GENER 2008

Informe Mensual

NÚMERO 309

L'economia global davant de la desaceleració dels Estats Units: hi haurà decoupling*?* Pàg. 9
El món es pregunta si la desaceleració de l'economia nord-americana es traslladarà irremeiablement a la resta de països

La crisi subprime*: els riscos del risc* Pàg. 33
Pot la crisi de les hipoteques *subprime* acabar provocant una contracció del crèdit?

Mercat de divises: tot el que puja, baixa? Pàg. 40
Les perspectives de les principals divises en un entorn turbulent

L'habitatge es refreda Pàg. 49
La inversió residencial es desaccelera a bona part dels països de l'OCDE

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2006	2007	2008	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions						Previsions
Producte interior brut								
Estats Units	2,9	2,2	2,0	2,6	1,5	1,9	2,8	2,7
Japó	2,4	1,9	1,5	2,5	2,8	1,6	2,0	1,3
Regne Unit	2,8	3,0	2,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,0
Zona de l'euro	2,9	2,6	2,1	3,3	3,2	2,5	2,7	2,2
Alemanya	*3,1*	*2,5*	*2,0*	*3,9*	*3,6*	*2,5*	*2,5*	*1,5*
França	*2,2*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*1,9*	*1,4*	*2,1*	*1,8*
Preus de consum								
Estats Units	3,2	2,7	2,7	2,0	2,4	2,6	2,4	3,5
Japó	0,2	0,0	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,2
Regne Unit	2,3	2,4	2,1	2,7	2,9	2,6	1,8	2,2
Zona de l'euro	2,2	2,1	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9	2,8
Alemanya	*1,7*	*2,1*	*2,0*	*1,4*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*2,7*
França	*1,7*	*1,3*	*1,7*	*1,3*	*1,2*	*1,2*	*1,3*	*1,8*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,7	3,1	2,4	3,7	3,4	3,3	2,9	2,7
Consum de les AP	4,8	5,5	5,2	4,9	5,7	5,0	5,8	5,6
Formació bruta de capital fix	6,8	5,9	3,2	6,4	6,6	6,6	5,6	4,9
Béns d'equipament	*10,4*	*11,7*	*6,8*	*11,4*	*13,3*	*13,1*	*11,2*	*9,6*
Construcció	*6,0*	*4,2*	*1,7*	*5,7*	*5,2*	*4,6*	*3,8*	*3,4*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,1	4,6	3,3	5,3	5,1	4,9	4,4	4,1
Exportació de béns i serveis	5,1	6,0	5,6	7,3	3,6	4,8	8,0	7,7
Importació de béns i serveis	8,3	7,2	6,0	8,8	5,9	6,6	8,3	8,0
Producte interior brut	**3,9**	**3,8**	**2,9**	**4,0**	**4,1**	**4,0**	**3,8**	**3,5**
Altres variables								
Ocupació	3,2	3,0	2,0	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,1	8,2	8,3	8,5	8,0	8,0	8,1
Índex de preus de consum	3,5	2,8	3,7	2,6	2,4	2,4	2,4	4,0
Costos laborals unitaris	2,3	3,0	3,1	2,4	2,8	2,9	3,0	3,2
Saldo operacions corrents (% PIB)	–8,8	–9,5	–9,6	–8,6	–10,4	–9,0	–10,1	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–8,1	–8,9	–9,0	–7,4	–9,8	–8,8	–9,9	
Saldo públic (% PIB)	1,8	1,5	0,9					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	5,0	3,8	5,3	5,3	5,3	5,1	4,5
Repo BCE	2,8	3,9	4,0	3,3	3,6	3,8	4,0	4,0
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	4,0	4,6	4,7	4,8	4,6	4,1
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,2	4,3	3,8	4,0	4,4	4,3	4,1
Obligacions 10 anys	3,8	4,3	4,4	3,8	4,1	4,4	4,4	4,3
Tipus de canvi								
$/Euro	1,26	1,38	1,47	1,30	1,32	1,35	1,39	1,47

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Previsions OCDE
***9 L'economia global davant de la desacceleració dels Estats Units: hi haurà* decoupling?**
10 Estats Units
14 Japó
17 Brasil
19 Argentina

22 Unió Europea
22 Zona de l'euro
24 Alemanya
26 França
27 Itàlia
28 Regne Unit

30 Mercats financers
30 Mercats monetaris i de capital
33 La crisi* subprime: *els riscos del risc
40 Mercat de divises: tot el que puja, baixa?

45 Conjuntura espanyola
45 Activitat econòmica
49 L'habitatge es refreda
53 Mercat de treball
59 Preus
63 Sector exterior
65 Sector públic
67 Estalvi i finançament

Els reptes i els desafiaments del 2008

Fa un any, els analistes s'espremien el cervell per encertar quin esdeveniment inesperat podia malmetre la prolongada i intensa fase expansiva de l'economia mundial. Com ho afirmava el Banc de Pagaments Internacionals a l'informe del 2006, la continuïtat de l'excel·lent comportament de l'economia mundial despertava una barreja de satisfacció i de sorpresa. Satisfacció, perquè el vigorós creixement i la reduïda inflació es traduïen en un augment generalitzat del nivell de vida a la majoria de països i en una reducció de la pobresa. Sorpresa, perquè nombrosos desequilibris amenaçaven aquest bon comportament, però cap semblava capaç de qüestionar-lo. La imparable pujada del preu de les primeres matèries, els desfasaments en els comptes corrents, els nivells rècord d'endeutament de les famílies, l'acumulació de reserves en determinats països asiàtics… res semblava capaç de frenar una economia mundial de la qual tiraven cada cop amb més força els països emergents. Al juliol del 2007, el Fons Monetari Internacional encara corregia a l'alça la previsió de creixement de l'economia mundial per al conjunt de l'any.

I, amb prou feines sense adonar-nos-en, en un moviment pendular, la percepció sobre les perspectives econòmiques s'ha deteriorat a una velocitat inusitada. La causa cal buscar-la en un segment del mercat hipotecari nord-americà del qual molt poca gent havia sentit a parlar abans del 2007: les hipoteques *subprime*. Els impagaments derivats d'aquests crèdits representen per al sistema financer unes pèrdues relativament elevades. L'autèntic problema, però, és la desconfiança generada per la forma de valorar i de distribuir els riscos en aquest mercat. Aquests riscos es van situar fora dels balanços bancaris, als quals, però, han acabat tornant, de manera que han incrementat les necessitats de liquiditat. La desconfiança sobre quines entitats tenen potencials problemes de liquiditat i solvència s'ha estès de manera extraordinària i ha pertorbat el funcionament normal dels mercats, ha disparat la volatilitat i ha elevat les primes de forma indiscriminada, fins i tot en segments d'elevada qualitat creditícia. Les reverberacions de la crisi es fan sentir als cinc continents, i ara mateix ningú no és capaç de predir-ne amb certesa l'abast i la durada.

La crisi *subprime* ha malmès l'optimisme que regia en les previsions econòmiques perquè pot actuar de catalitzador dels desequilibris i dels problemes latents en l'economia mundial des de fa molts anys. Si, per culpa seva, l'economia dels Estats Units s'encalla, els primers perjudicats poden ser els països asiàtics exportadors de manufactures i, de retruc, el conjunt d'economies emergents. Una evolució d'aquest tipus frenaria el comerç mundial, de manera que l'expansió europea, que encara depèn molt del sector exterior, es veuria seriosament afectada. Si, a aquesta situació, s'afegeixen les tensions inflacionistes que ja afloren, en un entorn d'enduriment del crèdit, el panorama crearia un escenari molt complicat per a l'any que comença.

Però l'economia mundial no caurà com les fitxes de dòmino. La llarga fase expansiva es moderarà, en especial als Estats Units, però no s'ha de menystenir la capacitat dels països emergents de continuar creixent fins i tot sense el suport dels consumidors nord-americans. L'etapa d'elevada liquiditat i escassa percepció del risc als mercats financers cal donar-la per tancada, però això és bo per aconseguir un creixement més equilibrat. La inflació és un risc que cal considerar seriosament, però no existeix entre els agents econòmics la percepció d'un horitzó complicat al front dels preus. En tot cas, la robusta expansió mundial amb què ha començat el segle XXI patirà el primer gran test el 2008.

RESUM EXECUTIU

L'any 2008 comença sota el signe de la crisi *subprime*

La crisi *subprime* afecta algunes de les firmes més importants de Wall Street.

L'economia mundial continua sota els efectes de la incertesa desencadenada per les turbulències dels mercats financers. El degoteig de notícies sobre entitats afectades ha estat continu i ha copejat les principals firmes de Wall Street. Bancs d'inversió de l'envergadura de Citigroup, UBS o Morgan Stanley s'han vist obligats a recórrer a inversors d'economies asiàtiques o de l'Orient Mitjà per obtenir fons per redreçar la seva posició de capital. La liquiditat dels mercats monetaris continua essent insuficient, les condicions de crèdit s'endureixen i tot plegat acaba perjudicant sensiblement la confiança dels consumidors i de les empreses.

L'OCDE subratlla els riscos de la previsió per al 2008, però opta per un escenari relativament optimista.

Al recent informe de tardor, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) retalla la previsió de creixement del producte interior brut (PIB) per al conjunt de països membres el 2008 fins al 2,3%, des del 2,7% previst a la primavera. Les causes? Naturalment, les turbulències financeres, però també el refredament dels mercats de l'habitatge, que, en els últims anys, han travessat un llarg cicle expansiu a força països. I també la pujada dels preus energètics i d'altres primeres matèries. No obstant això, l'OCDE estima que factors com l'alt nivell d'ocupació, els robustos beneficis empresarials o el vigor que les economies emergents han donat al comerç internacional fan que l'escenari central sigui relativament benigne a mitjà termini.

La tensió dels tipus d'interès monetaris obliga a trobar noves fórmules per afrontar la paralització dels mercats.

Als Estats Units, aquest escenari de base es caracteritza per una intensificació de l'ajustament del mercat immobiliari, que, malgrat tot, no comportarà forts increments de l'atur. En els propers dos anys, la inflació revertirà del 2,8% fins a nivells més confortables, lleugerament inferiors al 2,0%, i la correcció del dèficit comercial continuarà. S'espera tancar el 2007 en el 2,2%, però l'expectativa de creixement es rebaixa fins al 2,0% per al 2008 i torna al 2,2% el 2009. Per a la zona de l'euro, en general, totes les previsions són revisades a la baixa, però la tendència a mitjà termini serà la de recuperar els ritmes de creixement habituals. El PIB del conjunt de la unió monetària haurà pujat el 2,6% el 2007, es desaccelerarà fins a l'1,9% el 2008 i es recuperarà lleugerament fins al 2,0% el 2009. Per països, Alemanya i Itàlia, que al maig havien vist reforçades les seves perspectives, tornen a la situació prèvia, amb creixements estimats per al 2008 de l'1,8% i de l'1,3%, respectivament, clarament per sota dels avanços del 2007 i sense que s'albirin importants recuperacions per al 2009. També es rebaixen les previsions per a França, on el creixement es mantindrà relativament estable, mentre que el 2008 repuntaria lleugerament fins al 2,0%.

L'escenari de previsió està condicionat al fet que les turbulències dels mercats financers amainin i no generin una contracció del crèdit que faria perillar l'expansió prevista. Ara com ara, amb prou feines es perceben símptomes en aquest sentit. El tensionament del mercat interbancari es manté, tot i els esforços dels bancs centrals per contenir els tipus d'interès i proporcionar tota la liquiditat demandada. Al desembre, la Reserva Federal dels Estats Units i el Banc d'Anglaterra van retallar els tipus d'interès de referència i, més important, el

conjunt dels principals bancs centrals (Estats Units, zona de l'euro, el Regne Unit, Canadà i Suïssa) van llançar una operació coordinada per proporcionar liquiditat als mercats. Però l'aversió al risc continua, situació que queda clara quan es comparen els tipus d'interès del mercat interbancari, on els operadors manlleven fons per ajustar les necessitats de tresoreria, i els tipus equivalents del deute públic, actius considerats segurs. El diferencial entre els dos es manté anormalment ampliat d'ençà de l'esclat de la crisi de les hipoteques *subprime* a l'estiu. Als Estats Units, el tipus d'interès del dipòsit interbancari a tres mesos és del 4,8%, mentre que la rendibilitat de la lletra del Tresor nord-americà al mateix termini cotitza al 3,5%. A Espanya, els tipus equivalents són del 4,8% i del 3,9%, respectivament. En altres segments dels mercats monetaris i financers, es produeixen situacions anòmales d'aquest tipus.

Aquestes tensions de liquiditat i crèdit han deixat relativament fora de perill els mercats de valors el 2007, ja que els seus resultats no poden ser qualificats de negatius. No ja per l'extraordinari comportament de les borses dels països emergents, que han consumat un brillant any de pujades, en alguns casos històriques, sinó també dels mercats dels països desenvolupats. Als Estats Units, bressol de la crisi *subprime*, l'índex Standard & Poor's tanca l'any lleugerament positiu, mentre que el Nasdaq, representatiu dels valors tecnològics, registra uns guanys superiors al 10%. El resultat més negatiu correspon a la borsa japonesa, amb una intensa rendibilitat negativa.

El comportament, relativament favorable, dels mercats de valors podria fer pensar que els inversors confien en l'escenari de moderat optimisme per a l'economia mundial. Això és així? Certament, la situació financera de les empreses és bona, les expectatives de beneficis són encara favorables i l'economia mundial es continua beneficiant de l'embranzida i del dinamisme de les economies emergents. Les últimes dades revisades del PIB dels Estats Units del tercer trimestre són esperançadores en aquest sentit, amb un avanç del 2,8% interanual, el 4,9% en relació amb el segon trimestre en termes anuals. La demanda de consum i la inversió privada mantenen la inèrcia, mentre que a les exportacions els va bé la feblesa del dòlar. Però cal no confiar-se, ja que les primeres previsions per al quart trimestre de l'any són molt més febles, la confiança del consumidor es troba en nivells mínims i les expectatives, en general, es mouen en una gran incertesa.

Les borses surten relativament indemnes de les turbulències del 2007, amb algunes excepcions.

A la Unió Europea, el panorama és semblant: relativa fortalesa de la demanda interna i sosteniment de les exportacions, però baixa confiança dels consumidors i signes d'inquietud entre les empreses. A la zona de l'euro, preocupa especialment el sobtat rebrot de la inflació en els últims mesos, amb un índex de preus de consum (IPC) que es va enfilar fins al 3,1% interanual al novembre (màxim des del maig del 2001). Aquesta pujada, deguda sobretot a les tensions del petroli i dels aliments, no és probable que reverteixi a curt termini, la qual cosa presenta el risc que les tensions inflacionistes es difonguin entre els agents econòmics i es generi una situació més complicada per a la política econòmica.

Els indicadors d'activitat permeten mantenir un escenari de creixement, però les expectatives de consumidors i empresaris es mostren abatudes.

Menys creixement i més inflació el 2008

L'OCDE també ha revisat a la baixa les previsions per a Espanya i ha anticipat una apreciable desacceleració des del robust 3,8% del 2007 fins al 2,5% del 2008, sense que el 2009, amb un creixement previst del 2,4%, amb prou feines es produeixi una recuperació. No obstant això, en una conjuntura marcada per les incerteses indicades, l'única cosa clara és que el perfil de creixement registrat al llarg del 2007 ha estat descendent, i que cal esperar que la tendència es prolongui el 2008.

L'OCDE també retalla les previsions de creixement de l'economia espanyola.

La construcció residencial és responsable d'una bona part de la desacceleració del creixement.

Una bona part d'aquesta pèrdua de pols correspon a la construcció, en esgotar-se el prolongat cicle expansiu del qual ha gaudit el sector en els últims anys. Es percep una aturada en els visats d'obra nova, que són un indicador avançat de l'activitat residencial, per bé que el volum d'habitatges actualment en construcció assegura el nivell d'activitat del sector per al 2008. No obstant això, l'indicador empresarial de confiança al sector s'ha continuat deteriorant. A aquesta situació contribueix el refredament del mercat immobiliari. Segons les dades del Col·legi de Registradors de la Propietat, les transaccions d'habitatges es van reduir el 16,0% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior.

La pujada de l'IPC en la part final del 2007 respon a la conjuntura dels preus internacionals de les primeres matèries.

Al mercat laboral també es percep aquesta tònica d'alentiment, per bé que la creació d'ocupació manté encara un ritme notable. Així, el nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social va augmentar el 2,3% al novembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa que se situa només una dècima per sota de la registrada a l'octubre. Per la seva banda, els costos laborals van tendir a repuntar en el tercer trimestre. El cost laboral mitjà per treballador i mes es va col·locar en 2.201 euros, quantitat que representa una pujada interanual del 4,2%, unes tres dècimes més que en el trimestre anterior, d'acord amb l'enquesta trimestral de cost laboral de l'Institut Nacional d'Estadística.

Aquesta evolució coincideix amb una sobtada pujada de la principal referència inflacionista, l'índex de preus de consum. Una vegada més, els carburants han estat els protagonistes del deteriorament de l'índex en l'última part de l'any 2007. Els preus dels aliments elaborats també van pujar de manera considerable i van repercutir les pujades dels preus de les primeres matèries agrícoles internacionals. D'aquesta manera, la taxa de l'IPC es va enfilar fins al 4,1% al novembre, mig punt més que en el mes precedent, i va tornar al nivell del començament del 2006. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou els productes més volàtils, com els energètics i els aliments no elaborats, es va continuar incrementant i es va col·locar en el 3,2% anual. Les tensions latents dels preus dels aliments previsiblement continuaran impulsant a l'alça la inflació en els primers mesos del 2008. No obstant això, en la segona meitat de l'exercici, les pressions inflacionistes hauran de cedir, de manera que la inflació es pot reduir sensiblement en la segona meitat del 2008 fins a situar-se per sota del 3%.

El dèficit exterior no apunta a millores en els propers mesos, tot i el menor deteriorament del desequilibri comercial.

Un altre punt sensible de la conjuntura espanyola és el dèficit del sector exterior. En termes de balança de pagaments, el desequilibri corrent tendeix a ampliar-se a un ritme anual del 20%. La balança comercial tendeix a contenir els números vermells gràcies a l'alentiment de la demanda d'importacions i al sosteniment de la demanda exterior. En canvi, s'aprecia un ràpid deteriorament dels saldos de transferències corrents, en què intervenen, en bona part, les remeses dels immigrants a l'exterior i també un augment considerable de la balança de rendes. En aquestes condicions, i ateses les inèrcies d'aquestes partides dins dels comptes amb l'exterior, no cal esperar millores apreciables el 2008.

La millor notícia sobre la marxa de l'economia continua provenint dels comptes públics. A falta d'un mes per tancar el 2007, els ingressos no financers de l'Estat es van incrementar l'11,7% i les entrades netes a les arques de l'Estat van augmentar a un ritme superior en 4,5 punts percentuals al producte interior brut nominal, de manera que, en relació amb el PIB, el superàvit de l'Estat va representar el 2,5%, mig punt més que el comptabilitzat en el mateix període del 2006.

27 de desembre de 2007

CRONOLOGIA

2006

desembre	**7**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,50%.

2007

gener	**1**	La **Unió Europea** s'amplia a 27 estats membres després de la incorporació de Romania i Bulgària i la **zona de l'euro** a 13 després de l'adopció de la moneda única europea per part d'Eslovènia. Entren en vigor les reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de l'**Impost de Societats**.
març	**8**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,75%.
abril	**13**	Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 6/2007 que modifica el règim d'**ofertes públiques d'adquisició** (OPA) i que entrarà en vigor cap a la meitat d'agost.
juny	**6**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,00%.
	14	El Congrés aprova una nova **Llei de defensa de la competència** i crea la Comissió Nacional de la Competència.
	21	El Consell de Ministres de la UE aprova que **Malta i Xipre adoptin l'euro com a moneda nacional** l'1 de gener del 2008.
agost	**9**	El Banc Central Europeu injecta liquiditat extraordinària al mercat interbancari, en una primera operació d'emergència per alleujar les tensions desencadenades per la **crisi de les hipoteques *subprime*** dels Estats Units.
	13	La Reserva Federal dels Estats Units redueix el tipus d'interès de descompte del 6,25% al 5,75% per alleujar els efectes de la **crisi de les hipoteques *subprime***.
setembre	**18**	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,75%.
octubre	**9**	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (14.164,5) amb una alça del 13,7% en relació amb el final de l'any 2006.
	19	El Consell Europeu acorda l'adopció del **Tractat de Lisboa**, que substituiria la Constitució Europea.
	31	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,50%.
novembre	**8**	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.945,7) amb uns guanys acumulats del 12,7% en relació amb el final de desembre del 2006.
	23	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 95,45 dòlars per barril.
	27	L'**euro** cotitza a 1,487 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
desembre	**11**	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,25%.
	13	Els bancs centrals dels Estats Units, la zona de l'euro, el Regne Unit, Suïssa i Canadà anuncien un pla d'**accions coordinades per alleujar les tensions dels mercats monetaris** provocades per les turbulències financeres.

AGENDA

Gener

- **3** Avanç IPCH (desembre).
- **10** Índex de producció industrial (novembre).
  Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **15** IPC (desembre). Balança de pagaments (octubre).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- **24** Preus industrials (desembre).
- **25** Enquesta de població activa (quart trimestre).
- **30** Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Febrer

- **5** Índex de producció industrial (desembre).
- **7** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **14** Avanç PIB d'Espanya (quart trimestre).
  PIB de la UE (quart trimestre).
- **15** IPC (gener). Balança de pagaments (novembre).
- **20** Comptabilitat nacional trimestral (quart trimestre).
- **25** Preus industrials (gener).
- **29** IPC harmonitzat de la UE (gener).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'OCDE rebaixa la previsió de creixement per al 2008 fins al 2,3%.

La crisi financera reduirà el creixement a curt termini, però l'escenari és benigne.

Per al 2008, els Estats Units es desacceleren i creixen el 2,0%, mentre que la zona de l'euro avança l'1,9%.

L'OCDE preveu menys creixement, però no crisi

Per al conjunt dels seus Estats membres, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE) manté, en relació amb l'informe de primavera, la previsió de creixement del producte interior brut (PIB) del 2,7% el 2007. Es rebaixen, però, les expectatives per al 2008 del 2,7% al 2,3%, que repuntaria molt lleugerament fins al 2,4% el 2009. Les principals economies han patit recentment un seguit de crisis en forma de turbulències financeres, refredament dels mercats de l'habitatge i pujada dels preus energètics i d'altres primeres matèries que faran que l'activitat pateixi a curt termini. Les revisions a la baixa més importants se centren als Estats Units, el Regne Unit i el Japó. No obstant això, segons l'OCDE, factors com l'alt nivell d'ocupació, els robustos beneficis empresarials i el vigor que les economies emergents han donat al comerç internacional fan que l'escenari central sigui relativament benigne a mitjà termini.

Als Estats Units, aquest escenari de base es caracteritza per una intensificació de l'ajustament del mercat immobiliari, que, no obstant això, no comportarà forts increments de l'atur. En els propers dos anys, la inflació revertirà del 2,8% cap a nivells més confortables, lleugerament inferiors al 2,0%, i la correcció del dèficit comercial continuarà. El 2007 s'espera avançar el 2,2%, però l'expectativa de creixement per al 2008 es rebaixa fins al 2,0%, que tornaria al 2,2% el 2009.

Per a la zona de l'euro, en general, totes les previsions són revisades a la baixa, però la tendència a mitjà termini serà recuperar els ritmes de creixement habituals. El PIB del conjunt de la unió monetària pujarà el 2,6% el 2007, es desaccelerarà fins a l'1,9% el 2008 i es recuperarà lleugerament fins al 2,0% el 2009. Per països, Alemanya i Itàlia, que al maig van veure reforçades les seves perspectives, tornen a la situació prèvia, amb creixements estimats per al 2008 de l'1,8% i de l'1,3%, respectivament, clarament per sota dels avanços del 2007 i sense que s'albirin recuperacions importants per al 2009. També es rebaixen les previsions per a França, tot i que el creixement es mantindrà relativament estable i repuntarà lleugerament fins al 2,0% el 2009.

Per a Espanya, la revisió a la baixa és menor, però es preveu una desacceleració apreciable des del robust 3,8% del 2007 fins al 2,5% el 2008, sense que el 2009, amb un creixement previst del 2,4%, es produeixi cap recuperació. Per la seva banda, l'economia japonesa continuarà depenent del sector exterior. Les expectatives de creixement es revisen fortament a la baixa, amb un PIB que avança l'1,9% el 2007 i que es desaccelera fins a increments de l'1,6% el 2008. No obstant això, el final de la deflació ha d'esperonar patrons de creixement més compensats, que el 2009 haurien de propiciar una suau recuperació fins a taxes d'avanç de l'1,8%.

El problema d'aquest escenari central benigne és que els riscos estan tots esbiaixats al costat negatiu, amb menys creixe-

PERSPECTIVES ECONÒMIQUES DE L'OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009
PIB (2)					
Estats Units	3,1	2,9	2,2	2,0	2,2
Japó	1,9	2,2	1,9	1,6	1,8
Alemanya	1,0	3,1	2,6	1,8	1,6
França	1,7	2,2	1,9	1,8	2,0
Itàlia	0,2	1,9	1,8	1,3	1,3
Regne Unit	1,8	2,8	3,1	2,0	2,4
Espanya	3,6	3,9	3,8	2,5	2,4
Zona de l'euro	**1,6**	**2,9**	**2,6**	**1,9**	**2,0**
OCDE	**2,7**	**3,1**	**2,7**	**2,3**	**2,4**
Inflació (3)					
Estats Units	3,4	3,2	2,8	2,7	1,9
Japó	–0,6	0,2	0,0	0,3	0,4
Alemanya	1,9	1,8	2,2	2,3	1,8
França	1,9	1,9	1,5	2,2	1,9
Itàlia	2,2	2,2	2,0	2,4	1,9
Regne Unit	2,0	2,3	2,3	2,2	2,0
Espanya	3,4	3,6	2,8	3,6	2,5
Zona de l'euro	**2,2**	**2,2**	**2,1**	**2,5**	**2,0**
OCDE	**2,0**	**2,2**	**2,3**	**2,1**	**2,1**
Atur (4)					
Estats Units	5,1	4,6	4,6	5,0	5,0
Japó	4,4	4,1	3,8	3,7	3,6
Alemanya	9,1	8,1	6,4	5,7	5,6
França	8,8	8,8	8,0	7,5	7,4
Itàlia	7,8	6,8	5,9	5,8	5,8
Regne Unit	4,8	5,5	5,5	5,7	5,5
Espanya	9,2	8,5	8,1	8,1	8,3
Zona de l'euro	**8,4**	**7,7**	**6,8**	**6,4**	**6,4**
OCDE	**6,4**	**5,9**	**5,4**	**5,4**	**5,3**
Balança per Compte Corrent (5)					
Estats Units	–6,4	–6,5	–5,6	–5,4	–5,3
Japó	3,7	3,9	4,7	4,8	5,2
Alemanya	4,6	5,1	6,7	7,0	7,0
França	–1,2	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0
Itàlia	–1,6	–2,4	–2,5	–2,6	–2,6
Regne Unit	–2,4	–3,4	–3,2	–2,7	–2,7
Espanya	–7,4	–8,7	–10,1	–10,5	–10,5
Zona de l'euro	**0,3**	**0,1**	**0,2**	**–0,1**	**–0,2**
OCDE	**–1,6**	**–1,9**	**–1,4**	**–1,4**	**–1,4**
Comerç mundial (6)	**7,5**	**9,6**	**7,0**	**8,1**	**8,1**

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 12 de novembre de 2007 (1 dòlar = 109,38 iens = 0,690 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 20 de novembre de 2007.
(2) Taxes percentuals de variació en termes reals.
(3) Taxes percentuals de variació del deflactor del PIB.
(4) En percentatge sobre població activa.
(5) En percentatge del PIB.
(6) Mitjana aritmètica de les taxes percentuals de creixement anual de les importacions i exportacions mundials en volum.
FONT: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics.

