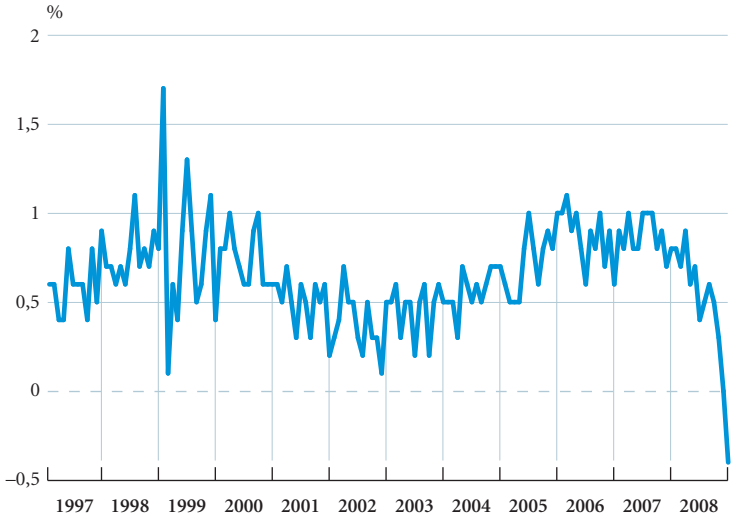
No obstant això, el sistema financer europeu, ja prou tocat, podria patir una segona ronda de turbulències a causa del deteriorament de l'economia real. Per ajudar a reconduir el sector, una de les mesures que va prenent forma és la creació d'un «banc dolent»: un banc que reuneixi els actius de mala qualitat de les entitats financeres. Els ministres d'economia dels diferents països van discutir els principis generals d'aquesta mesura en la reunió de l'Ecofin i van acordar que la seva implementació ha de ser coordinada per evitar problemes de competència. Sens dubte, aquesta mesura pot ajudar a restablir la confiança, però els seus detalls són els que realment n'acabaran determinant l'èxit.

La política que dugui a terme el Banc Central Europeu també serà determinant per a la futura recuperació del crèdit. Tot i que, en la reunió del febrer, va decidir

El sistema financer és clau per a la recuperació econòmica...

EL CRÈDIT ES CONTREU PER PRIMER COP A LA ZONA DE L'EURO

Variació mensual del crèdit al sector privat



FONT: Banc Central Europeu.

...i també ho seran els plans d'estímul econòmic...

deixar els tipus d'interès de referència en el 2%, és molt difícil que pugui mantenir-los en aquests nivells gaire més temps, ja que, pel que sembla, la inflació, que al gener va baixar fins a l'1,1% interanual, es mantindrà molt per sota del 2%, límit fixat per la màxima autoritat monetària. Així ho recull el nostre nou escenari de previsions. A més a més, el Banc Central Europeu està introduint liquiditat en el sistema bancari mitjançant polítiques d'expansió quantitativa i qualitativa del balanç. Tot i que és difícil avaluar l'efectivitat d'aquestes mesures, ja que no sabem què hauria passat si no s'haguessin adoptat, és clar que, ara com ara, no han aconseguit reanimar el crèdit (per a una anàlisi més detallada, vegeu el requadre «La Fed i el BCE, dues estratègies i un problema: la deflació»).

Un altre aspecte clau per a la recuperació de l'economia europea, en especial per a la segona meitat del 2009, el conformen els plans de reactivació econòmica anunciats pels diferents països. Després dels anuncis fets pels governs de cada país, s'han disparat les previsions de dèficit públic. A causa de les desviacions ja registrades el 2008, l'executiu comunitari va iniciar el procediment per dèficit excessiu contra Espanya, Irlanda, Grècia, França, Letònia i Malta. A més a més, hi ha procediments en marxa contra Hongria i el Regne Unit. No obstant això, el responsable d'assumptes econòmics de la Comissió Europea, Joaquín Almunia, va assegurar que ningú no pensa en una lectura rigorosa del Pacte d'Estabilitat, que limita el dèficit públic al 3% en circumstàncies normals. No obstant això, sí va puntualitzar que la disciplina fiscal és imprescindible per reprendre la via del creixement estable a mitjà termini.

...i l'abast de la crisi als països emergents.

L'últim factor clau el formen el sector exterior i, molt especialment, els països de l'Europa de l'Est i la Xina. Pel que fa al primer grup de països, la seva importància rau en l'impacte que puguin tenir les tensions que estan experimentant els seus sistemes financers sobre el sistema finan-

cer europeu. La importància de la Xina, en canvi, rau en els vincles comercials que té amb la UE i amb l'economia global. Si es confirma la seva desacceleració, les exportacions europees podrien patir encara més.

Alemanya pateix la paralització dels seus principals motors econòmics

L'economia alemanya va patir, en el quart trimestre del 2008, la sacsejada més important des de la reunificació, amb un deteriorament del PIB del 2,1% intertrimestral, i va encapçalar les caigudes de les principals economies de la zona de l'euro. A causa d'aquesta nova reducció del PIB, la tercera consecutiva de l'any 2008, l'economia alemanya va créixer només l'1,0% durant l'últim any en relació amb el 2007, una xifra ostensiblement inferior a les previsions publicades al gener per les principals institucions, que la situaven al voltant de l'1,3%. L'anàlisi per components mostra un fort deteriorament de les inversions (descens del 0,5%) i de les exportacions (reculada del 5,6%) en relació amb el quart trimestre del 2007.

Alemanya, com la resta d'economies europees desenvolupades, va experimentar una important contracció de la demanda tant interna, amb una reducció de les vendes al detall del 0,8% interanual durant l'últim trimestre del 2008, com, sobretot, externa, ja que les exportacions van patir, al desembre, la caiguda més intensa des del 1993, amb una reducció de l'11,7% en relació amb el mateix mes del 2007. Atesa aquesta tessitura, els indicadors d'oferta reflecteixen una reducció de l'activitat i registren caigudes històriques al desembre del 2008. Així, la producció industrial es va reduir el 12% en relació amb el desembre de l'any anterior i les comandes industrials ho van fer més del 28% durant el mateix període. Els indicadors de confiança, tant de la demanda com de la industrial, han assolit nous mínims en els primers mesos del 2009.

L'economia alemanya pateix la sacsejada més important des de la reunificació en el quart trimestre del 2008...

Per què l'enfonsament del PIB alemany en el quart trimestre del 2008 ha superat el de la resta de països europeus? L'economia germànica es basa, especialment, en dos sectors que han patit un important deteriorament en els últims mesos: el comerç exterior i la indústria automobilísti-

...amb una forta caiguda de la producció industrial...

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008				2009
			I	II	III	IV	Gener
PIB	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	–1,7	–
Vendes al detall	–2,6	–0,2	–0,7	0,1	0,7	–0,8	...
Producció industrial	5,9	0,0	4,9	3,0	–0,1	–7,5	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	106,2	96,8	104,0	102,1	94,8	86,2	83,0
Taxa d'atur (**)	9,0	7,8	8,0	7,9	7,7	7,6	7,8
Preus de consum	2,3	2,6	2,9	2,9	3,1	1,6	0,9
Balança comercial (***)	181,5	195,2	199,5	202,3	196,3	182,9	...

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.

...conseqüència d'un important deteriorament del sector exterior i de l'automobilístic.

ca. El 75% de les exportacions alemanyes durant el 2008 van tenir com a destinació altres països europeus, i, d'aquest total, una cinquena part anava dirigida a economies de l'Est d'Europa. El fort deteriorament de les economies europees, incloses les de l'Est, durant l'últim trimestre del 2008, va provocar l'enfonsament de les exportacions. D'altra banda, la indústria automobilística va patir una severa contracció de la demanda, tant exterior, amb una caiguda del 12% de les exportacions en el quart trimestre del 2008, com interior, amb una reducció de les matriculacions propera a l'11% en el mateix període i del 14% interanual al gener del 2009, situació que complica força la conjuntura d'una indústria que, segons l'institut d'estadística alemany, ocupa, directament o indirectament, gairebé tres milions de treballadors.

Les perspectives a mitjà termini no són gens esperançadores.

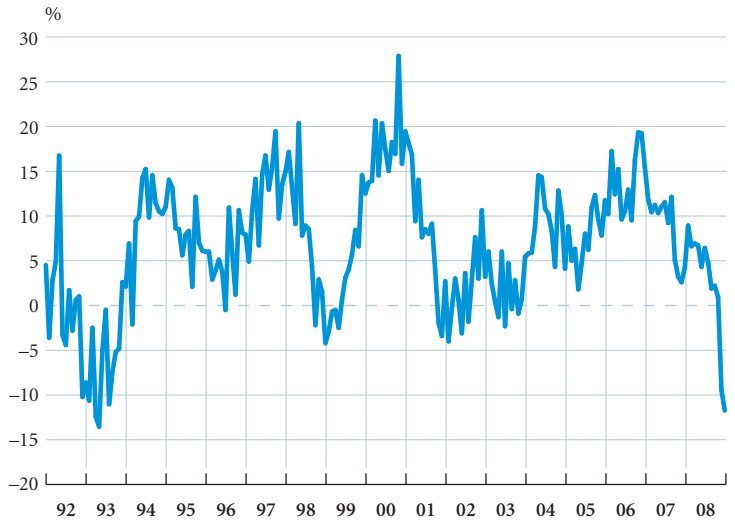
Les previsions per a la primera meitat del 2009 no fan pensar en una millora d'aquests factors, que arrosseguen l'economia alemanya cap a la major recessió des de la unificació. Així, s'espera un deteriorament més intens del consum, de la inversió i de les exportacions. El mercat laboral, que, fins al gener del 2009, registrava una taxa d'atur del 7,8%, propera al mínim assolit durant el 2008, se'n ressentirà i augmentarà per damunt del 9%. L'increment de la despesa pública, a través dels plans d'estímul fiscal aprovats en els últims mesos, i els efectes de les diferents mesures sobre els agents econòmics poden esmorteir la caiguda del PIB alemany el 2009. El dèficit públic alemany del 2008 va ser només el 0,1% del PIB, el més baix des de la reunificació. No obstant això, els plans d'estímul econòmic comportaran un major endeutament de l'economia germànica en els dos propers exercicis i empenyeran el deute fins al 70% del PIB, cinc punts percentuals per damunt del registrat el 2008.

França: enfonsament de la demanda en el quart trimestre del 2008

Les previsions utilitzades el mes passat per la Comissió Europea sobre quina se-

LES EXPORTACIONS ALEMANYES S'ENFONSEN

Variació interanual de les exportacions de béns



FONT: Bundesbank.

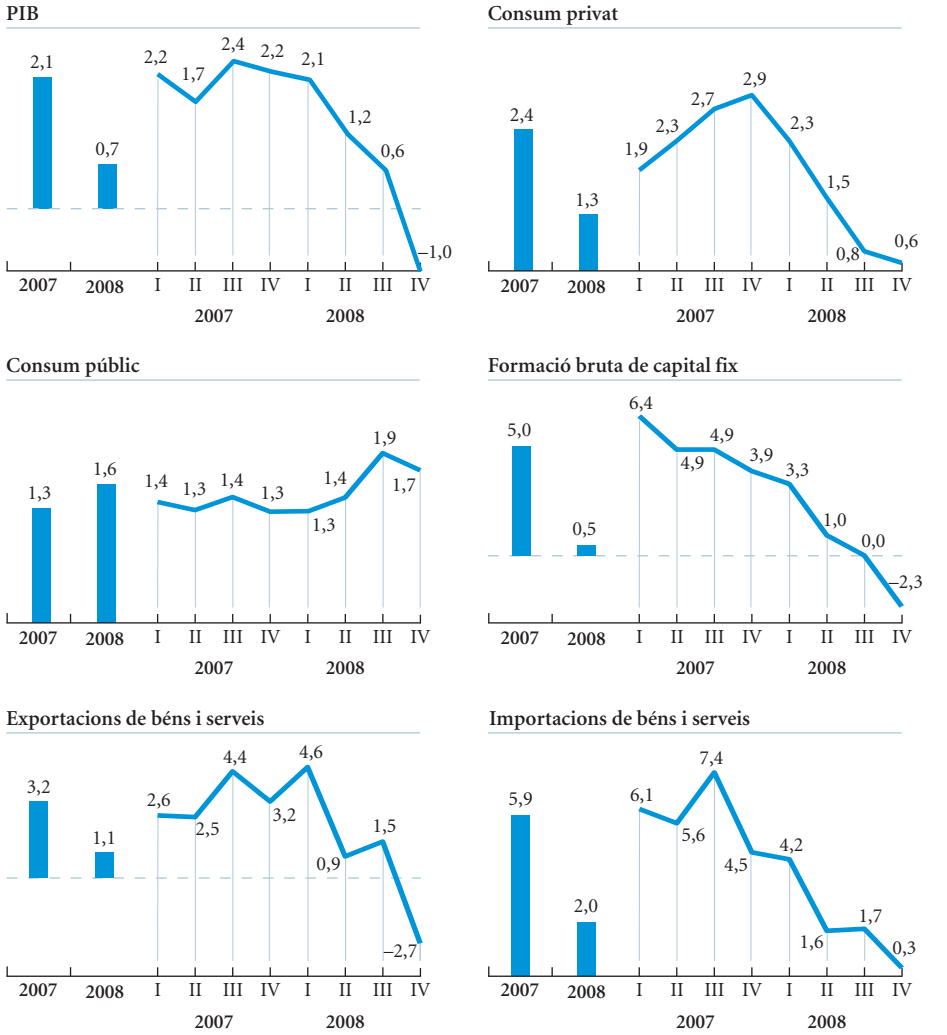
ria l'evolució del PIB gal en l'últim trimestre del 2008 van ser encertades. Les dades de comptabilitat nacional han confirmat que França va créixer el 0,7% el 2008. Així mateix, tal com s'esperava, el creixement del 0,1% intertrimestral del PIB registrat en el tercer trimestre del 2008 va generar només falses esperances. En efecte, en el quart trimestre, es va enfonsar l'1,2% intertrimestral.

Els indicadors, tant pel costat de la demanda com pel de l'oferta, apuntaven a un empitjorament notable de la conjuntura, que ha comportat una caiguda de l'1,0% interanual en l'últim trimestre del 2008. L'enfonsament del PIB francès es reflecteix en la mala evolució de la producció industrial, que va caure l'11,1% interanual al desembre. A més a més, altres indicadors de l'activitat industrial pronostiquen que la tendència a la baixa es mantindrà en els propers mesos. Per exemple, l'índex de sentiment econòmic va recular de nou al gener. Més favorable ha estat la cartera de comandes, que, des-

El PIB francès cau l'1,0% interanual en l'últim trimestre del 2008.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE FRANÇA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: INSEE i elaboració pròpia.

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	2,1	0,7	2,1	1,2	0,6	–	–1,0	–	–
Consum de les llars	4,4	1,2	2,4	1,5	0,9	0,6	1,1	–1,7	...
Producció industrial	1,4	–2,6	1,6	–0,4	–2,2	–7,7	–9,1	–11,1	...
Taxa d'atur (*)	8,3	7,8	7,6	7,7	7,7	7,9	8,0	8,1	...
Preus de consum	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	2,7	1,6	1,0	0,7
Balança comercial (**)	–33,5	–48,5	–42,1	–45,9	–50,6	–55,5	–56,5	–54,5	...

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 inversió del país gal, en números vermells.

prés d'assolir un mínim històric al desembre, ha pujat, tot i que de forma molt moderada, al gener del 2009.

Des de la perspectiva de la demanda, diversos indicadors mostren un consum intern feble. Així, el consum de les llars va caure en picat al desembre, l'1,7% interanual, i això va propiciar que el creixement del consum privat caigués fins a l'1,3% interanual el 2008. Aquesta xifra se situa molt per sota del 2,4% anotat l'any anterior i, a més a més, presenta un perfil clarament descendent. Per exemple, l'índex de confiança del consumidor registrat al gener va continuar a la baixa i va assolir nivells de l'ordre de 35 punts negatius.

Més preocupant és la pèssima evolució de la inversió i de les exportacions el 2008. Les dades de la comptabilitat nacional trimestral de França evidencien que, l'any passat, la formació bruta de capital va augmentar amb prou feines el 0,5% interanual, dada que contrasta amb l'increment del 5,0% anotat el 2007. Les xifres van ser negatives en el quart trimestre del 2008, amb un descens interanual del 2,3%. Així mateix, les dades també reflecteixen una demanda externa molt apagada, ja que, mentre el 2007 les exportacions van créixer el 3,2% interanual, l'augment va arribar només a l'1,1% el 2008. De nou, l'enfonsament va ocórrer en l'últim trimestre, amb un decreixement interanual del 2,7%. L'únic respir per a la demanda, tot i que mínim, l'atorga el consum públic, que va augmentar el 2008 i possiblement creixi més l'any vinent, impulsat pel pla governamental d'estímul fiscal.

Repunta la taxa d'atur.

D'altra banda, amb aquesta conjuntura econòmica tan adversa, cal esperar que el nombre d'aturats augmenti en els propers mesos. Així, la taxa d'atur va repuntar fins al 8,1% al desembre, una dècima percentual per damunt del registre del novembre. En aquest context, l'única informació optimista l'aporta la desaceleració dels preus fins al 0,7% al gener, inferior a l'1,0% anotat el mes anterior, la taxa més baixa des del mes de setembre de 1999. Possiblement, aquest factor comporti una millora de la situació financera de les famílies i de les empreses, i això podria impulsar la demanda interna. La moderació de la inflació és deguda, sobretot, als descomptes de les rebaixes en vestit i calçat i a la caiguda dels preus del sector energètic.

Itàlia s'enfronta a la recessió més greu dels últims temps

L'economia italiana va acomiadar el 2008 amb la reculada més important de les últimes dècades i va arribar a una reducció del PIB del 0,9% en relació amb l'any anterior. L'últim trimestre del 2008 va mantenir el signe dels dos trimestres anteriors, amb una caiguda del 2,6% en relació amb el mateix període del 2007. La dràstica reducció de la inversió i del consum i la caiguda de la demanda externa han estat les principals causes d'aquest enfonsament, que ha superat en més d'un punt percentual el màxim registrat durant la crisi de 1993. Tot plegat permet anticipar que aquesta recessió superarà, amb escreix, les últimes contraccions de l'economia transalpina i registrarà nous mínims durant el 2009.