PERSPECTIVES FINANCERES DE L'OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009
Dèficit (–) o superàvit (+) públic (2)					
Estats Units	–3,6	–2,6	–2,8	–3,4	–3,5
Japó	–6,4	–2,9	–3,4	–3,8	–3,4
Alemanya	–3,4	–1,6	0,0	0,1	0,3
França	–3,0	–2,6	–2,5	–2,6	–2,6
Itàlia	–4,3	–4,5	–2,2	–2,3	–2,0
Regne Unit	–3,5	–2,8	–2,9	–3,4	–2,7
Espanya	1,0	1,8	1,9	1,5	1,3
Zona de l'euro	**–2,5**	**–1,6**	**–0,7**	**–0,7**	**–0,6**
OCDE	**–2,9**	**–1,8**	**–1,6**	**–2,0**	**–1,9**
Tipus d'interès a curt termini (3)					
Estats Units	3,5	5,2	5,3	4,6	4,7
Japó	0,0	0,2	0,7	0,6	0,9
Regne Unit	4,7	4,8	5,9	5,2	5,1
Zona de l'euro	**2,2**	**3,1**	**4,3**	**4,2**	**4,1**
Tipus d'interès a llarg termini (4)					
Estats Units	4,3	4,8	4,7	4,5	4,8
Japó	1,4	1,7	1,7	1,9	2,4
Alemanya	3,4	3,8	4,2	4,2	4,4
França	3,4	3,8	4,3	4,3	4,4
Itàlia	3,6	4,0	4,5	4,5	4,7
Regne Unit	4,4	4,5	5,0	4,9	5,1
Espanya	3,4	3,8	4,3	4,2	4,4
Zona de l'euro	**3,4**	**3,8**	**4,3**	**4,3**	**4,5**

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 12 de novembre del 2007 (1 dòlar = 109,38 iens = 0,690 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 20 de novembre de 2007.
(2) En percentatge del PIB.
(3) Tipus d'interès a 3 mesos als mercats monetaris nacionals.
(4) Tipus del deute públic de les emissions més representatives de cada país.
FONT: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics.

Els riscos per a l'escenari central són les tensions inflacionistes, la generalització de la feblesa immobiliària i la persistència de problemes al sector financer.

ment i sense alleujament de tensions inflacionistes. En aquest sentit, les expectatives d'inflació estan *ancorades*, és a dir, els agents confien en la capacitat dels bancs centrals per controlar les pujades de preus. Això és un avantatge important que, d'una banda, dóna flexibilitat a la política monetària per mitigar els efectes d'una generalització de la feblesa del sector de l'habitatge i que, de l'altra, ajuda a esmorteir possibles augments del preu del petroli i d'altres primeres matèries. No obstant això, això no s'hauria de donar per fet, ja que els efectes deflacionistes de les importacions provinents de la Xina es dilueixen, mentre que els preus de l'energia i dels aliments aniran a l'alça durant un temps.

Al capítol de les finances públiques, la situació d'Alemanya i les seves perspectives milloren de manera notable. També a Espanya millora lleugerament la balança fiscal esperada per al 2007 i manté expectatives de superàvit per al 2008 i el 2009. Però aquí acaben les bones notícies. La previsió empitjora en general, tot i venir d'un moment en què era relativament fàcil quadrar els comptes públics.

L'economia global davant de la desacceleració dels Estats Units: hi haurà *decoupling*?

Els Estats Units s'enfronten a un difícil final del 2007 i inici del 2008. Una majoria d'analistes preveu un creixement mitjà del PIB durant aquests dos trimestres proper a l'1%, molt per sota del 3% en què se situa el seu creixement potencial. La possibilitat que l'economia nord-americana pateixi una recessió tampoc no es descarta –Greenspan, entre d'altres, situa aquesta possibilitat al voltant del 50%–. Atès aquest panorama, no és gens estrany que hagi sorgit un debat sobre les possibles repercussions d'una desacceleració o recessió dels Estats Units sobre la resta del món.

En aquest debat hi ha dos camps: els qui creuen que el creixement de l'economia global depèn més, en aquests moments, de la solidesa dels països emergents i que, per aquest motiu, el creixement global no se'n ressentiria gaire –hi hauria, per tant, *decoupling*–, i els qui defensen que, «quan els Estats Units esternuden, la resta del món es refreda». Aquests últims recorden que el PIB de l'economia nord-americana encara representa gairebé un terç del PIB mundial.[1] Els dos arguments tenen una mica de raó.

Un cop d'ull a la història suggereix que, en efecte, la feblesa de l'economia nord-americana tendeix a coincidir amb una desacceleració a la resta del món. La taula següent mostra les variacions en la taxa de creixement del PIB als Estats Units i altres regions durant les cinc recessions i els dos episodis de forta desacceleració que ha patit l'economia nord-americana des del 1970.[2] De mitjana, la taxa de creixement del PIB als Estats Units va caure gairebé quatre punts percentuals durant les recessions. Durant aquests episodis, el creixement d'altres països industrialitzats va cedir dos punts percentuals, mentre que l'Amèrica Llatina i els països asiàtics també van patir caigudes significatives, tot i que no tan importants. En contrast amb els episodis de recessió, no sembla que els episodis de desacceleració econòmica hagin coincidit de manera tan clara amb una frenada en el ritme d'activitat econòmica d'altres països.

QUAN ELS ESTATS UNITS ESTERNUDEN... LA RESTA DEL MÓN ES REFREDA?

Canvis en la taxa de creixement de diferents regions durant recessions i desacceleracions als Estats Units. Punts percentuals en relació amb la taxa de creixement potencial

	Recessions					Desacceleracions		Totes les recessions	Totes les desacceleracions
	1974-75	1980	1982	1991	2001	1986	1995		
Estats Units	–6,1	–3,4	–4,5	–2,1	–2,9	–0,7	–1,5	–3,8	–1,1
Altres economies industrials	–5,4	–1,5	0,4	–1,3	–2,0	–0,1	–0,3	–2,0	–0,1
Amèrica Llatina	–3,2	–0,8	–3,9	1,1	–1,8	1,9	–	–1,7	0,9
Àsia Emergent	–3,5	–0,3	–1,5	–0,1	–1,1	0,9	0,3	–1,3	0,6

FONT: World Economic Outlook, abril 2007, Fons Monetari Internacional.

En part, la feblesa econòmica d'altres regions ha pogut coincidir amb la dels Estats Units perquè la causa principal ha estat d'abast global, com la crisi del petroli del 1974-75 o la punxada de la bombolla tecnològica del 2001. Però, fins i tot quan no existeix aquest factor comú, una desacceleració o recessió als Estats Units es transmet a la resta del món. Això passa a través de dos canals: el comercial i el financer. En aquest sentit, cal recordar aquí que

(1) Aquesta dada és la mitjana dels cinc últims anys a tipus de canvi corrents. La proporció es redueix al 22% quan el PIB es mesura en paritat de poder de compra.
(2) La variació en la taxa de creixement és en relació amb la taxa de creixement potencial de les respectives economies.

els Estats Units són la destinació del 20% de les exportacions globals i que les seves borses representen el 40% de la capitalització mundial total.

Les importacions nord-americanes són molt cícliques, i seu creixement s'alenteix notablement durant períodes de desacceleració i, en especial, de recessió. Això passa perquè gairebé el 50% de les importacions són de béns d'inversió o de béns de consum durador, dues de les categories més sensibles al cicle econòmic. Òbviament, els països que més exporten als Estats Units són els que més pateixen les conseqüències de la davallada de la demanda d'importacions. Actualment, els més afectats serien els veïns del nord i del sud: les exportacions als Estats Units de Canadà i de Mèxic representen gairebé el 25% del PIB de cadascun d'aquests països. Un bon nombre d'economies asiàtiques també depenen de manera significativa de les seves exportacions a l'economia nord-americana, inclosos la Xina i Taiwan (en els dos casos, per gairebé el 10% del PIB). Tot i que els països europeus estan molt menys exposats al comerç amb els Estats Units (les exportacions representen menys del 2% del PIB de la regió), les exportacions europees podrien patir indirectament una pèrdua de competitivitat al mercat mundial si la desacceleració nord-americana va acompanyada d'un dòlar feble.

La creixent integració dels mercats financers ha intensificat la importància del canal financer com a possible corretja de transmissió d'una desacceleració o recessió econòmica. Una recessió als Estats Units aniria acompanyada, molt probablement, d'una correcció a la borsa que, com l'experiència suggereix, es podria traslladar a altres mercats. Al capdavall, l'inversor global tendeix a respondre a les pèrdues en un dels principals mercats amb una reducció de les posicions en altres mercats –resultat d'un augment de l'aversió al risc–. D'altra banda, en el context actual, la crisi *subprime* ens ofereix una nova via de contagi a través dels problemes als mercats interbancaris, les pèrdues de capital en importants entitats financeres globals i la possible restricció de crèdit associada (vegeu el requadre «La crisi *subprime*: els riscos del risc»).

Resistirà, doncs, la resta del món la desacceleració als Estats Units? La resposta depèn de la profunditat de la desacceleració i de l'existència de factors globals darrere d'aquesta feblesa. Davant d'una recessió, les connexions comercials i financeres pesarien sobre la resta del món. Una suau desacceleració, en canvi, podria ser trampejada més fàcilment. Pel que fa als factors globals, l'abast de la crisi *subprime* serà clau en els propers mesos, sense oblidar algun que altre risc geopolític.

Queda pendent la consolidació fiscal, i la inestabilitat canviària pot generar temptacions proteccionistes.

Un altre risc important és l'aparició de noves turbulències financeres a causa de l'actual situació del sistema bancari. Les seves deficiències s'han posat de manifest amb l'adveniment de la crisi *subprime*, i, mentre no acabi el procés d'aflorament de pèrdues als comptes de resultats, el risc i la incertesa continuaran.

La cotització del dòlar i la seva estabilitat són un altre perill que podria generar temptacions proteccionistes que perjudicarien el comerç mundial, un dels pilars de l'activitat global en aquests moments. L'altra cara d'aquesta moneda és la necessària apreciació del renminbi, que hauria d'ajudar a assossegar la marxa de l'economia xinesa per aturar l'augment de la inflació.

Estats Units: tornen els setanta?

Un jove pastor anomenat Pere demanava als seus amics que el socorressin quan cridava que venia un suposat llop que mai no acabava d'aparèixer. El dia que va arribar el llop de debò, els altres pastors no van ajudar-lo. En l'actual conjuntura dels Estats Units, no hi ha un llop remís, sinó

dos. El primer, que l'extensió de la crisi financera s'allargui i acabi afectant l'economia real i provocant una recessió o període de baix creixement. L'altre llop és un vell conegut que havia estat adormit durant un cert temps: la inflació. Si apareixen els dos al mateix temps, i si les polítiques no són les correctes, la situació recordarà la dels anys setanta, quan van coexistir baix creixement i inflació.

Les coses no han de passar amb la mateixa intensitat que llavors. La nostra previsió de creixement és del 2,2% per al 2007 i del 2,0% per al 2008, la qual cosa, considerant que el producte interior brut (PIB) nord-americà ha crescut a una mitjana propera al 3% en les últimes dècades, representa ja dos anys d'avanç per sota de la norma. Així, en certa manera, el primer perill ha arribat, però no del tot. El repte és que la cosa no vagi més enllà, perquè hi ha riscos importants: la correcció del sector immobiliari referma i l'ocupació, sempre avançant, segueix una lenta desacceleració. Tot plegat afectarà l'evolució del consum privat, que, tot i representar el 71% del PIB, en aquests moments només contribueix en un 40% al creixement i serà la variable clau.

Ara com ara, les dades revisades del PIB del tercer trimestre són esperançadores en aquest sentit, amb un avanç del 2,8% interanual, un 4,9% en relació amb el segon trimestre en termes anuals. La demanda interna continua forta i les exportacions es mantenen en la banda alta. Les vendes al detall segueixen aquest camí sense esvorancs importants. Sense automòbils ni benzina, altament volàtils, el consum al detall del novembre va créixer el 5,2% interanual, una bona dada que, no obstant això, no trenca la tendència de lenta desacceleració. En aquesta línia, l'Índex de Confiança del consumidor del Conference Board va continuar a la baixa i va passar dels 95,2 punts al nivell dels 87,3 punts. El més significatiu és que s'amplia la diferència entre la percepció de la situació actual i les expectatives, les quals van passar de 80,0 a 68,7 punts, un

El PIB dels Estats Units creix el 2,8% en el tercer trimestre, gràcies a la demanda interna i a les exportacions.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

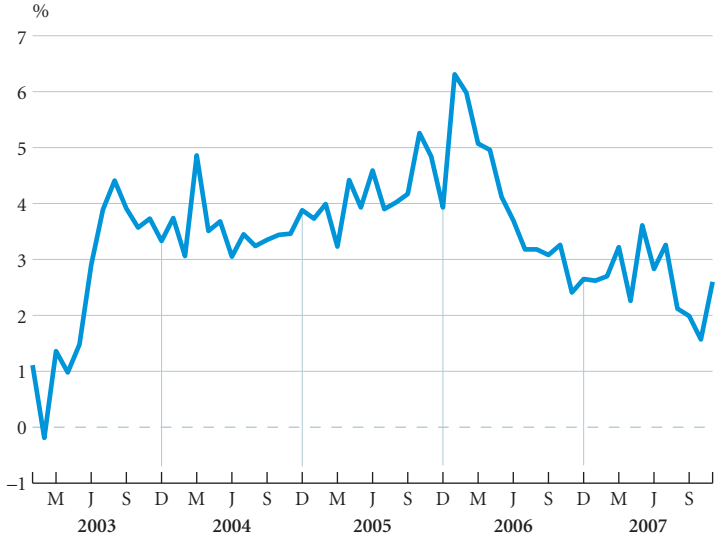
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,8	–	...
Vendes al detall	6,6	6,2	5,1	3,4	4,0	4,1	5,0	6,3
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,2	87,3
Producció industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,7	1,4	2,1
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9	50,8
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	–18,0	–21,9	–24,6	–21,2	–25,3	–23,5	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7
Preus de consum	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5	4,3
Balança comercial (3)	–714,4	–758,5	–758,5	–746,4	–732,2	–706,1	–705,7	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9	72

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.

ESTATS UNITS: LA DESPESA DE CONSUM S'ALENTEIX

Vendes al detall reals sense automòbils ni benzina, variació intermensual anualitzada (*)



NOTA: (*) Sèrie de tendència de les dades deflactades per l'índex de preus sense energia ni aliments.
FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

El consum privat manté la força però baixa expectatives, mentre que els empresaris continuen actius però veuen pujades de preus.

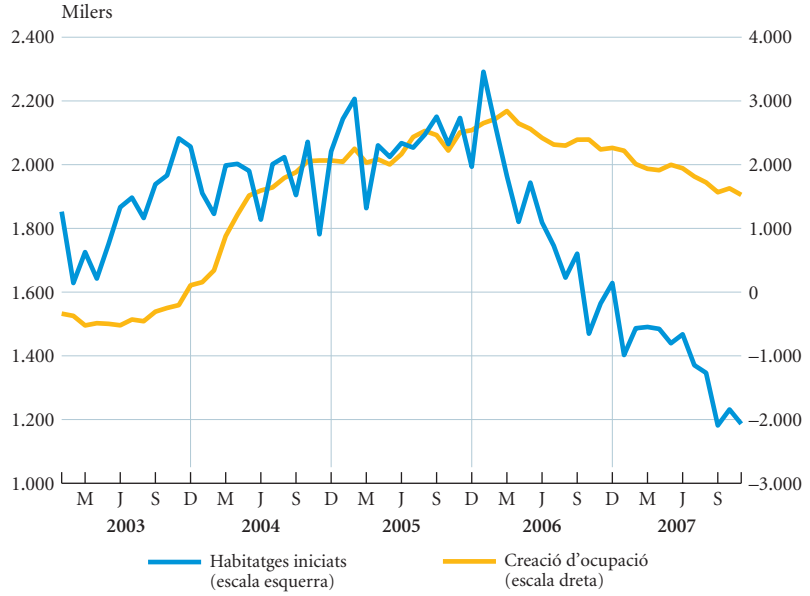
nivell inferior al mínim de l'octubre del 2001, després dels atemptats de l'11 de setembre al World Trade Center, que no s'assolia des del 1993. Tenim el llop de la desacceleració, però alguns poden dir que, ara com ara, arriba atenuat.

Amb la sòlida situació dels comptes de resultats de les empreses no financeres, amb nivells d'endeutament més que raonables, l'alentiment de la marxa econòmica troba un element de suport que es pot ratificar en l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management del novembre. Al sector de manufactures, l'índex va quedar gairebé inalterat en els 50,8 punts, nivell que, en situar-se per damunt de 50, indica que les respostes optimistes encara guanyen la partida, tot i que sigui per poc, a les respostes pessimistes. En serveis, l'índex va baixar dels 55,8 als 54,1 punts, en una línia d'estabilitat. No obstant això, l'observació per components aporta una ombra de desconfiança, amb l'ocupació del sector manufacturer que baixa del nivell de 50 i amb els preus que intensifiquen les alces de forma significativa.

El mercat de l'habitatge segueix encara la via a la baixa. Pel costat de l'oferta, la tempesta, més que millorar, referma, amb un descens molt més sobtat que en altres cicles a la baixa del sector. Els habitatges iniciats van intensificar els descensos i van quedar al novembre el 24,2% per sota del mateix període de l'any anterior, amb una reculada acumulada del 48,2% en relació amb el màxim històric, no tan llunyà, del gener del 2006. La venda d'immobles de segona mà de l'octubre va caure el 20,7% interanual, mentre que la de nous habitatges va cedir el 23,5%. També és sobtada la desacceleració dels preus, amb un índex Case-Schiller de preus de l'habitatge que, al setembre, va continuar intensificant els descensos i va perdre el 5,5% interanual. Per regla general, les àrees amb més descensos són les que més han pujat, però dins de cada àrea els habitatges amb els preus més baixos són els que pateixen els descensos

ESTATS UNITS: L'OCUPACIÓ VA MÉS TRANQUIL·LA QUE LA CONSTRUCCIÓ

Habitatges iniciats en termes anuals i creació d'ocupació en els dotze últims mesos



FONTS: Departament de Treball, Bureau of the Census i elaboració pròpia.

més importants de valor. En l'entorn de les hipoteques *subprime*, de baixa qualitat creditícia, 600.000 famílies es troben ja en situació d'embargament, i 600.000 famílies més podrien entrar en una fase crítica quan els tipus d'interès siguin revisats a l'alça en els propers mesos. Per aquest motiu, el pla del govern de congelar els deutes és adequat, tot i que sigui arbitrari i premiï les imprudències.

El mercat de treball segueix una evolució més pausada, però també en la via a la baixa. Es continua creant ocupació, com ho demostren els nous 94.000 llocs de treball del novembre, i aquesta és la millor notícia per al consumidor. No obstant això, en els dotze últims mesos, s'ha creat una mitjana de 127.000 llocs de treball per mes, mentre que la mitjana dels dotze mesos anteriors va ser de 187.000. Per la seva banda, la taxa d'atur del novembre va romandre inalterada en el 4,7% de la població activa. Així que, ara com ara, el primer llop arriba mansuet.

En el cas de la inflació, els lliris han començat a treure espines. L'índex de preus al consum (IPC) del novembre es va accelerar i va passar de créixer el 3,5% al 4,3% interanual. Més enllà de la pressió a l'alça que el petroli pugui exercir, la pujada de preus és generalitzada, com ho demostra el component subjacent, el general sense aliments ni energia, que va accelerar el ritme de creixement del 2,1% al 2,3% interanual. Els preus de producció, amb una pujada del 7,7% interanual, també ajuden a definir aquest panorama més ombrívol que fa uns mesos. El problema és que la velocitat de creuer a la qual pot avançar l'economia sense crear tensions inflacionistes s'ha reduït. Per aquest motiu és crucial que les expectatives d'inflació romanguin en valors moderats, ja que, en cas contrari, la capacitat de la política monetària per apuntalar els dèficits de creixement disminuirà molt.

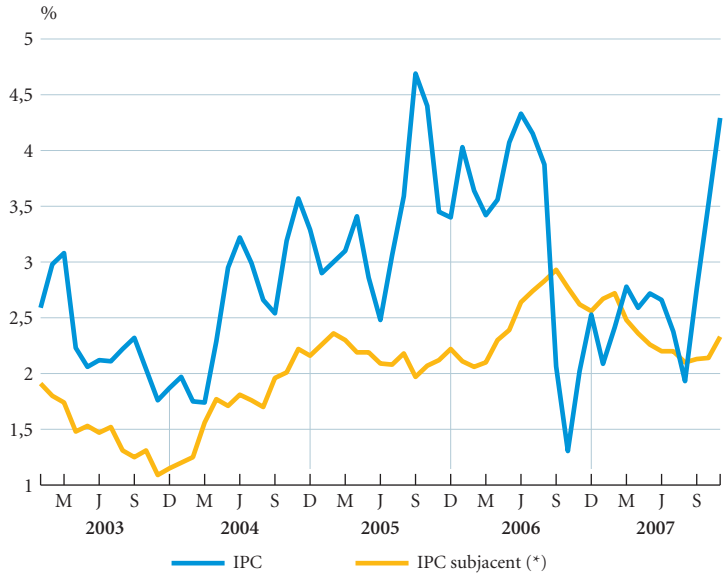
No ajuda aquí la pressió a l'alça sobre els preus de les primeres matèries que fan les

L'habitatge continua sense veure la llum, amb uns preus que baixen el 5,5% i uns habitatges iniciats que acumulen descensos del 48%.

L'ocupació s'alenteix i la taxa d'atur es manté en un baix 4,7%.

ESTATS UNITS: LA INFLACIÓ ENSENYA LES DENTS

Variació interanual d'índexs de preus al consum



NOTA: (*) L'índex subjacent exclou els aliments i l'energia.
FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

La inflació supera el 4% i dóna un avís que pot complicar la vida a la Reserva Federal, però el dèficit comercial continua corregint.

economies emergents, ni tampoc la seva acumulació de divises ni unes polítiques monetàries ineficients. Això fa que disminueixi la seva capacitat d'exportar a baixos preus a les grans economies. Al sector exterior, les coses continuen evolucionant de manera favorable. La balança comercial de béns i serveis va presentar a l'octubre un dèficit de 57.823 milions de dòlars, un descens del 0,6% interanual. Les exportacions van avançar un robust 13,7%, però les importacions es van accelerar fins al 9,2%. Sense el petroli, el dèficit s'ha situat ja el 28% per sota del seu màxim històric.

Japó: el crepuscle domina sobre la matinada

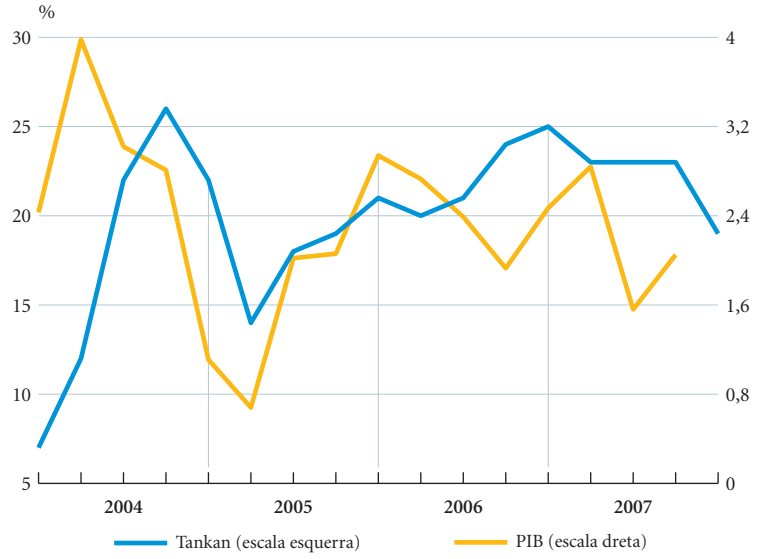
El PIB del Japó creix el 2%, gràcies a la inversió en equipament i al sector exterior, però la construcció recula i el consum privat continua feble.

Tòquio ve a ser un esbós aproximat del Japó actual. Una ciutat refinada en què els millors plats se serveixen crus i la discreció és la norma. Igualment, les estadístiques econòmiques, amb els seus vaivens i revisions, amaguen un durador període expansiu de perfil baix que va a menys. Una prova d'això és que el PIB del tercer trimestre va ser revisat a la baixa i va deixar el creixement en el 2,0% interanual, amb menys existències i menys inversió en equipament. Després d'un últim trimestre del 2007, que s'espera feble, les previsions per al 2008 són de desaceleració, amb un creixement per al total de l'any al voltant de l'1,5% a causa de quatre factors que afebleixen la marxa econòmica: un consum intern apàtic, un menor afany inversor, canvis de reglamentació que han afeblit el sector de l'habitatge i la forta dependència de les exportacions a l'exterior. Per al 2009, hauria d'haver una lleugera recuperació si l'entorn internacional evoluciona de manera positiva.

Pel que fa als dos primers factors, la inversió de les grans empreses, sempre de cara a l'exportació, ha estat un dels pilars del creixement. Els beneficis d'aquestes corporacions han pujat amb solidesa,

JAPÓ: EL TANKAN NO AUGURA ABUNDÀNCIA

Índex Tankan de grans empreses manufactureres i variació interanual del PIB



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

però, com les companyies petites, que aglutinen el 70% de l'ocupació, no han participat d'aquesta bonança, la bona marxa no s'ha transmès als salaris i, conseqüentment, el consum privat continua llanguint. Les comandes de maquinària, que avancen la tendència de la inversió, van repuntar a l'octubre gràcies al sector exportador. No obstant això, en el tercer trimestre, l'índex Tankan d'activitat i sentiment per a grans empreses manufactureres, que publica el Banc del Japó, va recular de 23 al nivell dels 19 punts, el més baix des del 2005. El component d'expectatives també va baixar fins als 15 punts. La producció industrial de l'octubre també va mantenir un perfil relativament baix, amb un increment del 3,6% interanual. Amb tot plegat resulta que una de les fortaleses de l'economia nipona ja no ho és tant.

Pel que fa al tercer factor, la inversió en construcció del tercer trimestre va cedir l'11,1% interanual, en gran part a causa de canvis en la regulació que busquen edificis més segurs en cas de terratrèmols. Tot i que això no sigui degut al funcionament normal del mercat, els seus efectes han estat superiors als de l'actual crisi immobiliària dels Estats Units i es podrien allargar durant la major part del 2008. D'aquesta manera, els habitatges iniciats de l'octubre van cedir el 35,0% interanual. Sembla que el mercat de l'habitatge amplifica les turbulències, ja que les vendes del novembre a l'àrea de Tòquio van recular el 51,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Els preus, en no haver participat de l'escalada que ha tingut lloc en altres països, van continuar evolucionant a l'alça amb increments de l'11,7%. Aquestes pujades, atesa la situació general, semblen difícils de mantenir, però persisteixen des de mitjan 2006.

Els empresaris manufacturers ho veuen més negre que abans.

La taxa d'atur de l'octubre va continuar en el 4,0% de la població activa. Malgrat tot, els salaris van pujar molt poc, llevat del sector de manufactures, on es percep un tímid repunt. Al front dels preus, la

La venda d'habitatges cau en picat, però els preus pugen.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	1,9	2,4	2,5	2,8	1,6	2,0	–	...
Producció industrial	1,5	4,5	5,3	3,6	2,3	3,3	3,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	25,0	23,0	23,0	23,0	–	19,0
Habitatges iniciats	3,9	4,5	5,4	–1,9	–2,7	–37,1	–35,0	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	...
Preus de consum	–0,3	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,3	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	12,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	86,2	81,1	79,2	77,6	75,7	76,9	76,9	79,4

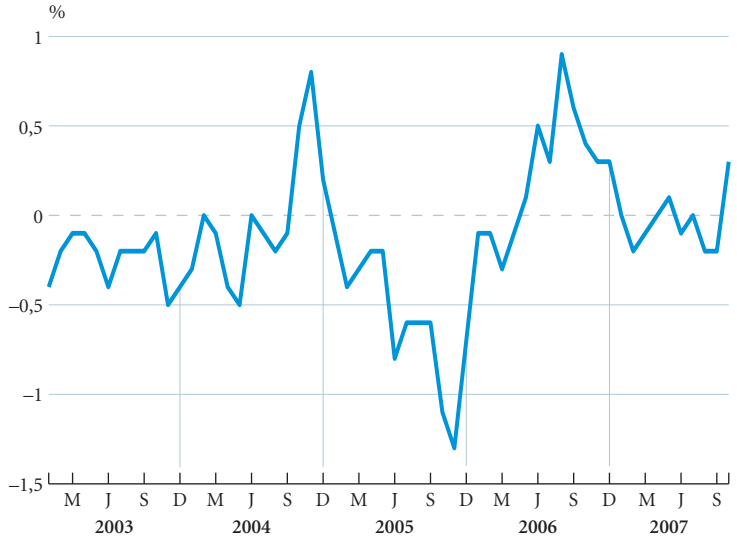
NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000 = 100.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Les exportacions mantenen el superàvit comercial.

deflació s'ha acabat, si més no de moment, amb un IPC que, a l'octubre, va pujar el 0,3% interanual. No obstant això, aquesta victòria té trampa. El petroli i els aliments han tingut un paper important en la pujada de preus, i una prova d'això és que l'IPC subjacent, que exclou del general els aliments frescos però no l'energia, va fer taules i va repetir el registre del mateix període de l'any anterior. El Banc del Japó és, així, l'únic de les economies riques que no té proble-

JAPÓ: LA DEFLACIÓ ACABA... DE MOMENT

Variació interanual de l'índex de preus al consum



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

mes d'inflació i es pot ocupar d'atendre la falta de creixement.

La ciutat d'Osaka, que, en l'antiguitat, va ser un important centre comercial, és avui bulliciosa, respira esperit emprenedor, i, al contrari que a Tòquio i a la resta del país, els vianants circulen per la dreta, com a la resta del món. Potser al Japó deu haver-hi més d'una Osaka, perquè, pel que fa a la dependència de l'exterior, el sector exportador japonès compleix bé la seva part, mentre espera que la demanda mundial no afluixi. El superàvit acumulat en els dotze mesos fins a l'octubre de la balança comercial es va enfilar fins als 12,8 bilions de iens, gràcies al fet que les exportacions van continuar creixent i les importacions es van estancar.

Brasil es manté en la banda alta

El PIB brasiler del tercer trimestre va avançar un vigorós 5,6% interanual, una mostra del nou paper que han adquirit els països emergents com a suport del creixement global en aquest context de desacceleració de les economies desenvolupades. El consum privat va mantenir una relativa acceleració i va pujar el 6,1%, mentre que la inversió va mantenir la seva força amb un increment del 14,4%. No obstant això, el sector exterior va ser el que més va evidenciar un cert aire de crisi, amb unes exportacions que es van desaccelerar amb intensitat, ja que el ritme de creixement va passar del 13,3% a un modest 1,8%. Per la seva banda, les importacions es van incrementar el 20,4% interanual, arran de la vigorosa demanda interna. El consum públic va mantenir una velocitat d'avanç inferior a la de la resta de l'economia.

El Brasil creix el 5,6%, amb el suport del consum privat i de la inversió, però les exportacions punxen.

Entre els últims indicadors d'activitat, la producció industrial de l'octubre va accelerar fins a avançar el 10,3% interanual. La producció industrial de béns de capital, més crucial per a la continuïtat de l'expansió del Brasil, també va guanyar força i va créixer el 26,8%. A conseqüència d'aquesta efervescència de la indústria, la utilització de la capacitat productiva del mateix mes es va col·locar en màxims històrics. Pel costat de la demanda, les vendes al detall van créixer el 8,5% interanual, mentre que, al novembre, les compres d'automòbils es van incrementar el 23,8%. Amb aquest nivell d'activitat, la bona notícia és que el repunt de la inflació és gairebé inexistent, amb un IPC

La indústria continua a tota marxa, però la inflació es manté a la vora del 4%.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

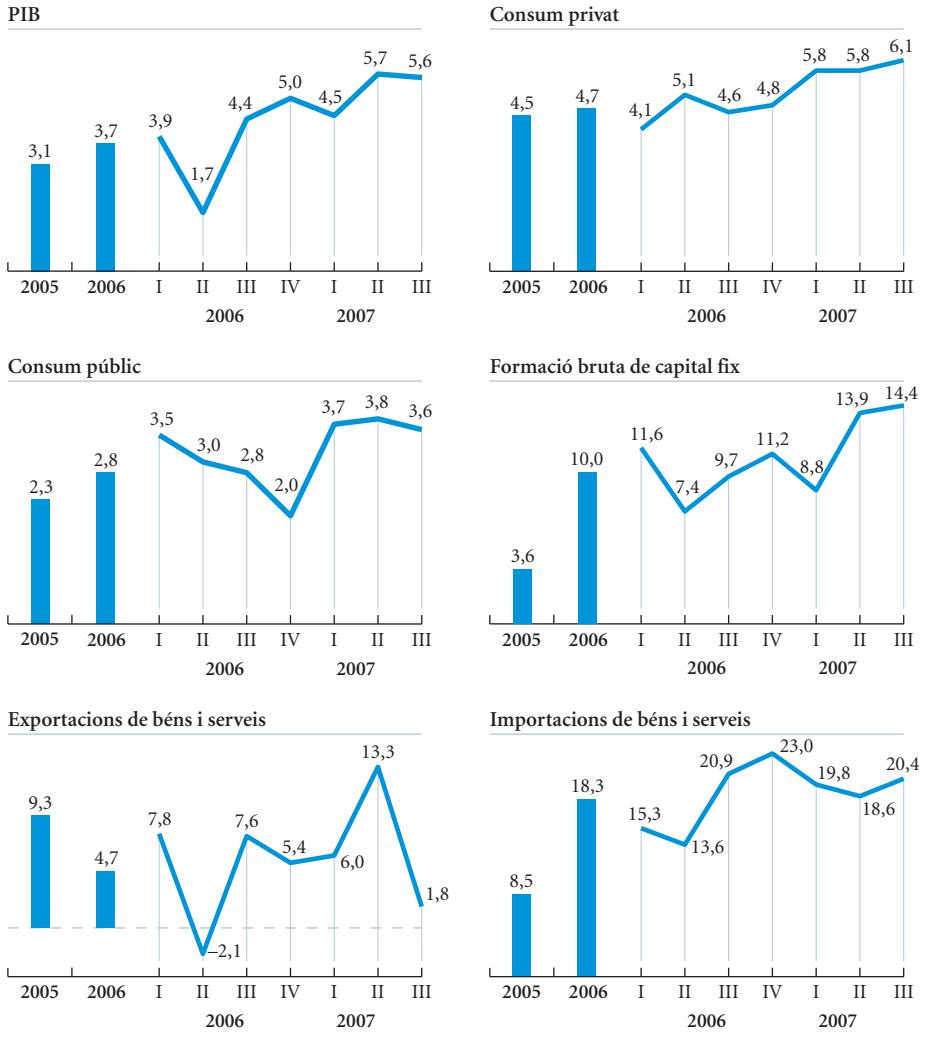
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	3,1	3,7	5,0	4,5	5,7	5,6	–	...
Producció industrial	3,1	2,8	3,2	3,8	5,8	6,3	10,3	...
Taxa d'atur São Paulo (*)	17,0	15,9	14,3	15,2	15,6	15,0	14,4	...
Preus de consum	6,9	4,2	3,1	3,0	3,3	4,0	4,1	4,2
Balança comercial (**)	40,8	46,3	46,3	45,8	47,4	43,1	42,6	41,4
Tipus SELIC del banc central (***)	19,1	15,1	13,4	12,9	12,3	11,4	11,3	11,3
Rals per dòlar	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7	1,8

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.
(2) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(3) Valor del tipus del banc central del Sistema Especial de Liquidação e Custodia (SELIC).
FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

Les finances públiques segueixen el camí de l'austeritat, però l'atur supera el 14% i el superàvit comercial es redueix.

que, al novembre, va avançar un moderat 4,2% interanual. El punt d'atenció més important van ser els preus a l'engròs, que van pujar el 7,5%, taxa que continua la tendència d'acceleració dels últims mesos, mentre que els salaris van créixer l'11,9% interanual a l'octubre, ritme alt però que representa una notable desacceleració en relació amb el predominant el 2006 i al començament del 2007.

A l'octubre, la taxa d'atur del districte de São Paulo va baixar lleugerament al 14,4% de la població activa, un valor relativament alt atesa la força del creixement en aquests moments. També a l'octubre, l'estalvi del sector públic va compensar l'augment dels interessos del deute extern i va deixar el dèficit dels dotze últims mesos en el 2,2% del PIB, en línia amb els valors dels últims mesos. Per la seva banda, sembla que el ral ha frenat

BRASIL: ÈXIT EN LA REDUCCIÓ DEL DÈFICIT PÚBLIC

Dèficit públic dels dotze últims mesos en relació amb el PIB

FONTS: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada (IPEA) i elaboració pròpia.

momentàniament la marxa alcista, mentre que, arran, en part, de la conjuntura global, el superàvit comercial del novembre va baixar el 37% en relació amb el mateix període de l'any anterior i va intensificar una reculada que es va iniciar l'estiu passat.

Argentina té un nou president, però el tren no para

Cristina Fernández, la nova presidenta electa, heretarà del seu marit, Néstor Kirchner, una economia molt millor que la que va trobar el seu predecessor, però amb reptes pendents, com el control de la inflació i la millora del sector públic. L'expansió manté un perfil alt i, al mateix temps, durador, amb un PIB que, en el tercer trimestre de l'any, va créixer el 8,7% interanual. El consum privat, amb avanços similars, i, en especial, la inversió, que va créixer el 12,8%, van continuar essent les principals fonts de les quals brolla la força de l'expansió. Per la seva banda, el consum públic va continuar accelerant i guanyant vigor, mentre que el sector exterior va continuar moderadament a la baixa, amb unes exportacions que es van incrementar el 8,6%, enfront del creixement de les importacions del 19,0%, conseqüència de la fermesa de la demanda interna.

L'Argentina creix el 8,7%, gràcies a la demanda interna, però el sector exterior es ressent.

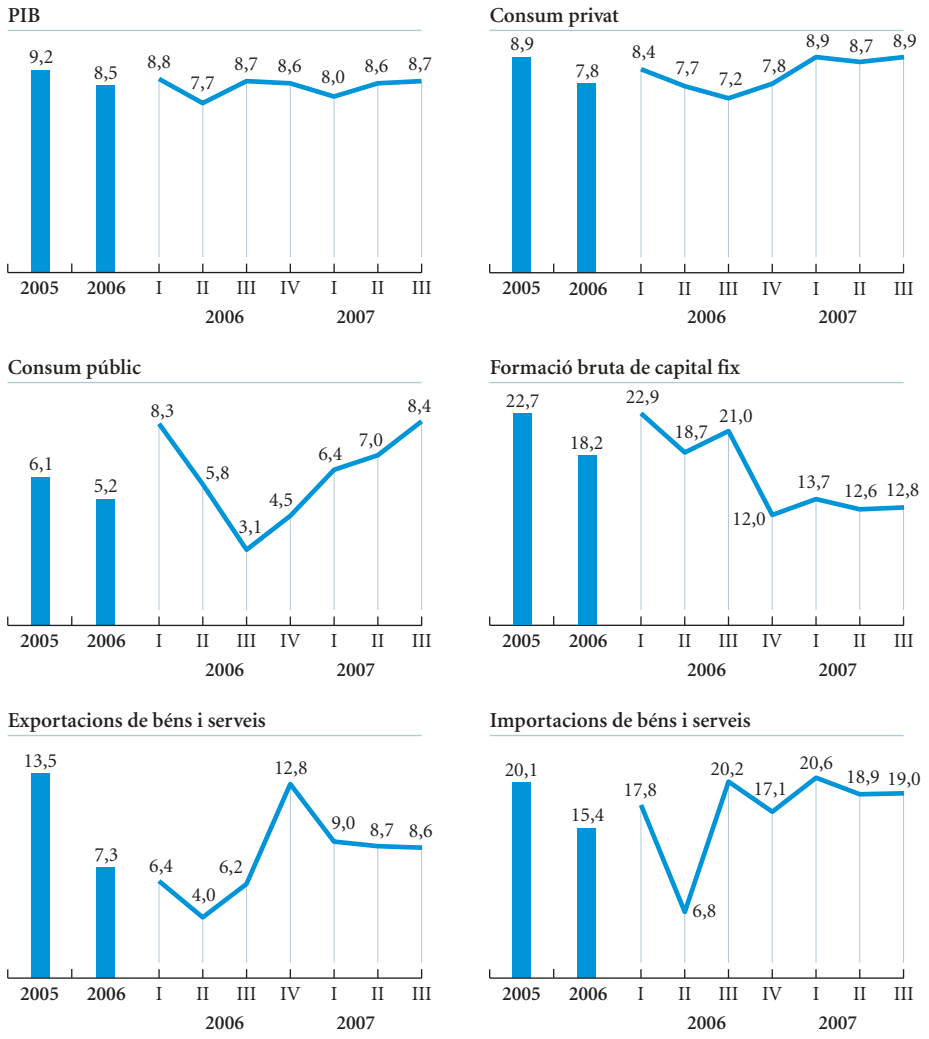
Els indicadors de demanda més recents van continuar apuntant a la continuïtat del cicle expansiu. A l'octubre, les vendes al detall van créixer el 24,1% interanual a la regió de Buenos Aires i un robust 35,7% en el total de grans magatzems. Queden ja superats els nivells de 1999, previs a la crisi del 2002. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins al novembre va pujar el 33,3% interanual i va quedar poc menys del 15% per sota del màxim històric. Al costat de l'oferta, la cosa va una mica més calmada, amb una producció industrial que, a l'octubre, va mantenir el perfil baix dels últims mesos amb avanços del 2,9% interanual.

El consum al detall continua vigorós i s'apropa als màxims històrics.

Sembla que la indústria ha tocat fons i que hauria d'abandonar el perfil baix.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE L'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Censos de la República Argentina (INDEC) i elaboració pròpia.

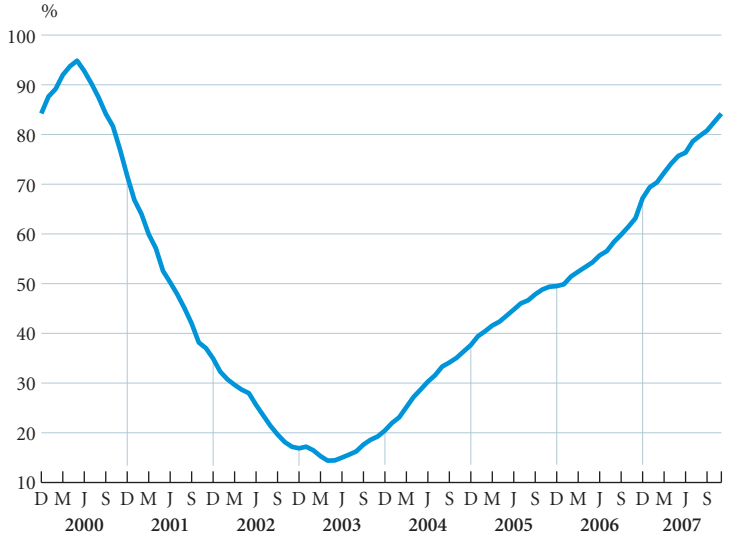
La inflació del 8,5% continua essent un risc, mentre que l'atur baixa fins al 8,1%.

Automòbil, minerals no metàl·lics i energia van ser els sectors més forts, mentre que l'acer i les indústries químiques van estabilitzar els descensos i el sector d'altres metalls continua sense tocar fons. Per la seva banda, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció va repuntar a l'octubre i va créixer l'11,1%, mentre que l'indicador de l'activitat industrial també va avançar el 9,6%, la qual cosa indica que els problemes de la indústria podrien estar quedant enrere.

La inflació va mantenir-se ferma i es va resistir a baixar. L'IPC del novembre va pujar el 8,5% interanual, pressionat a l'alça per l'energia i per les primeres matèries. Al mercat laboral, amb l'ajuda de la fortalesa de la demanda, la taxa d'atur del tercer trimestre va baixar al 8,1% de la població activa, un nivell que ja sembla una mica més confortable en comparació amb el repunt de l'inici d'enguany. El superàvit comercial va continuar evolucionant a la baixa, arran de la puixança importadora.

ARGENTINA: LA RECUPERACIÓ, VISTA DES DEL CRISTALL DE L'AUTOMÒBIL

Vendes d'automòbils dels 12 últims mesos en relació amb el màxim del 1998



FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB real	9,2	8,5	8,6	8,0	8,6	8,7	–	...
Producció industrial	7,3	7,5	6,4	6,2	4,5	1,9	2,9	...
Taxa d'atur (*)	11,6	10,2	8,7	9,8	8,5	8,1	–	...
Preus de consum	9,6	10,9	10,1	9,5	8,8	8,6	8,4	8,5
Balança comercial (**)	11,7	12,3	12,3	11,8	11,5	10,5	10,7	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	6,2	9,9	10,5	9,7	9,4	12,6	12,9	14,1
Pesos argentins per dòlar	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
(***) Valor.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Censos de la República Argentina (INDEC) i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

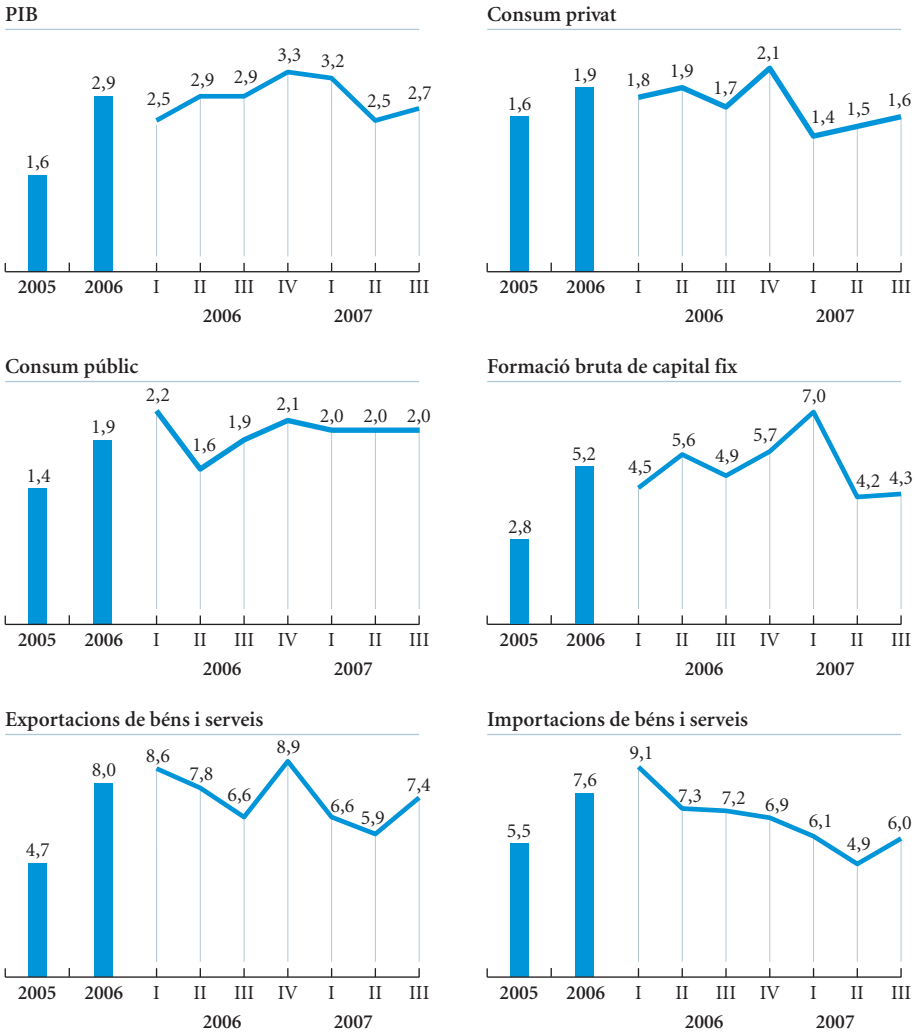
La zona de l'euro transita cap a una etapa de menys creixement i de tensions inflacionistes encara notables.

Zona de l'euro: abandonant la zona de confort

L'excel·lent registre de creixement econòmic del tercer trimestre pot ser l'última dada obertament positiva de la zona de l'euro en un cert temps. Ho ha resumit encertadament el vicepresident del Banc Central Europeu, Lucas Papademos, en declarar que «sembla que la conjuntura actual de la zona de l'euro anuncia per als propers mesos una combinació inconfor-

EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,6	2,9	3,3	3,2	2,5	2,7	–	...
Vendes al detall	1,2	2,1	2,3	1,7	1,0	1,3	0,3	...
Confiança del consumidor (*)	–13,8	–9,0	–7,1	–5,2	–2,4	–3,7	–6,1	–8,0
Producció industrial	1,3	4,0	4,0	4,0	2,7	3,9	3,8	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	109,9	110,0	111,6	109,3	106,0	104,8
Taxa d'atur (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,4	7,2	...
Preus de consum	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,6	3,1
Balança comercial (***)	42,1	–10,4	–13,1	–0,8	16,0	31,9	38,7	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos (*)	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (*)	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,6	109,8

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

table –però provisional– d'alta inflació i creixement econòmic en desacceleració».

I, certament, el contrast entre els indicadors contemporanis i els indicadors de caràcter més avançat comença a ser intens. Així, i per situar el punt de partida, el tercer trimestre va registrar un ritme de creixement excel·lent, del 2,7% interanual, la qual cosa representa una acceleració en relació amb el 2,5% del trimestre anterior. Aquesta intensificació del ritme d'avanç de l'activitat va ser deguda, fonamentalment, a l'acceleració del consum privat i de la inversió, pel costat de la demanda interna, i a la major contribució del sector exterior.

A partir d'aquestes tendències, les dades disponibles del quart trimestre apunten a un dinamisme en desacceleració, lluny, però, de qualsevol indici d'enfonsament. Atesos els indicadors disponibles, el procés és gradual. Així ho indica, per exemple, l'indicador de sentiment econòmic, reflex fidel de l'activitat en conjunt, que va recular dos punts en els mesos d'octubre i novembre. Aquesta tònica de menor vigor econòmic es reflecteix en els àmbits de la demanda i de l'oferta.

En el quart trimestre, l'activitat es desaccelera, però no cal caure en el dramatisme.

Pel que fa a la demanda, el menor dinamisme de les vendes al detall (només van créixer el 0,3% interanual a l'octubre) i el descens de la confiança del consumidor (de vuit punts negatius al novembre, el registre més negatiu des del setembre del 2006) ratifiquen un pols irregular de la despesa de les llars. Així i tot, la progressiva disminució de la taxa d'atur (a l'octubre va caure al 7,2%, una dècima menys que al setembre) pot oferir un cert suport a aquest pols erràtic del consum. El recorregut de la inversió, en canvi, sembla més ferm.

L'evolució de la demanda externa, si més no fins a les acaballes del tercer trimestre, encara sembla més sòlida. A l'octubre, el superàvit comercial acumulat de dotze mesos es va situar en els 38.700 milions d'euros, xifra que contrasta amb el dèficit de 19.300 milions d'euros d'un any enrere. Amb les exportacions, en suma de

Bon to de la indústria, tot i que el futur és més incert.

Les previsions apunten a uns propers trimestres amb un creixement de l'ordre del 2%.

dotze mesos fins a l'octubre, creixent al 10% interanual (mentre les importacions només arriben al 5% interanual), l'impuls del sector exterior, ara com ara, resisteix la pèrdua de competitivitat que infligeix l'apreciació de l'euro. En aquest sentit, cal recordar que, al novembre, la moneda única, en tipus de canvi efectiu nominal, s'havia apreciat el 5% en relació amb un any abans.

No obstant això, quan centrem la nostra atenció en la perspectiva de l'oferta, els signes de feblesa econòmica són més aparents. A la inesperada millora de la producció industrial de l'octubre, que es va accelerar fins al 3,8% interanual, enfront del 3,3% del mes anterior, cal contraposar la negativa evolució de les comandes industrials i l'erràtic rumb de la confiança industrial, dos indicadors avançats. Així i tot, pitjor és l'evolució dels sectors de serveis i construcció, els respectius indicadors de confiança dels quals encaren una via a la baixa des de la meitat del tercer trimestre.

Alemanya gaudeix d'un ritme d'activitat acceptable...

Un altre punt de preocupació són els preus. El repunt actual de la inflació, fins al 3,1% interanual al novembre (màxim des del maig del 2001), adquireix plena significació quan es considera no solament el seu nivell actual sinó també que les perspectives immediates no permeten esperar una desacceleració ràpida de l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat. Tant la composició de l'alça (en gran part a causa de les tensions del petroli i dels aliments) com les expectatives d'inflació dels actors econòmics apunten a uns propers mesos amb escassa remissió de les pressions inflacionistes.

...especialment visible en el dinamisme que exhibeix el sector secundari.

En aquest context, no és gens estrany que l'indicador compost d'indicadors avançats hagi intensificat la caiguda des de l'agost passat i hagi apuntat a una clara desacceleració. Coincidint amb aquests senyals, la majoria d'analistes econòmics, inclosos els organismes internacionals, apunten que el 2008 el creixement de la zona de l'euro tendirà a situar-se en valors de l'ordre del 2%. Els màxims cíclics queden, per tant, definitivament enrere.

Alemanya: un gegant preocupat

Alemanya exemplifica les disjuntives econòmiques que afligeixen Europa. La majoria dels últims indicadors confirmen que l'economia germànica es manté en una situació acceptable, malgrat un fons d'incertesa que plana sobre els actors econòmics. Així, des de l'òptica de la demanda, l'evolució de les vendes al detall es recupera fins a l'octubre, la qual cosa, juntament amb una certa estabilització de l'indicador de confiança del consumidor, fa pensar en un pols més vivaç del consum. El fort creixement del component de béns d'equipament de la producció industrial –superior al 10% interanual a l'octubre– valida que la inversió es manté vigorosa.

A més a més, aquesta tònica raonablement positiva també s'albira des de la perspectiva de l'oferta. La producció industrial va créixer al 5,9% interanual al setembre i a l'octubre i va desafiar les previsions d'un progressiu alentiment. Arran d'aquest bon to, el descens de l'atur es manté, la qual cosa ha dut la taxa d'atur a situar-se en el 8,6% de la població activa al novembre, un punt i mig percentual per sota del registre d'un any enrere.