Els indicadors més recents constaten aquesta tendència. Des del punt de vista de la demanda, tant les vendes al detall com les exportacions es van continuar reduint en l'últim mes del 2008. Les dades disponibles per al 2009 no inviten a l'optimisme. Així, la matriculació de vehicles es va reduir al gener amb una caiguda superior al 32% en relació amb el mateix mes de l'any anterior i amenaça la indústria automobilística, un dels principals motors de l'economia italiana. Malgrat aquestes xifres, la confiança del consumidor va millorar lleugerament al gener, tot i que es va situar en nivells baixos, a causa del repunt de les expectatives futures. Pel costat de l'oferta, les notícies no són més esperançadores. Atesa la contracció de la demanda, la producció industrial es va reduir i, al desembre del 2008, va registrar la caiguda més important des del 1975, amb una reculada del 13% interanual. A més a més, el descens de les comandes industrials al gener del 2009 apunta al manteniment d'aquesta tendència durant els propers mesos. Conseqüentment, la confiança industrial va assolir un nou mínim al gener.

Atesa aquesta tessitura, Itàlia va anunciar al febrer una ampliació del pla d'estímul fiscal, estimada en 2.000 milions d'euros, per estimular la compra d'automòbils. Això eleva la xifra total del pla fins als 10.000 milions, equivalent a poc més del 0,6% del PIB italià, molt per sota dels percentatges considerats per les principals economies europees. L'import d'aquestes mesures sembla insuficient per poder afrontar la conjuntura actual. No obstant això, però, l'elevat endeutament de l'economia transalpina, que, segons les esti-

Itàlia acomiada el 2008 amb el descens del PIB més important en dècades...

...tendència que continua el 2009.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,4	–0,9	0,3	–0,4	–1,1	–	–2,6	–	–
Vendes al detall	0,5	–0,7	0,9	–1,7	0,5	–0,7	–3,0	–1,9	...
Producció industrial	–0,2	–4,5	–1,3	–1,6	–4,3	–7,9	–10,6	–13,0	...
Taxa d'atur (*)	6,1	...	6,6	6,7	6,7	–	...	–	–
Preus de consum	1,8	3,3	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7	2,2	1,6
Balança comercial (**)	–13,7	–10,1	–9,1	–8,6	–10,4	–12,1	–13,0	–11,5	...

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

El deute públic augmenta el 2008 i supera el 105% del PIB.

macions, se situa més enllà del 105% del PIB el 2008, molt per damunt del 60% establert per les directrius de la Unió Europea, impedeix qualsevol possibilitat d'aplicar més mesures contracícliques per esmorteir la recessió.

Regne Unit: pèssims indicadors econòmics

Les dades de la comptabilitat nacional del Regne Unit palesen una forta contracció del producte en el quart trimestre del 2008, que ha dut la caiguda del PIB a l'1,9% interanual. L'economia britànica ha vist com el consum privat es moderava de forma considerable en els últims mesos. Així, les dades indiquen que el consum de les llars va baixar per tercer trimestre consecutiu i va situar la caiguda interanual en el 0,2% en el quart trimestre del 2008. Així mateix, cal destacar el paper de la inversió en la desacceleració de l'economia britànica, ja que la formació bruta de capital ha caigut de sobte el 9,7% interanual en el quart trimestre del 2008. L'única embranzida per a la demanda interna prové del consum públic, que ha augmentat el 4,4% interanual en el quart trimestre del 2008, impulsat, en part, pel pla d'estímul fiscal.

El PIB britànic cau l'1,9% interanual en l'últim trimestre del 2008.

Les dades sobre l'evolució de la demanda externa tampoc no ofereixen cap respir. A causa de l'alentiment del comerç mundial, les exportacions britàniques han caigut el 5,3% interanual en el quart trimestre del 2008, tot i que el tipus de canvi efectiu nominal de la lliura esterlina s'ha depreciat al voltant del 20% en l'últim any.

Segons l'«Inflation Report» del febrer del 2009 del Banc d'Anglaterra, la desacceleració econòmica britànica no ha tocat fons i es mantindrà amb la mateixa intensitat al començament del 2009. En efecte, el conjunt d'indicadors disponibles així ho indica. Pel costat de la demanda, la confiança del consumidor ha continuat a la baixa al gener i s'ha situat en nivells negatius de 35 punts. Tot i que les vendes al detall del quart trimestre del 2008 superen les del trimestre anterior, hi ha una gran incertesa sobre aquestes dades, ja que és difícil extreure l'efecte estacional i

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2007	2008	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	3,0	0,7	2,6	1,7	0,2	–	–1,9	–	–
Vendes al detall	4,4	3,5	5,3	4,4	2,3	1,8	1,4	4,3	3,6
Producció industrial	0,4	–3,0	0,4	–1,5	–3,0	–5,9	–7,8	–9,3	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,8	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6	3,8
Preus de consum	2,3	3,6	2,4	3,3	4,9	4,5	4,1	3,1	3,0
Balança comercial (**)	–83,2	–93,0	–90,9	–93,1	–94,3	–93,7	–93,8	–93,2	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	5,3	6,0	6,0	6,0	5,9	6,3	5,8	3,9	2,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	103,9	97,6	97,6	92,6	92,8	89,4	85,4	81,2	73,7

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.

la variació dels preus. A més a més, una gran part de les vendes del desembre i del gener han estat impulsades pels descomptes agressius de les rebaixes, i no s'espera que les compres mantinguin la mateixa dinàmica.

De la mateixa manera, la caiguda al gener del nombre de matriculacions, el 30% interanual, marca la mateixa tònica de feblesa del consum. Igualment, la majoria dels components de sentiment econòmic han assolit nous mínims històrics des de l'inici de la recollida d'aquesta estadística.

Atesa aquesta conjuntura econòmica tan adversa, no és estrany que la producció industrial hagi caigut en picat en els últims mesos. Així, la producció industrial va baixar el 9,3% al desembre, la pitjor caiguda d'ençà que es recullen aquestes dades. D'aquesta forma, l'augment de dues dècimes de la taxa d'atur registrat al gener, fins al 3,8%, encara sembla poc. En qualsevol cas, l'increment en el nombre d'aturats probablement prossegueixi en els propers mesos, i això comportarà que el consum de les llars mantingui el perfil clarament descendent.

Tot plegat fa preveure unes perspectives molt magres per a l'economia britànica. La caiguda de l'ocupació redueix els ingressos familiars i el descens dels preus dels habitatges representa una retallada de la riquesa familiar. Si a tot això s'afegeixen la restricció del crèdit i la major propensió a reduir el deute i a incrementar l'estalvi, cal esperar que enguany el consum de les llars continuï essent feble. No obstant això, hi ha dues dades que probablement mitiguin aquesta tendència decreixent, ja que comporten una millora de la situació financera de les famílies i de les empreses: la desacceleració dels preus i la davallada dels tipus d'interès. La inflació va baixar una dècima al gener i es va situar en el 3,0% interanual, i el Banc d'Anglaterra va abaixar en mig punt percentual el tipus d'interès el passat 5 de febrer, fins a l'1,0%, nou mínim històric.

Així mateix, un altre aspecte que pot contribuir a impulsar l'activitat econòmica del Regne Unit és la proposta, per part del Banc d'Anglaterra, de dur a terme un «alleujament quantitatiu». Aquesta mesura consistiria a imprimir diner per comprar bons de l'Estat i actius del sector privat, amb l'objectiu d'incrementar la liquiditat als mercats i estimular les entitats financeres perquè recuperin els nivells crediticis normals. No obstant això, aquest pla no està lliure de problemes i és rebutjat pels qui consideren que pot disparar la inflació i intensificar la devaluació de la lliura.

La producció industrial recula el 9,3% al desembre del 2008.

Europa emergent: camí de la recessió

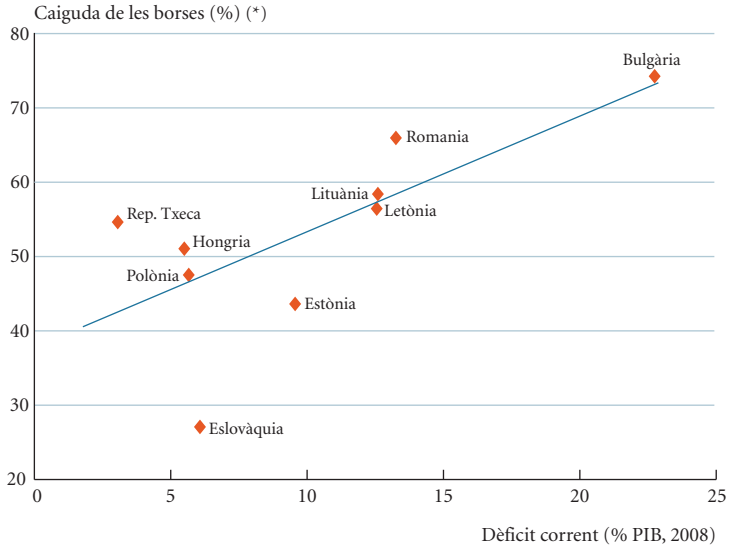
El dia 17 de febrer, l'agència de *rating* Moody's va anunciar que, probablement, revisaria la seva valoració de la qualitat creditícia de diferents entitats financeres amb una presència important a l'Europa emergent. Aquesta notícia va actuar de catalitzador d'un sensible moviment als mercats financers que va dur certes borses de referència a caure amb força en pocs dies (la de Budapest, per exemple, va cedir el 12% a la setmana següent) o bé va comportar depreciacions superiors al 4% d'algunes divises, com el forint hongarès o l'zloty polonès. Tot i que, en observar aquesta sobtada correcció financera, podria semblar que els dubtes sobre la regió acabaven d'aparèixer, el cert és que, des del final de l'estiu del 2008, l'evolució de les borses, de les divises i dels indicadors de risc-país suggereix que aquesta reavaluació del risc regional no és nova.

Malgrat la moderació de la inflació i la davallada dels tipus d'interès, s'espera un consum feble durant la primera meitat del 2009.

Dues qüestions de caràcter macroeconòmic han comportat la pèrdua de confiança dels mercats. En primer lloc, en tractar-se

Depreciació de les divises i càstig borsari a l'Europa emergent.

ELS MERCATS, PREOCUPATS PEL DÈFICIT CORRENT EXCESSIU



NOTA: (*) Entre l'1 d'agost del 2008 i el 19 de febrer del 2009.
FONTS: Thomson Reuters Datastream, organismes oficials d'estadística i elaboració pròpia.

La dependència d'una zona de l'euro en recessió i les dificultats per finançar internacionalment l'activitat, llasts per al creixement el 2009.

de països notablement dependents del cicle econòmic de la zona de l'euro, la seva entrada en recessió implica que les previsions de creixement es revisin fortament a la baixa. Un segon risc deriva del fet que l'elevat dinamisme dels anys anteriors ha estat possible, en alguns països, a costa de generar desequilibris macroeconòmics (exterior, però també fiscal i inflació).

El que més preocupa actualment és l'elevada dependència del finançament exterior, la sostenibilitat del qual, en un context de crisi financera internacional, queda qüestionada. Aquesta realitat es veu agreujada, en alguns països, pel fet que una part apreciable del saldo creditici està denominat en moneda estrangera, la qual cosa, en un context de fortes depreciacions de les monedes nacionals, comporta riscos de morositat creixent i efectes negatius sobre la capacitat de despesa de les famílies i de les empreses.

Hongria pateix una caiguda cíclica notable, i el marge de la política econòmica és escàs.

Al front dels desequilibris macroeconòmics, es considera que els països més vulnerables són els bàltics. La interrelació amb la zona de l'euro afecta l'economia de referència de la zona, Polònia, i també la República Txeca. Segurament, el pitjor resultat correspon, però, a tres països que combinen simultàniament importants desequilibris macroeconòmics i vinculació cíclica amb la zona de l'euro, Romania, Bulgària i Hongria.

El cas d'aquesta última economia és especialment interessant, ja que la seva evolució recent pot tenir un cert caràcter anticipador de la situació futura d'altres països de la regió. D'entrada, Hongria està més avançada en el cicle que altres economies de l'Europa central, com ho palesa el fet que, en el quart trimestre del 2008, registrés ja un descens intertrimestral del PIB de l'1%, mentre que altres països, com la República Txeca, encara es mantenien en la zona del creixement trimestral positiu. Altres indicadors disponibles, com la producció industrial (que es va enfonsar el 23% interanual al desembre), confirmen la contracció de l'activitat.

Un segon tret significatiu és que, malgrat la reculada econòmica i la moderació de

HONGRIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2008						2009
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	4,1	1,1	1,4	1,5	0,5	–	–1,0	–	–
Vendes al detall	–1,1	–6,9	–3,1	1,7	2,6	2,4	2,4	...	...
Producció industrial	10,6	8,6	6,3	3,5	–2,8	–6,6	–9,1	–23,1	...
Índex de sentiment econòmic (*)	102,2	92,9	87,2	84,5	88,3	74,8	57,9	52,9	45,5
Taxa d'atur (**)	7,5	7,3	8,0	7,7	7,6	7,7	7,8	8,0	...
Preus de consum	2,4	5,4	5,2	5,7	5,5	4,6	4,1	3,8	3,4
Balança comercial (***)	–0,7	–0,3	45,8	112,4	49,7	13,6	13,4	23,6	...

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

la inflació (situada en el 3,4% interanual al gener), el marge disponible per a la política econòmica és escàs. D'una banda, el Banc Nacional d'Hongria va procedir, al febrer, a retallar el tipus de referència en 50 punts bàsics, fins al 9,5%, un relaxament excessiu que podria enfonsar encara més la cotització del forint. De l'altra, la política fiscal està circumscrita a les condicions pactades amb el Fons Monetari Internacional a l'octubre de l'any passat, restricció que limita els augments de despesa i les rebaixes d'impostos.

Precisament, l'esmentada ajuda del Fons representa el tercer element de la conjuntura magiar que pot tenir un cert caràcter general. Tot i que Hongria ha estat fins ara l'únic dels països membres de la Unió Europea que ha rebut aquesta ajuda per evitar el risc d'impagament de les seves obligacions internacionals, és molt probable que Romania i, potser, Polònia s'acabin beneficiant d'acords similars. En definitiva, els esdeveniments d'aquest mes ens recorden que el 2009 la zona patirà un notable afebliment cíclic, però també que aquestes economies disposaran d'ajuda internacional per evitar un perillós contagi regional que acabi llastant tota Europa.

Quan arribi el moment, la regió disposarà d'ajuda financera internacional.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Nous plans per combatre la crisi

Els gestors de política monetària creen nous plans per combatre la crisi.

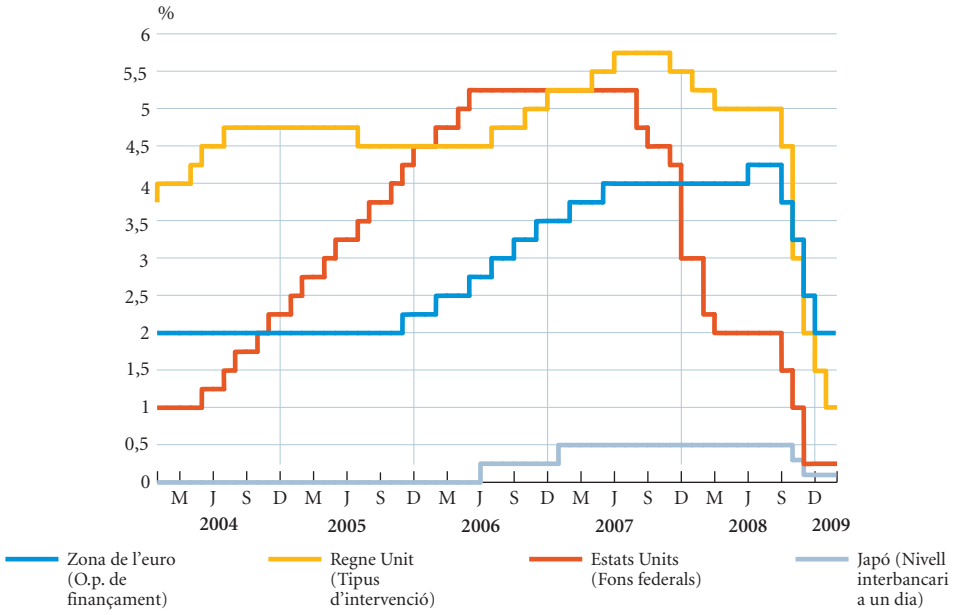
Un metge que tracta un pacient ha d'aconseguir un diagnòstic després d'una anàlisi exploratòria dels símptomes. Al final, ha de proposar una cura tenint en compte les possibles contraindicacions. No obstant això, a vegades la malaltia és tan complexa que obliga el metge a revisar la prescripció. Això és el que ha passat amb la crisi actual, iniciada l'agost del 2007. Un coneixement més profund dels orígens i de les conseqüències de la crisi financera i, sobretot, l'experiència sobre l'eficàcia dels plans que ja s'han posat en marxa per neutralitzar-la han permès als gestors de política econòmica dissenyar noves solucions més ben ajustades. Així, per exemple, al començament de febrer, el Secretari del Tresor dels Estats Units, Geithner, va presentar el nou Pla d'Estabilitat Financera al Congrés. L'estratègia es basa en combinar la força del govern federal amb la del sector privat per estabilitzar el sistema financer. Aquest és un objectiu intermedi per assolir la meta final, que busca obrir el flux de crèdit per a les empreses i les famílies.

Als Estats Units, el Pla d'Estabilitat Financera involucra els sectors públic i privat.