Malgrat aquestes dades tranquil·litzadores, la primera economia europea ofereix alguns senyals que han estat llegits amb inquietud. El primer, comú, d'altra banda, a la resta de socis de la zona de l'euro, és el repunt dels preus. Al novembre, l'IPC va créixer el 3,1% interanual. Tot i que l'alça és deguda, en gran part, a la pressió de l'energia i dels aliments, es combina amb un ascens de preus genera-

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,0	3,1	3,9	3,6	2,5	2,5	–	...
Vendes al detall	1,4	6,1	6,5	–1,0	–1,9	–1,7	–0,4	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,3	7,6	5,2	5,3	5,9	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	10,1	9,4	9,2	8,9	8,7	8,6
Preus de consum	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1
Balança comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,1	177,4	190,5	194,9	...

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

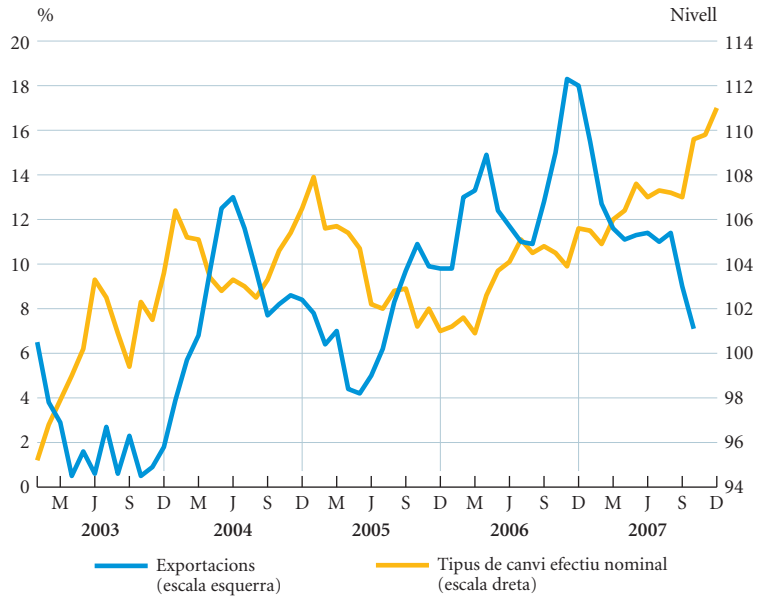
litzat, com ho evidencien indicadors com els preus de producció o el deflactor del PIB.

Atesa la dependència existent de la demanda externa, una pressió excessiva dels preus interiors podria ser una limitació preocupant per a la competitivitat. Aquest fet, a més a més, s'afegeix a l'apreciació de l'euro, que, aïlladament, ja provoca una reducció de la competitivitat exterior. Ara com ara, les exportacions han cedit poc

Malgrat tot, augmenta la preocupació pel futur.

EL SECTOR EXTERIOR ALEMANY COMENÇA A NOTAR L'APRECIACIÓ DE L'EURO

Variació interanual de la mitjana mòbil de 3 mesos de les exportacions i tipus de canvi efectiu nominal de l'euro



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques, Banc Central Europeu i elaboració pròpia.

Reformar a França continua essent complicat, però Sarkozy impulsa ara un ampli paquet de desregulació.

terreny (creixement de l'11% interanual en saldo acumulat de dotze mesos fins a l'octubre, dos punts menys que en la mitjana del tercer trimestre) i baten clarament les importacions, que només avancen el 7%, la qual cosa permet un nou ascens del superàvit comercial. Però la preocupació empresarial es manté.

En aquest sentit, és significativa l'evolució de l'indicador IFO d'activitat empresarial. Després de l'inesperat ascens del novembre fins als 104 punts, al desembre l'indicador va recular fins als 103 punts. Aquesta evolució és interpretada pels analistes alemanys com un reflex de la preocupació per l'evolució de la divisa i, des de fa poc, de la incertesa sobre les condicions financeres futures.

Aquest afany reformador no va acompanyat d'un to econòmic vigorós...

Altres matisos d'insatisfacció, menys tangibles, es comencen a percebre. Els canvis de composició a la «gran coalició» han comportat l'arraconament d'una de les figures que encarnava la línia més liberal del Partit Socialdemòcrata, Franz Müntefering, i han deixat probablement sense suport les ambicions reformadores de la cancellera Merkel. Això ha comportat, per exemple, que certs sectors hagin respost a l'anunci que el 2008 el dèficit públic serà el més baix des del 1990 amb l'acusació que l'evolució dels ingressos fiscals permetria assolir abans l'equilibri pressupostari. En definitiva, Alemanya transita cap a una etapa de menys creixement i ho fa amb la confiança en les seves forces una mica afeblida, potser més del que la valoració objectiva de la situació ho justificaria.

...ja que la demanda perd embranzida.

França: reformar, missió impossible?

Fins ara, afrontar reformes estructurals importants a França semblava impossible. Per aquest motiu, es considerava que el programa de reformes de Nicolas Sarkozy, tot i rebre un ampli aval electoral, era de difícil realització. Ara la percepció ha començat a canviar. El primer toc d'atenció el va proporcionar l'escàs suport popular a la vaga de transports públics convocada en resposta a la modificació dels anomenats règims especials de les pensions públiques. Els convocants van decidir suspendre la protesta en només nou dies i tornar a la taula de negociacions. Sense solució de continuïtat, el president Sarkozy ha llançat un programa de 100 mesures per alleugerir la regulació excessiva d'activitats econòmiques i racionalitzar una part de les activitats de l'administració pública. Segons les esti-

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,7	2,2	2,1	1,9	1,4	2,1	–	...
Consum de les llars	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,4
Producció industrial	0,2	0,9	0,6	1,1	0,2	2,1	4,0	...
Taxa d'atur (*)	9,2	9,2	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4
Balança comercial (**)	–15,7	–26,8	–28,5	–28,7	–30,5	–32,5	–35,1	...

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

macions utilitzades, la disminució de les càrregues reguladores representarà un estalvi per a les empreses d'uns 15.000 milions d'euros anuals.

Si l'objectiu és reformar, certament l'executiu gal no pot esperar que arribin millors temps econòmics. Després de sorprendre amb una acceleració inesperada en el tercer trimestre, el final d'any apunta clarament a un to menys expansiu. Els principals indicadors de demanda, amb el consum de les llars com a variable destacada, han començat l'últim trimestre del 2007 a la baixa. Així, després de créixer el 4,2% interanual en la mitjana del tercer trimestre, al novembre amb prou feines es va assolir un ritme d'avanç del 2,4%.

La demanda externa tampoc no apunta en direcció contrària. Fins a l'octubre, les exportacions, en saldo acumulat de dotze mesos, es van desaccelerar fins al 3,6% interanual, la qual cosa, juntament amb el manteniment de les importacions en ritmes del 5% interanual, ha ampliat el dèficit comercial fins als 2.900 milions d'euros. En aquesta situació d'alentiment exportador, la recuperació de la producció industrial de l'octubre té probablement una base poc ferma. La feblesa de les comandes industrials entre els mesos de setembre i novembre ratifica aquesta impressió.

Un moderat descens de la taxa d'atur (8,1% a l'octubre, una dècima menys que al setembre) i l'acceleració de la inflació, fins al 2,4% interanual al novembre (2,0% en el mes anterior), completen la bateria d'indicadors disponibles. A partir d'aquest punt, les perspectives no són gaire positives, i el mateix primer ministre François Fillon ha reconegut que li preocupa el 2008. Amb molta probabilitat, el creixement per al 2008 se situarà en la zona baixa de la previsió governamental (que utilitza una forquilla del 2,0% al 2,5%). Com s'ha dit, no cal esperar un context econòmic que alleugi gaire els efectes de l'ajustament. Per tant, el temps de reforma és… ja!

A Itàlia, el consumidor percep la tensió derivada de l'augment de la inflació, d'una activitat a la baixa i d'un cert ajustament de la despesa pública.

Itàlia: consumidor tocat

El consumidor italià se sent maltractat. Tot i que Romano Prodi té raó quan afirma que la inflació italiana no és un problema més greu que en altres països europeus (el primer ministre ho encerta quan indica que la inflació, del 2,4% interanual al novembre, se situa per sota de la

Confindustria espera un creixement magre el 2008, només de l'1%...

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	0,2	1,9	2,8	2,4	1,8	1,9	–	...
Vendes al detall	0,4	1,2	1,0	1,0	0,1	0,2	...	...
Producció industrial	–0,9	2,7	3,7	1,2	0,6	0,8	–0,9	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	6,4	6,2	6,0	...	–	...
Preus de consum	1,9	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,1	2,4
Balança comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,1	...

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

...arran, sobretot, de l'alentiment del consum.

mitjana de la zona de l'euro), hi ha una percepció ciutadana en sentit contrari.

Després de la «vaga de la pasta» d'uns mesos enrere, en protesta per l'alça de l'aliment de referència de la dieta italiana, aquest mes de desembre ha estat sembrat de vagues. Tot i que la més notòria ha estat la dels transportistes internacionals, que demanen compensacions per l'alça dels carburants, també cal destacar la vaga del transport col·lectiu, considerada la pitjor del sector en més de 25 anys. L'element subjacent de totes aquestes manifestacions de descontentament és una combinació de la intensificació de les tensions en preus, de l'escàs creixement i d'un cert ajustament de la despesa pública.

Al Regne Unit, preocupa la combinació de creixement lent i inflació alta, batejada com *slowflation*.

En aquest sentit, la Llei Finanziaria (equivalent a l'espanyola Llei de pressupostos), aprovada el 16 de desembre, reflecteix plenament aquestes tensions. La previsió de creixement per al 2008, de l'1,5%, és modesta (però superior a la que utilitza la patronal Confindustria, només de l'1,0%, derivada, sobretot, d'unes previsions de consum privat en creixement mínim). Tot i la posició oficial que afirma que no hi ha un problema d'inflació, la llei anuncia una nova figura, «Mister Prezzi», dedicada a controlar situacions de fixament abusiu de preus. Finalment, uns ajustaments relativament menors de partides, com certs ajuts al Mezziogiorno, han generat una important controvèrsia.

Les dades confirmen que s'avança en aquest sentit: l'activitat comença a frenar...

Els últims indicadors publicats no alleugen aquesta percepció. El consum certament fluixeja. Les vendes al detall, per exemple, van caure el 0,6% interanual al setembre i la confiança del consumidor va recular a l'octubre i al novembre, tot plegat malgrat la davallada de la taxa d'atur fins al 6,0% en el segon trimestre. La producció industrial, tot i el manteniment del to exportador, es va situar a l'octubre el 0,9% per sota del nivell d'un any enrere.

Regne Unit: *slowflation*, el nou perill

Essent l'anglès un idioma procliu als neologismes, la situació econòmica britànica ha justificat el naixement del terme *slowflation*, és a dir, una combinació de creixement moderat i tensions inflacionistes. La situació queda lluny del dramàtic *stagflation* dels setanta (recessió més inflació), però també dels bons ritmes de creixement dels últims anys. Certament, es tracta encara de perspectives, més que d'una realitat tangible, però el perill sembla fonamentat.

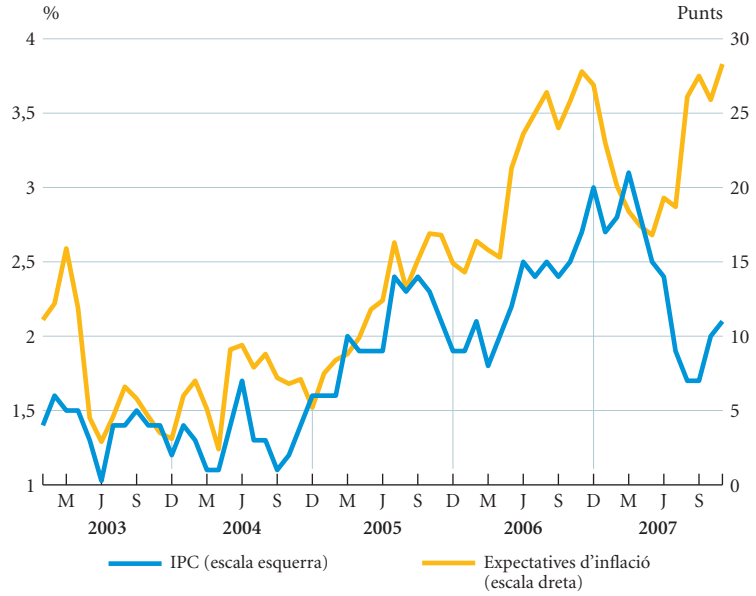
D'entrada, sembla que el consum privat, que ha estat el puntal fonamental del creixement, ha moderat el seu impuls. Així ho indica, per exemple, la desacceleració de les vendes al detall (creixement del 4,4% interanual al novembre, quatre dècimes percentuals menys que en el tercer trimestre). El refredament arriba també als indicadors de consum de caràcter més avançat. És cert que la taxa d'atur es manté en nivells molt reduïts (2,5% al novembre), però aquest suport ja no és suficient per sostenir la despesa de les llars.

La demanda externa tampoc no alleujarà la situació, ja que el dèficit comercial es va situar a l'octubre, en saldo acumulat de dotze mesos, en els 83.500 milions de lliures esterlines (uns 7.000 milions més que un any enrere). La situació no és millor des de la perspectiva de l'oferta. Tot i que la producció industrial va repuntar a l'octubre, fins a l'1,0% interanual, aquesta dada queda eclipsada per la caiguda de la confiança del sector de serveis (al novembre, es va situar en el mínim des de l'octubre del 2006) i pels negatius indicadors de la construcció.

Atès, per tant, que el nivell d'activitat llisca pendent avall, convé revisar les preo-

LA INFLACIÓ REPUNTA AL REGNE UNIT, I ENCARA HO FARÀ MÉS

Variació interanual de l'IPC i expectatives d'inflació



FONTS: Oficina d'estadístiques nacionals, Comissió Europea i elaboració pròpia.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
PIB	1,8	2,8	3,2	3,1	3,1	3,2	–	...
Vendes al detall	1,9	3,0	3,6	4,3	3,9	4,8	4,2	4,4
Producció industrial	–2,0	0,1	0,9	–0,3	0,6	0,3	1,0	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
Preus de consum	2,0	2,3	2,7	2,9	2,6	1,8	2,0	2,1
Balança comercial (**)	–64,9	–74,0	–76,9	–77,8	–79,0	–81,6	–83,5	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	99,6	98,0	102,7	103,9	104,0	104,3	102,2	102,9

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
(***) Valor.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

cupacions inflacionistes, la segona part de la *slowflation*. Més que les xifres actuals (la inflació es va situar al novembre en el 2,1% interanual, una dècima per sota de l'objectiu del Banc d'Anglaterra), preocupen les previsions d'inflació. Segons l'última enquesta trimestral d'expectatives d'inflació del mateix Banc, s'han situat en màxims des del 1999. Les previsions que utilitzen els analistes apunten en una direcció similar. En definitiva, venen mesos complicats, amb l'activitat engranant una marxa més reduïda i els preus resistint-te a alentir-se.

...i les perspectives inflacionistes empitjoren.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

S'han produït canvis fonamentals en l'esforç de contenció de la inestabilitat financera.

Els bancs centrals afronten la crisi *subprime*

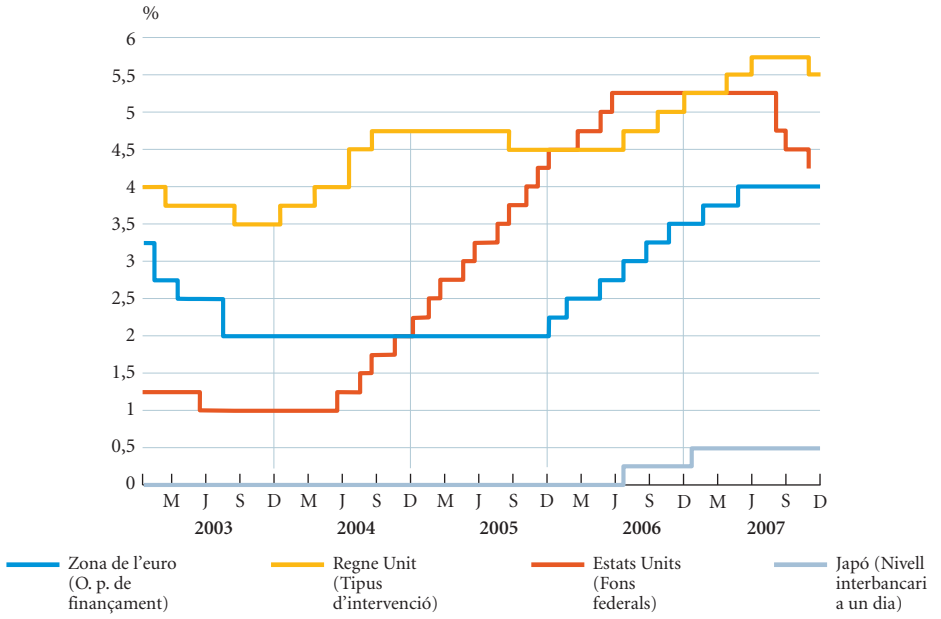
La crisi hipotecària *subprime* continua marcant les agendes, les declaracions i les accions dels bancs centrals. Cal destacar, en especial, la decisió d'emprendre accions concertades per part dels principals bancs centrals per garantir la fluïdesa dels mercats monetaris. També són rellevants les modificacions en la regulació financera i el reforçament dels instruments d'injecció de liquiditat per part de la Reserva Federal (Fed).

Arran de l'agreujament de les turbulències, a la reunió de l'11 de desembre, la Fed va prendre la decisió d'abaixar el tipus de referència del 4,50% al 4,25%. El mateix va fer el Banc d'Anglaterra, que, el 6 de desembre, va decidir retallar en 25 punts bàsics el tipus de referència per unanimitat dels nou membres. Es tracta de retallades que busquen reforçar la resta de mesures d'injecció de liquiditat, però que, fins ara, han obtingut resultats discrets.

A més a més, per pal·liar la rigidesa del mercat interbancari, la Fed ha creat un nou mecanisme d'injecció de liquiditat, la Facilitat de Subhasta a Termini, que complementa les operacions de mercat obert i la finestreta de descompte. Amb

ELS BANCS CENTRALS INTERVENEN

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

aquesta nova facilitat, la Fed ofereix préstecs als bancs a un mes i, fins i tot, en un futur, a terminis fins a tres mesos. Qualsevol banc pot acudir a aquest sistema, tot i que cap entitat no pot obtenir més del 10% del total subhastat, i no es farà cap diferència entre els bancs en termes de la seva fortalesa financera i de les garanties que s'exigeixen per obtenir la liquiditat.

D'altra banda, el governador de la Fed va complir la promesa, realitzada als membres del Congrés en la compareixença del mes de novembre, de publicar una normativa, abans d'acabar l'any, per reduir les pràctiques fraudulentes i els abusos en la concessió d'hipoteques als Estats Units. Aquest canvi legal, conseqüència de la crisi *subprime*, servirà per no repetir els mateixos errors quan hi hagi la propera crisi, però, en canvi, ja no pot solucionar l'actual.

Malgrat tots els esforços per normalitzar els mercats, les injeccions de liquiditat que els bancs centrals van realitzar al novembre no van aconseguir l'objectiu de reduir les tensions del mercat interbancari, com es pot observar a la taula següent. Per exemple, mentre la Fed retallava el tipus de referència el 31 d'octubre en 25 punts bàsics, el tipus d'interès a tres mesos interbancari pujava del 4,89% al 5,0%. Al Regne Unit, es pot apreciar que

Les injeccions de liquiditat al novembre no van calmar els mercats.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Tipus de referència del 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						
2006									
Novembre	3,25	3,64	3,86	5,25	5,37	0,51	5,00	5,25	1,94
Desembre	3,50	3,73	4,03	5,25	5,36	0,57	5,00	5,32	2,09
2007									
Gener	3,50	3,78	4,10	5,25	5,36	0,53	5,25	5,59	2,18
Febrer	3,50	3,85	4,06	5,25	5,35	0,71	5,25	5,53	2,19
Març	3,75	3,92	4,18	5,25	5,35	0,67	5,25	5,62	2,27
Abril	3,75	4,02	4,30	5,25	5,36	0,67	5,25	5,73	2,32
Maig	3,75	4,12	4,46	5,25	5,36	0,69	5,50	5,81	2,42
Juny	4,00	4,18	4,53	5,25	5,36	0,76	5,50	6,00	2,67
Juliol	4,00	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agost	4,00	4,74	4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86
Setembre	4,00	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82
Octubre	4,00	4,60	4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68
Novembre	4,00	4,64	4,60	4,50	5,00	0,92	5,75	6,49	2,63
Desembre (1)	4,00	4,79	4,79	4,25	4,88	0,96	5,50	6,14	2,64

NOTES: (1) Dia 21.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%).

(3) Últimes dates de variació: 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%), 18-09-07 (4,75%), 31-10-07 (4,50%), 11-12-07 (4,25%).

(4) Últimes dates de variació: 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 5-7-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

Els bancs centrals decideixen intervenir en una operació concertada per neutralitzar les turbulències als mercats monetaris.

el tipus interbancari a tres mesos pujava del 6,28% al 6,49%. La zona de l'euro tampoc no era una excepció. Els diferencials entre el tipus de referència del Banc Central Europeu (BCE) i l'euríbor a tres mesos i a un any es mantenen molt per damunt de la mitjana històrica.

La pujada dels tipus d'interès al mercat interbancari és deguda a la desconfiança provocada per la crisi hipotecària *subprime*. Els bancs es mostren poc inclinats a prestar-se diners per dos motius. El més important és la pèrdua de confiança provocada per les pèrdues multimilionàries per l'augment de la morositat. El segon motiu és conjuntural, però reforça l'anterior: en general, cap al final de l'any se sol produir una intensificació de les tensions al mercat interbancari a causa de l'augment que realitzen els bancs de la liquiditat en els balanços per ajustar-la als nivells desitjats per a la presentació de la situació patrimonial de tancament d'exercici.

El BCE continua preocupat per les tensions en preus a la zona de l'euro.

Atès aquest panorama, el 12 de desembre, els bancs centrals dels Estats Units, la zona de l'euro, el Regne Unit, Canadà i Suïssa van llançar una operació concertada d'injecció de liquiditat. Els responsables de la política monetària consideren que és necessària una operació de rescat més important per normalitzar els mercats, la qual cosa exigeix una estreta coordinació.

L'operació concertada es va iniciar amb l'anunci que el BCE i el banc central de Suïssa havien entrat en un *currency swap* o permuta amb la Fed per subhastar 24.000 milions de dòlars. Els bancs centrals del Regne Unit i de Canadà van realitzar canvis substancials en el tipus d'actiu que accepten com a garantia per atorgar liquiditat als bancs dels respectius països. Addicionalment, el Banc d'Anglaterra va decidir realitzar una profunda revisió de les operacions de mercat obert per reforçar la capacitat operativa de la política monetària.

Tot i que el BCE ha estat un dels bancs que ha participat en l'operació d'injecció de liquiditat, en el seu radar segueix amb gran interès el desenvolupament de les tensions de preus a la zona de l'euro. El governador del BCE, Jean-Claude Trichet, en la declaració posterior a la reunió oficial del BCE del 6 de desembre, va indicar que diversos membres del Consell de Govern havien defensat la necessitat d'una pujada del tipus de referència per contrarestar les tensions subjacents en preus produïdes per l'increment del preu del petroli i de les primeres matèries alimentàries. Amb posterioritat, el mateix governador va confirmar la sensibilitat del BCE a les possibles repercussions d'aquests increments sobre la resta de components de l'índex de preus de consum. A més a més, va afirmar que no hi hauria cap contradicció entre aquesta possibilitat i les davallades de tipus realitzades en altres països, ja que «(els nostres) col·legues estan en una situació diferent».

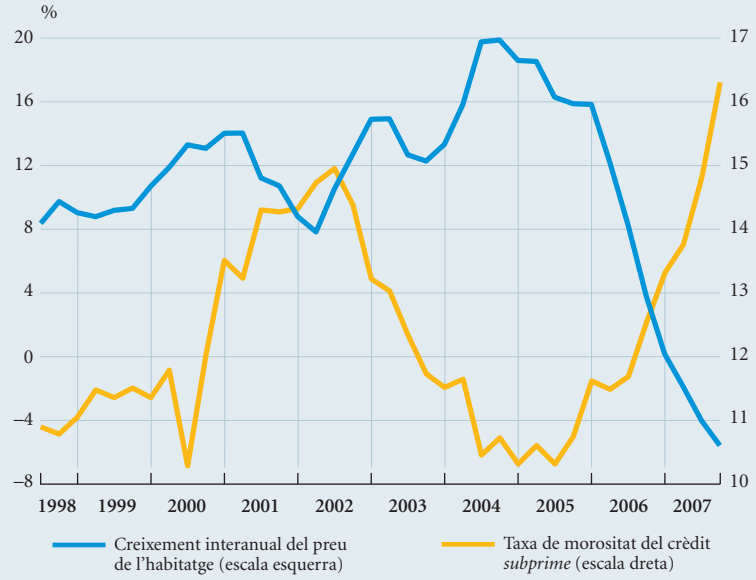
El Japó no apuja els tipus d'interès, però, en canvi, la Xina ha d'apujar-los per l'increment de la inflació.

A Àsia, els bancs centrals també han hagut de prendre decisions difícils. Els nou membres del Consell Executiu del Banc del Japó van votar a favor del manteniment del tipus d'interès i van advertir dels riscos a la baixa en el creixement del país. En canvi, la Xina va apujar el tipus oficial a causa de la forta tensió de preus reflectida en l'IPC. El principal problema de les autoritats xineses és que, malgrat que haurien d'apujar més els tipus per evitar tensions inflacionistes, al mateix temps es resisteixen a acceptar la conseqüent apreciació de la seva moneda.

La crisi *subprime*: els riscos del risc

Ja fa anys que l'economia dels Estats Units sorprèn per la robustesa del seu creixement, que resisteix la pujada dels preus del petroli o l'històric dèficit per compte corrent. Per a sorpresa de molts, la feblesa ha arribat arran d'una forta pujada de les taxes de morositat del crèdit hipotecari *subprime*, el que es concedeix a prestataris d'alt risc. L'augment de la morositat, com ho mostra el gràfic següent, ha superat ja els nivells assolits el 2002. A més a més, ha anat acompanyat de la caiguda dels preus nominals de l'habitatge (6% des del màxim del juny del 2006), la qual cosa fa disminuir el valor de la garantia dels crèdits hipotecaris.