Del pla es poden destacar quatre pilars bàsics. En primer lloc, es crea un fons mixt (dotat amb fons públics i privats) per comprar actius de la banca per un import de mig bilió de dòlars. En segon lloc, es realitzarà un test de solvència per als bancs, que, si el superen, podran ser reca-

EL REGNE UNIT VA RETALLAR EL TIPUS OFICIAL FINS A L'1%

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals.

pitalitzats amb diners públics. A més a més, s'amplia fins a 1 bilió de dòlars el programa de la Reserva Federal anomenat TALF. Amb aquest programa, la Fed facilita crèdit directament per a la compra de titulitzacions de préstecs a consumidors i a pimes. Finalment, es llança un programa per frenar els impagaments d'hipoteques i els embargaments posteriors, en què destaca la dotació d'un fons de 75.000 milions de dòlars per subvencionar la modificació de préstecs.

El pla va ser acollit amb escepticisme per un sector dels mercats financers, en bona part per la falta de concreció d'importants detalls tècnics, com, per exemple, com es realitzarà la valoració dels actius tòxics. Però serà la seva posada en marxa el que n'evidenciarà l'eficàcia per assolir l'objectiu d'estabilitzar el sistema financer dels Estats Units.

Per la seva banda, el Banc d'Anglaterra continua actuant enèrgicament amb tot tipus de mesures. Després de la reunió del 5 de febrer, el Comitè de Política Monetària va decidir retallar el tipus d'interès de referència en 50 punts bàsics (100 punts bàsics és un 1%) i va deixar-lo en l'1%. Va justificar el moviment fent referència a les complexes condicions als mercats financers i a la dificultat de les empreses per aconseguir finançament. També va aprofitar l'ocasió per destacar l'empitjorament de les expectatives de creixement a tot el món i va anticipar, per al Regne Unit, una forta contracció de l'activitat econòmica i de la inflació.

A més a més, en aquesta reunió, el Banc d'Anglaterra va prendre una decisió important. Els membres del Comitè van acordar unànimement que el governador escrivís al ministre d'Economia britànic per sol·licitar l'autorització perquè el banc emissor pugui adquirir deute públic i altres actius del sector privat i finançar-ne la compra mitjançant una política d'expansió quantitativa, l'objectiu de la qual és incrementar la liquiditat als mercats financers.

El Banc d'Anglaterra prossegueix l'agressiva política de retallades del tipus d'interès oficial.

En canvi, el Banc Central Europeu va decidir mantenir el tipus d'interès oficial a la zona de l'euro en el 2%, decisió que ja estava descomptada pels mercats financers i que, per tant, no va provocar sorpreses. En la conferència de premsa posterior al Consell de Govern del 5 de febrer, el president Trichet va comentar que el BCE podria retallar el tipus d'interès oficial en la reunió de març. El motiu és el fort deteriorament de la situació econòmica a la zona de l'euro. A més a més, va avançar que el més probable seria una retallada de 50 punts bàsics.

Ara com ara, el BCE ha estat reticent a abaixar el tipus d'interès de referència amb l'agressivitat que han mostrat altres bancs centrals, com la Fed, el Banc d'Anglaterra o el Banc del Japó, i a adoptar les estratègies no convencionals d'aquestes institucions. Els motius d'aquest comportament han estat apuntats per diversos membres del BCE en els seus discursos públics. Un motiu en què han insistit és la dificultat operativa d'implementar, a la zona de l'euro, una política d'expansió quantitativa no convencional.

En canvi, el BCE manté el 2%, però s'espera una retallada en la propera reunió.

Per exemple, si el BCE decidís comprar deute públic, hauria de decidir de quin país. I aquí podria utilitzar molts criteris. Realitzar les compres a prorrata en funció del volum emès pels diferents països. O segons la facilitat per aconseguir l'objectiu d'abaixar els tipus d'interès del deute públic a algun termini concret. O fins i tot podria optar per rebaixar les corbes de tipus d'interès del deute públic dels països més castigats als mercats financers. En definitiva, no és trivial decidir els aspectes estratègics i tàctics d'una operació tan complexa en una zona inte-

No obstant això, el BCE és reticent a abaixar el tipus d'interès oficial fins al 0%, per la complexitat tècnica que representa la zona de l'euro.

El Banc del Japó decideix adquirir renda fixa privada i presenta un panorama poc esperançador per a l'economia nipona.

grada per 16 països sobirans. És a dir, l'heterogeneïtat del deute públic d'aquests països, tenint en compte els diferents riscos de crèdit i de liquiditat que presenten, entre d'altres factors, complica de forma notable la implementació de mesures no convencionals i explica la cauta posició adoptada, ara com ara, per part dels membres del BCE.

El Banc del Japó també va decidir mantenir el tipus d'interès oficial en el 0,10% en la reunió del 19 de febrer. Però, a causa del fort deteriorament de la situació econòmica, va decidir ampliar alguns ajuts ja programats per a les institucions financeres japoneses. Addicionalment, va realitzar un anunci important amb la decisió d'adquirir renda fixa privada. El banc central comprarà fins a 1 bilió de iens (8.333 milions d'euros) de bons corporatius amb un *rating* A o superior. Aquestes compres s'executaran en el període que va del 4 de març al 30 de setembre. Segons el governador Shirakawa, la mesura s'ha pres per facilitar l'accés al crèdit per part de les empreses. No obstant això, considera que l'economia nipona continuarà en una greu situació durant el proper trimestre i que les empreses continuaran en un entorn d'extrema dificultat per finançar la seva activitat.

Els tipus d'interès assoleixen o mantenen nivells baixos al mercat interbancari.

Normalització als mercats interbancaris

La massiva injecció de liquiditat ha permès als mercats interbancaris assolir o mantenir uns nivells baixos de tipus d'interès durant el mes de febrer. Per exemple, a la zona de l'euro, el tipus d'interès euríbor a tres mesos cotitza l'1,90% i se situa, per tant, per sota del tipus d'interès de referència del BCE. Això significa que les cotitzacions al mercat interbancari incorporen la informació de la molt probable retallada del tipus d'interès oficial per part del BCE en la propera reunió del març.

La reducció dels tipus d'interès del mercat interbancari augmentarà la renda dels consumidors i rebaixarà el cost de finançament de les empreses.

És a dir, a causa de les expectatives de noves retallades, els bancs estan disposats a prestar-se a un tipus d'interès inferior al que els costa aconseguir liquiditat si acudeixen al BCE. L'euríbor a 12 mesos també s'ha reduït de forma considerable i ha arribat, el 20 de febrer, al 2,08%. Aquesta és una bona notícia per dos motius. En primer lloc, indica que ja som molt lluny de les tensions viscudes en els pitjors moments des de l'inici de la crisi financera. Així mateix, tots els préstecs referenciats a aquest índex que hagin de ser revisats en els propers mesos es beneficiaran de tipus d'interès més baixos. En el cas de les famílies amb hipoteca, incrementarà la renda disponible per a altres finalitats i, en el cas de les empreses, rebaixarà el cost de finançament.

El mateix ha succeït al Regne Unit, arran de les agressives retallades del Banc d'Anglaterra. En només quatre mesos, el tipus d'interès Líbor a 12 mesos s'ha reduït de manera considerable, des del 6,30% del mes de setembre fins al 2,07% del 20 de febrer. En canvi, tant a Suïssa com als Estats Units, es pot parlar d'estabilitat en els tipus del mercat interbancari. Aquest és el cas del tipus d'interès Líbor a tres mesos en dòlars, que va repuntar set punts bàsics, fins a l'1,25%.

Al Japó, el tipus d'interès del mercat interbancari a tres mesos està ancorat, des de fa tres mesos, en el 0,10%. I amb la perspectiva del manteniment de la política quantitativa per part del Banc del Japó, és probable que, en els propers mesos, els tipus d'interès de l'interbancari japonès romanguin en un rang estret centrat en els nivells actuals.

En el cas del deute públic a llarg termini, cal destacar dos elements clau. El primer

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									
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	2,00	2,09	2,27	0,25	1,18	0,10	1,50	2,17	0,70
Febrer (1)	2,00	1,90	2,08	0,25	1,25	0,10	1,00	2,07	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%), 15-01-08 (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: 10-05-07 (5,50%), 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%), 04-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 05-02-09 (1,0%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

és que, durant el mes de febrer, s'ha repres la tendència de reducció de les rendibilitats ofertes pel deute públic, iniciada cap a la meitat de l'any passat i interrompuda durant el mes de gener. El segon factor clau ha estat el manteniment, o fins i tot l'augment, del diferencial creat a la zona de l'euro entre Alemanya i la resta de països.

Per exemple, el 20 de febrer, el diferencial entre el deute públic a llarg termini d'Espanya i Alemanya era d'1,21 punts percentuals, mentre que, al final del mes de gener, era d'1,09 punts. En el cas de França, comparant el mateix període, el diferencial augmentava en 1 punt bàsic, fins a 0,52 punts. Per tant, malgrat que el nivell absolut dels tipus d'interès del deute públic a llarg termini als països de la zona de l'euro ha caigut, els diferencials amb el deute alemany es mantenen o, fins i tot, augmenten. És previsible que, en els propers mesos, es redueixin, ja que, ateses les incerteses de l'escenari global, els nivells actuals recullen un grau d'aversió al risc particularment elevat.

El deute públic a llarg termini recupera la tendència de reducció de la rendibilitat.

El dòlar actua de refugi

Dos són els temes principals que cal destacar al mercat de divises. En primer lloc, durant el mes de febrer, el dòlar s'ha re-

Atesa la incertesa, els inversors es refugien en el dòlar.

cuperat enfront de l'euro i del ien. En concret, durant l'últim mes, el dòlar es va apreciar l'1,3% enfront de l'euro i el 6,2% enfront del ien japonès. A l'euro l'ha perjudicat que el mercat descompti que el BCE tornarà a retallar el tipus d'interès oficial en els propers mesos. D'altra banda, l'elevada incertesa sobre l'escena econòmica i financera global, amb els problemes estenent-se per les diferents regions, ha estat capitalitzada pel dòlar, que ha actuat de moneda refugi. Els dos factors haurien de continuar donant suport al dòlar *versus* l'euro durant els propers mesos.

No obstant això, cal advertir que un dels riscos més importants per a la divisa dels Estats Units seria, precisament, un fracàs de l'estímul fiscal aplicat per reactivar la primera economia mundial. Però, ara com ara, aquest no és l'escenari central, i, per tant, les tendències del mes de febrer s'haurien de mantenir en les properes setmanes.

La segona idea clau és la situació dels països de l'Est d'Europa. Les empreses i els consumidors d'aquests països es van endeutar massivament en divises estrangeres. Quan creixien amb força, amb liquiditat abundant i en un context de mínima aversió al risc, no tenien dificultats per aconseguir finançament. Però les fortes convulsions provocades per la crisi actual també han afectat aquestes economies. La repatriació d'inversions financeres realitzades en aquests països, la forta desacceleració econòmica i les dificultats de la banca estrangera per renovar els crèdits han estat una combinació letal que ha provocat la depreciació de les seves divises.

Per aquest motiu, les dues agències de *rating* més importants han publicat sengles

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

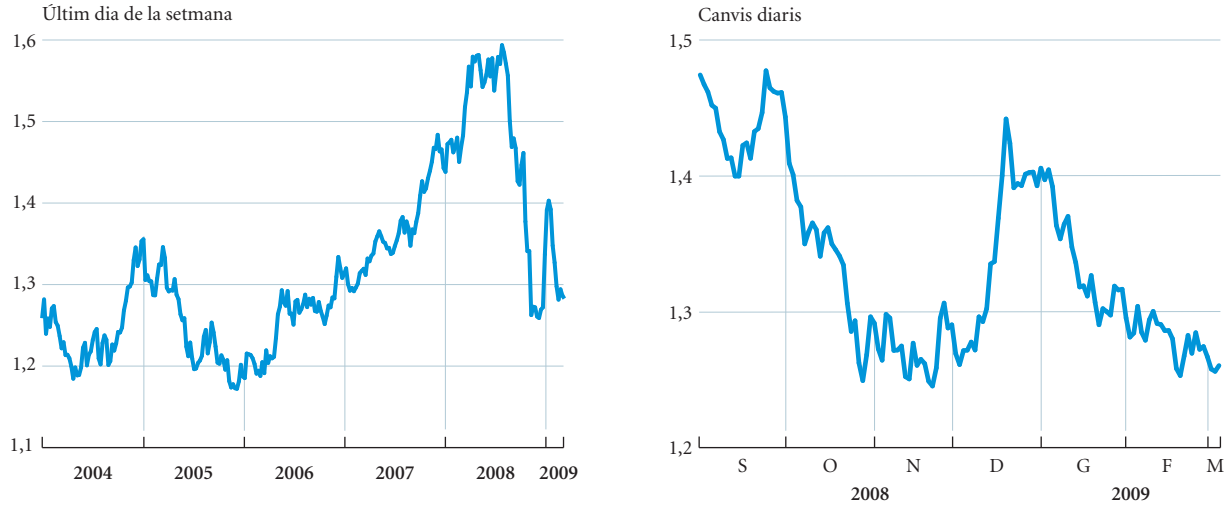
Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2008								
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	3,30	3,81	4,39	4,71	2,84	1,30	3,70	2,18
Febrer (*)	3,03	3,55	4,24	4,48	2,80	1,28	3,43	2,07

NOTA: (*) Dia 20.
FONT: Bloomberg.

EL DÒLAR S'ENFORTEIX

Tipus de canvi euro-dòlar



FONT: Bloomberg.

informes en què destaquen la possibilitat que els bancs europeus més exposats en crèdits a l'Europa de l'est pateixin rebaixes en la qualificació creditícia. Exposició que no és intranscendent, com ho posa de manifest l'informe del Banc de Pagaments Internacionals (BPI), que, al seu informe del juny de l'any passat, indicava que els països més exposats, a través dels seus bancs, a l'Europa de l'Est eren Àustria, Suïssa, Itàlia, Alemanya i França; mentre que Suècia destacava per l'exposició als països bàltics. Per aquest motiu, diversos països, com, per exemple, Àustria, han sol·licitat la preparació d'un pla financer internacional d'ajuda per a la regió, per tal de prevenir els riscos sistèmics sobre el conjunt d'Europa d'un augment de la morositat.

L'informe del BPI recull que l'exposició total dels bancs europeus a Polònia va arribar a uns 280.000 milions de dòlars. Però cal tenir presents els préstecs superiors als 200.000 milions de dòlars a la República Txeca o els més de 150.000 milions a Hongria. Una altra xifra de vertigen és la dels crèdits concedits pels bancs europeus a Rússia, més de 200.000 milions de dòlars.

Precisament, la caiguda del preu del petroli ha impactat de forma molt negativa a Rússia. Fins i tot el banc central rus ha tornat a defensar la divisa per evitar superar els nivells de 36 rubles per dòlar. Tot i que, pel que sembla, el banc emissor té prou reserves per defensar la divisa, les condicions ja l'han obligat a utilitzar quantitats molt significatives. Per aquest motiu, fins i tot es va considerar la possibilitat d'apujar el tipus d'interès per defensar el ruble, per bé que no s'ha aplicat, a causa de la forta desacceleració econòmica. Una altra alternativa que s'està considerant és la imposició de controls administratius sobre els fluxos de capital exteriors.

Preocupa el comportament de les divises de l'Europa de l'Est per l'exposició dels bancs europeus.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-02-2009

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2008	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	94,6	6,2	4,2	–14,2
Lliura esterlina	0,686	–5,6	0,2	25,9
Franc suís	1,163	0,7	8,1	6,3
Dòlar canadenc	1,252	1,7	2,6	20,4
Pes mexicà	14,711	4,6	7,1	26,8
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,281	–1,3	–9,1	–15,8
Ien japonès	121,2	5,0	–4,5	–32,2
Franc suís	1,489	–0,5	–0,3	–8,5
Lliura esterlina	0,878	–7,0	–8,7	14,2
Corona sueca	11,125	4,6	1,6	16,3
Corona danesa	7,450	0,0	0,1	–0,1
Zloty polac	4,613	4,5	10,1	23,4
Corona txeca	28,15	0,8	4,6	11,2
Forint hongarès	295,9	2,4	10,2	11,7

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

EL BANC CENTRAL RUS DEFENSA LA SEVA DIVISA

Rubles per dòlar

NOTA: Última dada, 23 de febrer.
FONT: Bloomberg.

Prossegueix imparable la caiguda a les borses

El panorama econòmic i les perspectives per als propers mesos no proporcionen un marc estable perquè la renda variable deixi de caure. Es podria pensar que, en termes generals, i tenint en compte la caiguda acumulada des de l'inici del 2008, les borses estan barates. Per exemple, el Dow Jones ha caigut el 45% des de l'1 de gener de 2008 i la majoria d'índexs europeus, com el DAX, el CAC-40 o l'IBEX 35, presenten retallades que superen el 50%.

El problema són les constants revisions a la baixa dels beneficis empresarials, que impedeixen que es pugui tenir una visibilitat clara sobre la capacitat de generar rendibilitat del capital invertit a les empreses. La incertesa sobre l'impacte dels plans anticrisi sobre la trajectòria econòmica mundial es tradueix en una profunda inseguretat a l'hora de realitzar previsions sobre els beneficis futurs. A més a més, ateses les retallades de dividends i la necessitat de recapitalitzar les empreses, els inversors han de continuar reduint el pes atorgat a la renda variable a les carteres d'inversió.

Per sectors, el més castigat continua essent el financer. Ni els rumors de nacionalització bancària als Estats Units ni el fort augment de la morositat a nombroses entitats ajuden precisament a estabilitzar el preu de les accions dels bancs. Al contrari, el fort augment de la volatilitat es fa sentir amb moviments brutals de les cotitzacions d'alguns dels bancs més grans del món. Tot i que cap sector econòmic s'ha salvat de les retallades a les borses, sí

Les revisions a la baixa de beneficis, la retallada de dividends i la recapitalització de les empreses no afavoreixen la renda variable.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

23-02-2009

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*7.365,7*	*–8,8*	*–16,1*	*–40,5*
Standard & Poor's	*770,1*	*–7,4*	*–14,7*	*–43,1*
Nasdaq	*1.441,2*	*–2,4*	*–8,6*	*–37,4*
Tòquio	7.376,2	–4,8	–16,7	–45,4
Londres	3.912,4	–3,5	–11,8	–33,6
Zona de l'euro	2.045,7	–4,8	–16,4	–45,3
Frankfurt	*4.066,6*	*–2,7*	*–15,5*	*–40,3*
París	*2.788,1*	*–2,1*	*–13,4*	*–42,2*
Amsterdam	*229,1*	*–2,2*	*–6,9*	*–49,3*
Milà	*15.792,0*	*–8,6*	*–18,8*	*–52,8*
Madrid	*7.703,7*	*–5,7*	*–16,2*	*–40,8*
Zuric	4.863,1	–8,4	–12,1	–34,8
Hong Kong	13.175,1	4,7	–8,4	–43,5
Buenos Aires	1.048,6	–1,7	–2,9	–49,8
São Paulo	38.714,6	1,5	3,1	–40,1

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.

s'ha observat que les empreses de serveis (electricitat, gas, aigua) i les de telecomunicacions s'han comportat una mica millor. En última instància, els inversors creuen que l'estabilitat dels ingressos i els alts dividends de les empreses d'aquests sectors proporcionen un caràcter defensiu que és molt ben rebut enmig de les turbulències actuals.

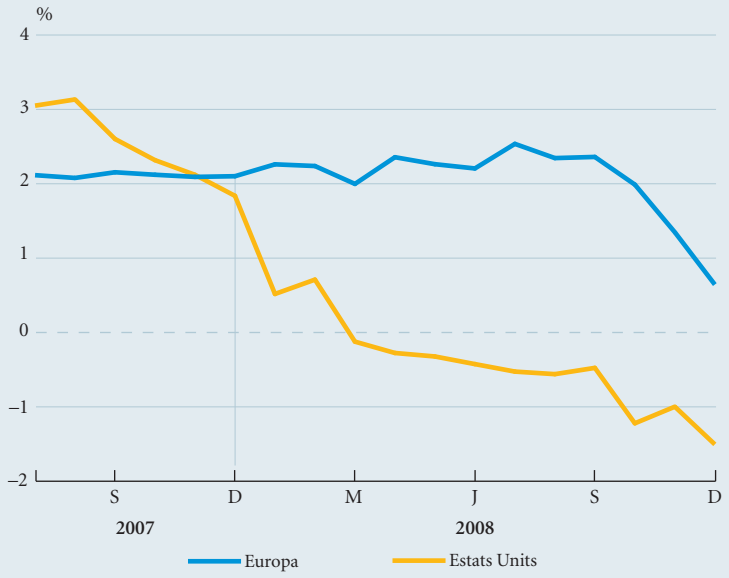
La Fed i el BCE, dues estratègies i un problema: la deflació

La política monetària duta a terme pels diferents bancs centrals s'ha seguit amb atenció d'ençà de l'esclat de la crisi *subprime*. Fins aleshores, la política monetària es limitava a fixar el tipus d'interès necessari per mantenir la inflació en uns nivells baixos. No obstant això, les fortes turbulències als mercats financers han limitat l'efectivitat de les seves actuacions. Això els ha obligat a engegar nombroses reformes, en especial la Fed.[1] Ara, a més a més, s'enfronten al risc de deflació: el manteniment de la inflació en taxes negatives durant un període prolongat de temps. Per evitar aquest escenari, la Fed i el BCE ja han començat a adoptar una bateria de mesures extraordinàries, tot i que no lliures de riscos.

Com ho mostra el gràfic adjunt, la reacció de les dues autoritats monetàries ha estat, fins ara, ben diferent. La Fed va reaccionar amb celeritat des de l'inici de la crisi i va abaixar els tipus d'interès de referència des del 5,25% en què es trobaven a l'agost del 2007 fins al 0,25% al desembre del 2008. Això ha comportat que el tipus d'inte-

EL BCE REACCIONA MÉS TÍMIDAMENT QUE LA FED

Tipus d'interès reals (*)



NOTA: (*) Els tipus d'interès reals s'han calculat com els tipus d'interès de referència menys la inflació subjacent.
FONTS: Thomson Datastream i elaboració pròpia.

(1) Per a una explicació més detallada, vegeu el requadre «Ben S. Bernanke: noves mesures per a nous problemes», publicat a l'Informe Mensual del maig del 2008.

rès real (el tipus d'interès de referència menys la inflació subjacent) hagi estat negatiu tot i que la inflació subjacent disminuís. El BCE, en canvi, va mantenir el tipus d'interès en el 4% i fins i tot el va apujar en 25 punts bàsics durant el tercer trimestre del 2008 i va deixar que el tipus d'interès real augmentés. No va ser fins a l'octubre del 2008, quan la desconfiança es va disparar, que va començar a abaixar-lo. La reacció tardana del BCE ha fet que, a dia d'avui, encara tingui un cert marge de maniobra per estimular la demanda per la via de les reduccions del tipus d'interès, mentre que la Fed, pel que sembla, s'ha quedat sense munició.

No obstant això, els bancs centrals disposen d'una bateria d'instruments alternatius per poder continuar estimulant l'economia fins i tot amb els tipus nominals a la vora de zero. Els més estàndards són les polítiques d'injecció de liquiditat, o polítiques d'expansió quantitativa del balanç, és a dir, les que augmenten la seva dimensió mitjançant un increment de la base monetària, sense que augmenti el risc de crèdit. Per exemple, quan el banc central injecta liquiditat comprant títols de deute públic a les entitats financeres. En condicions normals, les entitats utilitzarien aquesta liquiditat per expandir el crèdit a les empreses i a les famílies. No obstant això, en un entorn d'alta aversió al risc com l'actual, poden preferir mantenir la liquiditat en el banc central.

Un pas més enllà seria l'anomenada expansió qualitativa del balanç. Sota aquest concepte trobem les polítiques que afecten el risc pres pel banc central. Per exemple, per dotar de més liquiditat les entitats financeres, el banc central els pot oferir crèdit amb una garantia d'actius de més baixa qualitat que la del deute del govern. Per exemple, títols amb garantia hipotecària. Com en el cas anterior, això implicaria un augment de la liquiditat, tot i que l'objectiu final és que aquests diners siguin utilitzats per donar crèdit a les empreses i a les famílies. Si cap d'aquestes mesures aconsegueix incrementar l'oferta de crèdit, el banc central pot comprar directament deute de les empreses imprimint diner. Això augmentaria els diners en circulació de forma directa.

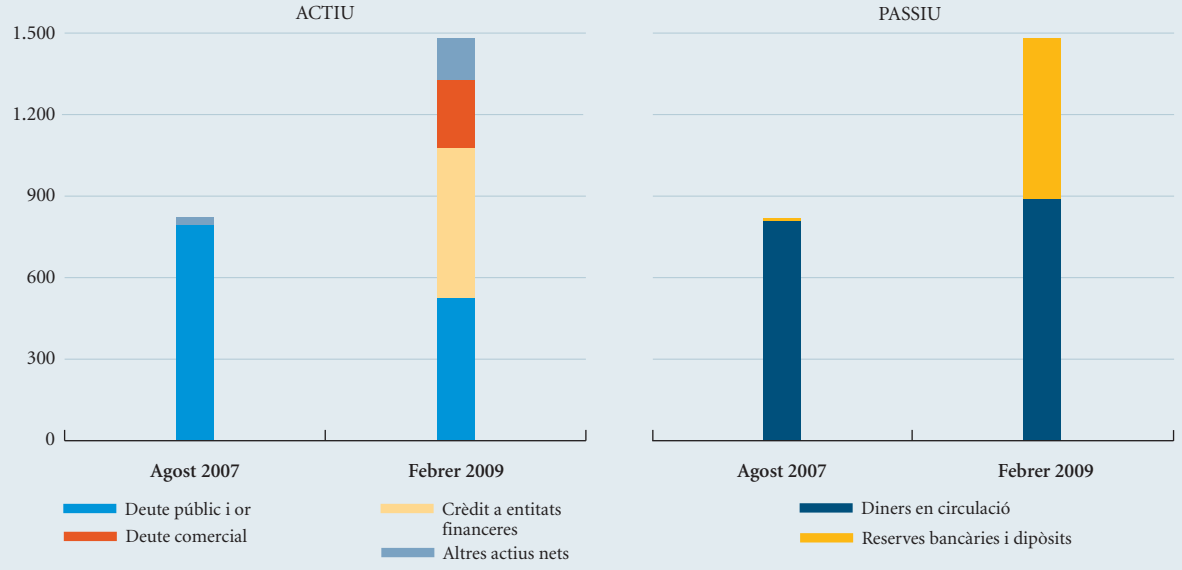
Com ens mostren els gràfics adjunts, tant la Fed com el BCE han dut a terme una transformació substancial del seu balanç des de l'agost del 2007. En el cas de la Fed, els actius gestionats han augmentat el 105%, principalment a causa de l'increment del crèdit a les entitats financeres. Per aquest motiu, des del començament del 2008, va anar ampliant el ventall d'actius que els bancs podien utilitzar com a garantia de crèdit. A més a més, en veure que les entitats mantenien els diners dipositats al banc central, a l'octubre va començar a comprar directament deute comercial. La Fed, doncs, està duent a terme una expansió quantitativa i qualitativa del balanç. La reacció del Banc Central Europeu ha estat menys agressiva. El seu balanç ha augmentat el 65%, i, atès que ja acceptava un ampli ventall d'actius com a garantia de crèdit, també ha dut a terme una expansió quantitativa i qualitativa del balanç, tot i que, ara com ara, no ha arribat a comprar directament deute comercial.

Avaluar l'efectivitat d'aquestes mesures és difícil, ja que no sabem què hauria passat si no s'haguessin adoptat. Però és clar que, ara com ara, no han aconseguit revifar el crèdit. A més a més, aquesta política no està lliure de riscos. En primer lloc, perquè ha augmentat el risc de crèdit pres pels bancs centrals. A més a més, com ho va apuntar el Banc d'Anglaterra en la reunió del consell de política monetària del febrer, el fort descens dels tipus d'interès reduirà el marge d'intermediació de les entitats financeres. Això podria afectar negativament el sistema financer, ja prou tocat, i dificultar encara més la recuperació del crèdit. Finalment, a mitjà termini, l'enorme coixí de liquiditat del qual disposen les entitats financeres en forma de dipòsits al banc central podria generar tensions inflacionistes si és utilitzat de forma desordenada. Per evitar que això passi, les autoritats monetàries hauran de reduir la dimensió dels balanços ràpidament quan arribi la recuperació.

Fins ara, els dos grans bancs centrals han adoptat estratègies diferents per reactivar l'economia. La Fed ha optat per reduir de manera dràstica els tipus d'interès i ha expandit el seu balanç. Ara com ara, el BCE analitza amb lupa els riscos que pren, però, si l'economia no dóna signes de recuperació, es podria veure forçat a seguir els passos del seu homòleg nord-americà.

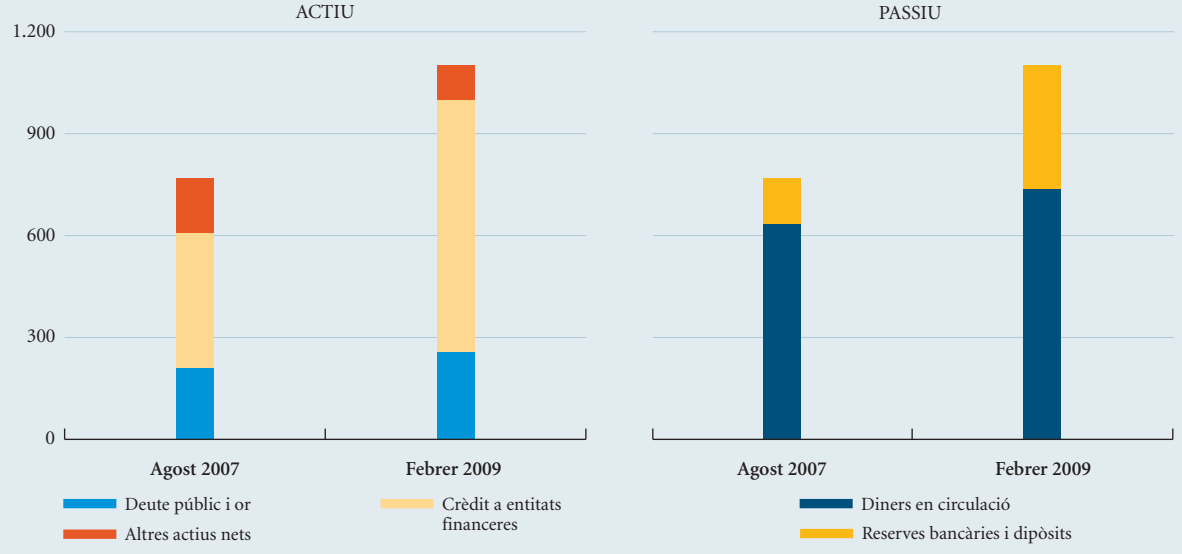
EL BALANÇ DE LA FED HA EXPERIMENTAT UNA FORTA TRANSFORMACIÓ

Milers de milions de dòlars



LA REACCIÓ DEL BCE HA ESTAT MENYS AGRESSIVA

Milers de milions d'euros



FONTS: Reserva Federal, Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Aquest requadre ha estat elaborat per Oriol Aspachs
Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'economia entra en recessió el 2008

El producte interior brut (PIB) de l'economia espanyola es va col·locar en 1.095.163 milions d'euros el 2008 i va registrar un creixement real anual de l'1,2%, 2,5 punts menys que l'any anterior. L'alentiment de l'activitat econòmica, però, es va anar intensificant a mesura que avançava l'exercici, i, en els dos últims trimestres, s'han anotat taxes de creixement intertrimestrals negatives, de l'1,0% en el quart trimestre. D'aquesta manera, durant la segona meitat de l'any, l'economia va entrar en recessió i es va posar fi a un llarg període d'expansió econòmica. En l'últim trimestre del 2008, la taxa de variació interanual del PIB va ser negativa per primer cop des de l'anterior recessió de 1993, amb una caiguda del 0,7%. No obstant això, tant en el conjunt de l'any com en l'últim trimestre, el creixement del PIB a Espanya va ser superior al de la Unió Europea i al de la zona de l'euro.

El producte interior brut de l'economia espanyola creix l'1,2% el 2008...

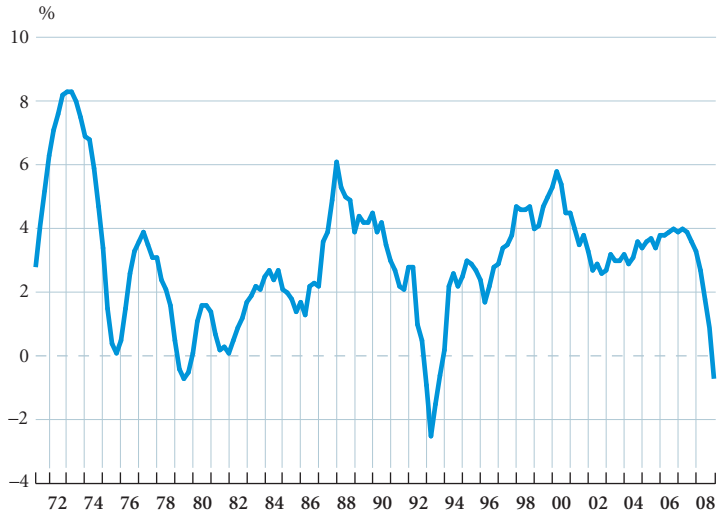
La desfavorable evolució de l'activitat s'explica per una forta desacceleració de la demanda interna, que no va poder ser totalment compensada per la millora del sector exterior. Com a element positiu, el desequilibri amb l'exterior es va començar a corregir, tot i que de forma moderada. La productivitat va repuntar de manera notable, però a costa de la destrucció d'ocupació.

...però, en els dos últims trimestres, registra taxes de variació intertrimestrals negatives, la qual cosa significa el final d'un llarg període d'expansió econòmica.