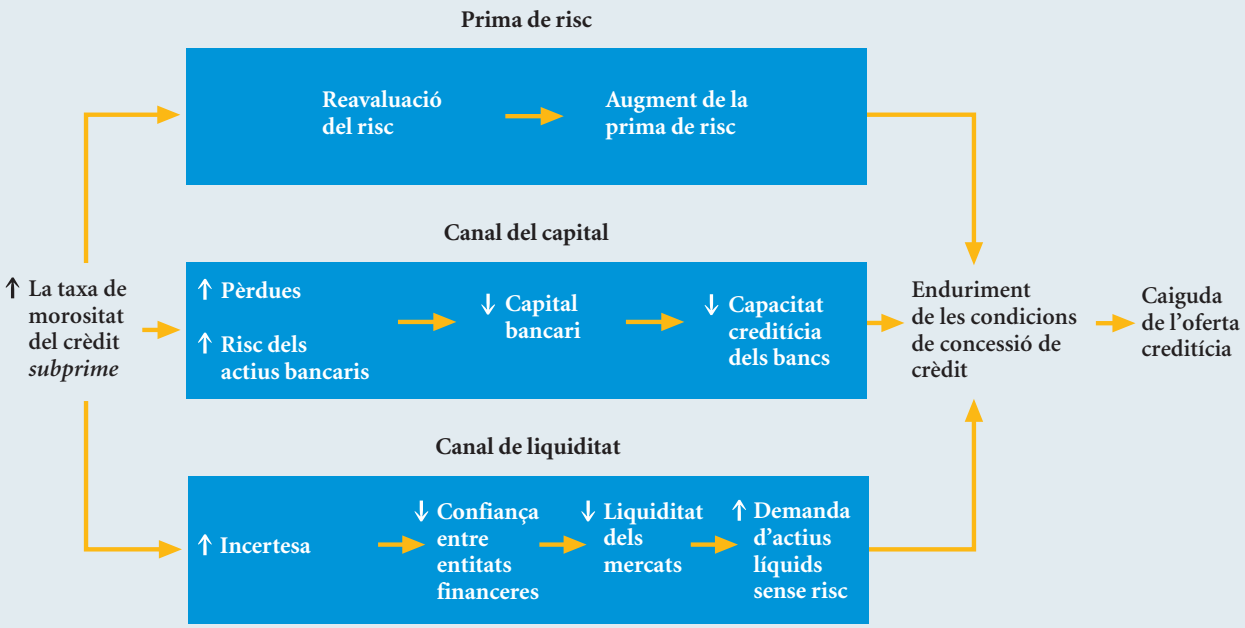
AUGMENTA LA MOROSITAT I ES REDUEIX EL VALOR DE LES GARANTIES HIPOTECÀRIES ALS ESTATS UNITS



FONTS: Datastream, Standard & Poor's i elaboració pròpia.

En el dia d'avui, les pèrdues reconegudes per l'augment de la morositat del crèdit *subprime* se situen al voltant dels 70 mil milions de dòlars. No obstant això, el veritable temor és l'impacte que aquestes pèrdues poden tenir sobre el funcionament dels mercats financers i la capacitat creditícia dels bancs: és el temor a un *credit crunch*, una contracció de l'oferta de crèdit que podria afectar la inversió empresarial i el consum de les llars. Aquest requadre analitza els mecanismes mitjançant els quals la crisi al mercat de crèdit *subprime*, que només representa el 13% del total del crèdit hipotecari, pot arribar a ocasionar un *credit crunch*, així com el risc que això passi i les diferents mesures adoptades per evitar-lo.

Com es reflecteix al quadre següent, hi ha diferents canals a través dels quals l'augment de la morositat del crèdit *subprime* pot tenir efectes sobre l'economia real. En primer lloc, l'alça de la morositat ha desencadenat una reavaluació del preu dels actius amb risc, com, per exemple, les titulitzacions hipotecàries *subprime*. Això ha provocat un augment de les primes de risc i, per tant, un enduriment de les condicions de concessió de crèdit. A més a més, hi ha dos canals de transmissió una mica més complexos: el canal del capital i el de la liquiditat. Pel que fa al primer, l'augment de la morositat ha fet augmentar les provisions per pèrdues esperades de les entitats



financeres i n'ha limitat la capacitat per acumular fons propis. Com afecta això l'oferta de crèdit? La capacitat creditícia dels bancs depèn directament de la ràtio de capital sobre el total d'actius per dues raons: els bancs estan obligats, d'acord amb la regulació de Basilea, a mantenir un nivell mínim de capital; a més a més, una bona capitalització fa que un banc sigui més segur, ja que pot absorbir un major nivell de pèrdues inesperades, i això facilita la captació de dipòsits i d'altres recursos que poden ser utilitzats per atorgar crèdits. Així, la disminució de les ràtios de capitalització pot obligar una entitat a endurir les condicions de concessió de crèdit i a reduir l'oferta. A mesura que aquestes tensions augmenten, els bancs es poden veure forçats a deixar de finançar algunes empreses o famílies solvents, situació que afecta la bona marxa de l'economia.

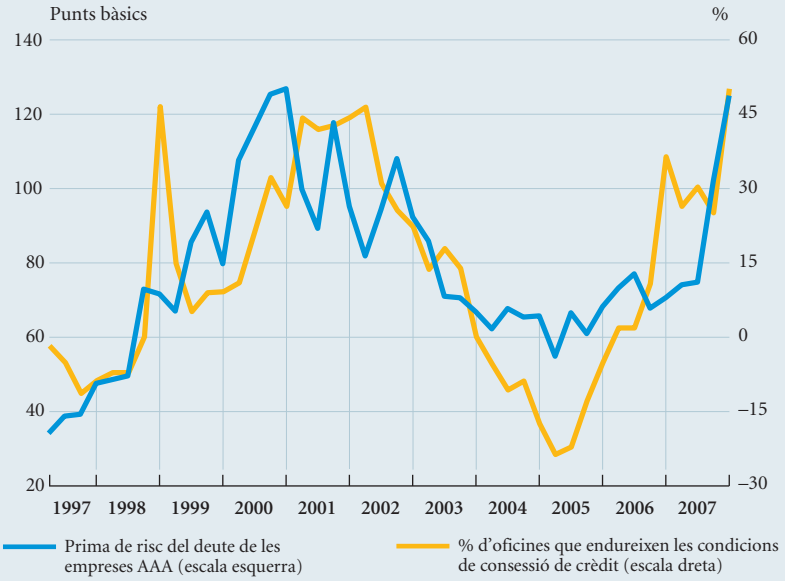
El canal del capital, a més a més, es podria veure amplificat per la crisi que travessen les empreses d'assegurances *monolines*. Aquestes empreses van néixer com a asseguradores de deute de baix risc, de manera que, si l'emissor es declarava en fallida, assumien el pagament del deute. No obstant això, durant l'última dècada, han començat a assegurar actius amb més risc associats als crèdits *subprime*. Amb la pujada de la morositat registrada durant els últims mesos, s'ha qüestionat que aquestes empreses puguin afrontar tots els pagaments. Si fos així, el que actualment figura com a actius sense risc als balanços dels bancs que van contractar aquest tipus d'assegurances s'hauria de requalificar com a actius amb risc, amb els conseqüents efectes ja comentats.

El canal de liquiditat, d'altra banda, té l'origen en la complexa distribució del crèdit *subprime* a través de sofisticats actius financers, la qual cosa dificulta la identificació dels intermediaris financers que, en última instància, posseeixen el risc. Concretament, el model de negoci seguit per moltes entitats de crèdit hipotecari nord-americanes, conegut com a *origin and distribute*, consistia a empaquetar, amb l'ajuda dels bancs d'inversió, diferents tipus de crèdit en un complex actiu financer conegut com a ABS (*asset-backed security*). Després el venien en el mercat i aconseguien així desprendre's d'una bona part del risc d'impagament, que es dispersava entre els diferents inversors que el compraven. Pel que sabem ara, en molts casos les agències de *rating* van in-

fravalorar el risc d'impagament, de manera que els compradors no eren conscients del risc que assumien. Ara els intermediaris financers ja coneixen el veritable risc d'aquests actius financers, però, atès que encara desconeixen amb exactitud qui els té i en quina quantitat, prefereixen invertir en actius més segurs. El mercat interbancari, on els bancs es presten a curt termini per satisfer necessitats puntuals de liquiditat, és un dels que més se n'ha ressentit. Això fa que els bancs prefereixin augmentar la liquiditat del balanç per poder assegurar-se ells mateixos per afrontar possibles necessitats de liquiditat futures. Per això tendeixen a reduir l'oferta creditícia, com també passava amb el canal de capital.

Ara com ara, ja s'han posat en marxa diferents iniciatives per suavitzar l'impacte dels canals amplificadors de la crisi. D'una banda, els principals bancs dels Estats Units, amb el suport del govern, han acordat estudiar cas per cas cada préstec *subprime* en risc de fallida per veure si seria més rendible, i viable, evitar la fallida congelant el tipus d'interès durant 5 anys. Segons el Departament del Tresor, aquesta mesura podria afectar més de mig milió de crèdits que tenien un tipus d'interès molt baix durant els primers anys, però que després passaven a taxes més elevades. De l'altra, tant la Reserva Federal dels Estats Units com els diferents bancs centrals dels països desenvolupats s'han encarregat d'injectar liquiditat en el mercat interbancari. Tot i que no han aconseguit reduir la prima de risc fins als nivells anteriors a l'estiu, la seva intervenció ha demostrat l'existència d'una font de liquiditat d'última instància i ha aportat una mica d'aire fresc als mercats. Pel que fa al canal del capital, sembla que l'estalvi dels països emergents i dels productors de petroli està disponible per recapitalitzar els bancs que ho necessitin. Ara com ara, diversos grans bancs, com UBS, Citigroup i Morgan Stanley, ja han rebut importants injeccions de capital provinents de fons d'inversió de Singapur, els Emirats Àrabs i la Xina.[1]

AUGMENTA LA DIFICULTAT D'OBTENIR FINANÇAMENT ALS ESTATS UNITS



FONTS: Datastream, Reserva Federal dels Estats Units i elaboració pròpia.

(1) Els actius dels fons d'inversió sobirans més importants dels països emergents i dels productors de petroli doblen amb escreix la capitalització borsària dels 20 bancs més grans dels Estats Units.

Ara com ara, els bancs nord-americans ja han començat a endurir les condicions de concessió del crèdit, i la prima de risc del deute de les empreses amb un *rating* AAA (les més segures del mercat) ha pujat de sobte als nivells de l'any 2000. No obstant això, la bona marxa del consum i de la inversió no residencial, que en el tercer trimestre van créixer el 2,7% i el 9,4%, respectivament, ens indica que l'economia real encara no ha reaccionat a l'enduriment de les condicions financeres, tot i que cal esperar que ho faci amb un cert retard.

L'impacte final sobre l'economia dependrà en gran part de la durada de la incertesa al mercat i de l'efectivitat de les diferents mesures adoptades. Tot i que cal esperar que la incertesa es redueixi quan els bancs vagin fent públics els resultats, també és cert que, en no saber-se encara els detalls de les diferents mesures adoptades, és massa aviat per jutjar-ne l'abast real. A més a més, caldrà vigilar de prop l'evolució de la inflació, que, si es manté en els nivells actuals, podria limitar la capacitat de la Reserva Federal per estimular l'economia, i la caiguda dels preus de l'habitatge, que, en reduir la riquesa immobiliària, podria reduir de manera significativa el consum.

Les corbes de tipus d'interès mostren que encara no s'ha normalitzat la situació.

Els tipus d'interès recullen l'augment del preu del risc

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic han pujat alguns punts bàsics a causa de l'increment de les tensions inflacionistes derivades del fort increment dels preus energètics i de les primeres matèries d'alimentació durant els últims mesos. En part, però, aquest moviment representa també una correcció de la caiguda dels tipus produïda per la «fugida cap a la qualitat» que es va produir durant el mes de novembre. En aquell moment, els inversors van desfer posicions en actius amb més risc i es van refugiar en els bons de deute públic dels països desenvolupats, amb la conseqüent caiguda de la rendibilitat oferta per aquests bons.

No obstant això, els moviments són molt suaus. Per exemple, el tipus d'interès dels bons de deute públic de la zona de l'euro ha pujat del 4,13% al 4,28%, i els bons a 10 anys als Estats Units tornen a cotitzar per damunt del 4%, després d'arribar al 3,94% en el mes anterior.

Com es poden mesurar la tensió i l'aversió al risc que es viuen als mercats de renda fixa? Hi ha dues formes que són molt útils. La primera consisteix a comparar les corbes de tipus d'interès del deute pú-

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2005	2006	2007			
			Juny	Setembre	Novembre	Desembre (*)
Estats Units	4,39	4,70	5,02	4,59	3,94	4,07
Japó	3,31	1,69	1,88	1,69	1,48	1,56
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,57	4,33	4,13	4,28
Regne Unit	4,10	4,74	5,46	5,01	4,64	4,63
Suïssa	1,97	2,52	3,23	3,01	2,88	2,99

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

blic i del mercat interbancari. La segona és estudiar l'evolució dels diferencials de crèdit exigits als bons emesos per empreses privades.

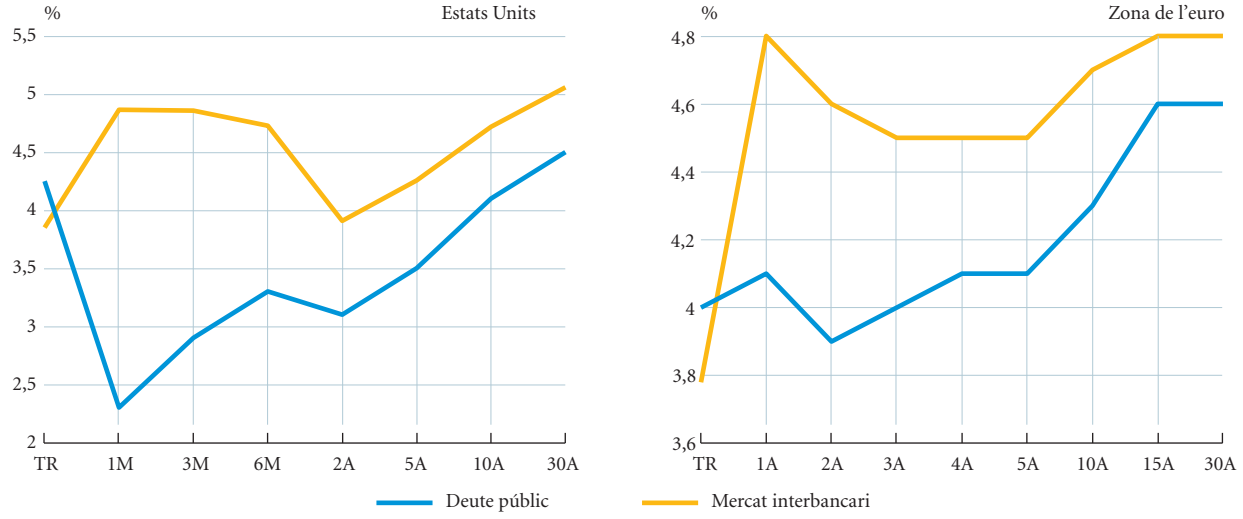
Al gràfic següent es recullen les corbes de tipus d'interès dels mercats de deute públic i del mercat interbancari dels Estats Units i de la zona de l'euro. La corba de tipus d'interès del deute públic es forma a través de la rendibilitat oferta per les emissions públiques realitzades a diferents terminis. Les corbes del mercat interbancari són les cotitzacions que ofereixen els bancs per prestar-se a diferents terminis. La corba de l'interbancari se situa sempre per damunt de la corresponent al deute públic, perquè, tot i que la probabilitat que un banc faci fallida és molt baixa, existeix, i, per tant, un risc més elevat ha de ser compensat amb un tipus d'interès més alt.

Per exemple, el tipus d'interès d'una lletra a un mes de venciment als Estats Units cotitza el 2,3%, mentre que, al mercat interbancari a un mes, cotitza el 4,9%. A la zona de l'euro, passa el mateix, tot i que certament amb menys intensitat: la rendibilitat d'un bo a un any és del 4,1%, mentre que el termini a un any al mercat interbancari cotitza el 4,8%.

Les gràfiques mostren una situació en què hi ha una gran distància entre la cotització del deute públic i el mercat interbancari, sobretot en els trams més curts de les corbes. Això és el reflex de la menor apetència que tenen els bancs per prestar-se diners. Apujar el preu del diner a un mes o a un any representa reduir la demanda de préstecs interbancaris a aquests terminis, ja que ara són més cars. L'objectiu de les injeccions de liquiditat en el mercat interbancari per part dels bancs centrals és, fonamentalment, reduir aquests diferencials de tipus entre les dues corbes. Injectar liquiditat implica cobrir la demanda de fons per part dels bancs i relaxar així el preu del diner a aquests terminis entre els bancs.

DIFICULTATS PER OBTENIR LIQUIDITAT

Corba de tipus d'interès del deute públic i del mercat interbancari als Estats Units i a la zona de l'euro



NOTES: TR = Tipus de referència del banc central. A la corba del mercat interbancari, és la cotització a 1 dia, M = Mesos, A = Anys.
Dades a 21 de desembre del 2007.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

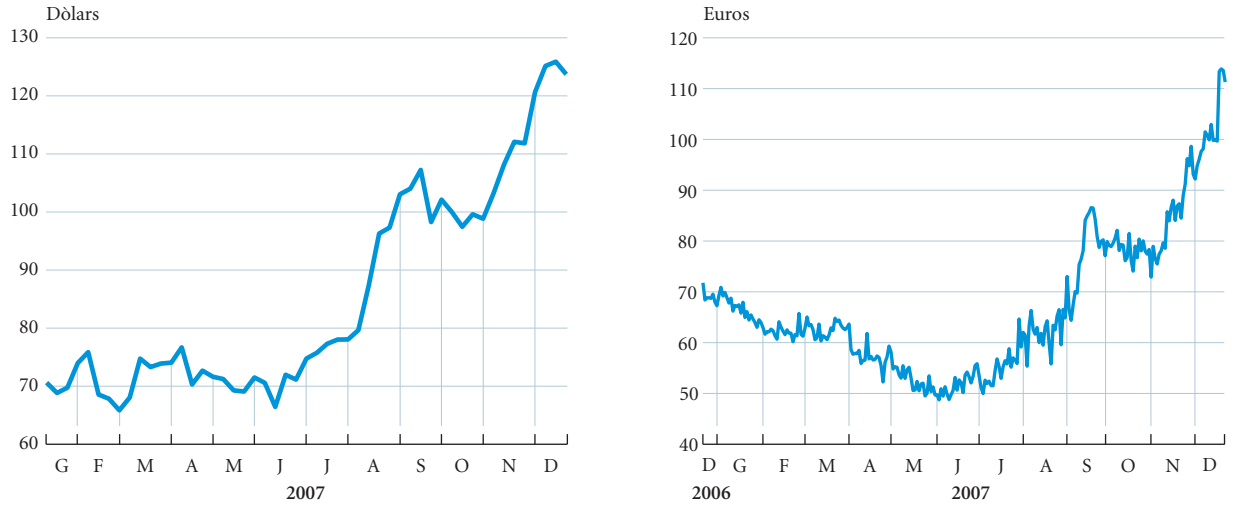
QUINA ÉS LA SEVA QUALITAT DE CRÈDIT?

Ratings segons Standard & Poor's

Investment Grade	AAA	Junk Bond	BB+
	AA+		BB
	AA		BB–
	AA–		B+
	A+		B
	A		B–
	A–		
	BBB+		
	BBB		
	BBB–		

L'ACCÉS AL CRÈDIT S'ENDUREIX

Diferencials de crèdit dels bons privats a 10 anys emesos en dòlars amb *rating* AAA i dels bons privats emesos en euros amb *rating* BBB. En punts bàsics



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

La segona forma d'estudiar el major nivell d'incertesa és mitjançant els diferencials de crèdit. Què paguen les companyies privades que emeten bons per captar finançament al mercat de renda fixa?

Les companyies han de pagar més si la seva qualitat de crèdit, és a dir, la seva probabilitat de fallida, és més alta. Els *ratings* assignats a les companyies van de la millor qualificació, l'«AAA», fins a la «D», que significa que l'empresa ha impagat. A la taula anterior, es mostra la classificació i la distinció entre els bons anomenats *investment grade*, o molt segurs, i els anomenats «bons escombraries», que representen una inversió més especulativa, en què el risc d'impagament és molt més alt.

Al gràfic anterior, es pot veure l'evolució dels diferencials de crèdit. Per exemple, un bo emès per una empresa en dòlars amb un venciment a 10 anys i un *rating* AAA ha de pagar 123 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) més que el mateix termini al mercat interbancari. És a dir, com el tipus a 10 anys al mercat interbancari als Estats Units és del 4,71%, un bo privat en dòlars aconsegueix finançament, però ha d'oferir una rendibilitat del 5,94% (4,71% + 1,23%).

En canvi, un bo emès per una empresa en euros a 10 anys amb un *rating* BBB ha de pagar 111 punts bàsics més que el mateix termini al mercat interbancari de la zona de l'euro, és a dir, el 5,81%. Però allò que importa és l'evolució del diferencial que s'exigeix al sector privat per finançar-se, que, com es pot observar, ha augmentat de forma considerable, situació que indica un preu més car del risc, és a dir, una major aversió al risc per part dels inversors.

Augmenta la volatilitat al mercat de divises

El dòlar frena la tendència de depreciació enfront de l'euro.

Al mercat de divises, s'ha frenat la tendència de depreciació del dòlar enfront de l'euro. Si el 26 de novembre l'euro assolia un màxim històric d'1,4873 enfront del *bitllet verd*, el dòlar ha aconseguit recuperar terreny i, durant l'últim mes, s'ha revalorat el 3,3% enfront de l'euro, fins a cotitzar l'1,437. Les notícies sobre la inflació, una mica pitjor del que estava previst als Estats Units, unides a les bones notícies sobre el ritme de despesa del consumidor nordamericà durant la campanya de Nadal impliquen que els inversors han cotitzat una menor probabilitat que la Fed abaixi el tipus d'interès en els propers mesos.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-12-2007

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2006	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	113,5	4,5	–4,9	–4,3
Lliura esterlina	0,504	4,0	–1,3	–1,2
Franc suís	1,155	4,6	–5,5	–5,3
Dòlar canadenc	0,997	1,0	–17,0	–15,9
Pes mexicà	10,820	–1,6	0,0	–0,4
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,437	–3,3	8,9	9,1
Ien japonès	163,1	1,2	3,8	4,6
Franc suís	1,661	1,5	3,2	3,6
Lliura esterlina	0,724	0,6	7,4	7,8
Corona sueca	9,448	1,4	4,5	5,4
Corona danesa	7,462	0,1	0,1	0,1
Zloty polonès	3,619	–1,9	–5,6	–5,2
Corona txeca	26,45	–1,3	–3,8	–4,2
Forint hongarès	254,0	–1,2	1,1	0,7

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

D'altra banda, hi ha dos elements més que han ajudat a la recuperació del dòlar. Primer, l'esmentat *currency swap* entre la Fed i el BCE, que ha aportat dòlars a uns bancs europeus delerosos de disposar de la divisa de l'altre costat de l'Atlàntic. A més a més, diversos fons d'inversió sobirans asiàtics, juntament amb inversors de l'Orient Mitjà, han comprat accions de diferents bancs dels Estats Units, els quals, atenses les pèrdues provocades per la crisi hipotecària, han necessitat recapitalitzar-se.

El ien japonès també s'ha afeblit enfront del dòlar, després de les notícies de deteriorament de les expectatives econòmiques sobre l'economia nipona i de la forta retallada de les estimacions de creixement per al Japó realitzades pel govern i pel Banc del Japó.

Mercat de divises: tot el que puja, baixa?

L'any que tanquem serà recordat per l'enfonsament de la moneda nord-americana, que ha marcat mínims històrics en relació amb les principals divises mundials. Enfront de l'euro, el dòlar ha perdut des del 2001 el 60% del seu valor i, després de trencar diverses barreres mínimes, va vorejar una cotització d'1,50 dòlars per euro cap al final de novembre. En termes de l'antiga moneda espanyola, el dòlar s'ha cotitzat a un tipus de canvi equivalent a 112 pessetes per dòlar, valor no vist des del començament de 1993. Enfront de la lliura esterlina, el dòlar ha cotitzat a nivells de «dos per un» inèdits des del començament dels vuitanta. D'altra banda, el ien japonès s'ha mantingut feble, però, tal com explicarem més endavant, per motius diferents als del dòlar.

En aquest requadre discutim quines són les perspectives per als tipus de canvi de les principals monedes. Atesa la fortalesa relativa d'algunes divises en termes històrics (o feblesa, segons el cas), cal preguntar-se si s'aplicarà la màxima de «tot el que puja, baixa» al cas de l'euro i la lliura esterlina i si, en canvi, s'aplicarà la de «tot el que baixa, puja» al cas del dòlar nord-americà i al ien. Examinarem les perspectives de les principals divises a partir dels mercats de béns (balança comercial) i d'actius (evolució de tipus d'interès), i també comentarem el paper que jugaran en el mecanisme d'ajustament els tipus de canvi d'alguns mercats emergents, en especial la Xina.

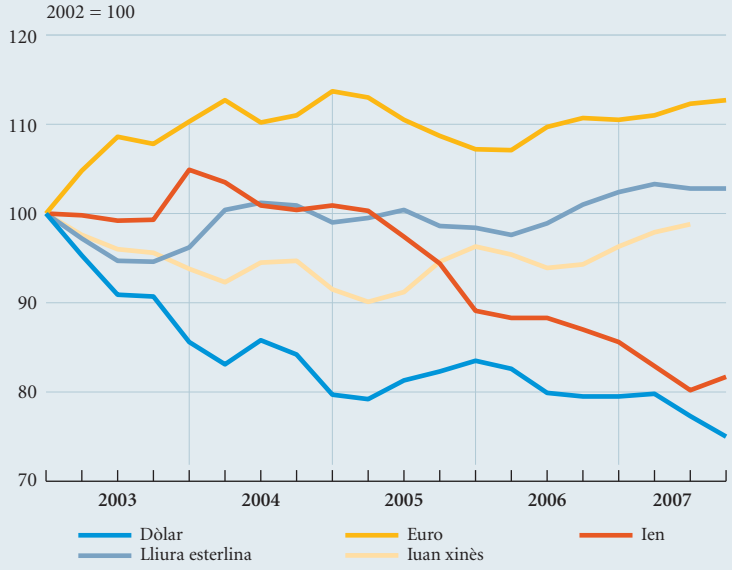
Per obtenir una perspectiva millor de l'evolució de les principals monedes, al gràfic següent presentem l'evolució del seu tipus de canvi real efectiu. Per a cada divisa, aquest indicador representa una mitjana ponderada dels tipus de canvi bilaterals d'una moneda en relació amb els seus principals socis comercials i té en compte el diferencial d'inflació entre països.[1] Com es pot veure, el ien i el dòlar han perdut valor, l'euro n'ha guanyat i el iuan i la lliura esterlina tenen un valor semblant al que tenien el 2003.

La feblesa del dòlar es pot atribuir a dos factors principals: un de caràcter estructural i un altre de caràcter més conjuntural. Comencem pel factor estructural: el famós dèficit comercial dels Estats Units. Aquest dèficit va arribar al 6,2% del PIB al final del 2005, i ja llavors es va dir que una part del mecanisme d'ajustament havia de venir per una apreciació del dòlar: en encarir les importacions i abaratir les exportacions, una pèrdua de valor del *bitllet verd* hauria d'impulsar positivament la balança comercial. Per això el dèficit comercial nord-americà s'ha reduït al 5% del PIB avui en dia. De fet, si durant aquest període no hagués augmentat el preu del petroli,

(1) Un augment del tipus de canvi real, és a dir, una apreciació real, pot ser conseqüència d'un augment del tipus de canvi nominal o d'una inflació més elevada en relació amb els altres països.

GUANYADORS I PERDEDORS EN LA CARRERA DE LES DIVISES

Tipus de canvi real efectiu



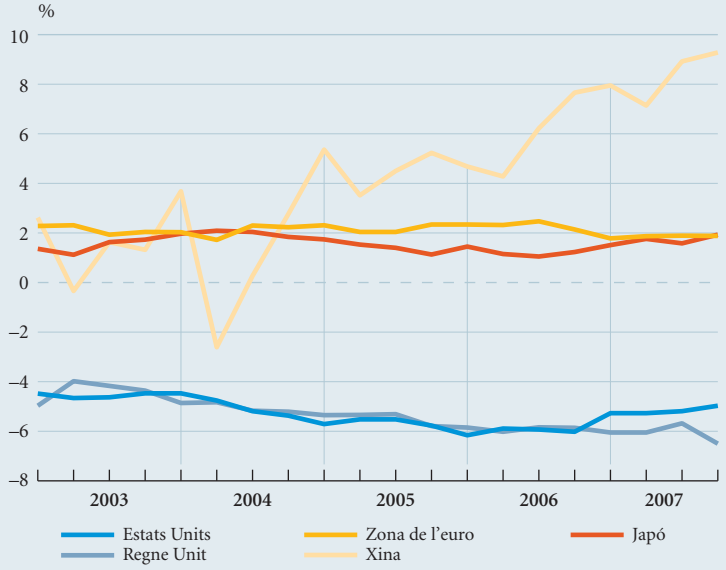
NOTA: Pujada del tipus de canvi real efectiu significa apreciació.
FONTS: Thomson Financial Datastream, OCDE i autoritats nacionals.

primera matèria de la qual els Estats Units són uns grans importadors, la reducció del dèficit comercial hauria estat aproximadament el 0,5% del PIB superior. El segon factor per explicar la feblesa del dòlar és més conjuntural i depèn del cicle econòmic actual: si la Reserva Federal retalla els tipus més que altres bancs centrals (com el BCE) durant el 2008 per contrarestar els efectes de la crisi immobiliària i hipotecària, com ho anticipen els mercats financers, llavors és probable que el dòlar, a curt termini, continuï feble. Un altre factor que podria jugar en contra del dòlar és la creixent presència de l'euro com a divisa de reserva als bancs centrals dels països emergents. El dòlar és la divisa reserva hegemònica amb claredat: representa el 65% del total de reserves en moneda estrangera, enfront del 25% de l'euro. No obstant això, és d'esperar que els països emergents diversifiquin més la seva cartera de divises, encara més si es percep que la feblesa del dòlar pot ser duradora. De fet, el mer anunci de la intenció de diversificar la cartera de divises per part d'alguns bancs centrals de països exportadors de petroli ja ha causat lleugeres depreciacions del dòlar.

Per tant, si el dòlar s'ha de depreciar, contra quines divises hauria de fer-ho i quines implicacions tindria per al tipus de canvi de l'euro? Tal com es mostra al gràfic següent, una de les claus és la Xina. El creixent superàvit comercial del gegant emergent asiàtic, que ja arriba al 9% del PIB, evidencia clarament que el iuan està molt infravalorat. Tot i que les autoritats xineses van abandonar el sistema de tipus de canvi fix amb el dòlar, ara com ara el tipus de canvi bilateral només s'ha apreciat tímidament, l'11% en dos anys (de 8,28 iuans per dòlar el 2005 a 7,37 iuans per dòlar al final del 2007). Els signes de sobreescalfament que mostra l'economia xinesa, amb una inflació en el 6% (i pujant) i un creixement real per damunt del 10%, suggereixen que no pot continuar important la política monetària nord-americana (a través d'un tipus de canvi massa rígid) i ha de deixar apreciar la seva moneda molt més del que ho ha fet fins ara. Això, sens dubte, alleujaria la pressió sobre altres tipus de canvi bilaterals, com el de l'euro/dòlar.

DESEQUILIBRIS PERSISTENTS EN LES BALANCES COMERCIALS

Balança comercial en percentatge del PIB



FONTS: Thomson Financial Datastream i autoritats nacionals.

Com es pot veure al gràfic anterior, el Japó i la zona de l'euro tenen una balança comercial que fluctua al voltant d'un superàvit de l'1% del PIB. Per què s'ha afeblit el ien enfront de l'euro si la posició externa de les dues zones econòmiques és similar? El ien ha estat víctima dels baixos tipus d'interès al Japó, que han propiciat l'aparició del fenomen conegut com a *carry trade*. Quan el diferencial de tipus d'interès entre dos països és alt, els inversors s'endeuten en la moneda amb tipus d'interès baix (el ien) i inverteixen en actius denominats en monedes amb tipus d'interès més alts, en un entorn de baixa volatilitat i escassa percepció del risc. Per tant, inicialment, el ien es deprecia en vendre els inversors la moneda nipona i comprar altres divises on realitzar les inversions. Quan vencen els terminis de les inversions, en teoria s'haurien de desfer les posicions als mercats de divises i tornar al tipus de canvi inicial. Però, si els diferencials de tipus d'interès persisteixen, els inversors tornen a realitzar la mateixa operació de venda de iens contra altres monedes massivament i deprimeixen encara més el valor del ien. Òbviament, l'operació comporta un risc de tipus de canvi, però compensa si el diferencial de rendiments és alt, com ha estat el cas recentment. Per tant, el ien s'ha depreciat en els dos últims anys a causa d'aquest fenomen, però, a mesura que els tipus d'interès pugin al Japó i baixin o es mantinguin en altres països, és d'esperar que els incentius al *carry trade* no compensin el seu possible risc i que, per tant, el ien s'aprecii, en no realitzar-se vendes massives.

En definitiva, pel que fa a la possibilitat de predir els tipus de canvi, la màxima que afirma que «tot el que puja, baixa» sol ser certa a llarg termini. Per tant, podríem dir que el dòlar i el ien podrien estar infravalorats i que el iuan xinès és la divisa que sembla més clarament infravalorada. L'euro sembla lleugerament sobrevalorat, i la seva apreciació enfront del dòlar deriva més aviat de la fase a la baixa del cicle econòmic als Estats Units i de la falta de flexibilitat en el tipus de canvi iuan/dòlar. Si aquests factors es corregeixen, podem esperar una lleugera depreciació de l'euro a llarg termini. No obstant això, la inherent volatilitat dels mercats financers, la posició cíclica de cada economia i la presència de grans jugadors amb tipus de canvi no totalment flexibles poden fer que el retorn al valor de llarg termini no estigui lliure de sorpreses.

Any discret a les borses dels països desenvolupats

En arribar al final de l'any, cal examinar la rendibilitat obtinguda en les inversions en renda variable. Les borses dels països desenvolupats han tingut un comportament en general discret, amb alguna excepció, com l'índex de la borsa alemanya, que registra una variació acumulada de l'ordre del 20%. Les borses nord-americanes han assolit en general rendibilitats inferiors al 10%.

Per la seva banda, l'IBEX 35 s'apropa al final de l'any amb una plusvàlua latent acumulada del 8%. Un resultat que, tenint en compte les turbulències actuals i la seva repercussió sobre la cotització de companyies relacionades amb els sectors de construcció, immobiliari i bancari, representa un comportament molt bo de l'índex de la borsa espanyola.

Entre les borses més importants, el pitjor moviment ha estat el de la japonesa. L'índex Nikkei ha patit molt més l'impacte de la inestabilitat financera i mostra una rendibilitat acumulada negativa de l'11,4%. En canvi, en general les borses dels països emergents s'han beneficiat d'un cicle de pujada de preus de les primeres matèries, en el cas dels països que són eminentment exportadors, i d'un fort creixement mundial, en el cas de les plataformes logístiques de producció industrial mundial, com l'Índia i la Xina.

En l'evolució anual de les borses dels països desenvolupats, l'esclat de la crisi hipotecària *subprime* dels Estats Units marca un abans i un després. El repte serà l'any

Les borses dels països desenvolupats, llevat del Japó, acaben l'any amb un resultat positiu però, en general, discret.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

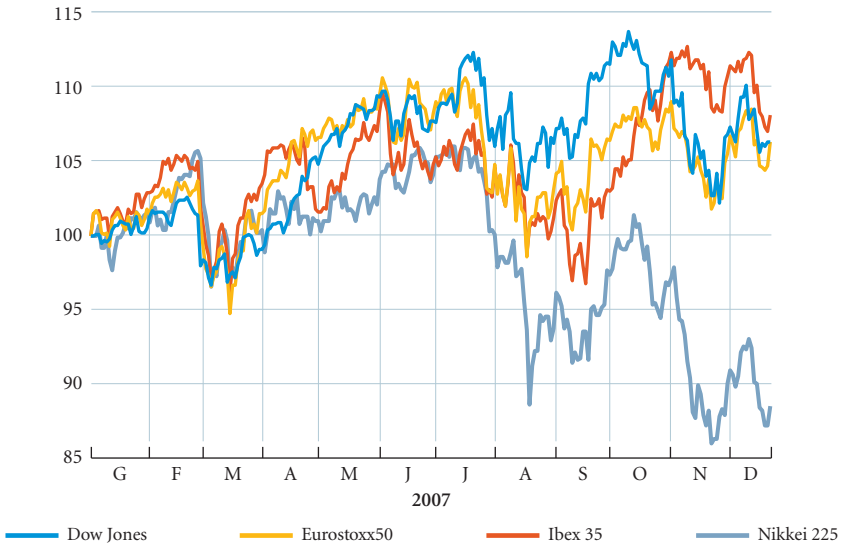
21-12-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*13.245,6*	*3,5*	*6,3*	*6,6*
Standard & Poor's	*1.460,1*	*3,1*	*2,9*	*2,9*
Nasdaq	*2.640,9*	*3,1*	*9,3*	*9,3*
Tòquio	15.257,0	2,8	–11,4	–10,5
Londres	6.433,1	6,0	3,4	4,0
Zona de l'euro	4.379,7	4,4	6,3	6,5
Frankfurt	*7.980,0*	*6,1*	*21,0*	*21,4*
París	*5.586,1*	*3,8*	*0,8*	*1,4*
Amsterdam	*512,5*	*6,0*	*3,5*	*3,6*
Milà	*38.231,0*	*2,3*	*–7,7*	*–7,4*
Madrid	*15.292,9*	*–0,5*	*8,1*	*8,1*
Zuric	8.458,5	4,1	–3,7	–3,6
Hong Kong	27.626,9	3,8	38,4	43,7
Buenos Aires	2.140,3	–3,4	2,4	4,2
São Paulo	62.846,0	3,7	41,3	44,9

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.

PROGRESSA ADEQUADAMENT, PERÒ HA DE MILLORAR

Evolució de les borses en base 1-1-2007 = 100



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

L'any 2008 planteja diversos reptes per a la renda variable.

2008, quan s'ha de valorar l'impacte de les restriccions creditícies sobre l'economia real i traduir en un menor creixement en algunes àrees del món. Les turbulències han afectat els comptes de resultats empresarials del sector financer i immobiliari, però no han contagiat amb tanta intensitat la resta de sectors econòmics. És sostenible aquesta situació? La clau estarà en una ràpida resolució dels desequilibris actuals.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Suau alentiment econòmic

En la recta final de l'exercici, l'economia continua polsant amb força, tot i que existeixen signes de lleugera desacceleració. El consum manté, en general, un impuls considerable, mentre que la inversió perd força. Els sectors econòmics mostren dinamisme, tot i que menys marcat a la construcció.

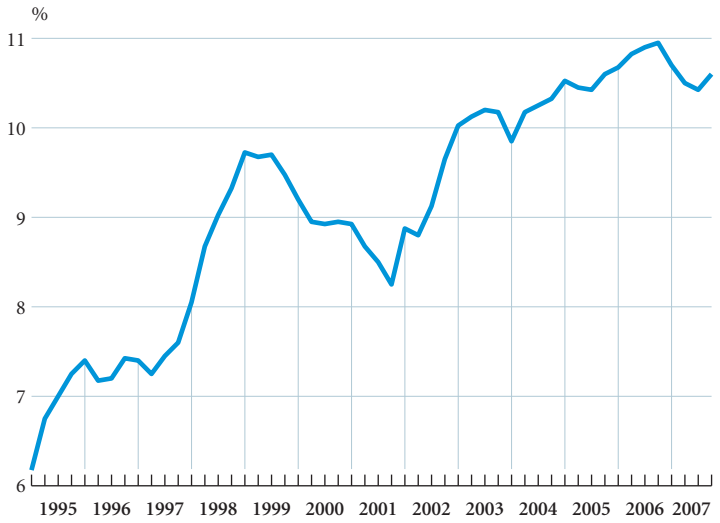
Les dades de l'enquesta de la Central de Balanços Trimestral del Banc d'Espanya són un bon termòmetre per mesurar la temperatura de l'activitat. Segons els resultats corresponents al tercer trimestre del 2007, la salut econòmica de les empreses és bona, tot i que s'aprecien senyals de moderació. En el període gener-setembre del 2007, el valor afegit brut generat per les empreses no financeres, que s'obté deduint els consums intermedis al valor de la producció, va créixer el 5,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior, 2,1 punts menys que un any abans. La desacceleració econòmica va ser més intensa en algunes branques, com el comerç, arran d'una certa pèrdua de to del consum.

Les despeses de personal de les empreses de la mostra es van incrementar el 4,3% en relació amb el mateix període del 2006, 1,2 punts menys que un any abans. Aquesta evolució va ser deguda a una creació d'ocupació una mica inferior en els mesos del 2007, ja que els salaris van créixer a un ritme similar. D'aquesta manera, el resultat econòmic brut de l'explotació va augmentar el 6,2% en relació amb el mateix període d'un any abans, expansió notable, tot i que inferior en 2,9 punts percentuals a la de l'any precedent.

La salut econòmica de les empreses continua essent bona.

EL RENDIMENT EMPRESARIAL SE SITUA EN UN NIVELL ALT

Rendibilitat ordinària dels recursos propis, mitjana mòbil de quatre trimestres



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

Taxes de variació anual

	2006	Trimestres I a III	
		2006	2007
Valor de la producció	10,0	12,5	4,3
Consums intermedis	11,1	15,2	3,8
Valor afegit brut (VAB)	**7,4**	**7,5**	**5,4**
Despeses de personal	6,6	5,5	4,3
Resultat econòmic brut d'explotació	**8,3**	**9,1**	**6,2**
Ingressos financers	27,6	21,0	18,6
Despeses financeres	35,8	34,1	35,8
Amortitzacions i provisions	7,3	1,9	–0,2
Resultat ordinari net	**7,9**	**10,0**	**4,5**
Plusvàlues i ingressos extraordinaris	70,8	31,4	–13,3
Minusvàlues i despeses extraordinàries	–28,0	–39,8	7,4
Provisions i impostos	76,0	130,9	–15,0
Resultat net	**39,8**	**11,5**	**3,0**

FONT: Banc d'Espanya (Central de Balanços Trimestral).

Les elevades rendibilitats empresarials sostenen el creixement de la inversió i l'ocupació.

Els ingressos financers de les societats van augmentar el 18,6% a conseqüència de l'increment dels interessos rebuts. No obstant això, l'augment de les despeses financeres encara va ser superior, a causa del creixement de l'endeutament contret per les empreses per afrontar els seus plans d'expansió i la pujada dels tipus d'interès. Així, el resultat ordinari net un cop restats el saldo financer i les amortitzacions i provisions d'explotació va pujar el 4,5% en relació amb dotze mesos abans, percentatge que també reflecteix un alentiment.

En els primers trimestres del 2007, les plusvàlues i els ingressos extraordinaris van disminuir en relació amb l'any anterior. Això explica que el resultat net només registrés un creixement anual del 3,0%.

De fet, la rendibilitat de les empreses mostra uns nivells notablement elevats. El rendiment ordinari de l'actiu net es va situar en el 7,9%, nivell idèntic al del mateix període del 2006. La rendibilitat ordinària dels recursos propis va ser superior, un robust 11,3%, ja que el cost financer es va col·locar 3,5 punts per sota del rendiment ordinari de l'actiu net. Les elevades rendibilitats empresarials sostenen el creixement de la inversió i l'ocupació.

Tornant a la situació conjuntural, els primers indicadors referents al quart trimestre mostren encara un impuls econòmic, amb algunes excepcions. Així, el consum d'electricitat, corregit de laboralitat i temperatura, va augmentar el 7,2% al novembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

El consum de béns duradors es desaccelera.

Sembla que el consum continua tirant raonablement, sobretot als serveis. En els béns de consum durador, en canvi, s'observa una desaceleració, fins al punt que, al novembre, les vendes d'automòbils van caure el 5,9% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, afectades per l'alça dels tipus d'interès. La confiança dels consumidors tampoc no es mostra gaire ferma, ja que, al novembre, va caure al punt més baix dels últims anys.

INDICADORS DE DEMANDA

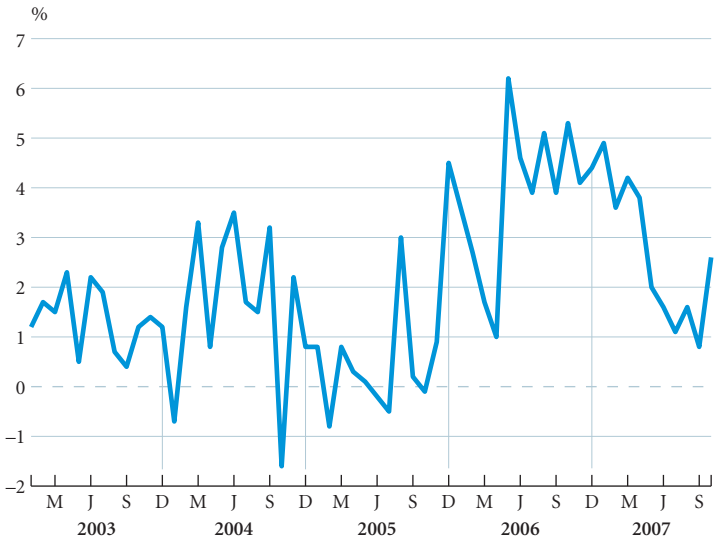
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,1	1,0	0,6	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	–1,1	5,6	8,4	...	...
Matriculacions d'automòbils	2,1	–0,9	–4,1	1,8	–0,7	–2,4	–2,9	3,4	–5,9
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	14,5	13,2	12,0	13,8	9,6	6,9	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–10,8	–12,3	–13,7	–10,3	–10,7	–12,7	–12,3	–16,0	–17,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	–0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	6,2	7,4	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	–0,6	...	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	0,5	–1,0	1,7	–2,2	–3,0	4,1	–7,8
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	7,6	...	...
Exportacions	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	6,7	...	...

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 PRODUCCIÓ INDUSTRIAL DÓNA UNA SORPRESA POSITIVA A L'OCTUBRE

Variació interanual de l'índex de producció industrial



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

Fort avanç de la producció de béns d'equipament.

Per la seva banda, la inversió tendeix a alentir-se, principalment en béns d'equipament. La producció d'aquest component va augmentar el 7,4% a l'octubre en relació amb el mateix mes del 2006. Les vendes de vehicles industrials i les importacions d'equipament, en canvi, mostren una tònica d'alentiment. El consum de ciment, indicador avançat de la inversió en construcció, va anotar un augment interanual del 5,2% a l'octubre, per bé que la dada del novembre va mostrar una lleugera caiguda.

Milloren les perspectives industrials.

Des del costat de l'oferta, l'índex de producció industrial va proporcionar una sorpresa positiva a l'octubre en créixer el 2,6% en relació amb el mateix mes del 2006, més del que s'esperava, tot i que menys que dotze mesos abans. La confiança empresarial va experimentar una certa millora al novembre en relació amb el baix nivell de l'octubre. D'altra banda, la utilització de la capacitat productiva va baixar una mica, però es mantenia en cotes elevades. Les perspectives industrials són raonablement bones, atesa la pujada del 10,5% de l'índex general d'entrades de comandes a la indústria a l'octubre, superior a la mitjana del 5,4% dels deu primers mesos de l'any.

Pel que fa a la construcció, manté un notable ritme d'activitat, per bé que amb

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006		2007				
			III	IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	6,0	3,8	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	1,1	2,6	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–4,8	–2,7	–2,3	–0,3	2,3	1,2	–0,7	–6,0	–1,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	80,3	81,6	80,6	81,3	82,1	–	81,1
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	13,8	12,1	8,1	8,2	8,7	...	...
Construcció									
Consum de ciment	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	–1,0	–1,4	5,2	–1,8
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	12,0	8,0	–6,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	–15,0	–50,7	...	...
Licitació oficial	18,5	31,3	19,1	55,0	13,3	–2,1	–29,6	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,2	6,6	...
Turistes estrangers	6,6	3,8	1,8	2,3	5,3	0,1	2,3	0,0	...
Ingressos turisme	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	3,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–3,2	–1,2	–3,3	–6,4	–4,1	–6,5	–1,4	–0,6	...
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,8	4,7	7,2	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	6,6	...	...

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.
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.

una tònica d'alentiment. Aquesta tendència tendirà a accentuar-se al subsector residencial, atesa la caiguda d'un indicador avançat com són els visats d'obra nova d'habitatges, tot i que aquesta davallada ha estat influïda per l'efecte del codi tècnic d'edificació, que, en el seu dia, va provocar un avanç de les sol·licituds en previsió de l'increment futur dels costos a conseqüència d'una normativa més estricta. En aquest marc, l'indicador de confiança a la construcció es va continuar deteriorant. A aquesta situació contribueix el refredament del mercat immobiliari. Segons les dades del Col·legi de Registradors de la Propietat, les transaccions d'habitatges es van reduir el 16,0% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior.

Els serveis progressen apreciablement. La seva xifra de negocis va pujar el 9,3% a l'octubre en relació amb el mateix mes del 2006. Les vendes del comerç al detall van mostrar el manteniment d'un moderat creixement a l'inici del quart trimestre. El tràfic aeri de passatgers avançava a un fort ritme anual en els primers mesos de l'últim trimestre. Pel que fa al turisme, a l'octubre les pernoctacions en establiments hotelers van augmentar el 0,7% en relació amb el mateix mes del 2006, en la línia d'una temporada mediocre.

Els serveis progressen apreciablement.

En resum, l'activitat econòmica manté un impuls notable, de manera que el creixement anual del 2007 s'apropará al 3,8%. No obstant això, mostra senyals de desacceleració i existeixen riscos a la baixa derivats de les turbulències als mercats financers internacionals, la qual cosa propicia unes condicions de finançament menys favorables. En aquesta tessitura, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic ha rebaixat recentment les previsions de creixement de l'economia espanyola fins al 2,5% per al 2008 i fins al 2,4% per al 2009.

L'OCDE rebaixa la previsió de creixement econòmic per al 2008 fins al 2,5%.

L'habitatge es refreda

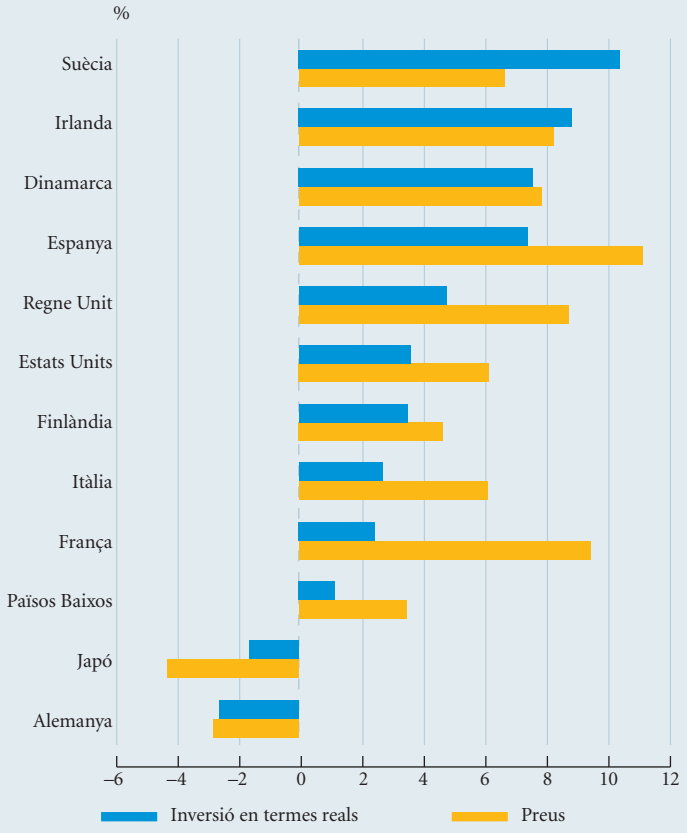
El sector immobiliari es refreda a la majoria de països desenvolupats… i no a conseqüència del canvi climàtic. A gairebé tots els estats membres de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), la inversió es desaccelera i els preus es frenen. Es tracta d'un canvi de cicle sobrevingut abans que les turbulències dels mercats financers desencadenades l'estiu passat es fessin sentir als mercats de crèdit. Unes turbulències que no contribueixen, precisament, a pal·liar el desinflament de les expectatives del sector. Tot i que la desaceleració del sector es percep en molts països, el 2007 només els Estats Units i Irlanda van patir un descens de la inversió en habitatge i una caiguda en els preus reals. També al Japó i a Alemanya el sector presenta un to recessiu, per bé que, en aquests casos, la diferència és que són països que no han travessat una etapa d'expansió prolongada.

Aquest canvi de cicle es produeix després d'un llarg període en què l'activitat immobiliària ha experimentat una notable expansió de forma simultània en un gran nombre de països. Per aquest motiu, la primera causa que explica l'alentiment de l'habitatge és el mateix esgotament del cicle alcista en una activitat que es caracteritza, precisament, per patir oscil·lacions notablement elevades. Al mateix temps, els preus han experimentat alces notables i han assolit màxims històrics, tant en nivells absoluts com en relació amb la renda de les famílies.

On la sotragada de l'habitatge es fa més patent és als Estats Units, ja que la contracció del sector, iniciada al començament del 2006, no ha fet més que agreujar-se de llavors ençà, i les perspectives són més aviat pessimistes.

LLARGA FASE EXPANSIVA EN LA INVERSIÓ RESIDENCIAL

Anys 2000 a 2006, variació anual mitjana



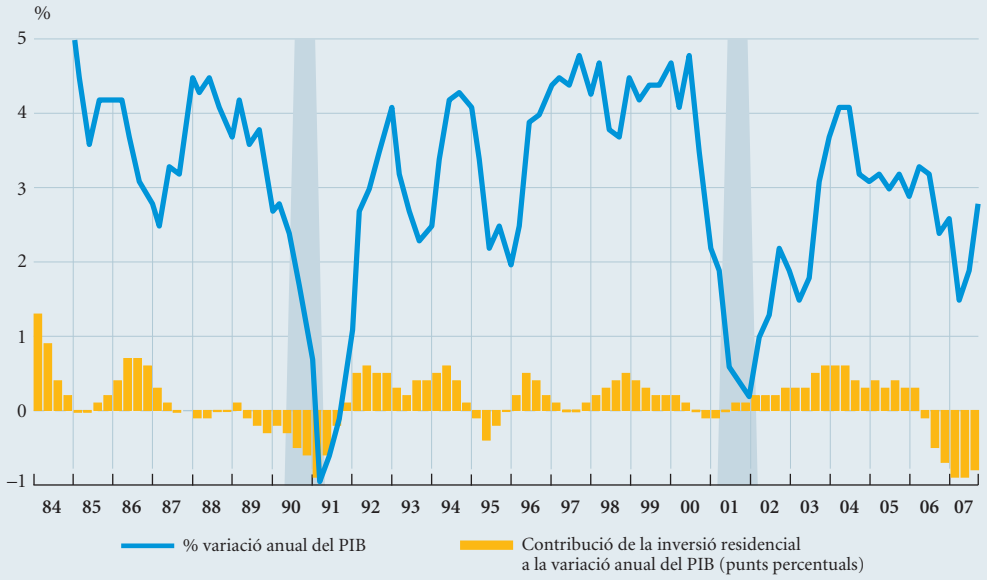
FONTS: AMECO, OCDE i elaboració pròpia.

La crisi immobiliària nord-americana es va agreujar a partir de l'agost, en aflorar el fenomen de les hipoteques *subprime*, de manera que porta camí de ser una de les més intenses de la història recent. Contràriament al que ha estat habitual en les crisis immobiliàries dels Estats Units, en aquesta ocasió la pèrdua de riquesa immobiliària no ha impactat, ara com ara, d'una manera significativa sobre el consum privat, motiu pel qual no ha comportat una desacceleració més intensa de l'economia.