El fort alentiment de la demanda nacional va comportar que la seva aportació al

DESPRÉS D'UNA LLARGA FASE EXPANSIVA, COMENÇA UN PERÍODE RECESSIU

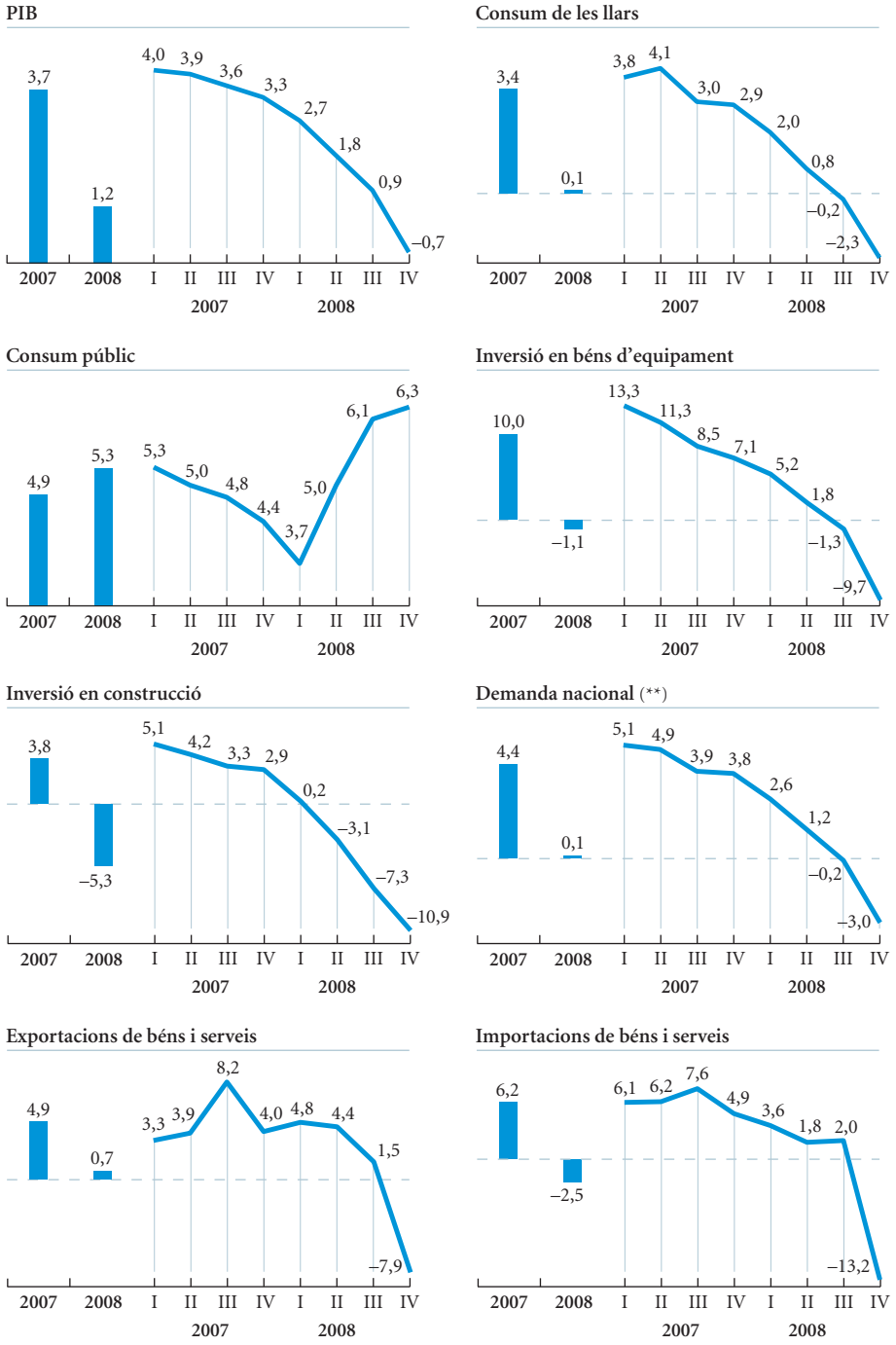
Taxa de variació interanual del producte interior brut en termes reals. Trimestres



NOTA: Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)



NOTES: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
(**) Contribució al creixement del PIB.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

creixement del PIB es reduís en 4,3 punts, fins a un escanyolit 0,1%. Aquesta moderació va ser deguda, en part, al consum de les famílies, el seu principal component, que va anotar un augment anual del 0,1%, 3,4 punts menys que el 2007, afectat per la desacceleració de la renda disponible en disminuir l'ocupació. En l'últim trimestre, el consum de les llars va registrar un descens interanual del 2,3%, la taxa més baixa des del segon trimestre de 1993.

L'alentiment de la despesa va ser més intens en béns que en serveis. Cal destacar una caiguda del 28,1% de les vendes d'automòbils, que es van situar en el nivell de 1998. La reculada de les vendes va prosseguir en el primer mes del 2009. La feblesa de l'índex de confiança dels consumidors, que va assolir un mínim històric al desembre del 2008, presagia la continuïtat de la contracció del consum de béns duradors. En contrapartida, el consum públic, jugant un paper contracíclic, va pujar el 5,3% el 2008, 4 dècimes més que el 2007, a causa de l'alça de les remuneracions dels assalariats de les administracions públiques.

La demanda interna va ser frenada també per la inversió, que, després d'haver augmentat el 5,3% l'any precedent, va caure el 3,0% el 2008, afectada per la feblesa de les demandes interior i exterior i per l'alentiment dels beneficis empresarials. La despesa en béns d'equipament va baixar l'1,1% en el conjunt de l'exercici, però, en el quart trimestre, el descens interanual va arribar al 9,7%. La utilització de la capacitat productiva va continuar baixant en el primer trimestre del 2009 i va marcar la cota mínima des del 1994, la qual cosa fa pensar que la contracció de la inversió continuarà al llarg del 2009.

A la construcció, el descens va ser fins i tot més intens, del 5,3% en l'any i del 10,9% en l'últim trimestre; va marcar la

Forta desacceleració de la demanda nacional.

Les vendes d'automòbils cauen el 28% el 2008 i es col·loquen en el nivell de 1998.

La despesa d'inversió en béns d'equipament va disminuir el 9,7% en el quart trimestre del 2008 en relació amb un any abans.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Consum								
Producció de béns de consum (*)	1,2	–5,3	–0,8	–5,6	–5,5	–9,5	...	...
Importació de béns de consum (**)	5,1	–7,7	–1,2	–6,9	–4,1	–17,2	...	...
Matriculacions d'automòbils	–1,2	–28,1	–15,3	–19,6	–32,5	–46,6	–41,6	...
Crèdit al consum de béns duradors	10,0	6,4	8,8	7,1	3,4	...	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–13,3	–33,6	–20,0	–31,3	–38,3	–44,7	–44,0	–48,0
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	5,9	–5,6	2,0	–3,1	–3,8	–16,9	...	...
Importació de béns d'equipament (**)	9,8	–19,6	–16,0	–16,4	–15,9	–28,8	...	...
Matriculació de vehicles industrials	0,3	–43,6	–29,5	–34,1	–50,1	–61,3	–53,5	...
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	7,3	–4,9	4,3	0,2	–4,1	–19,0	...	...
Exportacions	4,2	1,9	2,2	6,6	7,8	–8,4	...	...

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.

La inversió en construcció anota la caiguda interanual més intensa de les últimes dècades en el quart trimestre del 2008.

davallada més important de les últimes dècades i va superar la màxima caiguda interanual del 8,2% de l'anterior recessió en el segon trimestre de 1993. Aquesta situació ha estat deguda, principalment, a una forta caiguda de la inversió en habitatges, del 10,9% el 2008 i del 19,6% en l'últim trimestre del 2008, que respon a la crisi del mercat immobiliari, amb davallades de preus i un descens de les transaccions d'habitatges del 28,6%. Les altres construccions, tot i desaccelerar-se de forma notable, van créixer el 0,9% en el conjunt de l'any. La resta de la inversió (en *software* informàtic, prospeccions mineres i petrolieres, etc.) va atenuar el ritme de creixement fins a l'1,9%, però, en el quart trimestre, presentava una contracció interanual del 3,7%.

El sector exterior contribueix en un punt al creixement del PIB, enfront d'una detracció de 0,8 punts el 2007.

El sector exterior va contribuir amb un punt al creixement del PIB el 2008, enfront d'una detracció de 8 dècimes l'any anterior. Aquesta evolució va ser deguda al fet que les importacions de béns i serveis es van desaccelerar molt més que les exportacions, fins al punt que van baixar el 2,5%. D'aquesta manera, la necessitat de finançament exterior, que havia registrat una cota màxima del 9,7% del PIB el 2007, va disminuir en 6 dècimes fins al 9,1% el 2008.

Des del punt de vista de l'oferta, es constata que la contracció de la construcció va repercutir en la progressiva desaceleració dels altres sectors, per bé que les branques energètiques i els serveis públics van anotar un creixement superior al del 2007. Les branques agrària i pesquera van baixar el 0,6% el 2008, després d'haver augmentat el 3,0% l'any precedent.

La productivitat puja l'1,8%, però a costa de la destrucció d'ocupació.

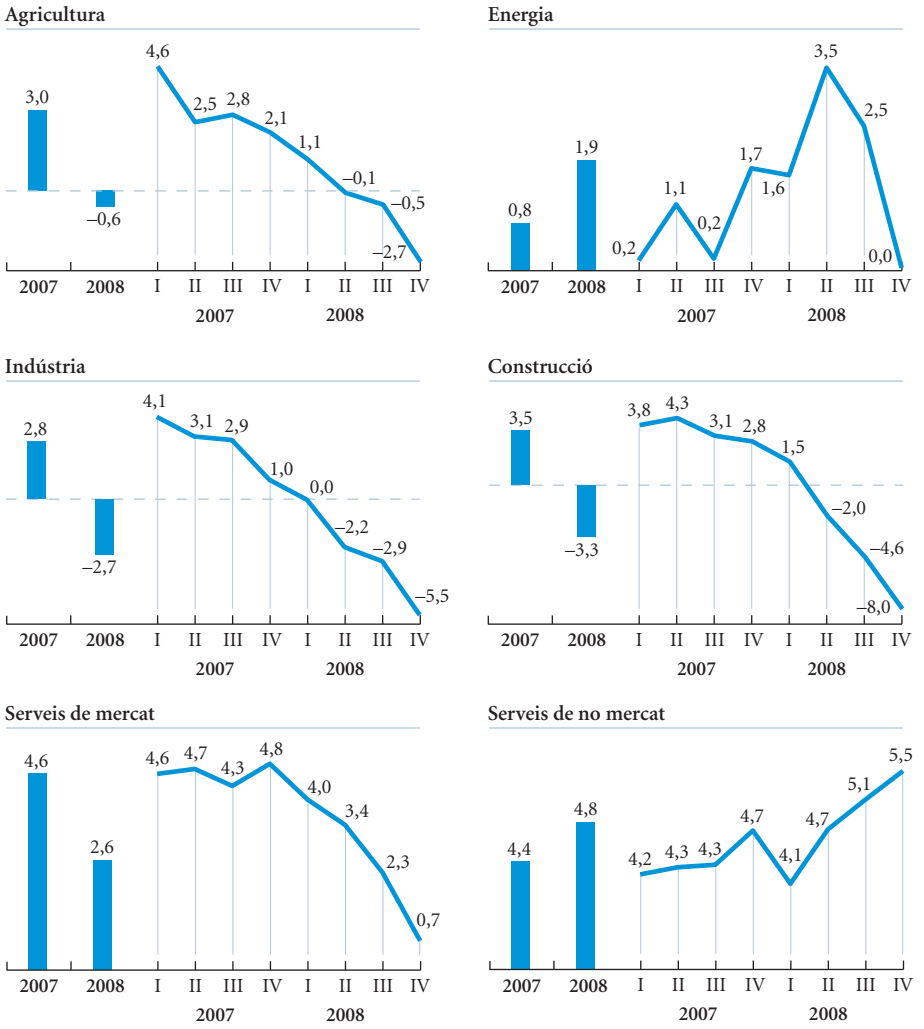
El sector industrial va experimentar un descens anual del 2,7% del seu valor afegit. La producció industrial va baixar el 6,8% al llarg de l'exercici, i, en aquest sentit, cal destacar el descens interanual del 14,6% dels béns de consum durador. Al desembre, les entrades de comandes a la indústria van baixar el 25,1% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, resultat que indica unes perspectives de feblesa del sector en els propers mesos.

El creixement dels serveis privats es va alentir de forma notable fins al 2,6%, però, en el quart trimestre, el seu ritme d'expansió es va reduir fins al 0,7% anual. Els subsectors de les tecnologies de la informació i les comunicacions van ser els que van mostrar un vigor més ferm. En canvi, el comerç de vehicles i carburants i el comerç a l'engròs van ser els que més van reduir l'activitat. El turisme tampoc no defuig la crisi, ja que s'ha registrat una davallada del 2,6% en l'arribada de turistes estrangers i un descens de l'1,2% en les pernoctacions en establiments hotelers.

El nombre de llocs de treball equivalents a temps complet va disminuir el 0,6% el 2008, el primer descens anual des del 1994. D'aquesta manera, la productivitat aparent del factor treball va pujar l'1,8%, un punt més que l'any anterior. Per sectors, l'augment més intens de la productivitat es va viure a la construcció, on va avançar el 8,3%, després d'haver registrat caigudes en els anys anteriors. No obstant això, aquest increment de la productivitat es va produir a costa d'un descens de l'ocupació del 10,7%. Al sector primari, la productivitat va pujar el 4,3%, mig punt menys que el 2007. Als serveis de mercat, la productivitat va augmentar el 0,6%, una mica més que l'any anterior. En canvi, a les branques industrials, la productivitat va baixar l'1,5%. D'aquesta manera, i atès que la remuneració dels assalariats es va incrementar el 4,6%, els costos laborals per unitat de producte van pujar el 3,4%, 5 dècimes més que el 2007.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)



NOTA: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La duresa de la crisi econòmica també es va traduir en un fort augment de la morositat, en afeblir-se les vendes i en endurir-se les condicions de finançament. Així, el nombre d'efectes de comerç impagats va augmentar el 32,3% el 2008 en relació amb l'any anterior. El percentatge d'impagats sobre vençuts va augmentar gairebé en 2 punts al llarg de l'exercici i es va col·locar en el 5,7% al desembre. Així mateix, el nombre de deutors concursats gairebé es va triplicar el 2008 en relació amb el 2007. D'altra banda, el nombre de societats mercantils creades va disminuir el 27,8% en relació amb l'any anterior.

El nombre de deutors concursats gairebé es triplica el 2008 en relació amb l'any anterior.

Pel que fa a les perspectives econòmiques, el deteriorament de la situació global, afectada per la crisi financera internacional, ens du a una previsió d'una caiguda del PIB superior al 2% el 2009. Aquest re-

INDICADORS D'OFERTA

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

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	4,5	0,7	2,9	2,1	1,6	–3,5	–5,6	...
Índex de producció industrial (2)	1,9	–6,8	–0,5	–5,1	–6,1	–15,8	...	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–0,3	–18,0	–7,0	–13,7	–18,7	–32,7	–33,0	–37,0
Utilització capacitat productiva (4)	81,3	79,5	81,3	80,3	79,3	76,9	–	72,8
Importació béns interm. no energ. (5)	8,0	–0,7	11,4	6,9	–2,1	–18,2	...	...
Construcció								
Consum de ciment	0,2	–23,6	–13,3	–19,6	–25,2	–37,5	–51,9	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	9,3	–22,6	–14,7	–17,3	–23,7	–34,7	–38,0	–35,0
Habitatges (visats obra nova)	–24,7	–59,4	–59,8	–56,0	–62,4	–60,2	...	...
Licitació oficial	–15,0	4,1	27,7	–29,9	6,4	16,9	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	2,4	–5,8	–3,6	–5,6	–6,4	–7,3	...	...
Turistes estrangers	1,3	–2,6	5,3	0,9	–5,3	–9,5	–10,1	...
Ingressos turisme	3,6	–0,7	5,2	1,0	–0,3	–8,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–3,7	–7,7	–2,7	0,2	–5,2	–23,0	...	...
Tràfic aeri passatgers	9,0	–3,1	7,9	–0,7	–4,9	–12,7	–17,1	...
Consum de gasoil automoció	4,9	–3,8	–0,9	–2,8	–3,7	–9,6	...	...

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.

Perspectives d'un aprofundiment de la recessió en els propers mesos, però de millora a partir de la segona meitat del 2009.

sultat es deriva d'una forta desacceleració de la demanda nacional, amb importants descensos de la inversió, tant en construcció com en béns d'equipament. El consum de les llars també es continuarà contraient, per bé que molt menys que la inversió. En contrapartida, augmentarà la contribució del sector exterior al creixement del PIB fins a uns dos punts. Tot i que, en els propers mesos, preveiem un aprofundiment de la recessió, a partir de la segona meitat de l'exercici, esperem un procés de recuperació.

Mercat de treball

Caiguda brusca de l'ocupació i fort creixement de l'atur

Les dades de l'Enquesta de Població Activa (EPA) de l'Institut Nacional d'Estadística, referides al quart trimestre del 2008, mostren la pèssima conjuntura que travessa el mercat de treball. En el conjunt de l'any 2008, es van destruir 620.100 llocs de treball, de manera que la xifra total d'ocupats es va situar en 19.856.700. La caiguda de l'ocupació va ser especialment intensa en el quart trimestre, amb un descens de 489.700 persones en relació amb el trimestre anterior. D'ençà que es disposa d'estadístiques, aquesta reculada marca un màxim històric. A més a més, cal esperar que el ritme de destrucció de l'ocupació observat en els últims mesos continuï. La xifra del gener dels afiliats en alta a la Seguretat Social al final del mes així ho indica. Efectivament, en el primer mes del 2009, aquests treballadors van disminuir en 349.569, la caiguda més important d'ençà que es recullen aquestes dades, fins als 18.182.740, la qual cosa representa un descens interanual del 5,1%. Així mateix, en el mes de gener, el nombre de contractes realitzats mitjançant el servei públic d'ocupació va baixar el 28,8% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. El descens més intens es va produir en els contractes indefinits, que van anotar una caiguda del 39,4%.

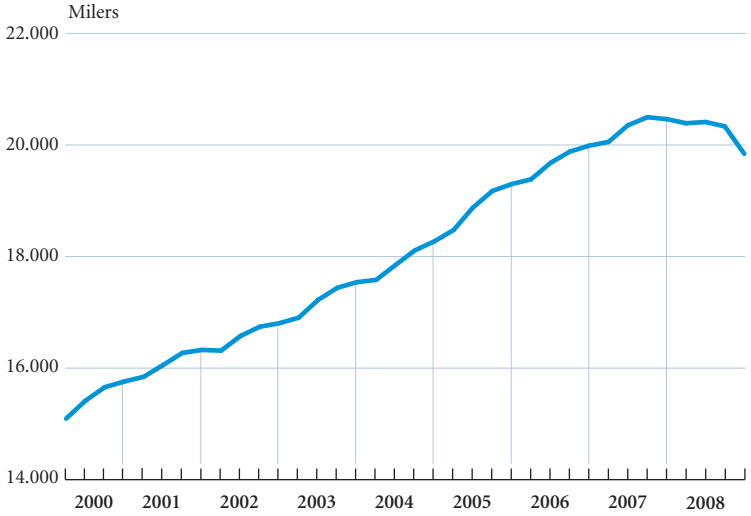
El 2008 es perden 620.100 llocs de treball, segons l'EPA.

Les xifres de la comptabilitat nacional palesen la mateixa tònica de destrucció d'ocupació. Així, el 2008 els llocs de treball equivalents a temps complet van baixar el 0,6%, xifra que contrasta amb el creixement del 2,9% anotat el 2007. Així mateix, les dades mostren que la pèrdua d'o-

Els indicadors d'ocupació del gener confirmen que la reculada continua.

FORTA CAIGUDA EN EL NOMBRE D'OCUPATS

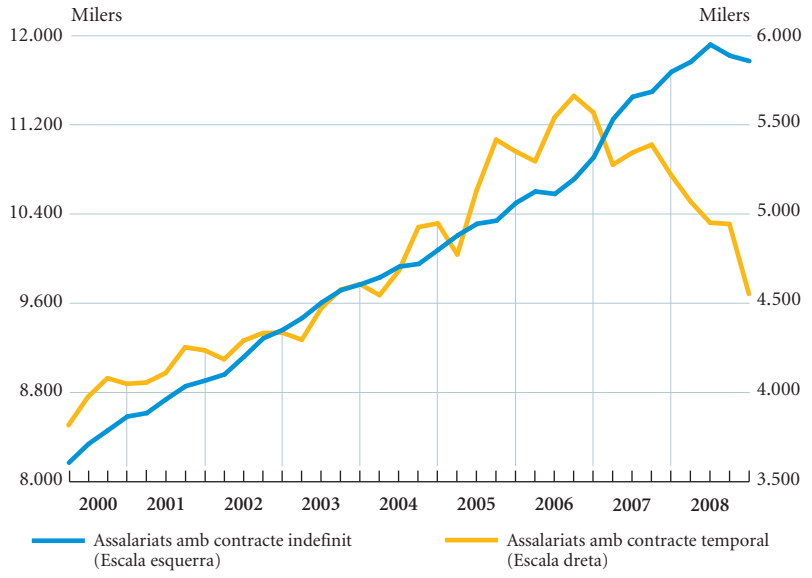
Ocupats estimats per l'enquesta de població activa



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ELS ASSALARIATS AMB CONTRACTE TEMPORAL PATEIXEN EL PRIMER AJUSTAMENT

Assalariats estimats per l'enquesta de població activa



FONT: Institut Nacional d'Estadistica.

El 2008 la destrucció d'ocupació es concentra al sector de la construcció i entre els més joves.

cupació va ser més intensa en l'últim trimestre, quan va anotar una caiguda interanual del 3,1%. Per sectors, les xifres evidencien que la construcció va registrar la caiguda més important, amb un decreixement del 21,0% en relació amb el quart trimestre de l'any anterior.

Tornant a l'EPA, les dades confirmen que el 2008 la destrucció de l'ocupació va ser especialment intensa a la construcció, amb una caiguda interanual del 20,7% en l'últim trimestre. Malgrat que, durant l'any 2008, es va crear ocupació al sector serveis, les dades mostren que, en l'últim trimestre, es van començar a destruir també llocs de treball en aquest sector.

D'altra banda, cal destacar que, a Espanya, la destrucció d'ocupació és més intensa que en altres països de la zona de l'euro que viuen una conjuntura de recessió similar i fins i tot més dura. El comportament més negatiu del mercat laboral a Espanya s'explica, en part, pel major pes del sector de la construcció i pel major volum de contractes temporals. Així, les dades de l'EPA mostren que el grup que va experimentar un descens més important el 2008 va ser el dels assalariats amb contracte temporal, que van anotar un decreixement del 12,7% interanual. En canvi, en el conjunt de l'any, la xifra total d'assalariats amb contracte indefinit va créixer un modest 0,8%. No obstant això, la destrucció d'ocupació també comença a afectar els treballadors amb contracte indefinit, ja que aquest grup va experimentar un descens en el quart trimestre del 2008.

Per edats, les diferències van ser significatives, ja que la destrucció d'ocupació es va centrar entre els més joves de 30 anys. En efecte, la pèrdua de llocs de treball va ser relativament petita entre els adults, i fins i tot es va generar ocupació entre els més grans de 45 anys.

Així mateix, cal destacar les diferències per sexe, ja que, mentre els homes van ex-

perimentar un descens interanual de l'ocupació del 5,5% en l'últim trimestre del 2008, l'ocupació de les dones va créixer, tot i que de forma molt moderada, el 0,4%. D'altra banda, l'ocupació va caure més entre els nacionals, el 3,7%, que entre la població estrangera, on el nombre d'ocupats es va mantenir lleugerament per sota del nivell assolit l'any anterior. Cap al final del 2008, els ocupats estrangers representaven el 14,5% de l'ocupació total. No obstant això, en l'últim trimestre del 2008, l'ocupació va disminuir per primer cop entre la població immigrant.

Totes les comunitats autònomes, llevat d'Astúries, van registrar pèrdues d'ocupació el 2008. En el quart trimestre, les caigudes més intenses van tenir lloc a Andalusia, Canàries i Catalunya, amb una taxa de decreixement interanual superior al 4%. D'altra banda, les taxes més baixes de destrucció d'ocupació van ser anotades per les Balears, Galícia i les ciutats autònomes de Ceuta i Melilla.

L'ocupació disminueix per primer cop entre la població immigrant en l'últim trimestre del 2008.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Quart trimestre 2008

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	863,4	14,4	1,7	–42,4	–4,7	4,3
No agraris	18.993,3	–504,1	–2,6	–577,8	–3,0	95,7
Indústria	*3.059,6*	*–168,1*	*–5,2*	*–219,5*	*–6,7*	*15,4*
Construcció	*2.135,0*	*–228,3*	*–9,7*	*–558,5*	*–20,7*	*10,8*
Serveis	*13.798,7*	*–107,7*	*–0,8*	*200,2*	*1,5*	*69,5*
Per empleadors						
Sector privat	16.827,2	–529,0	–3,0	–736,4	–4,2	84,7
Sector públic	3.029,5	39,4	1,3	116,2	4,0	15,3
Per situació professional						
Assalariats	16.308,2	–437,9	–2,6	–568,4	–3,4	82,1
Contracte indefinit	*11.753,9*	*–47,5*	*–0,4*	*95,7*	*0,8*	*59,2*
Contracte temporal	*4.554,3*	*–390,4*	*–7,9*	*–664,1*	*–12,7*	*22,9*
No assalariats	3.535,0	–49,9	–1,4	–58,2	–1,6	17,8
Empresaris empleadors	*1.165,3*	*–16,2*	*–1,4*	*29,0*	*2,6*	*5,9*
Empresaris no empleadors	*2.172,7*	*–10,5*	*–0,5*	*–81,9*	*–3,6*	*10,9*
Ajudes familiars	*197,0*	*–23,2*	*–10,5*	*–5,3*	*–2,6*	*1,0*
Altres	13,6	–1,7	–11,1	6,5	91,5	0,1
Per temps d'ocupació						
A temps complet	17.377,8	–644,7	–3,6	–716,0	–4,0	87,5
A temps parcial	2.479,0	155,1	6,7	95,9	4,0	12,5
Per sexes						
Homes	11.340,6	–418,3	–3,6	–656,5	–5,5	57,1
Dones	8.516,2	–71,2	–0,8	36,4	0,4	42,9
TOTAL	**19.856,7**	**–489,7**	**–2,4**	**–620,2**	**–3,0**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Quart trimestre 2008

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.905	160	4,3	3.054	–167	–5,2	850	326	62,2	21,8
Aragó	665	15	2,3	601	–15	–2,5	64	31	92,1	9,6
Astúries	492	15	3,2	443	5	1,2	49	10	26,4	9,9
Balears	564	20	3,7	495	0	–0,1	70	21	41,8	12,3
Canàries	1.056	31	3,1	832	–80	–8,7	224	111	98,2	21,2
Cantàbria	282	5	1,8	256	–7	–2,7	25	12	96,1	8,9
Castella i Lleó	1.186	24	2,1	1.053	–28	–2,6	133	52	63,7	11,2
Castella-la Manxa	966	40	4,3	822	–30	–3,5	144	70	95,5	14,9
Catalunya	3.855	56	1,5	3.399	–148	–4,2	456	204	81,0	11,8
Comunitat Valenciana	2.570	97	3,9	2.188	–61	–2,7	382	159	71,0	14,9
Extremadura	483	2	0,5	397	–14	–3,4	87	16	23,1	18,0
Galícia	1.324	32	2,4	1.195	–1	–0,1	129	33	33,7	9,7
Madrid	3.402	119	3,6	3.057	–17	–0,5	345	136	64,9	10,1
Múrcia	725	32	4,6	613	–23	–3,6	113	55	96,5	15,5
Navarra	309	6	1,8	284	–7	–2,3	25	12	93,1	8,1
País Basc	1.064	5	0,4	975	–23	–2,3	89	28	46,0	8,3
La Rioja	160	2	1,5	145	–4	–2,9	16	7	75,3	9,7
Ceuta i Melilla	58	–1	–2,3	49	0	–0,2	10	–1	–11,9	16,5
TOTAL	**23.065**	**660**	**2,9**	**19.857**	**–620**	**–3,0**	**3.208**	**1.281**	**66,4**	**13,9**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El 2008 la població activa continua creixent...

Malgrat la desacceleració econòmica, que sovint desincentiva la recerca activa de feina entre la població en edat de treballar, la població activa va mantenir la tònica de creixement dels últims anys, tot i que de forma més moderada. Així, la població activa va augmentar el 2,9%, fins a 23,1 milions de persones al final del 2008, i va situar la taxa d'activitat en el 60,1%. Per sexes, el nombre de dones actives va augmentar en el quart trimestre del 2008 i va superar per primer cop els 10 milions, que representa una taxa d'activitat femenina del 51,4%. En canvi, el nombre d'homes actius va baixar el trimestre passat i va fer caure la taxa d'activitat masculina sis dècimes fins al 69,2%. D'altra banda, la taxa d'activitat de la població estrangera va pujar gairebé un punt en l'últim trimestre del 2008 i va situar la taxa en el 77,3%. L'estructura per edats dels estrangers explica, en gran part, la diferència entre la seva taxa d'activitat i la taxa de la població espanyola.

...i l'atur augmenta gairebé en 1,3 milions i situa la taxa d'atur en el 13,9%.

A conseqüència de la destrucció d'ocupació i de l'augment de la població activa, el 2008 es va produir una pujada massiva de l'atur, propera a 1,3 milions de persones, un increment del 66,4% interanual. Així, la taxa d'atur va augmentar en 5,3 punts percentuals i va arribar al 13,9% de la població activa, la taxa més elevada des de l'any 2000. La taxa d'atur de la població espanyola es va situar en el 12,5% i la dels estrangers, en el 21,3%.

ATUR ESTIMAT

Quart trimestre 2008

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	1.688,8	335,2	24,8	809,6	92,1	52,6	13,0
Dones	1.519,0	273,8	22,0	470,7	44,9	47,4	15,1
Per edats							
Menors de 25 anys	684,9	71,9	11,7	237,2	53,0	21,4	29,2
Resta	2.523,0	537,2	27,1	1.043,2	70,5	78,7	12,2
Per situació personal							
Atur de llarga durada	789,1	179,6	29,5	273,3	53,0	24,6	–
Busquen la seva primera feina	249,3	–8,0	–3,1	63,7	34,3	7,8	–
Resta	2.169,4	437,4	25,3	943,3	76,9	67,6	–
TOTAL	**3.207,8**	**609,0**	**23,4**	**1.280,3**	**66,4**	**100,0**	**13,9**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

L'augment de l'atur registrat s'intensifica al gener

El nombre d'aturats inscrits als serveis públics d'ocupació va augmentar en 198.838 persones en el primer mes del 2009, la pujada més intensa de la dècada, fins a 3.327.801. Aquesta xifra representa un ascens anual del 47,1%, de manera que continua el creixement accelerat de l'atur registrat.

En l'últim trimestre del 2008, l'atur va créixer a tots els sectors. Mentre que, l'any passat, la pujada de l'atur es va centrar en el sector de la construcció, les dades del primer mes de l'any 2009 mostren que la tendència a l'alça de l'atur afecta ara també el sector industrial i els serveis. D'altra banda, en el mes de gener, la taxa de creixement de l'atur de les dones va ser del 6,6% en relació amb el mes anterior i va superar la dels homes, que es va situar en el 6,1%. Aquesta dada trenca la tendència dels últims mesos, en què l'augment de l'atur dels homes superava el de les dones.

Al gener, l'atur registrat continua pujant.

L'augment de l'atur registrat arriba al sector serveis.

Preus

L'IPC anota la taxa més baixa dels quaranta últims anys

L'IPC registra el descens mensual més intens en un mes de gener i situa la variació interanual en el 0,8%.

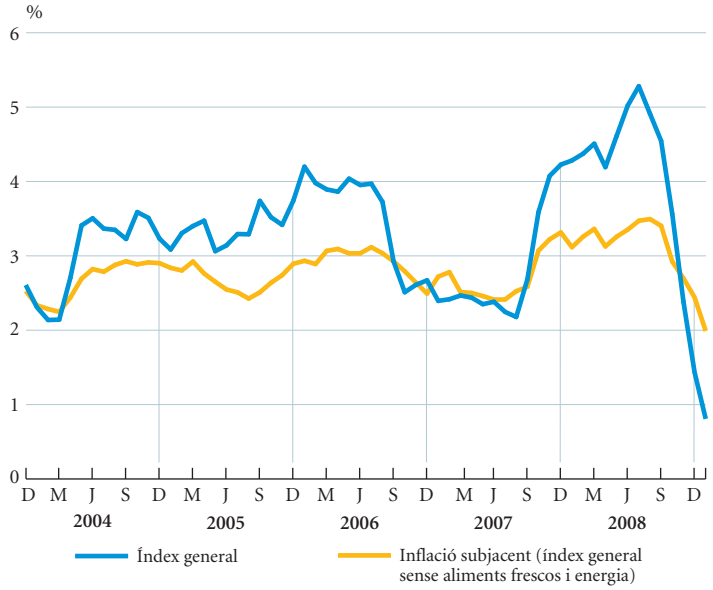
El moviment a la baixa de la inflació va continuar al gener del 2009, quan l'índex general dels preus de consum (IPC) va baixar 1,2 punts en relació amb el mes de desembre i va registrar el descens mensual més intens en un mes de gener de la sèrie històrica. D'aquesta manera, la taxa de variació interanual de l'IPC va disminuir en 6 dècimes fins al 0,8%, la cota més baixa des del juny de 1969. Cal destacar la brusca caiguda de la inflació en els últims mesos des del 5,3% del juliol del 2008, a causa, sobretot, de l'enfonsament dels preus del petroli i de les primeres matèries alimentàries. No obstant això, en els dos últims mesos, la moderació de la inflació, més intensa del que s'esperava, s'ha degut també a l'efecte de la contracció del consum i, possiblement, a la transmissió de la reducció del preu dels carburants a altres productes i serveis.

La contracció del consum incideix en una moderació dels preus de tots els grups especials.

Al gener, és destacable que tots els grups especials components de l'IPC van reduir, sense excepcions, les taxes de variació interanual, la qual cosa il·lustra les pressions desinflacionistes. Considerant una altra descomposició, per grups de consum, només les begudes alcohòliques i tabac van registrar una alça de la taxa de variació anual a causa del tabac. D'aquesta

BRUSCA CAIGUDA DE LA TAXA D'INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2008			2009		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2008	% variació anual
Gener	–0,6	–0,6	4,3	–1,2	–1,2	0,8
Febrer	0,2	–0,5	4,4			
Març	0,9	0,4	4,5			
Abril	1,1	1,5	4,2			
Maig	0,7	2,2	4,6			
Juny	0,6	2,8	5,0			
Juliol	–0,5	2,3	5,3			
Agost	–0,2	2,1	4,9			
Setembre	0,0	2,0	4,5			
Octubre	0,3	2,4	3,6			
Novembre	–0,4	2,0	2,4			
Desembre	–0,5	1,4	1,4			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

manera, el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els aliments no elaborats i els productes energètics, es va reduir en 4,5 dècimes, fins al 2,0%, el nivell més baix des del 1997.

La principal contribució al descens de la taxa de variació anual al gener va ser la propiciada pels productes energètics, amb una aportació superior a les 2 dècimes, gràcies, principalment, al gas i als carburants. Molt més modest va ser l'impacte negatiu dels aliments sense elaborar.

Més significativa va ser la caiguda dels aliments elaborats. Cal destacar la reversió de l'extraordinària alça que havia afectat els cereals i els productes ramaders, després del rècord de les primeres matèries alimentàries als mercats internacionals.

Un altre tret distintiu de l'evolució dels preus al gener va ser la major intensitat de les rebaixes d'hivern com a tàctica comercial per estimular el consum. Així, els preus del vestit i calçat van baixar l'1,7% en relació amb el mateix mes del 2008, la primera davallada interanual des del gener de 1978.

Per la seva banda, alguns serveis, afectats per la feblesa de la demanda, també van registrar moderacions de preus. Així, els hotels, cafès i restaurants van contribuir amb mitja dècima al descens interanual de la inflació. Les comunicacions també van fer-ho, però menys.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea també va anotar un increment anual del 0,8%. D'aquesta manera, el diferencial amb la zona de l'euro va ser negatiu de 0,3 punts percentuals, el més baix des del 2001. Cal apuntar que la reducció d'aquest diferencial ha estat influït per un major pes dels carburants i lubricants i dels aliments en l'índex espanyol.

La tendència a la baixa de la inflació probablement continuarà fins a l'estiu, i es podrien arribar a registrar, transitòriament, taxes de variació anual negatives, a causa del màxim històric del preu del petroli del juliol del 2008.

La inflació subjacent davalla fins al 2,0%, la cota més baixa des del 1997.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro és negatiu de 0,3 punts percentuals.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Gener

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació anual	
		2008	2009	2008	2009
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	110,7	0,5	0,0	7,0	1,9
Begudes alcohòliques i tabac	114,1	2,1	2,1	3,1	4,0
Vestit i calçat	93,8	–11,9	–13,8	0,9	–1,7
Habitatge	112,2	1,7	0,5	5,3	4,6
Parament	105,9	–0,2	–0,7	2,5	2,1
Medicina	99,0	0,4	0,2	–1,9	0,1
Transport	98,9	0,1	–0,6	7,3	–6,2
Comunicacions	99,8	0,4	0,1	0,7	–0,5
Oci i cultura	98,3	–1,4	–1,4	–0,4	0,3
Ensenyament	111,6	0,1	0,1	3,9	3,9
Hotels, cafès i restaurants	110,7	0,7	0,2	4,8	3,5
Altres	108,6	0,9	0,9	2,4	3,5
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	111,4	0,7	0,2	7,0	2,5
Aliments sense elaboració	110,5	0,6	0,3	5,5	1,3
Conjunt no alimentari	104,0	–1,0	–1,6	3,6	0,5
Béns industrials	98,9	–2,5	–3,5	3,4	–2,5
Productes energètics	*98,9*	*1,4*	*–0,8*	*13,4*	*–9,3*
Carburants i combustibles	*92,7*	*0,9*	*–2,3*	*16,9*	*–15,6*
Béns industrials sense productes energètics	*98,6*	*–3,8*	*–4,4*	*0,1*	*–0,3*
Serveis	109,4	0,5	0,3	3,7	3,6
Inflació subjacent (**)	105,9	–1,0	–1,4	3,1	2,0
ÍNDEX GENERAL	**105,6**	**–0,6**	**–1,2**	**4,3**	**0,8**

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

Forta caiguda dels preus agraris en origen en els últims mesos del 2008.

La inflació dels preus a l'engròs, negativa

Totes les taxes de variació anual dels preus a l'engròs es van situar en terreny negatiu al final del 2008 i van reflectir la forta caiguda interanual dels preus de les primeres matèries, en especial les energètiques. Així, l'índex general dels preus industrials va baixar el 0,2% en relació amb el desembre del 2007, la davallada més important dels set últims anys. Els preus d'importació també van baixar el 3,8% en relació amb el final del 2007. Més important va ser la caiguda dels preus percebuts pels agricultors, del 9,7% anual, a causa de l'enfonsament dels productes ramaders, com la llet, i dels agrícoles.

INDICADORS D'INFLACIÓ

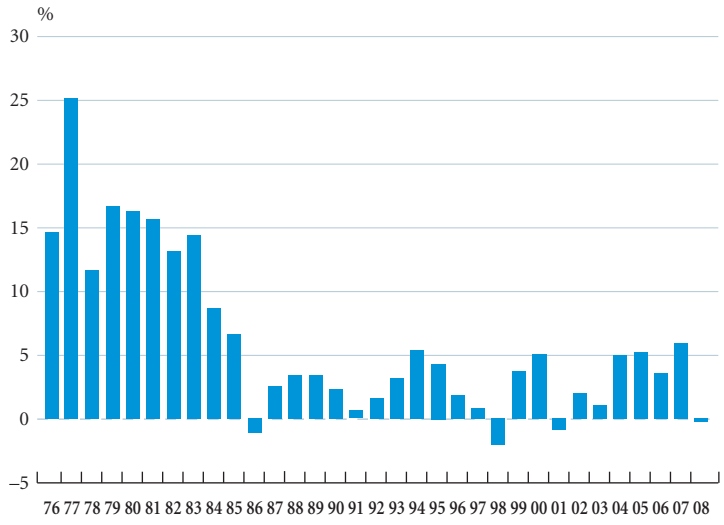
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2007											
Desembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	–0,1	0,7	–
2008											
Gener	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	–
Febrer	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2
Març	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,8	0,7	–0,2	2,1	–
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	–0,2	2,2	–
Maig	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,1	0,7	–0,1	3,0	3,1
Juny	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	–0,3	3,4	–
Juliol	14,1	10,3	5,2	2,2	7,3	30,3	10,6	0,5	–0,1	4,7	–
Agost	6,9	9,2	4,9	2,2	7,4	25,5	9,6	1,3	0,3	5,8	3,4
Setembre	–2,3	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	8,6	1,8	0,6	6,5	–
Octubre	–8,2	5,9	2,9	2,1	5,0	15,2	5,2	3,1	1,4	5,3	–
Novembre	–11,4	2,5	2,1	2,0	2,9	2,9	0,8	4,2	1,9	4,6	2,5
Desembre	–9,7	–0,2	1,6	2,0	1,1	–7,0	–3,8	2,4	1,6	1,7	–

NOTA: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

PREUS INDUSTRIALS: LA DAVALLADA MÉS INTENSA DES DEL 2001

Variació anual al desembre de cada any de l'índex general de preus industrials



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

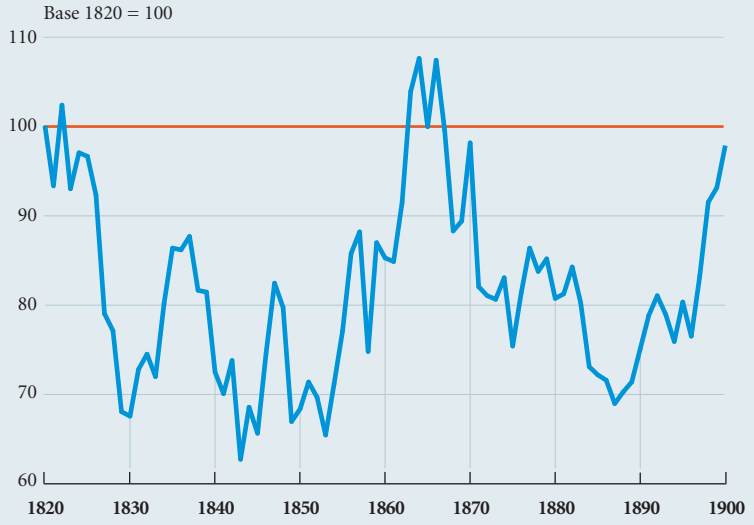
Hi ha risc de deflació a l'Espanya del segle XXI?

En un curt espai de temps, hem passat d'un creixement anual de l'IPC del 5,3% al juliol del 2008 a una taxa del 0,8% sis mesos més tard. L'índex de preus industrials va anotar una variació anual negativa del 0,2% al desembre del 2008, quan cinc mesos abans marcava la cota màxima dels 24 últims anys. Aquestes brusques caigudes dels indicadors d'inflació i la perspectiva que les taxes puguin baixar més han despertat els temors a la deflació, és a dir, a una disminució persistent del nivell general de preus.

Ara bé, pocs lectors deuen recordar haver viscut una deflació a Espanya, ja que es tracta d'un fenomen gairebé oblidat. En canvi, la gran preocupació de les últimes dècades ha estat la inflació. No obstant això, en èpoques anteriors sí es van registrar etapes de descens de preus, alternades amb períodes inflacionistes. De fet, inflació i deflació són fenòmens d'origen monetari. En els temps del patró metàl·lic (or o plata, o els dos), l'abundància o l'escassetat de moneda en circulació, relativa al nivell de producció de l'economia, determinava en bona part la pujada o la baixada de preus. Al segle XIX, els preus es van mantenir globalment estables, sobretot si es comparen amb els del segle XX, però, de fet, es van produir davallades dels preus en nombrosos anys, i no necessàriament vinculades a reculades de l'activitat.

AL SEGLE XIX, ELS PREUS PUJAVEN I BAIXAVEN

Índex de preus a Espanya



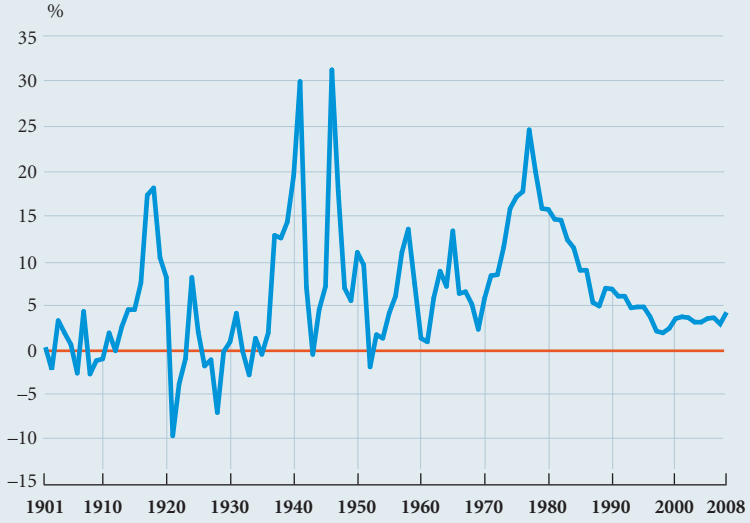
NOTA: Preus a l'engròs.
FONTS: Índex de preus a l'engròs de J. Sardà fins al 1890, de la comissió del patró or de llavors encà i elaboració pròpia.

Amb la progressiva substitució del patró metàl·lic per la moneda fiduciària, amb el suport d'un banc central nacional, el volum de moneda en circulació es va desvincular de les reserves metàl·liques. La discrecionalitat de la gestió monetària permetia ajustar l'oferta monetària a les oscil·lacions de la producció agrària i industrial, però, al mateix temps, constituïa una forta temptació per als estats àvids de fons per gastar. El banc central, que, en última instància, era el banquer de l'estat, sovint no tenia altre remei que expandir més del compte la seva oferta

monetària. D'aquesta manera, el fenomen de la inflació es va generalitzar, les expectatives inflacionistes es van consolidar a la ment dels agents econòmics i, durant una bona part del segle XX, les pujades de preus van ser una de les principals preocupacions de la política econòmica. Des del final de la guerra civil espanyola, només en dos anys, el 1943 i el 1952, el nivell dels preus de consum es va col·locar per sota de l'exercici anterior.

AL SEGLE XX LA INFLACIÓ S'IMPOSA

Variació interanual de l'índex de preus



NOTA: Índex de preus a l'engròs de la comissió del patró or fins al 1909 i de cost de la vida i de preus de consum posteriorment.
FONTS: De Ojeda, A., «Estudios de Historia Económica», núm. 17 del Banc d'Espanya, INE i elaboració pròpia.

A partir dels anys noranta del segle passat, els bancs centrals van anar adoptant un estatus d'autonomia en relació amb el govern, la qual cosa va permetre una gestió de la política monetària orientada a la lluita contra la inflació. La desinflació, o disminució de la taxa d'inflació, va ser la tònica general a bona part dels països avançats. Per a Espanya, el fet més rellevant és la integració en la Unió Econòmica i Monetària el 1999, un pas que significa renunciar a la política monetària i canviària nacional i cedir-la a un organisme independent, el Banc Central Europeu (BCE).

Davant l'eventualitat d'un període deflacionista, els estats adherits a la zona de l'euro no tenen armes pròpies de política monetària i canviària per lluitar-hi en contra. Cal confiar que el BCE actuï en conseqüència i disposi les accions necessàries per evitar caure en una espiral deflacionista, que podria deteriorar greument les expectatives de creixement de l'economia. Però s'entén que el BCE vigila la inflació del conjunt de la zona de l'euro. L'economia espanyola és una part de l'eurosistema, i, de la mateixa manera que, des de la seva creació, la inflació hispana ha superat la mitjana de la zona de l'euro, i, no cal dir-ho, l'objectiu fixat pel BCE per al conjunt, en una nova etapa la inflació espanyola es podria situar per sota o fins i tot ser negativa.

En aquest context, cal preguntar-se si és possible la deflació a Espanya. D'una banda, ens trobem ja en una recessió del conjunt de l'economia i, molt en particular, del consum privat. Un dels seus desencadenants han estat les

caigudes dels preus dels actius borsaris i immobiliaris, que provoquen un efecte riquesa negatiu i tendeixen a deprimir el consum. No obstant això, segons les estimacions empíriques realitzades d'aquest efecte, l'impacte contractiu sobre el consum sembla relativament limitat. Així, la propensió marginal al consum és d'uns pocs cèntims de més consum per euro d'increment de la riquesa immobiliària.[1] De l'altra, les pressions deflacionistes poden provenir d'un excés de capacitat productiva instal·lada, la qual cosa contreu la demanda d'inversió, no solament a la construcció. Així, les previsions per al producte interior brut espanyol en els propers anys se situen sensiblement per sota del nivell potencial, la qual cosa hauria de tendir a moderar els preus. A tot plegat s'uneix una forta desacceleració del crèdit en l'últim període.

No obstant això, les tradicionals rigideses de l'economia espanyola poden dificultar la deflació. Així, les pujades dels salaris se solen indexar a la inflació, de manera que enguany són probables els augments per damunt del 2%, amb la conseqüent pressió sobre els preus. En aquesta línia, els serveis, força arrecerats de la competència exterior, probablement continuaran presentant una certa persistència inflacionista. D'altra banda, les expectatives, que són un element clau, no anticipen una situació deflacionista. Les previsions dels analistes situen la inflació mitjana de l'any en un valor positiu i amb un repunt el 2010. La raó cal buscar-la en el fet que la inflació subjacent, considerada el nucli més estable de la inflació, se situa actualment en el 2,0%. A més a més, per bé que el component energètic pot arrossegar la inflació a terreny negatiu en els mesos centrals d'enguany, a causa de l'efecte de base dels productes petroliers (al juliol del 2008, el preu del cru va marcar un rècord), aquest efecte desapareixerà cap al final del 2009, de manera que es produiria un repunt de la inflació.

Així, ens hem de preocupar per la deflació? Per al 2009, el risc de deflació és baix. Si la recessió s'allarga més del compte, les pressions deflacionistes es podrien incrementar, amb el risc de caure en una etapa de descensos. En qualsevol cas, el millor escenari seria el d'uns preus estables, de manera que la menor inflació espanyola en relació amb la comunitària permetria recuperar la competitivitat i ajudaria, així, a sortir de l'etapa recessiva.

(1) Vegeu Bover, O. (2006) «Wealth Effects on Consumption: Microeconometric Estimates from the Spanish Survey of Household Finances», CEPR Discussion Paper 5874.

Aquest requadre ha estat elaborat pel Departament d'Economia Europea, Servei d'Estudis de "la Caixa"

Sector exterior

Comerç exterior: la recessió econòmica alleuja el dèficit comercial

El dèficit comercial del conjunt del 2008 va ser de 94.067 milions d'euros i va registrar, després de cinc anys d'augments consecutius, una reculada del 4,9% en relació amb l'any anterior. El dèficit acumulat de dotze mesos va assolir un màxim al juny del 2008, per damunt dels 104.000 milions d'euros, reflex del canvi de tendència de la sèrie durant la primera meitat de l'any. La caiguda del dèficit va ser especialment important en l'últim trimestre del 2008 en relació amb el mateix període del 2007 i es va situar al voltant del 30%, amb una reducció del dèficit del component energètic (8%) i de la resta de productes (42%).

La caiguda de la demanda interior va provocar que, per primer cop en els cinc últims anys, l'increment interanual de les exportacions del 2008 superés el de les importacions, amb creixements del 3,7% i del 0,6%, respectivament. La taxa de cobertura va augmentar en relació amb el 2007 en dos punts percentuals, fins al 66,7%. Per bé que el creixement de les exportacions s'explica, a parts iguals, per l'augment del volum (1,9%) i pel del preu (1,8%), les importacions reals es van reduir durant el 2008, essent l'augment dels preus, en especial els energètics, el motiu del seu creixement el 2008.

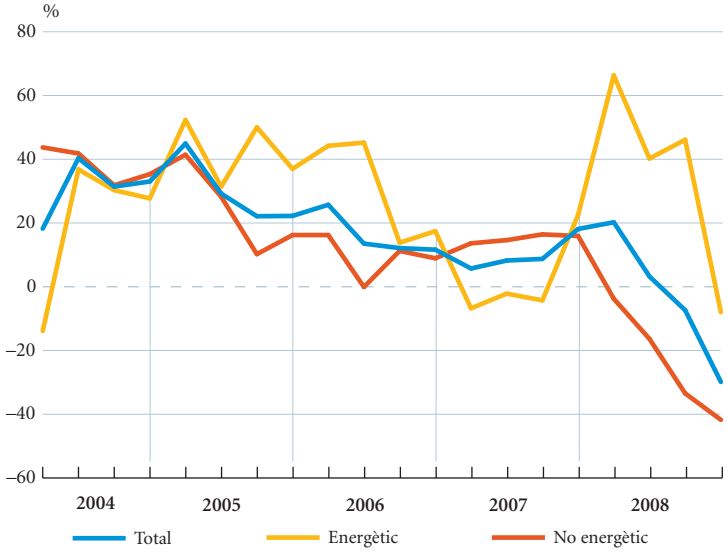
El dèficit comercial del desembre registra una caiguda del 30%.

El deteriorament de la situació econòmica cap al final del 2008 va provocar una contracció del volum del comerç mun-

El volum del comerç espanyol es redueix a causa de la conjuntura econòmica.

REDUCCIÓ DEL DÈFICIT COMERCIAL EN L'ÚLTIM TRIMESTRE

Variació del dèficit comercial en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior



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

COMERÇ EXTERIOR

Any 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	56.978	36,3	20,2	11.734	48,2	6,2	–45.244	20,6
Béns de consum	71.031	–7,7	25,2	67.659	4,4	36,0	–3.372	95,3
Alimentaris	*15.984*	*1,0*	*5,7*	*22.513*	*6,8*	*12,0*	*6.529*	*140,8*
No alimentaris	*55.047*	*–10,0*	*19,5*	*45.147*	*3,2*	*24,0*	*–9.900*	*82,0*
Béns de capital	24.274	–18,3	8,6	16.531	–1,3	8,8	–7.743	68,1
Béns intermedis no energètics	129.968	–1,5	46,0	92.260	0,3	49,0	–37.708	71,0
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	154.896	–6,5	54,9	129.582	1,9	68,9	–25.314	83,7
Zona de l'euro	*128.232*	*–7,6*	*45,4*	*103.563*	*1,5*	*55,0*	*–24.669*	*80,8*
Altres països	127.355	11,0	45,1	58.602	7,9	31,1	–68.753	46,0
Rússia	*7.532*	*–4,6*	*2,7*	*2.836*	*35,9*	*1,5*	*–4.696*	*37,6*
Estats Units	*11.172*	*12,5*	*4,0*	*7.693*	*1,6*	*4,1*	*–3.479*	*68,9*
Japó	*5.112*	*–15,3*	*1,8*	*1.486*	*11,7*	*0,8*	*–3.626*	*29,1*
Amèrica Llatina	*15.649*	*6,5*	*5,5*	*9.345*	*–7,1*	*5,0*	*–6.305*	*59,7*
OPEP	*29.359*	*34,6*	*10,4*	*7.201*	*28,8*	*3,8*	*–22.158*	*24,5*
Resta	*58.531*	*7,7*	*20,7*	*30.042*	*8,5*	*16,0*	*–28.489*	*51,3*
TOTAL	**282.251**	**0,6**	**100,0**	**188.184**	**3,7**	**100,0**	**–94.067**	**66,7**

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

S'espera que el dèficit es continuï moderant en els propers mesos.

dial. Espanya no s'ha mantingut al marge d'aquesta situació, i el valor de les seves exportacions i importacions ja registrava caigudes del 7,4% i del 16,5%, respectivament, al desembre del 2008. Aquestes reduccions van ser provocades, en gran part, per la caiguda de la demanda de béns duradors i de productes intermedis per a la producció, que va afectar de forma destacable alguns sectors, com el de l'automòbil, amb caigudes de les exportacions del 31,5% al desembre.

El mercat de la Unió Europea va concentrar gairebé el 69% de les exportacions espanyoles durant l'any 2008. Per tant, l'entrada en recessió dels principals socis comercials europeus durant la segona meitat de l'any i la conseqüent reducció de la demanda externa d'aquests països, tant de béns de consum com intermedis, van provocar una important caiguda de les exportacions cap a aquests països, amb una reculada interanual del 13,1% al desembre, la més intensa des del 1995. Només l'augment de les exportacions cap a mercats amb menys participació, com l'àfrica o el japonès, ha compensat parcialment aquest enfonsament.

Atesa la conjuntura actual, s'espera que les importacions i les exportacions mantinguin les tendències de decreixement marcades en els últims mesos. D'una banda, la caiguda de la demanda per part dels principals socis europeus afectarà el volum de les exportacions. La reducció de les importacions serà encara més intensa durant els primers mesos de l'any, a causa de la caiguda de la demanda espanyola i de la di-

ferència del preu del petroli en relació amb l'any anterior, i provocarà un descens del dèficit comercial durant aquest període.

Balança de pagaments: el dèficit per compte corrent es continua reduint

La balança per compte corrent va registrar al desembre un dèficit de 6.373 milions d'euros, el 29,6% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior. La reducció del desequilibri corrent va ser deguda, gairebé tota, al menor dèficit de la balança comercial. L'increment del superàvit del compte de serveis va compensar en part el deteriorament del dèficit del compte de transferències corrents i de la balança de rendes.

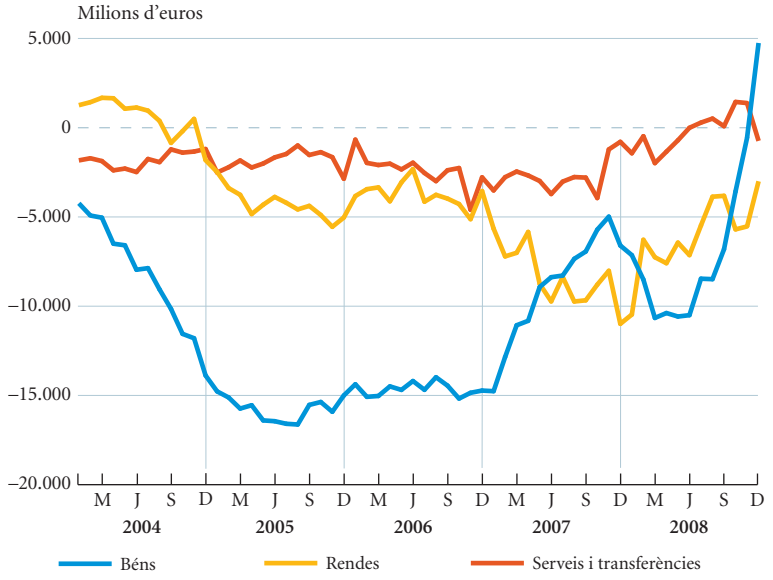
Si tenim en compte un context temporal més ampli, el dèficit acumulat el 2008 va disminuir l'1,2% en relació amb l'any anterior, a causa, principalment, de l'augment del dèficit de les rendes, derivat del major endeutament de l'economia, i dels increments del tipus d'interès durant la major part de l'any. Les dades del dèficit comercial del desembre i els pronòstics per al 2009 fan preveure que, en els propers mesos, es mantindran les caigudes del dèficit per compte corrent i es reduirà la necessitat de finançament extern de l'economia espanyola.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, es manté el patró dels últims mesos. Així, la reducció de les inversions en cartera acumulades en els dotze últims mesos, propera als 100.000 milions d'euros, ha estat parcialment compensada per la menor inversió directa neta cap a l'exterior i per l'augment del finançament mitjançant instruments financers a curt termini (préstecs, dipòsits i repos). Aquest últim component és el que adquireix més importància, la qual cosa reflecteix el canvi de la cobertura de les necessitats de liquiditat de les institucions financeres espanyoles.

Desembre registra, per sisè mes consecutiu, una nova caiguda del dèficit per compte corrent.

CONTRIBUCIONS A LA VARIACIÓ DEL DÈFICIT DEL COMPTE CORRENT

Dèficit acumulat en els dotze últims mesos



FONTS: Balança de pagaments del Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Desembre 2008

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–84.980	–5,4	–84.980	4.826	–5,4
Serveis					
Turisme	*27.780*	*–0,1*	*27.780*	*–31*	*–0,1*
Altres serveis	*–4.017*	*–29,0*	*–4.017*	*1.640*	*–29,0*
Total	23.762	7,3	23.762	1.610	7,3
Rendes	–34.437	9,3	–34.437	–2.930	9,3
Transferències	–9.010	33,8	–9.010	–2.276	33,8
Total	**–104.664**	**–1,2**	**–104.664**	**1.229**	**–1,2**
Compte de capital	**5.558**	**23,1**	**5.558**	**1.042**	**23,1**
Balança financera					
Inversions directes	–5.082	–89,7	–5.082	44.435	–89,7
Inversions de cartera	4.860	–95,3	4.860	–98.944	–95,3
Altres inversions	60.020	106,8	60.020	30.995	106,8
Total	**59.798**	**–28,2**	**59.798**	**–23.513**	**–28,2**
Errors i omissions	9.172	145,0	9.172	5.428	145,0
Variació d'actius del Banc d'Espanya	30.137	110,4	30.137	15.815	110,4

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.

Estalvi i finançament

El finançament a empreses i famílies augmenta el 6% el 2008

Al gener, l'euríbor a un any, profusament utilitzat com a tipus d'interès de referència, va mantenir la tendència descendent iniciada cap a la meitat d'octubre en modificar-se les expectatives sobre l'evolució del tipus d'interès oficial de la zona de l'euro. També va contribuir a la davallada una notable disminució de la prima de risc, que havia assolit nivells rècord, gràcies a les mesures adoptades pels governs i pels bancs centrals per desembussar el mercat interbancari. Així, en mitjana mensual, l'euríbor a dotze mesos es va col·locar en el 2,62% en el primer mes del 2009, amb un decrement de 188 punts bàsics en relació amb un any abans. En les primeres setmanes de febrer, l'euríbor a un any va continuar la trajectòria a la baixa i es va apropar al nivell del tipus d'interès de referència del Banc Central Europeu (BCE), situat en el 2,0%.

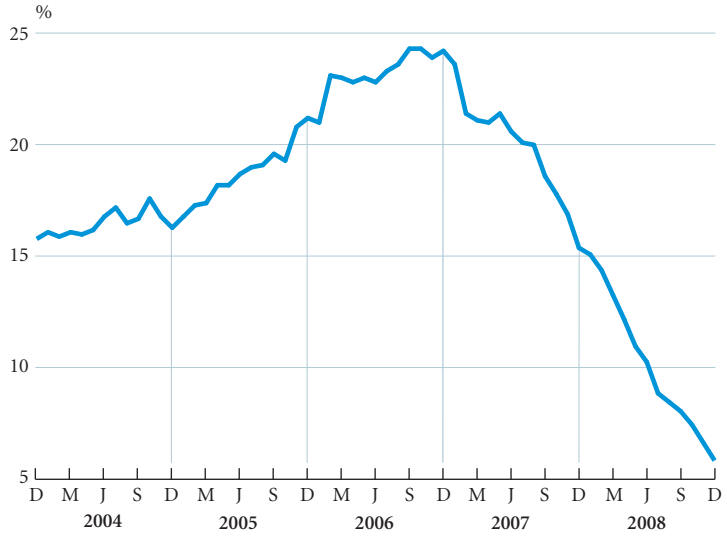
L'euríbor a un any s'apropa al nivell del tipus d'interès de referència del BCE.

En aquest marc, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits al sector privat, després d'assolir el nivell màxim dels últims anys al començament de la tardor en el 6,57%, va començar a flexionar a la baixa i es va col·locar en el 5,71% al desembre del 2008. D'aquesta manera, va anotar un descens interanual de 32 punts bàsics. No obstant això, cal apuntar que, en termes reals, els tipus d'interès van pujar, ja que la caiguda de la inflació va ser superior a la davallada dels tipus nominals.

Els tipus d'interès bancaris d'actiu flexionen a la baixa.

EL 2008 S'INTENSIFICA LA DESACCELERACIÓ DEL FINANÇAMENT AL SECTOR PRIVAT

Variació interanual del finançament a les empreses no financeres i a les famílies (*)



NOTA: (*) Inclou les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Desembre 2008

	Saldo	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	74.215	–16.627	–18,3	4,0
Deutors amb garantia real (*)	1.108.816	40.444	3,8	59,3
Altres deutors a termini	529.457	31.574	6,3	28,3
Deutors a la vista	49.044	8.472	20,9	2,6
Arrendaments financers	45.230	–1.063	–2,3	2,4
Crèdits dubtosos	63.127	46.876	288,5	3,4
TOTAL	**1.869.889**	**109.677**	**6,2**	**100,0**

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

El finançament al sector privat s'expandeix 1,7 punts més que el producte interior brut nominal.

Això, juntament amb la feblesa de la demanda de crèdit a causa de la situació recessiva i l'enduriment de les condicions de finançament per part de l'oferta, explica que el 2008 s'intensifiqués la desacceleració del finançament al sector privat. Així, al final de l'any passat, el finançament a les empreses i a les famílies va créixer el 5,9% en relació amb dotze mesos abans, 9,5 punts menys que dotze mesos abans i lluny de la taxa interanual del 24,3% registrada al setembre del 2006. No obstant això, es va expandir 1,7 punts més que el producte interior brut nominal.

Per tipus de clients, el finançament a les empreses va patir un fort alentiment el 2008, en passar d'un creixement interanual del 17,5% al desembre del 2007 al 7,0% un any després. Cal destacar la caiguda del 18,3% del crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant. Els fons dirigits a la inversió també es van desaccelerar de manera significativa, si s'ha de jutjar pel descens interanual del 2,3% dels arrendaments financers.

Per la seva banda, els préstecs i els crèdits a les llars es van incrementar menys que els canalitzats a les empreses. Els préstecs per a l'habitatge van pujar el 4,5% al llarg del 2008 i van experimentar un sensible alentiment des d'una taxa interanual del 13,0% al desembre del 2007. Tot i que, en l'últim trimestre, l'esforç per accedir a un habitatge va disminuir, en baixar els preus i els tipus d'interès, se situava per damunt d'un any abans. La resta del crèdit als particulars també es va moderar amb força fins a un augment anual del 3,8%.

Tot i que la desacceleració del crèdit al sector privat va afectar totes les entitats, el 2008 les caixes d'estalvis van incrementar la quota en 2 dècimes, fins al 47,5%, en aquest segment del mercat, per bé que aquesta cota es col·locava 3 dècimes per sota del màxim assolit a l'agost del 2007. La banca va cedir 2 dècimes de participació, fins al 43,4%, mentre que les cooperatives de crèdit i la resta d'entitats financeres mantenien les quotes en el 5,1% i en el 3,9%, respectivament.

La ràtio de morositat acaba el 2008 en el 3,4%.

L'impacte de la crisi econòmica es tradueix en una forta alça de la morositat, que s'havia situat en mínims històrics. El 2008 la ràtio de dubtositat va pujar des del 0,9% del desembre del 2007 fins al 3,4% dotze mesos després.

Els dipòsits bancaris creixen més que els crèdits el 2008

El tipus d'interès mitjà dels dipòsits bancaris del sector privat va continuar baixant al desembre, en línia amb la tendència del tipus d'interès oficial de la zona de l'euro, i es va situar en el 2,74%, al voltant del mateix nivell que un any abans. No obstant això, en termes reals, és a dir, tenint en compte la inflació, es va col·locar sensiblement per damunt de l'any anterior.

En aquest context, i ateses l'aversió al risc dels particulars i la pressió comercial de les entitats financeres per captar dipòsits i augmentar així la liquiditat, el saldo dels dipòsits del sector privat a les entitats financeres va créixer més que el dels crèdits i va pujar el 13,1% en termes interanuals. Aquest ascens es va concentrar en els dipòsits a termini, que van anotar una alça del 27,3%.

A diferència del crèdit, els bancs van guanyar quota de mercat en el segment dels dipòsits, 0,9 punts, fins al 37,8%, per bé que les caixes tenien més participació, del 55,4%. Per la seva banda, les cooperatives de crèdit van cedir 5 dècimes de quota, fins al 6,5%, i els establiments financers de crèdit van mantenir la participació en el 0,2%.

La dura competència dels dipòsits bancaris i la desfavorable evolució general dels mercats financers van continuar propiciant reemborsaments nets de les participacions de fons d'inversió mobiliària. En el primer mes de l'any, però, les sortides netes de 1.806 milions d'euros van ser inferiors a les dels mesos precedents i es van registrar subscripcions netes de renda fixa a llarg termini de 156 milions d'euros. La rendibilitat mitjana anual ponderada del mes va ser negativa, del 3,7%, però, considerant els divuit últims anys, pujava al 4,3% i superava la inflació mitjana del període.

La remuneració dels dipòsits puja en termes reals el 2008.

Els fons d'inversió immobiliària no es van salvar tampoc de les turbulències financeres. Al gener, el seu patrimoni va disminuir el 2,1%, fins als 7.255 milions d'euros. El nombre de partícips es va reduir el 12,6%, fins a 135.351. La rendibilitat mitjana ponderada dels dotze últims mesos va ser negativa del 2,0%, per bé que, en els deu últims anys, ha estat del 6,1%.

Els fons de pensions tampoc van poder defugir les conseqüències de la crisi financera. Per bé que les aportacions netes van

Els fons d'inversió immobiliària, afectats per la crisi.

PASSIUS DE LES ENTITATS DE CRÈDIT ENFRONT D'EMPRESES I FAMÍLIES

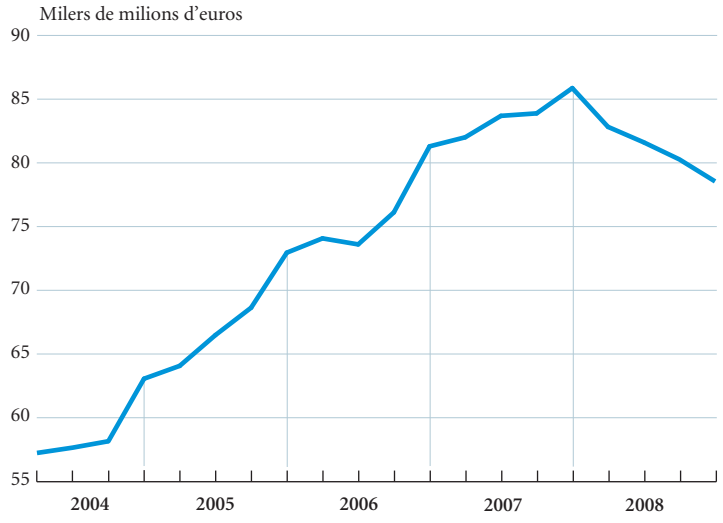
Desembre 2008

	Saldo	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	
A la vista	244.812	–13.831	–5,3	17,1
D'estalvi	179.777	382	0,2	12,6
A termini	729.272	156.483	27,3	50,9
En moneda estrangera	29.318	–6.326	–17,7	2,0
Total dipòsits	**1.183.179**	**136.708**	**13,1**	**82,6**
Resta del passiu (*)	248.631	–27.099	–9,8	17,4
TOTAL	**1.431.810**	**109.609**	**8,3**	**100,0**

NOTA: (*) Balanç agregat segons els estats de supervisió. Inclou transferències d'actius, passius financers híbrids, cessió temporal d'actius i dipòsits subordinats.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

ELS FONS DE PENSIONS TAMBÉ PATEIXEN LA CRISI FINANCERA EL 2008

Patrimoni total dels fons de pensions



FONT: Inverco.

En els divuit últims anys, el rendiment mitjà anual dels fons de pensions supera sensiblement la inflació.

sumar 1.866 milions d'euros el 2008 i que els partícips van augmentar el 2,3%, la rendibilitat anual mitjana va ser negativa del 8,05%. No obstant això, considerant un termini llarg, més apropiat a aquest producte, el rendiment mitjà anual va ser del 5,5%, sensiblement superior a la inflació del període.

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

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD
1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

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

12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons

"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 and 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

Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias
  Director d'Economia Europea
- Enric Fernández
  Director d'Economia Internacional
- Avelino Hernández
  Director de Mercats Financers

INFORME MENSUAL
Març 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 2008

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	238.407
Crèdits sobre clients	176.100
Resultat atribuït al Grup	1.802

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	27.818
Oficines	5.530
Terminals d'autoservei	8.113
Targetes (milers)	10.344

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2009	Milions €
Socials	310
Ciència i medi ambient	81
Culturals	79
Educatives i investigació	30
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