A Irlanda, la construcció d'habitatges ha entrat també en una fase recessiva. Després de més de deu anys d'expansió, a remolc d'una extraordinària evolució de l'economia i d'un flux migratori elevat, la construcció residencial ha arribat a superar el 10% del producte interior brut, el nivell més elevat de l'OCDE. No obstant això, a partir de la meitat del 2006, es va fer evident la frenada de l'activitat i de les transaccions, al mateix temps que els preus començaven a baixar, tendències que es mantindran en els propers trimestres.

Altres economies, entre les quals s'inclou l'espanyola, comencen a sentir els efectes de l'esgotament del cicle de la construcció. Fins a quin punt la reculada pot ser important? En primer lloc, dependrà de la intensitat de l'últim cicle expansiu a cada país, ja que es pot esperar que, si l'expansió ha estat molt elevada, la frenada pot ser més intensa. La qüestió més rellevant, però, és si la pujada, hagi estat quina hagi estat la seva magnitud, ha respost a fo-

EL PIB DELS ESTATS UNITS RESISTEIX



NOTA: Les àrees tramades corresponen a recessions.
FONTS: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research i elaboració pròpia.

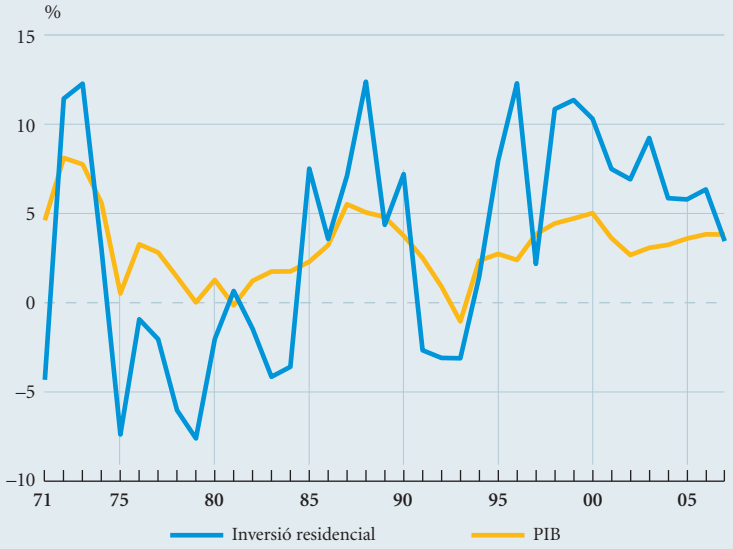
naments econòmics o si ha estat el resultat de la intervenció de factors de caràcter més especulatiu. En definitiva, si l'expansió és el resultat de canvis en els fonaments econòmics, la fase de desacceleració dependrà de la persistència o no d'aquests fonaments.

Aquests fonaments poden ser de tres tipus. En primer lloc, els derivats de les condicions financeres: nivell i volatilitat dels tipus d'interès, desenvolupament dels productes de crèdit hipotecari, innovació i competència al mercat bancari, etc. En segon lloc, la situació econòmica determina molt la demanda d'inversió en habitatges, que és la despesa d'inversió més important que efectuen les famílies, de manera que el creixement de les rendes de les llars, la taxa d'atur o les expectatives de creixement salarial o d'ocupació seran determinants en aquest sentit. En tercer lloc, la demografia és un element bàsic en la demanda d'habitatges, tant pel que fa al creixement natural de la població o als moviments migratoris com als canvis socials, com la taxa de divorcis o l'emancipació dels joves.

A causa d'aquesta varietat de factors, l'evolució de la inversió residencial el 2008 pot ser molt diversa en funció dels països. El factor comú, però, serà la contracció creditícia derivada de la crisi *subprime* nord-americana. La inquietud causada per la dispersió del risc d'aquests actius ha generat una certa convulsió en determinats segments del mercat creditici, i el que en un principi semblava un problema que es resoldria en un termini breu s'ha convertit en una tempesta financera que afecta molts països, que ha reduït la liquiditat dels mercats financers i que ha afectat el normal desenvolupament de les operacions en aquests mercats. A més a més, la crisi hipotecària nord-americana ha deteriorat els índexs de confiança no solament als Estats Units sinó a molts altres països desenvolupats. Per tant, el menor dinamisme del crèdit és un factor que no afavorirà l'activitat immobiliària, ja que aquesta activitat es basa especialment en la facilitat per accedir al crèdit.

EL LLARG CICLE S'ESGOTA

Variació anual



FONTS: AMECO i elaboració pròpia.

En el cas d'Espanya, al llarg dels tretze últims anys, la construcció d'habitatges ha travessat una excepcional fase expansiva, tant en volum d'edificació com en preus. Com es pot observar al gràfic anterior, la seva durada supera la registrada entre mitjan anys vuitanta i començament dels noranta. La conjunció d'un seguit de factors explica aquest singular període. Des de la perspectiva financera, el descens dels tipus d'interès registrat des del moment en què es va anticipar la futura integració del sistema monetari espanyol en l'euro va ser un factor determinant en la disposició de les famílies a endeutar-se per comprar una residència, un actiu estimulat fiscalment i que ha constituït la forma tradicional d'estalvi del país. L'excel·lent marxa de l'economia, plasmada en un històric avanç de les xifres d'ocupació, ha significat un important progrés de la renda de les famílies espanyoles, que han augmentat així la seva capacitat per assumir un major volum de deute. Per si no n'hi hagués prou amb això, l'onada d'immigració dels darrers anys ha sumat un important volum de demanda d'habitatges, tant urbans, per part d'immigrants que troben feina, com en zones de segona residència, per europeus que decideixen passar els anys de jubilació a la península.

Les perspectives del sector immobiliari, com ja s'ha apuntat, són en general de desacceleració, en part a causa d'un cert esgotament dels factors que van propiciar l'expansió anterior i de les turbulències financeres desencadenades arran de la crisi *subprime*. Les conseqüències sobre el creixement general de l'economia es faran notar, ja que, a més dels seus efectes directes, l'activitat immobiliària té importants efectes d'arrossegament sobre altres factors de l'economia. Estimacions de l'OCDE mostren que els països més afectats poden ser Irlanda i Dinamarca, mentre que altres, entre els quals es troba Espanya, veuran lleugerament reduït el pes de la inversió residencial sobre el PIB. Pel que fa als preus, l'experiència recent de països com el Regne Unit, Austràlia, Finlàndia i, fins i tot, els Estats Units mostra que les correccions no han de ser forçosament elevades, en especial si no es produeix un increment sensible dels tipus d'interès.

Mercat de treball

Creació sostinguda de llocs de treball, però a un ritme inferior al del 2006

El mercat laboral manté la tònica d'alentiment, per bé que la creació de llocs de treball conserva un ritme notable. Així, el nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social va augmentar el 2,3% al novembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa inferior en una dècima a la registrada a l'octubre i sensiblement inferior a la del 2006. No obstant això, analitzant la tendència, s'observa que, en els últims mesos, es manté un ritme de creació d'ocupació lleugerament superior al 2% en termes anualitzats.

El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va disminuir en 93.426 persones al novembre fins als 19.325.697 al final del mes, però va ser conseqüència d'un efecte estacional. En els dotze últims mesos, el nombre total d'afiliats s'ha incrementat en 441.582 persones, dels quals 284.159 eren espanyols i 157.423, estrangers. En l'últim any, el nombre d'afiliats espanyols ha augmentat l'1,7% i el d'estrangers, el 8,4%.

El ritme anual de creació de llocs de treball es manté per damunt del 2%, segons l'afiliació a la Seguretat Social.

Per gèneres, les dones han continuat incrementant la seva participació en el total de l'afiliació fins a representar el 42,0% al final de novembre, quan el 1997 només

Més augment de l'afiliació al col·lectiu estranger, però també de l'atur.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

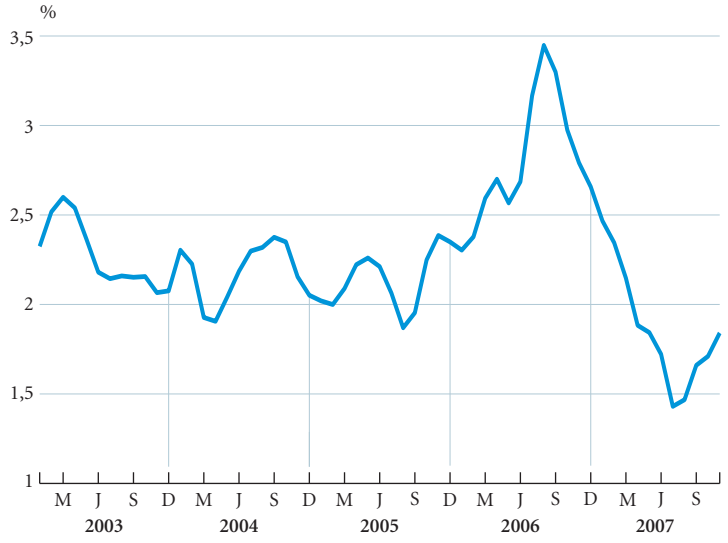
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006	2007				
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre
Afiliats a la Seguretat Social								
Sectors d'activitat	–0,5	0,0	0,2	2,2	2,7	2,5	2,6	2,4
Indústria	8,6	8,7	6,8	6,1	4,4	2,3	1,4	0,5
Construcció	5,7	5,2	4,0	4,1	3,7	3,0	2,9	3,0
Serveis								
Situació professional								
Assalariats	*4,8*	*4,7*	*3,5*	*3,9*	*3,5*	*2,6*	*2,4*	*2,2*
No assalariats	*2,6*	*2,2*	*2,2*	*2,5*	*2,7*	*2,9*	*3,0*	*3,0*
Total	**4,4**	**4,3**	**3,3**	**3,6**	**3,3**	**2,7**	**2,5**	**2,3**
Població ocupada (*)	**5,6**	**4,1**	**3,6**	**3,4**	**3,4**	**3,1**	–	–
Llocs de treball (**)	**3,2**	**3,2**	**3,1**	**3,3**	**3,2**	**3,0**	–	–
Contractes registrats (***)								
Indefinits	8,7	41,1	76,8	25,8	15,6	–1,6	–2,7	–18,1
Temporals	4,6	4,7	0,5	2,6	–1,9	–0,5	6,3	–1,9
Total	**5,0**	**7,9**	**7,3**	**5,3**	**–0,1**	**–0,7**	**5,1**	**–4,1**

NOTES: (*) Estimació de l'enquesta de població activa (les variacions corresponents a 2005 estan corregides de l'impacte dels canvis metodològics).
(**) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(***) A l'INEM.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

CREIXEMENT MODERAT DELS AFILIATS ESPANYOLS A LA SEGURETAT SOCIAL

Variació intermensual anualitzada del nombre d'espanyols afiliats a la Seguretat Social (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.
FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

Feble increment de l'ocupació a la indústria.

eren el 36,1%. Aquesta evolució ha estat deguda, lògicament, a un ritme d'afiliació més intens de les dones, del 3,9% en els dotze últims mesos, taxa que triplica la corresponent als homes.

Per sectors, el més dinàmic és el dels serveis, el nivell d'afiliats a la Seguretat Social del qual ha pujat el 3,0% en els dotze últims mesos i fins i tot amb un avanç superior en l'últim període. Les branques de serveis que, en els dotze últims mesos, han experimentat un creixement més intens de l'ocupació han estat les activitats sanitàries i els serveis socials, l'educació i el servei domèstic. La indústria ha augmentat els afiliats el 2,4% en l'últim any, per bé que el ritme de creixement ha baixat per sota de l'1% en els dos últims mesos.

La creació de llocs de treball es concentra a les grans empreses i a les empreses mitjanes.

Pel que fa a la construcció, la taxa de variació interanual va caure fins al 0,5% al novembre, i, de fet, en els dos últims mesos, aquest sector ha expulsat ocupació. El canvi de cicle ha tingut un altre efecte qualitatiu. La pèrdua de to ha motivat que nombrosos treballadors hagin decidit convertir-se en autònoms. Així, el nombre d'autònoms de la construcció ha crescut el 10,2% en els dotze últims mesos, mentre que els afiliats al règim general s'han reduït el 2,0% en el mateix període.

L'augment del nivell de l'afiliació ha permès que els comptes de la Seguretat Social ostentin un ampli superàvit. Així, en els primers deu mesos del 2007, els ingressos per cotitzacions socials van augmentar el 7,0% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

D'altra banda, el nombre total de contractes acordats durant el mes de novembre va ser d'1.592.018, amb un descens del 4,1% en relació amb el mateix mes de l'any precedent. En els onze primers mesos de l'exercici, la contractació acumulada va arribar als 17.360.789, amb una alça de l'1,2% en relació amb el mateix

període del 2006. Al novembre, van disminuir tant els contractes indefinits com els temporals, comparats amb el mateix mes de l'any anterior.

D'altra banda, segons les dades de l'enquesta trimestral de conjuntura laboral del Ministeri de Treball i Assumptes Socials, que, a diferència de l'enquesta de població activa, es dirigeix a les empreses en lloc de dirigir-se a les famílies, en el tercer trimestre del 2007 la taxa de temporalitat del sector privat va caure fins al 31,9%. Aquesta taxa representa un mínim històric de la sèrie i reflecteix els efectes de la reforma laboral. Aquesta enquesta permet desglossar l'augment anual dels efectius laborals per les dimensions del centre de treball. En els dotze últims mesos fins al setembre, els assalariats van augmentar el 9,8% als centres de més de 250 treballadors; el 4,5%, als de 51 a 250; el 0,9% als d'11 a 50, i l'1,5% als d'1 a 10. És a dir, l'ocupació va ser més dinàmica a les grans empreses i a les empreses mitjanes.

Lleuger empitjorament de l'atur registrat al novembre

El nombre de persones registrades a les oficines dels serveis públics d'ocupació va augmentar en 45.896 al novembre fins a situar-se en 2.094.473. Aquesta xifra representa un increment interanual del 3,5%, 7 dècimes més que en el mes anterior. Es va tractar de la pujada mensual més intensa en aquest mes des del 2003. De fet, en els últims mesos, el nombre d'aturats registrats ha crescut a un ritme anual proper al 4%.

L'atur registrat puja el 3,5% al novembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

En relació amb un any abans, al novembre la construcció i l'agricultura presentaven l'augment relatiu més important de l'atur registrat. En l'últim mes, l'atur ha tornat a repuntar amb força a la construc-

El nombre d'aturats puja a totes les comunitats autònomes al novembre.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

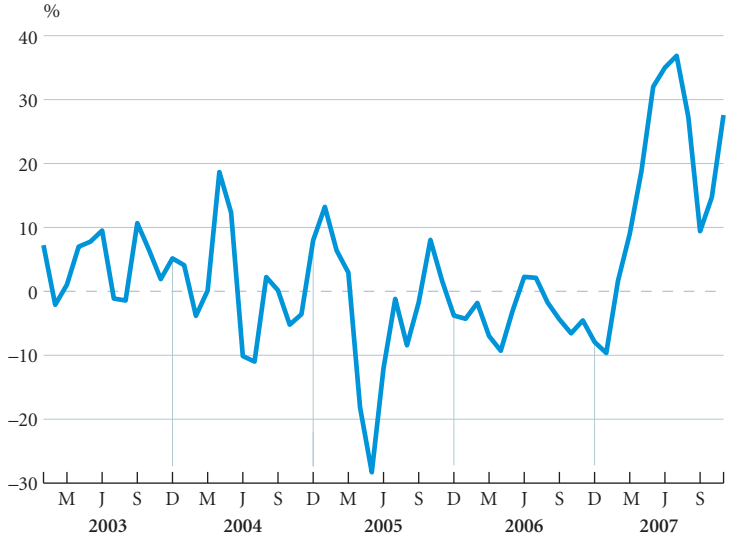
Novembre 2007

	Aturats	Variació sobre desembre 2006		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	69.210	7.716	12,5	5.322	8,3	3,3
Indústria	271.538	–10.610	–3,8	–3.979	–1,4	13,0
Construcció	251.565	14.794	6,2	34.819	16,1	12,0
Serveis	1.283.684	58.815	4,8	45.228	3,7	61,3
Primera ocupació	218.476	885	0,4	–10.081	–4,4	10,4
Per sexes						
Homes	834.047	29.773	3,7	56.985	7,3	39,8
Dones	1.260.426	41.827	3,4	14.324	1,1	60,2
Per edats						
Menors de 25 anys	243.694	1.682	0,7	–11.886	–4,7	11,6
Resta d'edats	1.850.779	69.918	3,9	83.195	4,7	88,4
TOTAL	**2.094.473**	**71.600**	**3,5**	**71.309**	**3,5**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

L'ATUR TORNA A PUJAR SOBTADAMENT A LA CONSTRUCCIÓ

Variació intermensual anualitzada del nombre d'aturats registrats a la construcció (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.
FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

Els treballadors augmenten el poder adquisitiu l'1,4% anual en el tercer trimestre.

ció, mentre que, a la indústria i, amb menys intensitat, als serveis, ha tendit a disminuir. Per sexes, en els dotze últims mesos l'atur registrat ha pujat en els dos casos, però més en el masculí, ja que els homes són majoritaris a la construcció.

En l'àmbit territorial, cal destacar que, al novembre, el nombre d'aturats registrats es va incrementar a totes les comunitats autònomes. D'altra banda, els aturats registrats estrangers es van incrementar el 22,9% en relació amb el novembre del 2006.

Augment dels costos laborals

Els costos laborals van tendir a repuntar en el tercer trimestre. El cost laboral mitjà per treballador i mes es va col·locar en 2.201 euros, quantitat que representa una pujada interanual del 4,2%, 3 dècimes més que en el trimestre anterior, d'acord amb l'enquesta trimestral de cost laboral de l'Institut Nacional d'Estadística.

De fet, el cost salarial per treballador i mes, que inclou el salari ordinari i els pagaments extraordinaris i endarrerits, va augmentar menys, el 3,8%, en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior. D'altra banda, els altres costos laborals van augmentar el 5,2%, a causa, particularment, de les indemnitzacions per acomiadament i per final de contracte, sobretot a la construcció.

D'altra banda, els costos laborals per hora de treball efectiva van pujar el 5,1% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període del 2006. Aquest creixement més intens va ser conseqüència d'una disminució del 0,9% en el nombre d'hores treballades.

En termes reals, el guany mitjà per treballador i mes va ser de l'1,4% en taxa interanual, atès que la inflació mitjana del trimestre va ser del 2,4%. D'aquesta manera, el guany de poder adquisitiu anual es va col·locar en el mateix nivell del trimestre anterior.

INDICADORS DE SALARIS

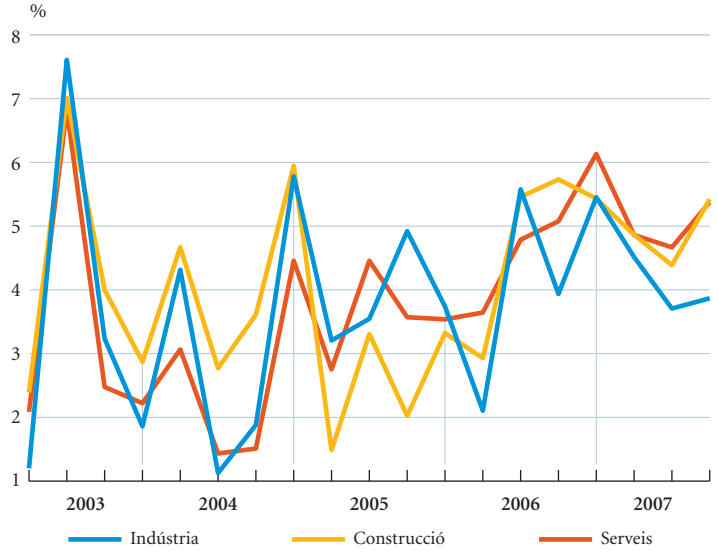
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006		2007		
			III	IV	I	II	III
Increment pactat en convenis (*)	**3,2**	**3,3**	**3,2**	**3,3**	**2,9**	**2,9**	**2,9**
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	**2,8**	**3,0**	**3,1**	**3,4**	**3,6**	**3,7**	**3,7**
Enquesta trimestral de cost laboral							
Costos salarials							
Total	2,6	3,4	4,0	3,7	4,3	3,8	3,8
Indústria	*2,7*	*3,6*	*4,1*	*3,6*	*3,7*	*3,1*	*2,3*
Construcció	*2,3*	*3,7*	*4,2*	*3,9*	*5,5*	*3,9*	*4,8*
Serveis	*2,9*	*3,7*	*4,3*	*4,0*	*4,5*	*4,3*	*4,2*
Guanys mitjans per hora treballada	3,2	4,2	4,4	5,0	4,6	4,2	4,6
Altres costos laborals	3,6	3,6	2,6	2,6	3,2	4,0	5,2
Jornada laboral (***)	–0,6	–0,6	–0,3	–1,3	–0,2	–0,3	–0,9
Jornals agraris	**3,1**	**2,8**	**3,2**	**2,4**	**3,1**	**2,5**	**3,3**
Cost laboral a la construcció	**4,3**	**4,4**	**4,5**	**4,5**	**2,5**	**2,4**	**2,3**

NOTES: (*) No inclou clàusules de revisió salarial. Dades acumulades.
(**) Comptabilitat nacional trimestral; dades corregides d'estacionalitat i calendari.
(***) Hores efectives per treballador i mes.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

ELS COSTOS SALARIALS NO ES MODEREN

Variació interanual del cost salarial ordinari per hora efectiva



FONTS: Enquesta trimestral del cost laboral i elaboració pròpia.

Per comunitats autònomes, s'aprecia una notable dispersió dels costos laborals per treballador i mes. Els més elevats es registren al País Basc, amb 2.262 euros, seguit de Madrid i Navarra, mentre que els més baixos es concentren a Extremadura, amb 1.834 euros, Múrcia i Canàries.

Per al 2008, es mantenen les pautes pel que fa a la negociació col·lectiva salarial en el marc de l'Acord Interconfederal per a la Negociació Col·lectiva. Així, les principals organitzacions patronals i els sindicats majoritaris van manifestar que els salaris de convenis s'incrementaran d'acord amb la inflació prevista del 2%. No obstant això, les clàusules de revisió es mantindran per garantir el poder adquisitiu.

Preus

Carburants i aliments espatllen l'IPC al final de l'any

Una vegada més, els carburants han estat els protagonistes de l'índex de preus de consum (IPC). Els màxims històrics assolits pel preu del petroli al novembre no van ser compensats totalment per l'apreciació de l'euro i es van traslladar ràpidament al preu dels carburants als assortidors. Els preus dels aliments elaborats també van pujar de manera considerable i va prosseguir la translació de preus de les primeres matèries agràries internacionals. D'aquesta manera, la taxa de l'IPC es va enfilar fins al 4,1% al novembre, mig punt més que en el mes precedent, i va tornar al nivell del començament del 2006. Per la seva banda, la inflació subjacent, que constitueix el nucli de la inflació en excloure els productes energètics i els aliments elaborats, molt volàtils, es va continuar incrementant, tot i que només en 0,15 dècimes, de manera que es va col·locar en el 3,2% anual.

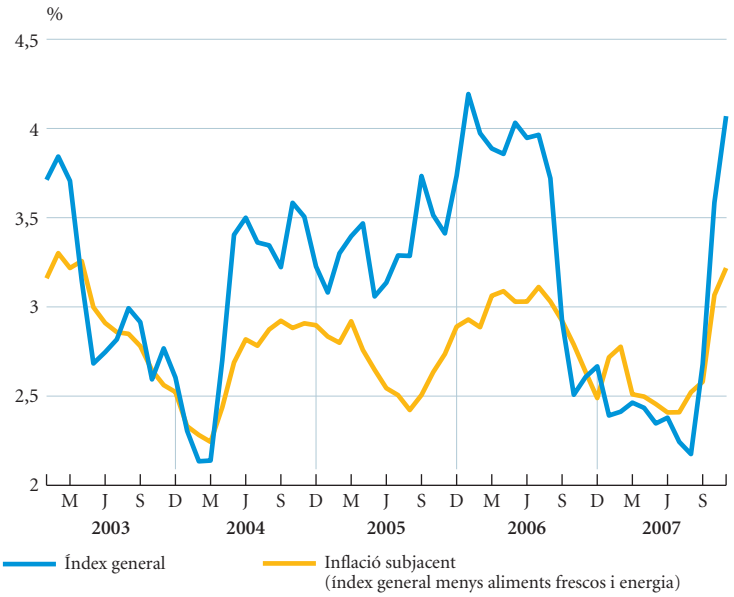
La inflació subjacent augmenta fins al 3,2% a causa dels aliments elaborats.

En efecte, de les cinc dècimes d'augment de la taxa interanual d'inflació al novembre, una mica més de la meitat correspon als carburants i lubricants, el preu dels quals ha augmentat el 15,1% en els dotze últims mesos. A part d'això, altres combustibles, com el *fuel-oil*, es van incrementar el 20,4% en relació amb el mateix mes de l'any precedent.

Forta pujada d'alguns aliments bàsics, com la llet, el pa i els ous...

LA INFLACIÓ DESFÀ EL CAMÍ

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

...tot i que baixen les patates i l'oli.

Per la seva banda, els aliments elaborats van contribuir amb 0,15 punts a la pujada de la inflació anual al novembre, i la seva taxa de variació anual va pujar 9 dècimes fins al 7,0%. En aquest sentit, cal destacar l'alça anual del 30,5% de la llet. Per la seva banda, els iogurts i els formatges van augmentar el 10,6% i el 8,6%, respectivament. Aquest encariment reflecteix el repunt del preu de la llet als mercats mundials, a causa, d'una banda, de la restricció de l'oferta provocada per causes climatològiques als principals productors i per les quotes de la Unió Europea i, de

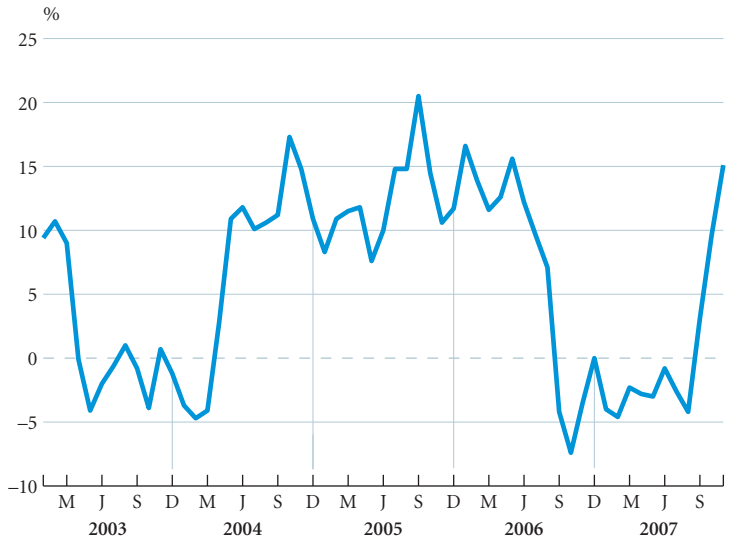
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2006			2007		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual
Gener	–0,4	–0,4	4,2	–0,7	–0,7	2,4
Febrer	0,0	–0,4	4,0	0,1	–0,6	2,4
Març	0,7	0,3	3,9	0,8	0,1	2,5
Abril	1,4	1,8	3,9	1,4	1,5	2,4
Maig	0,4	2,1	4,0	0,3	1,8	2,3
Juny	0,2	2,3	3,9	0,2	2,0	2,4
Juliol	–0,6	1,7	4,0	–0,7	1,3	2,2
Agost	0,2	1,9	3,7	0,1	1,4	2,2
Setembre	–0,2	1,7	2,9	0,3	1,7	2,7
Octubre	0,4	2,1	2,5	1,3	3,0	3,6
Novembre	0,2	2,4	2,6	0,7	3,8	4,1
Desembre	0,3	2,7	2,7			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

SOBTAT REPUNT DELS CARBURANTS

Variació interanual del component dels carburants i lubricants de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

l'altra, de l'increment de la demanda per part de països emergents molt poblats. El pa també es va continuar encarint fins al 14,1% anual, arran de l'alça del preu dels cereals. En canvi, els olis presentaven una caiguda anual del 12,7% després de la intensa pujada en períodes anteriors.

La taxa d'inflació dels aliments no elaborats va augmentar menys, dues dècimes, fins al 4,9% anual. Un seguit de factors d'oferta i demanda van fer repuntar els ous el 9,7% i les fruites fresques el 7,1%. En canvi, les patates van baixar el 3,4%. Per la seva banda, la carn de boví mantenia una variació anual del 4,4%, mentre que la de porcí només augmentava el 0,5%.

Al costat de les bones notícies també cal esmentar que els preus dels béns industrials no energètics es van continuar desaccelerant. Així, la seva taxa d'inflació anual es va situar en un minúscul 0,3% al novembre, gràcies a la fortalesa de l'euro i a la forta competència als mercats globals.

Els preus dels béns industrials no energètics es continuen desaccelerant.

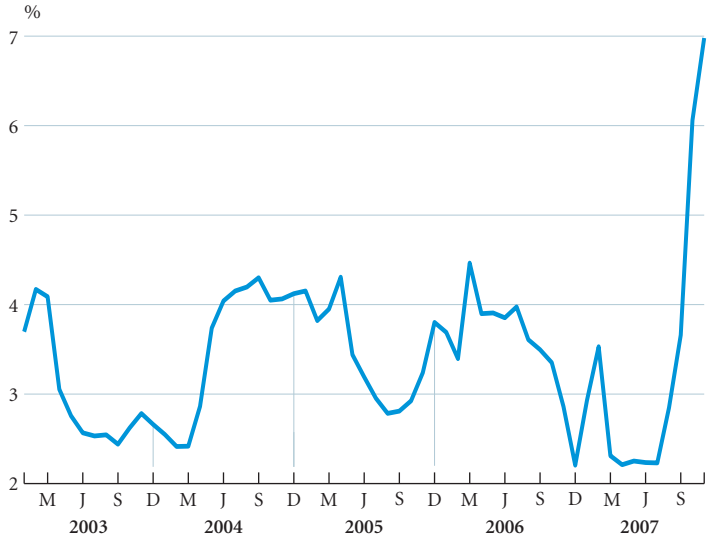
Els preus dels serveis, més protegits de la competència exterior, van mantenir el ritme d'avanç en el 3,8% anual. Entre els que pujaven per sota de la mitjana figurava l'educació secundària, amb el 3,5%, mentre que per damunt se situaven l'educació universitària, amb el 4,8%, i el turisme i l'hoteleria, amb el 4,4%.

De cara al tancament de l'exercici, l'IPC es col·locarà al voltant del 4%. Previsiblement, les tensions latents dels preus dels aliments continuaran impulsant a l'alça la inflació en els primers mesos del 2008. No obstant això, durant la segona meitat de l'exercici, les pressions inflacionistes probablement cediran, de manera que, l'any vinent, la inflació s'hauria de reduir sensiblement fins a situar-se per sota del 3%.

Al començament del 2008, previsiblement es continuarà incrementant l'IPC, però posteriorment hauria de cedir sensiblement.

FORT AUGMENT DEL PREU DELS ALIMENTS ELABORATS

Variació interanual del grup dels aliments elaborats de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La taxa d'inflació interanual harmonitzada amb la Unió Europea també va anotar el 4,1%. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro va continuar en 1,1 punts percentuals. Una major ponderació dels carburants i dels aliments en l'IPC espanyol i un menor pes dels impostos en el preu dels carburants expliquen una part d'aquest diferencial.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Novembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	107,2	0,2	0,9	2,6	5,7	3,9	6,3
Begudes alcohòliques i tabac	107,4	0,1	0,1	0,9	6,0	1,0	6,6
Vestit i calçat	109,4	2,9	3,2	2,3	2,2	1,3	1,2
Habitatge	105,3	0,0	0,5	4,8	4,6	4,7	4,7
Parament	103,6	0,4	0,3	2,4	2,2	2,7	2,4
Medicina	98,4	0,1	0,1	1,6	–2,2	1,6	–2,1
Transport	104,5	–0,3	1,4	1,4	6,2	0,5	6,6
Comunicacions	100,1	–0,2	–0,1	–1,2	0,9	–1,4	0,7
Oci i cultura	98,1	–0,8	–0,8	–2,0	–2,2	–0,7	–0,7
Ensenyament	107,1	0,6	0,2	4,3	4,0	4,3	4,1
Hotels, cafès i restaurants	105,7	0,0	–0,1	4,1	4,5	4,4	4,8
Altres	103,7	0,1	0,1	3,6	2,8	3,9	3,0
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	107,4	0,0	0,9	2,1	6,9	2,9	7,0
Aliments sense elaboració	106,8	0,4	0,6	3,0	3,4	5,0	4,9
Conjunt no alimentari	104,2	0,3	0,7	2,4	3,1	2,3	3,3
Béns industrials	103,9	0,6	1,4	1,6	3,0	1,0	2,9
Productes energètics	*106,4*	*–0,7*	*2,7*	*2,2*	*10,3*	*0,3*	*10,7*
Carburants i combustibles	*107,3*	*–1,0*	*3,5*	*1,1*	*12,8*	*–1,4*	*13,4*
Béns industrials sense productes energètics	*103,0*	*1,0*	*1,0*	*1,4*	*0,6*	*1,2*	*0,3*
Serveis	104,5	0,0	–0,1	3,2	3,3	3,7	3,8
Inflació subjacent (**)	104,6	0,3	0,5	2,3	3,1	2,6	3,2
ÍNDEX GENERAL	**105,0**	**0,2**	**0,7**	**2,4**	**3,8**	**2,6**	**4,1**

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

Sector exterior

Balança de pagaments: l'augment del desequilibri corrent s'estabilitza

Al setembre, el dèficit de la balança per compte corrent va ser de 8.669 milions d'euros, un increment del 16% en relació amb el mateix mes del 2006. L'augment va ser degut al fet que la millora del superàvit de serveis va ser incapaç de compensar l'ampliació dels dèficits de les balances comercial, de rendes i de transferències corrents.

En termes de saldo acumulat dels dotze mesos que acaben al setembre, una xifra que ens aproxima millor l'evolució tendencial, es constata que el desequilibri corrent tendeix a estabilitzar-se en un nivell d'ampliació interanual de l'ordre del 20% per segon mes consecutiu. En aquest mes de setembre, i sempre en acumulat de dotze mesos, l'acceleració del creixement del superàvit de la balança de serveis i el moviment en sentit contrari del dèficit de la balança de rendes han compensat el rit-

El dèficit corrent creix a un ritme del 20% interanual en els dotze últims mesos fins al setembre.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Setembre 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–63.004	6,7	–84.103	–6.510	8,4
Serveis					
Turisme	*22.278*	*1,3*	*27.739*	*355*	*1,3*
Altres serveis	*–3.962*	*–9,5*	*–4.888*	*540*	*–10,0*
Total	18.316	4,0	22.852	895	4,1
Rendes	–23.147	41,6	–27.789	–7.237	35,2
Transferències	–7.650	31,4	–7.580	–3.215	73,7
Total	**–75.486**	**18,7**	**–96.620**	**–16.067**	**19,9**
Compte de capital	**2.523**	**–22,1**	**5.457**	**–439**	**–7,4**
Balança financera					
Inversions directes	–35.267	–25,9	–43.172	4.469	–9,4
Inversions de cartera	115.212	–30,3	148.201	–22.072	–13,0
Altres inversions	–7.188	–82,3	–2.031	30.958	–93,8
Total	**72.756**	**–5,5**	**102.998**	**13.355**	**14,9**
Errors i omissions	–3.009	–29,5	–1.649	2.887	–63,6
Variació d'actius del Banc d'Espanya	3.215	–	–10.186	264	–2,5

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.

Els fluxos financers comencen a reflectir l'entorn de crisi financera.

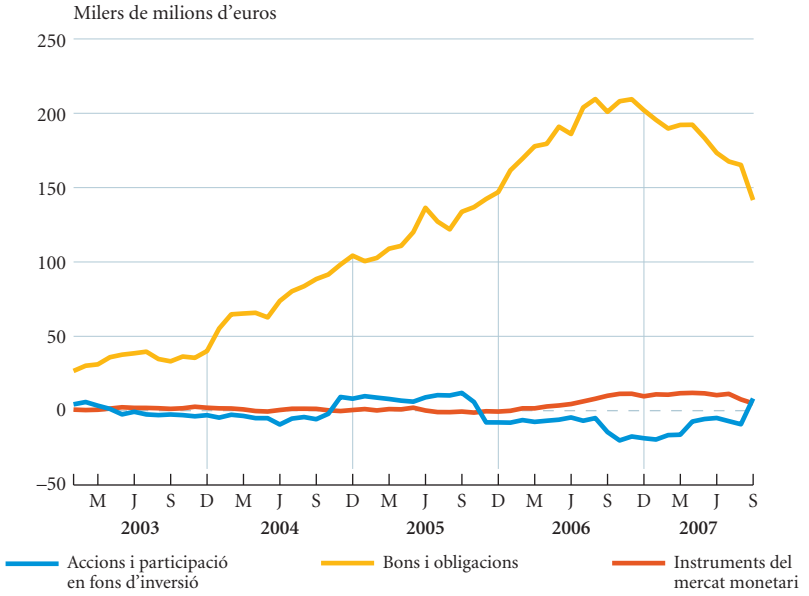
me d'augment més intens del dèficit de la balança de transferències.

Pel que fa als fluxos financers, cal destacar que les sortides netes d'inversions directes es van situar en 43.172 milions d'euros (en saldo acumulat de dotze mesos), una xifra que se situa el 9,4% per sota de la d'un any abans, mentre que les entrades netes d'inversions en cartera, de 148.201 milions d'euros, es reduïen més i se situaven en el 13,0% interanual.

Aquest últim concepte, el de les inversions en cartera, centra l'atenció a causa de les turbulències financeres provocades per la crisi de les hipoteques *subprime*. Concretament, les entrades d'inversió estrangera en cartera amb destinació a Espanya van augmentar en la suma de dotze mesos que acaba al setembre. No obstant això, és significatiu el canvi experimentat en les principals partides. Des de l'agost, la tendència a reduir-se de les entrades d'inversió instrumentades en bons i obligacions s'ha intensificat sensiblement, situació que reflecteix el progressiu enduriment de la situació financera global. Per la seva banda, les entrades d'inversions en instruments monetaris van seguir un moviment similar, tot i que clarament menys intens. Finalment, en repuntar des de l'agost, les inversions materialitzades en accions i fons d'inversió van trencar la tendència recent.

ES FRENEN LES ENTRADES D'INVERSIÓ EN CARTERA

Saldo acumulat de dotze mesos



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Sector públic

Forta alça del superàvit dels comptes de l'Estat

La bona marxa de l'economia es reflecteix en els comptes públics. Durant el període gener-novembre, els ingressos no financers de l'Estat van créixer l'11,7% en relació amb el mateix període del 2006, un cop comptabilitzats els ingressos cedits a les administracions autonòmiques i locals segons el sistema de finançament actual. Així, les entrades a les arques de l'Estat van augmentar a un ritme superior en 4,5 punts percentuals al producte interior brut (PIB) nominal.

Els impostos directes van augmentar el 18,2% en relació amb els onze primers mesos de l'any precedent. La partida més important, l'impost sobre la renda de les persones físiques, es va incrementar el 16,4%. Aquesta important alça és deguda a un extraordinari ascens de la quota diferencial positiva de l'exercici 2006. També hi han influït l'impacte limitat de la reforma fiscal aplicable al 2007 i el dinamisme de la massa salarial i de les rendes del capital. Les entrades per l'impost de societats van créixer el 20,3% en relació amb l'any anterior. En aquesta figura impositiva també es constata un escàs efecte de la nova normativa fiscal en la recaptació.

Els ingressos augmenten a un ritme superior en 4,5 punts al PIB nominal.

Els impostos indirectes es van incrementar molt menys, només el 2,7%, taxa inferior fins i fot a la inflació, la qual cosa reflecteix, en part, la desacceleració del

Escàs impacte de la reforma fiscal en la recaptació dels impostos directes.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Novembre 2007

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	**10.080**	**18,4**	**148.408**	**12,1**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	7.187	23,8	68.513	16,4
Impost de societats	180	–	40.540	20,3
IVA	3.023	2,9	53.271	1,2
Impostos especials	1.766	8,9	18.135	6,7
Resta	2.223	21,4	18.189	17,0
Total	**14.379**	**17,9**	**198.648**	**11,7**
Pagaments no financers	**11.055**	**10,2**	**124.304**	**7,8**
Saldo de caixa	**–975**	**–35,7**	**24.104**	**41,2**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***–2.383***	***–9,2***	***25.835***	***31,3***

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.
(**) En termes de comptabilitat nacional.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

Els impostos indirectes creixen menys que la inflació, influïts per la desacceleració del consum.

consum de les famílies. La recaptació de l'impost sobre el valor afegit, l'IVA, va augmentar modestament, el 3,8% en termes homogenis corregits del ritme de devolucions. Els ingressos pels impostos especials es van incrementar una mica més, el 6,7%. L'impost especial més important, el d'hidrocarburs, només va augmentar el 2,8%, tot i la recuperació del consum de carburants en l'últim mes. En canvi, el següent impost especial més important, el del tabac, es va expandir el 13,9% a causa de l'alça dels tipus impositius i del preu del paquet.

Les despeses corrents pugen menys que el PIB nominal.

Pel que fa a la resta d'ingressos no impositius, els beneficis del Banc d'Espanya van pujar el 41,5% i els interessos del compte corrent del Tresor, el 86,6%. Per la seva banda, les transferències del capital van créixer el 41,0%, gràcies a un increment dels ingressos procedents del fons comunitari per al desenvolupament regional FEDER.

D'altra banda, les despeses acumulades de l'Estat van augmentar el 7,8% en relació amb el gener-novembre del 2006, taxa sensiblement inferior a la dels ingressos. Els ingressos corrents van augmentar el 6,2%, menys que el PIB nominal. Els pagaments de personal van pujar el 6,0%.

El superàvit de l'Estat se situa en el 2,5% del PIB.

Les despeses corrents en béns i serveis es van incrementar el 15,3%, influïdes per la celebració d'eleccions en l'exercici. Les despeses financeres són l'única gran partida que baixa, a causa del calendari d'amortitzacions del deute.

En canvi, les despeses de capital es van expandir significativament més que el conjunt de l'economia, amb una taxa de creixement del 20,7%. Les inversions reals van pujar el 9,8%, mentre que les transferències de capital van augmentar el 35,0%. Cal destacar el fort increment de les despeses per subsidiació d'interessos de préstecs d'ajuda estatal a l'adquisició d'habitatges.

A conseqüència de l'evolució dels ingressos i de les despeses, l'Estat va aconseguir un notable superàvit. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, amb la metodologia comptable que té en compte els recursos i els usos quan es comprometen, l'Estat va anotar una capacitat de finançament acumulat de 25.835 milions d'euros, quantitat que representa un increment del 31,3% en relació amb el mateix període del 2006. En relació amb el PIB, el superàvit de l'Estat va representar el 2,46%, superior al 2,01% comptabilitzat el 2006.

Estalvi i finançament

El finançament a les empreses i famílies es continua desaccelerant de manera gradual

El tipus d'interès de referència euríbor a un any va continuar baixant en mitjana mensual al novembre i es va col·locar en el 4,61%. D'aquesta manera, va baixar 4 punts bàsics en relació amb el mes anterior i 12 en relació amb el màxim d'aquesta dècada del setembre. No obstant això, l'euríbor a dotze mesos es col·locava 74 punts bàsics per damunt del nivell d'un any abans. D'altra banda, en les primeres setmanes de desembre, l'euríbor a un any ha experimentat un repunt en intensificar-se les tensions al mercat interbancari davant el tancament de l'exercici i en augmentar la probabilitat d'una nova pujada del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu davant les tensions inflacionistes.

En un entorn d'un cert enduriment de les condicions creditícies i d'alentiment de l'activitat econòmica, el finançament al sector privat va continuar reduint el ritme de creixement a l'octubre. Segons les últimes xifres disponibles, el finançament al sector privat va augmentar el 17,7% a l'octubre en relació amb el mateix mes de l'any anterior, 6,5 punts menys que al desembre, la qual cosa il·lustra el grau de desacceleració en marxa. Així i tot, el ritme d'avanç anual del finançament a empreses i famílies és substancialment superior al de la zona de l'euro.

L'euríbor a un any torna a baixar lleugerament al novembre, però repunta al desembre.

El finançament obtingut per les societats no financeres va créixer el 19,8% en els dotze últims mesos fins a l'octubre. Tot i que és un ritme de creixement alt, aquesta taxa és inferior en 8,1 punts a l'anotada al final del 2006. L'expansió del 17,1% dels arrendaments financers en el període

El ritme d'avanç anual del finançament a empreses i famílies és sensiblement superior al de la zona de l'euro.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Octubre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	85.446	70	0,1	8.495	11,0	5,0
Deutors amb garantia real (*)	1.049.018	126.042	13,7	165.978	18,8	60,8
Altres deutors a termini	493.207	78.618	19,0	88.349	21,8	28,6
Deutors a la vista	36.351	2.238	6,6	5.629	18,3	2,1
Arrendaments financers	45.284	4.571	11,2	6.618	17,1	2,6
Crèdits dubtosos	15.333	4.474	41,2	4.376	39,9	0,9
TOTAL	**1.724.639**	**216.013**	**14,3**	**279.445**	**19,3**	**100,0**

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

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Tercer trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	25.023	2.009	8,7	2.563	11,4
Indústria	140.365	20.877	17,5	25.099	21,8
Construcció	150.368	16.051	11,9	22.948	18,0
Serveis	594.235	89.410	17,7	131.324	28,4
Total	**909.991**	**128.347**	**16,4**	**181.933**	**25,0**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	604.623	60.234	11,1	85.493	16,5
Adquisició de béns de consum durador	54.035	2.574	5,0	3.483	6,9
Altres finançaments	109.539	5.094	4,9	12.248	12,6
Total	**768.197**	**67.903**	**9,7**	**101.225**	**15,2**
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	**6.106**	**402**	**7,0**	**747**	**13,9**
Resta sense classificar	**21.822**	**839**	**4,0**	**2.238**	**11,4**
TOTAL	**1.706.116**	**197.491**	**13,1**	**286.143**	**20,2**

NOTA: (*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Lleugera acceleració del crèdit a la indústria i a l'agricultura i alentiment del dirigit a la construcció.

El crèdit a activitats immobiliàries continua pujant, però molt menys.

octubre 2007-octubre 2006 reflecteix la fortalesa de la demanda de finançament per a la inversió.

D'altra banda, la recent publicació del crèdit per finalitats permet una anàlisi més detallada, per bé que les xifres només arriben fins al setembre. Així, es constata una certa acceleració del crèdit a l'agricultura i la indústria. En aquest últim cas, l'expansió anual és del 21,8%. En canvi, el crèdit dirigit a la construcció pateix un fort alentiment, més intens que en el cas dels serveis, els quals, malgrat tot, continuaven ostentant la taxa de variació anual més elevada, del 28,4%. En aquest sentit, destaca l'alentiment experimentat pel crèdit a les activitats immobiliàries, que va passar de créixer anualment el 41,8% en el segon trimestre al 35,1% al final del tercer. En relació amb el segon trimestre, aquest crèdit va pujar un notable 3,7%, percentatge molt inferior, però, al registrat fa alguns mesos. De fet, sense tenir en compte el subsector de les activitats immobiliàries, el crèdit als serveis s'accelera lleugerament.

Pel que fa a les famílies, el seu finançament continua reduint el ritme de creixement fins al 15,0% en els dotze últims mesos fins a l'octubre. Aquesta taxa, tot i ser alta, representa un decrement de 4,6 punts en relació amb el desembre del 2006. Aquest alentiment és atribuïble, sobretot, als préstecs per a la compra d'habitatge, que, malgrat tot, pujaven el 15,8% en relació amb l'octubre del 2006. D'altra banda, el crèdit per finalitats facilitat pel Banc d'Espanya permet observar que, en el tercer trimestre, tant el crèdit per a la compra de béns de consum durador com la resta també van experimentar un ritme de creixement anual menys intens.

Extraordinària expansió dels dipòsits a termini

Les dificultats existents per finançar-se als mercats financers a l'engròs en els últims mesos arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units han intensificat l'apetència de les entitats financeres pels dipòsits del sector privat. D'aquesta manera, la competència pel passiu ha continuat impulsant cap amunt la remuneració dels comptes bancaris. Així, el tipus d'interès mitjà dels dipòsits a termini va continuar pujant a l'octubre fins al 4,31%, 1,27 punts per damunt de dotze mesos abans.

D'aquesta manera, tot i la tònica de desacceleració de l'economia, l'expansió dels dipòsits amb prou feines s'ha alentit. Així, els dipòsits a termini fins a 2 anys van augmentar el 41,7% en els dotze últims mesos fins a l'octubre, un cop eliminada, al començament de l'exercici, la discriminació fiscal per terminis amb la nova normativa. Més intens va ser el creixement dels dipòsits en moneda estrangera, del 54,3% anual, aprofitant alguns diferencials de tipus d'interès favorables, per bé que la seva participació en el total només és del 3,6%.

En els últims mesos, la competència aferrissada pel passiu ha perjudicat els fons d'inversió. Al novembre, es va repetir la tònica, amb unes vendes netes de participacions de fons d'inversió mobiliària de 3.734 milions d'euros. D'aquesta manera, en el conjunt dels onze primers mesos de l'any, es van produir retirades netes per valor de 16.330 milions d'euros, i el seu patrimoni va disminuir el 4,3% sobre el desembre del 2006. La volatilitat regnant als mercats financers en l'últim període i l'aversió al risc dels estalviadors també han influït en aquesta situació. La rendibilitat anual mitjana es va situar en el 3,5%, però amb una àmplia dispersió en funció de les diferents categories.

La competència pels dipòsits bancaris impulsa els tipus d'interès cap amunt...

Un altre important instrument financer per als estalviadors són les primes d'assegurances. En el període gener-setembre del 2007, les primes emeses per l'assegurança directa van arribar als 41.164 milions d'euros, amb un augment del 9,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior, segons les dades d'ICEA. Les primes de vida van experimentar un auge, amb un creixement anual del 14,5%, mentre que les de no vida es van incrementar el 5,9%.

...i perjudica els fons d'inversió.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Octubre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	421.123	–27.214	–6,1	5.933	1,4	33,1
A termini fins a 2 anys	334.994	88.588	36,0	98.593	41,7	26,3
A termini a més de 2 anys	388.123	55.274	16,6	76.229	24,4	30,5
Cessions temporals	82.005	–1.819	–2,2	9.846	13,6	6,4
Total	**1.226.244**	**114.828**	**10,3**	**190.600**	**18,4**	**96,4**
Dipòsits en monedes no euro	**45.550**	**12.833**	**39,2**	**16.024**	**54,3**	**3,6**
TOTAL	**1.271.794**	**127.661**	**11,2**	**206.625**	**19,4**	**100,0**

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

L'enquesta financera de les famílies retrata la situació de les rendes, la riquesa i els deutes de les unitats familiars.

Per tant, els estalviadors canvien les seves preferències en funció de la conjuntura financera i fiscal. Però això no altera fonamentalment les particularitats de l'estalviador mitjà espanyol. Per conèixer aquestes particularitats, és útil referir-se a l'enquesta financera de les famílies, que el Banc d'Espanya acaba de publicar amb els resultats referits a l'any 2005. De fet, ja el 2002 el banc central va iniciar aquesta enquesta, que és l'única font estadística a Espanya que permet relacionar les rendes, els actius, els deutes i la despesa de cada unitat familiar. D'aquesta manera, s'han pogut calcular ràtios d'endeutament individuals per a diferents llars, que solen ser molt diferents de les ràtios agregades, ja que les distribucions de riquesa o de deute no són simètriques. A partir d'aquests resultats, és possible estudiar la resposta del consum de les llars a canvis en la seva riquesa immobiliària o deduir algunes qüestions sobre els efectes de determinades mesures de política econòmica, com quines llars poden patir més els augments de tipus d'interès. Tot seguit, pel seu interès es presenta a la taula adjunta un resum de l'esmentada enquesta.

ENQUESTA FINANCERA DE LES FAMÍLIES 2005
Principals resultats
Riquesa
Les propietats immobiliàries representen el 80% del total dels actius
El 81,3% de les llars són propietàries del seu habitatge principal, el valor mitjà del qual és de 180.300 euros
El 21% de les llars tenen un habitatge diferent del principal, el valor mitjà del qual és de 103.100 euros.
El 92,3% de les llars disposen de comptes bancaris per realitzar pagaments
Percentatge de llars amb:
Accions cotitzades en borsa: 11,4%
Fons d'inversió: 8,7%
Valors de renda fixa: 1,5%
Plans de pensions: 29,3%
Endeutament
El deute de les llars és el 9,3% del valor total dels seus actius
El 49,6% de les llars tenen pendent algun tipus de deute:
El 26% de les llars pel pagament de l'habitatge principal
L'import mitjà del deute pendent és de 31.400 euros. Els volums més importants s'observen entre els joves (mitjana de 60.100 euros)
L'import mitjà del deute pendent per compra d'habitatge principal és de 42.100 euros
Ràtios (mitjana per llars endeutades)
Ràtio pagaments per deutes/rendes: 17,0%
Ràtio deute/renda: 99,3%
Ràtio deute/riquesa bruta: 17,2%
Augmenta el percentatge de llars amb més pressió financera:
Percentatge de llars endeutades amb pagaments de deutes superiors al 40% de la seva renda: 5,8%
Percentatge de llars amb volums de deute superiors a tres cops la seva renda: 9,5%
Percentatge de llars amb deutes pendents per un valor superior al 75% de la seva riquesa bruta: 5,5%

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Publicacions del Servei d'Estudis

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 2007**
Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ **COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES**
1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

■ **DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"**

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

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

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

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

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

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

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

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

■ **"la Caixa" ECONOMIC PAPERS**

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

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

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

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ **"la Caixa" WORKING PAPERS**

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

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

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

■ **ESTUDIS ECONÒMICS**

34. Política agrària comuna: balanç i perspectives José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

Consell Assessor del Servei d'Estudis

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

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

Direcció

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL

Gener 2008

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 2006

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	197.495
Crèdits sobre clients	139.765
Resultat atribuït al Grup	3.025

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	25.241
Oficines	5.186
Terminals d'autoservei	7.493
Targetes	9.007.335

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2007	Milions €
Socials	256
Ciència i medi ambient	64
Culturals	54
Educatives	26
TOTAL PRESSUPOST	**400**

Converteix el teu PDA en una font d'informació sincronitzant-lo amb l'Informe Mensual i/o amb els principals indicadors econòmics.

L'Informe Mensual edició PDA és un resum de la situació econòmica i de l'evolució dels mercats financers, tant en l'àmbit internacional com en l'interior, amb especial atenció al marc europeu i a la zona de l'euro.

Està disponible per als PDA amb sistemes Palm, Pocket PC i Windows CE.

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

Edició electrónica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona