FEBRER 2008

Informe Mensual

NÚMERO 310

La Xina es menja el món Pàg. 14
La ingent demanda de la Xina i d'altres països emergents tira dels preus de les primeres matèries

Or a 900 dòlars: per què? Pàg. 39
La pujada de la seva cotització torna a cridar l'atenció sobre el metall daurat

La dependència energètica d'Espanya Pàg. 47
Des del 2005 s'observa una moderació en la intensitat de consum d'energia per unitat de PIB

Biocarburants, a quin preu? Pàg. 58
L'auge dels biocarburants pressiona sobre els preus dels aliments

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2006	2007	2008	2007				2008	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMIA INTERNACIONAL			Previsions					Previsions	
Producte interior brut									
Estats Units	2,9	2,2	1,8	1,5	1,9	2,8	2,5	2,4	1,7
Japó	2,4	1,9	1,5	2,8	1,6	2,0	1,3	1,1	1,9
Regne Unit	2,9	3,1	2,1	3,1	3,2	3,3	2,9	2,5	2,1
Zona de l'euro	2,9	2,6	1,7	3,2	2,5	2,7	2,2	1,8	1,9
Alemanya	*3,1*	*2,5*	*1,7*	*3,6*	*2,5*	*2,5*	*1,5*	*1,5*	*1,6*
França	*2,2*	*1,8*	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*2,2*	*1,8*	*1,6*	*1,6*
Preus de consum									
Estats Units	3,2	2,8	3,2	2,4	2,6	2,4	4,0	3,9	3,0
Japó	0,2	0,1	0,4	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	0,5	0,4
Regne Unit	2,3	2,3	1,9	2,9	2,6	1,8	2,1	2,1	1,8
Zona de l'euro	2,2	2,1	2,3	1,9	1,9	1,9	2,9	2,7	2,2
Alemanya	*1,7*	*2,2*	*2,1*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*2,8*	*2,6*	*2,2*
França	*1,7*	*1,5*	*1,8*	*1,2*	*1,2*	*1,3*	*2,3*	*2,4*	*1,9*
ECONOMIA ESPANYOLA			Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	3,7	3,1	2,2	3,4	3,3	2,9	2,7	2,4	2,3
Consum de les AP	4,8	5,5	5,2	5,7	5,0	5,8	5,6	5,4	5,2
Formació bruta de capital fix	6,8	5,9	2,2	6,6	6,6	5,6	4,9	3,0	2,1
Béns d'equipament	*10,4*	*11,7*	*5,3*	*13,3*	*13,1*	*11,2*	*9,6*	*8,0*	*6,0*
Construcció	*6,0*	*4,2*	*0,9*	*5,2*	*4,6*	*3,8*	*3,4*	*1,0*	*0,4*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,1	4,6	2,9	5,1	4,9	4,4	4,1	3,3	2,9
Exportació de béns i serveis	5,1	6,0	5,1	3,6	4,8	8,0	7,7	6,0	5,0
Importació de béns i serveis	8,3	7,2	5,4	5,9	6,6	8,3	8,0	6,0	6,0
Producte interior brut	**3,9**	**3,8**	**2,5**	**4,1**	**4,0**	**3,8**	**3,5**	**2,9**	**2,3**
Altres variables									
Ocupació	3,2	3,0	1,5	3,3	3,2	3,0	2,7	2,0	1,6
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,3	8,7	8,5	8,0	8,0	8,6	8,9	8,5
Índex de preus de consum	3,5	2,8	3,8	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,1
Costos laborals unitaris	2,3	3,0	3,1	2,8	2,9	3,0	3,2		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–8,8	–9,5	–9,6	–10,4	–9,0	–10,1			
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–8,1	–8,9	–9,0	–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	2,7	5,3	5,3	5,1	4,5	3,3	2,9
Repo BCE	2,8	3,9	3,8	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	3,9
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	3,5	4,7	4,8	4,6	4,1	3,6	3,5
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	3,8	4,0
Tipus de canvi									
$/Euro	1,26	1,38	1,47	1,32	1,35	1,39	1,46	1,50	1,48

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
9 Japó
12 Xina
14 La Xina es menja el món
17 Mèxic
19 Primeres matèries

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

31 Mercats financers
31 Mercats monetaris i de capital
39 Or a 900 dòlars: per què?

42 Conjuntura espanyola
42 Activitat econòmica
47 La dependència energètica d'Espanya
50 Mercat de treball
54 Preus
58 Biocarburants, a quin preu?
62 Sector exterior
66 Estalvi i finançament

Primeres matèries, una nova era?

Sempre s'ha pensat que una dotació generosa de primeres matèries no és necessàriament bo per a l'economia d'un país. Fins i tot es parla, per exemple, de la «maledicció del petroli», com alguns l'anomenen, per explicar que els països rics en or negre acostumen a estar a la cua del desenvolupament (amb notables excepcions, certament). De fet, una bona part de les economies més avançades del planeta no ho són per ser riques en recursos naturals, sinó per l'eficiència a l'hora de combinar factors productius i desenvolupar noves tecnologies i productes.

Des d'un punt de vista més empíric, la intuïció anterior es verifica, ja que, en l'últim segle, els preus de les primeres matèries han tendit a disminuir en termes relatius en relació amb els preus de les manufactures. Aquesta evolució és deguda a diferents motius. En primer lloc, la demanda de primeres matèries tendeix a créixer menys que l'economia global. En altres paraules, les economies són menys dependents ara de les primeres matèries que fa cent anys. D'altra banda, les millores d'eficiència i productivitat que constantment s'introdueixen al sector manufacturer i als serveis, que permeten apujar els sous i els beneficis, no es produeixen amb la mateixa intensitat en el cultiu o en l'extracció de primeres matèries, les quals, a més a més, tendeixen a ser productes homogenis, amb escàs marge per a la diferenciació.

No obstant això, des de fa uns anys sembla que es qüestionen totes aquestes idees, atesa la potent pujada dels preus de les primeres matèries. Una pujada que va més enllà de la volatilitat habitual d'aquests productes i que obliga a preguntar-se si es tracta d'un canvi fonamental o si, simplement, ens trobem davant d'un parèntesi més o menys efímer abans de tornar a les tendències històriques.

Alguns observadors consideren que som davant d'un nou paradigma de les tendències a llarg termini i que els «culpables» són els països emergents, amb la Xina al capdavant. Si aquests països de renda baixa i d'elevada població mantenen l'èxit econòmic que els ha acompanyat últimament i avancen de pressa cap al nivell de benestar dels països més desenvolupats, les seves necessitats de consum de primeres matèries, agrícoles i industrials, són enormes. És a dir, s'ha ampliat de sobte la demanda, i ara el problema és d'oferta. En els últims anys, la Xina ha absorbit gairebé tot l'increment del consum mundial de primeres matèries industrials. A més a més, es preveu que poc després del 2010 la Xina serà el major consumidor energètic del món i que, juntament amb l'Índia, serà el responsable del 45% de l'augment de la demanda energètica fins al 2030. Amb el desenvolupament canvien també els patrons de consum: la dieta d'arròs perd pes i augmenten la carn, els ous i els lactis. El resultat? Una creixent pressió sobre la demanda d'aquests productes, que es tradueix també en una pujada dels preus de primeres matèries com els cereals o els lactis. Si a tot això afegim el *boom* dels biocarburants, podem entendre una mica millor la marea de pujades dels preus de les primeres matèries.

Queda per dilucidar si aquests augments de preus seran duradors o no. En qualsevol cas, i com a reacció als alts preus, ja s'ha intensificat la recerca de materials alternatius i de noves tecnologies que permetin que l'oferta cobreixi les noves necessitats. El que és indiscutible és la potència financera que la pujada dels preus de les primeres matèries ha proporcionat en els últims anys als productors. Els exemples de Rússia, que en poc temps s'ha convertit en el tercer país en reserves de divises, o dels anomenats fons sobirans de països rics en petroli, rescatant les grans institucions financeres, il·lustren clarament el canvi esdevingut al món de les primeres matèries.

RESUM EXECUTIU

Les turbulències financeres refermen al començament del 2008

Progressiva moderació dels tipus d'interès monetaris, però la inestabilitat financera persisteix.

La inestabilitat financera internacional desencadenada a partir de l'estiu de l'any 2007, amb la crisi de les hipoteques *subprime*, lluny de contenir-se, manté la virulència al començament del 2008. Tot i que les tensions dels tipus d'interès a curt termini han afluixat, gràcies a l'actuació de la política monetària –la Reserva Federal ha rebaixat dràsticament els tipus de referència i tots els bancs centrals s'han aplicat a proporcionar la liquiditat necessària–, en altres segments del mercat les turbulències continuen. Els diferencials de crèdit han augmentat en un entorn de rendiments del deute públic a la baixa. Les borses han patit un notable augment de la volatilitat i sembla que han entrat en un mercat a la baixa, en anticipar una situació de gran feblesa o de recessió en l'economia dels Estats Units.

En la quarta setmana de gener, assistim a un nou episodi de fluctuacions violentes a les borses...

Des de començament de desembre de l'any passat, les borses més importants del món han caigut entre el 14% i el 20%. Les vicissituds de la renda variable, però, s'han accelerat durant el mes de gener. El dilluns 21, amb els mercats dels Estats Units tancats per festa, les borses asiàtiques i europees van patir importants caigudes. Un dels factors que van desencadenar la crisi de confiança dels inversors va ser l'anunci, el divendres 18, de la retallada de la qualificació creditícia d'algunes importants companyies asseguradores de crèdit nord-americanes, les anomenades *monoline*. Els efectes d'aquesta mesura significaven rebaixar la qualificació de bons emesos per valor de 2,4 bilions de dòlars, amb el conseqüent impacte en preus, recomposició de carteres i consum de capital bancari per a les emissions incloses en els balanços d'institucions financeres.

...en el qual la Reserva Federal aplica una dràstica retallada del tipus d'interès de referència.

La recuperació viscuda al final de la setmana, el dijous i el divendres, va ser deguda, fonamentalment, a la decisió d'adoptar un pla de rescat mitjançant el qual recapitalitzar les *monoline* per garantir l'estabilitat del sistema financer. Abans, però, la Reserva Federal va decidir aplicar una retallada excepcional del tipus d'interès de referència, ja que la decisió es va prendre abans de la reunió de política monetària prevista per al 30 de gener. En efecte, el dimarts 22 de gener, l'autoritat monetària nord-americana va abaixar el tipus dels fons federals en 0,75 punts fins a deixar-lo en el 3,50%, la davallada més important dels 23 últims anys. La rapidesa i la intensitat del moviment són significatius i indiquen la percepció de riscos que té el banc central.

En contrast amb aquesta actuació, el governador del Banc Central Europeu (BCE), Jean-Claude Trichet, va deixar clar que no pensava seguir el camí de la Fed i que la seva principal preocupació és mantenir ancorades les expectatives d'inflació. La posició de l'autoritat monetària de l'euro és que, tot i que la desacceleració econòmica dels Estats Units certament afectarà la resta del món, els efectes a la zona de l'euro no es notaran fins més endavant i seran més suaus que en episodis anteriors. En definitiva, el senyal del BCE és mantenir la política d'esperar i veure.

Dins d'aquest complicat panorama financer, cal destacar la millora dels tipus d'interès a curt termini. Les injeccions de liquiditat i les retallades de tipus per part d'alguns

bancs centrals han aconseguit reduir el tensionament dels mercats monetaris. La normalització ha estat més intensa a les zones monetàries en què s'havia produït més tensió a les acaballes de l'any passat, és a dir, els Estats Units i el Regne Unit, però també a la zona de l'euro el tipus d'interès euríbor a tres mesos, que havia arribat al 4,8% al final de novembre, ha caigut fins al 4,4%. Per exemple, el tipus euríbor a un any, al qual estan vinculades una bona part de les hipoteques a Espanya, ha trencat la tònica alcista i, si fa uns mesos semblava dirigir-se al 5%, ara ha revertit cap al 4,4%.

En canvi, l'enduriment de les condicions de crèdit s'ha incrementat en relació amb la laxa situació mantinguda fins fa mig any. L'última enquesta de concessió de préstecs del BCE, referida al quart trimestre de l'any passat i a les perspectives per al primer trimestre d'enguany, mostra que els bancs mantenen l'enduriment en la concessió de crèdit a les empreses, i s'espera que aquesta dinàmica s'intensifiqui durant el primer trimestre per a les grans empreses. Els factors que hi contribueixen són, per ordre d'importància, l'empitjorament de les perspectives sobre el sector econòmic, l'encariment del cost del capital per a la banca i, amb menys pes, la menor competència bancària per aconseguir nous clients al sector empresarial.

L'evolució immediata de les turbulències financeres estarà molt condicionada per l'evolució que segueixi l'economia dels Estats Units. Es dóna per descomptat un feble inici de l'any, amb probabilitat de recessió inclosa, i la clau cal buscar-la en el comportament del consum privat. El baix nivell d'estalvi, la caiguda del preu dels habitatges, l'enduriment de les condicions de crèdit i l'encariment de l'energia poden deixar sense nervi el que ha estat el principal suport de l'activitat als Estats Units i al món. Com s'ha comentat, la política monetària no s'ha quedat de braços plegats, però, atesa la pressa, era necessari un estímul fiscal ràpid i puntual per no fer-ho recaure tot sobre els baixos tipus d'interès. Aquest és l'objectiu del pla anunciat pel president Bush i que es negocia actualment entre la Casa Blanca i el Senat, el principal punt del qual és el repartiment de xecs als contribuents perquè incrementin la despesa.

Pel que fa a l'economia europea, la tònica continua essent la desacceleració. Des de la perspectiva de la demanda, la caiguda de les vendes al detall del novembre (1,3% interanual) i l'enfonsament de la confiança del consumidor apunten a un feble pols del consum privat. Així i tot, el fet que la taxa d'atur se situés al novembre en el 7,2% interanual, és a dir, set dècimes percentuals per sota de la d'un any abans, representa un suport a la despesa de les famílies. Pot el sector exterior contrarestar el desinflament de l'embranzida interna? Cada cop menys. Després de 14 mesos amb un saldo comercial que tendia a recuperar-se, al novembre aquest perfil es va trencar. Sorpresa relativa, ja que la progressiva desacceleració de les exportacions del setembre al novembre, combinada amb un manteniment del creixement de les importacions, anticipaven aquest resultat. En aquest procés, l'apreciació de l'euro pot estar tenint un paper destacat, ja que, mesurat pel tipus de canvi efectiu nominal, la moneda única s'ha encarit el 4% només en el quart trimestre.

No obstant això, com s'ha indicat més amunt, la dada que més preocupa a les autoritats monetàries és la inflació, ja que supera amb escreix el llindar del 2%. Al desembre, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat repetia en el 3,1% interanual, sense canvis en relació amb el novembre. Així i tot, a partir d'aquest punt, cal esperar que la pujada de preus no vagi gaire més enllà. Les previsions de desacceleració a les economies industrialitzades permeten preveure una caiguda dels preus del cru en els propers trimestres per la davallada de la demanda, la qual cosa alleujaria la pressió sobre el component energètic de l'IPC harmonitzat.

Les condicions de crèdit bancari s'endureixen a Europa per l'empitjorament de les expectatives i per l'encariment del cost del capital.

La resolució de les turbulències financeres estarà condicionada per la trajectòria de l'economia dels Estats Units en els propers trimestres.

A Europa, la tònica és de desacceleració, però, ara com ara, sembla preocupar més l'escalada de la inflació.

Economia espanyola: menys creació d'ocupació

Les xifres del mercat de treball espanyol comencen a recollir l'alentiment de l'activitat.

Pel que fa a l'economia espanyola, no se sostreu a la tònica de desacceleració generalitzada. El 2007 es va tornar a registrar un increment del producte interior brut proper al 4%, però, en els últims mesos, la pèrdua de pols de l'activitat s'ha anat fent més patent. Les dades de l'enquesta de població activa (EPA) del quart trimestre han representat un seriós avís en aquest sentit. Les xifres mostren un alentiment en la creació d'ocupació fins a un ritme anual del 2,4%, set dècimes menys que en el trimestre anterior. Per primer cop des del 1995, es destrueix ocupació en un quart trimestre, i la taxa d'atur va pujar fins al 8,6%, sis dècimes més que en el període anterior. En el conjunt del 2007, l'atur va augmentar en 117.000 persones, el primer increment anual des del 2003.

El balanç de la inflació del 2007, amb una pujada de l'IPC fins al 4,2%, tampoc no és favorable.

Malgrat tot, la tendència de creació d'ocupació es manté. Cap al final del 2007, els afiliats a la Seguretat Social en situació d'alta laboral sumaven una mica més de 19 milions, màxim històric en un tancament d'exercici. Aquesta quantitat representa un augment interanual una mica superior al 2%, taxa gairebé idèntica a la recollida per l'EPA. En xifres absolutes, l'increment de l'afiliació al llarg de l'exercici va ser de 425.496 persones, nombre considerable, però es tracta de l'increment més baix, en termes absoluts, des del 2003. D'aquesta xifra, 268.364 eren espanyols, el 63,1% del total. Els afiliats estrangers es van incrementar el 8,6%, enfront del 8,0% registrat al final del 2006. D'aquesta manera, la participació dels estrangers en el total va continuar augmentant fins a situar-se en el 10,3% al desembre.

Disminueix la demanda de crèdit per part de les empreses i de les famílies.

El balanç de la inflació del 2007 tampoc no va ser favorable, a causa del fort repunt dels preus a partir de l'estiu. La taxa de variació anual de l'IPC va pujar fins al 4,2% al desembre, 1,6 punts més que el 2006, i va anotar l'increment més important en un final d'any des del 1995. La causa cal buscar-la, sobretot, en l'encariment del petroli i dels aliments als mercats internacionals de primeres matèries. No obstant això, la variació mitjana anual de l'IPC va ser del 2,8%, la taxa més baixa dels vuit últims anys. Aquesta diferència és deguda al peculiar perfil de la taxa interanual de l'IPC al llarg de l'any, que fins a l'agost es va moure entre el 2% i el 2,5% i després va escalar fins a la taxa esmentada en els últims mesos de l'exercici. Quines perspectives s'obren per a la inflació el 2008? Una menor pressió de la demanda hauria de facilitar un descens gradual de les tensions de fons. En els propers mesos, però, encara es produiran alguns augments derivats de les tensions inflacionistes dels aliments o de l'energia.

Les turbulències financeres, juntament amb l'enduriment de les condicions de crèdit i les expectatives de menor creixement, expliquen la reducció del ritme de creixement del finançament a les empreses, que s'ha intensificat en els últims mesos. Així, el creixement interanual va passar del 23,4% de l'agost al 19,3% del novembre. El crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant de les empreses, va reduir la variació anual i es va situar per sota del 10%. No obstant això, el finançament a la inversió, aproximat per les operacions d'arrendament financer, continuava mostrant un bon to. Pel que fa als fons dirigits a les famílies, també es van continuar alentint gradualment. Així i tot, en els dotze últims mesos fins al novembre, presentaven un augment anual del 14,2%.

En aquest context definit per les turbulències a les borses i pel deteriorament de les expectatives, les autoritats econòmiques han tractat de llançar missatges de tranquil·litat i han recordat els punts forts de l'economia espanyola, entre els quals destaca l'important superàvit dels comptes del sector públic.

29 de gener de 2008

CRONOLOGIA

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.
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.

2008

gener	**1**	Nova ampliació de la **zona de l'euro**, amb l'entrada de Xipre i Malta, fins a quinze estats membres.
	3	El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 98,25 dòlars per barril.
	14	L'**euro** cotitza a 1,4895 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
	22	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,50%.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 3,00%.

AGENDA

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).
  Comerç exterior (desembre)
- **21** Ingressos i despeses de l'Estat (gener).
- **25** Preus industrials (gener).
- **29** Avanç IPCH (febrer).
  IPC harmonitzat de la UE (gener).

Març

- **5** Índex de producció industrial (gener).
- **6** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **13** IPC (gener).
- **14** Balança de pagaments (novembre).
  Cost laboral (quart trimestre).
  IPC harmonitzat de la UE (febrer).
- **18** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **19** Comerç exterior (gener).
- **25** Preus industrials (febrer).
  Ingressos i despeses de l'Estat (febrer).
- **31** Avanç IPCH (març).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units creixen el 2,5% en el quart trimestre, percentatge que representa una desacceleració sensible de l'activitat.

Estats Units: por a la recessió

Fa un mes, l'economia caminava per una angosta gorja que s'estrenyia entre els temors d'un menor creixement i d'una inflació que repuntava. La fortalesa de la demanda interna del tercer trimestre va introduir dubtes sobre l'alentiment del creixement. Però, quan el president Bush afirma que l'economia necessita una injecció de vitamines al braç i anuncia un paquet de mesures fiscals de 145.000 milions de dòlars i quan la Fed abaixa dràsticament el tipus d'intervenció, significa que els dubtes s'han esvaït i el risc és en la intensitat de la desacceleració o, fins i tot, en la recessió.

Els Estats Units esperen un feble inici d'any, amb probabilitat de recessió inclosa, i la clau és el comportament del consum privat. El baix nivell d'estalvi, la caiguda en els preus dels immobles, l'enduriment de les condicions de crèdit i l'encariment de l'energia poden deixar sense nervi el que ha estat el principal suport de l'activitat als Estats Units i al món, ja que, mitjançant les importacions, llegeixi's dèficit comercial, ha absorbit l'excés d'estalvi de les economies emergents, del Japó i, amb menys intensitat, d'Europa. La política monetària ja anava per feina, però, en vista de les presses, era necessari un estímul fiscal ràpid i puntual per no fer-ho recaure tot sobre

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

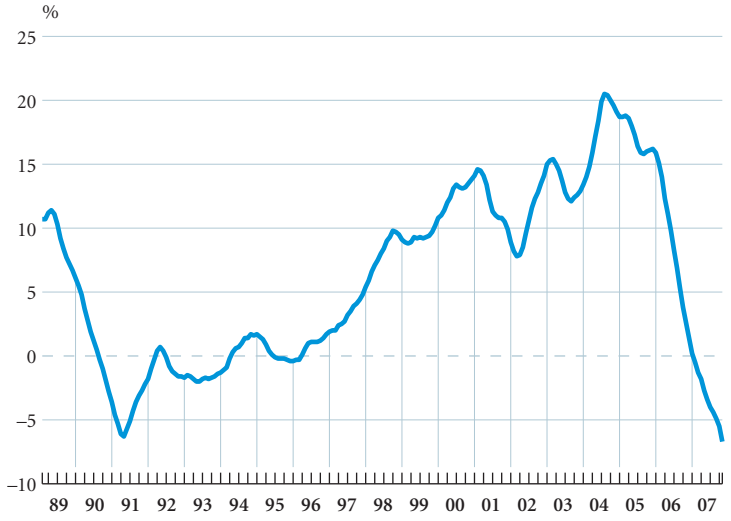
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,8	–	2,5	–
Vendes al detall	6,6	6,2	5,1	3,4	4,0	4,1	4,8	5,9	4,1
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,2	87,8	88,6
Producció industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,6	1,5	2,2	1,5
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9	50,8	47,7
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	–18,0	–21,9	–24,6	–21,2	–26,4	–25,3	–34,4	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,7	4,8	4,7	5,0
Preus de consum	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5	4,3	4,1
Balança comercial (3)	–714,4	–758,5	–758,5	–746,4	–732,2	–706,1	–705,7	–710,4	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1	4,7
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9	72	74

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: EL PREU DE L'HABITATGE CONTINUA BAIXANT

Variació interanual de l'índex Case-Shiller del preu de l'habitatge



FONTS: Standard & Poor's i elaboració pròpia.

els baixos tipus d'interès, perquè, entre d'altres coses, això podria afegir turbulències a la cotització del dòlar.

El producte interior brut (PIB) del quart trimestre va avançar el 2,5% interanual. En les vendes al detall, les reculades s'imposen. Sense cotxes ni benzina, molt volàtils, el consum al detall del desembre va créixer el 3,7% interanual, l'1,3% descomptant els increments de preus. En aquesta línia es va situar també l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, ja que el seu lleuger repunt, fins al nivell dels 88,6 punts, va ser degut a una lleugera correcció de la dràstica caiguda de les expectatives del mes anterior. El que és significatiu és que aquesta feblesa es va traslladant a la percepció de la situació present, que va passar dels 115,7 als 108,3 punts, un nivell similar al mínim de l'octubre del 2005 després de l'huracà *Katrina*.

També apareixen núvols negres en el que, al començament de l'any, era una fortalesa: la solidesa de les empreses no financeres. Els últims resultats publicats evidencien una dràstica desacceleració dels beneficis, i l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management del desembre reflecteix el lògic canvi d'actitud. El sector de manufactures va baixar dels 50,8 fins al nivell dels 47,7 punts, per sota de 50, la qual cosa indica que les respostes pessimistes guanyen la partida amb una claredat no vista des de l'inici de la guerra d'Iraq. Als serveis les coses pinten una mica millor, tot i que l'índex va baixar dels 54,1 als 53,1 punts. Per components, els preus continuen, en general, propers al nivell dels 70 punts, i, mentre que en manufactures destaca la feblesa de l'ocupació i la intensa reculada de les noves comandes, en serveis les comandes resisteixen, tot i que per poc, en terreny optimista.

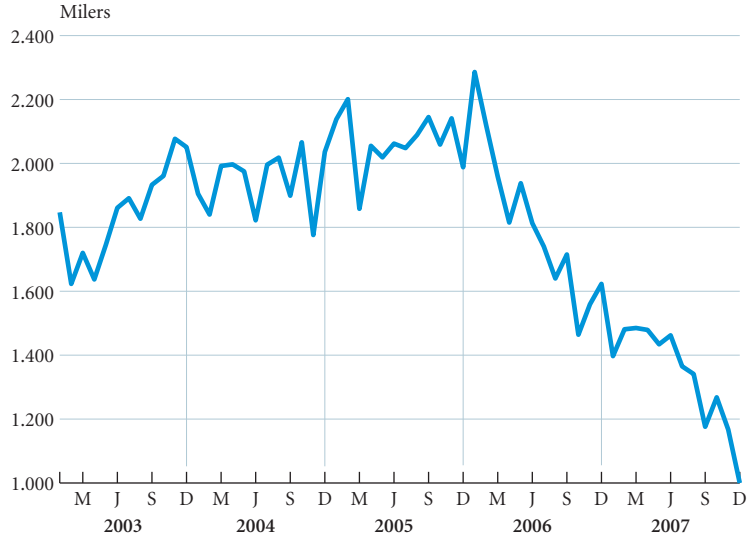
Les vendes al detall es desacceleren i empitjora la percepció de la situació actual.

El mercat de l'habitatge continua ben instal·lat en la via a la baixa. Pel que fa a l'oferta, la tempesta referma amb un descens molt més sobtat que en altres cicles. Els habitatges iniciats van intensificar al desembre les reculades, van perdre el 14%

Els empresaris manufacturers es mostren més pessimistes, mentre que els serveis s'ho prenen amb més calma.

ESTATS UNITS: ELS CONSTRUCTORS HO VEUEN NEGRE

Habitatges iniciats en termes legals



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

La construcció pateix una intensa desacceleració, mentre que el preu dels pisos baixa el 6,7%.

en relació amb el novembre i van acumular una davallada del 38,2% interanual, resultat que col·loca l'activitat per sota de la meitat del que va prevaler el 2005. La intensitat del descens en l'oferta té efectes en el creixement, però, amb la inversió residencial representant el 4,5% de la totalitat del PIB en dòlars corrents, el més preocupant és el que implica sobre l'escenari que tenen els constructors pel que fa al mercat immobiliari i, conseqüentment, sobre el consum, un decisiu 70,0% del PIB. La venda d'immobles de segona mà del novembre va caure el 20,0% interanual i la de nous va cedir el 34,4%. També és més abrupta la desacceleració de l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge, que, a l'octubre, va perdre el 6,7% interanual.

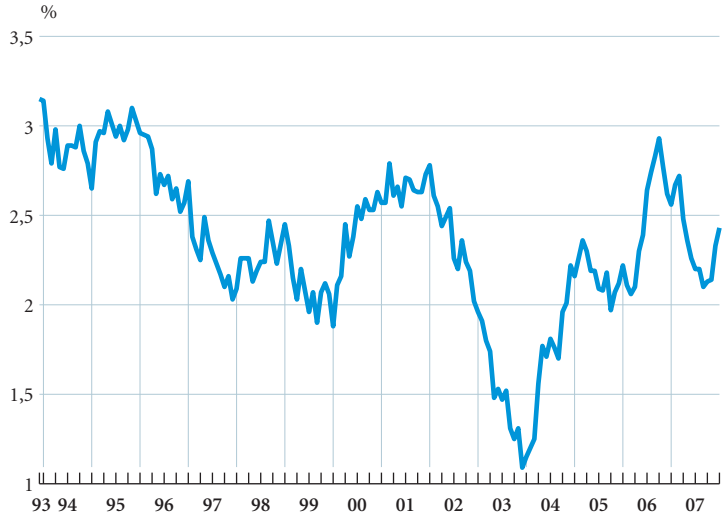
La transmissió de la feblesa del mercat de l'habitatge i de l'enduriment de les condicions de crèdit al consum privat es fa per tres canals, als quals s'afegeix un quart convidat. En primer lloc, hi ha l'efecte riquesa, pel qual, en sentir-se els consumidors menys rics amb el descens del preu dels seus actius, restringeixen les despeses. També hi ha la menor capacitat de trobar finançament avalat per uns actius nets en descens. En tercer lloc, l'enduriment de les condicions financeres no solament afecta els qui tenen una baixa consideració creditícia, sinó també la resta de llars, ja que obliga els qui pretenen accedir a la compra d'un immoble a estalviar més per a pagaments d'entrada. Finalment, l'encariment del petroli, per bé que no afecta tant com abans els components no energètics de l'IPC, redueix, en comportar una despesa més gran en benzina, el pressupost disponible de les llars per a altres béns i serveis.

L'ocupació s'alenteix i la taxa d'atur puja al 5%.

El mercat de treball va tenir un mal mes de desembre, amb només 18.000 nous llocs de treball afegits a l'economia i amb una taxa d'atur que va passar del 4,7% al 5,0% de la població activa. El més destacable continua essent, però, la persistència d'una tendència a la baixa més moderada que en anteriors cicles de desacceleració econòmica. Això dóna una certa empenta al consum, però cada cop menys, ja que,

ESTATS UNITS: UNA EVOLUCIÓ NO TAN NEGATIVA A LLARG TERMINI

Variació interanual de l'índex subjacent de preus al consum (*)



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

en els dotze últims mesos, s'ha creat una mitjana de 111.000 llocs de treball mensuals, la meitat del que era normal al començament del 2006.

L'índex de preus al consum (IPC) del desembre va mantenir el repunt i va créixer el 4,1% interanual. El component subjacent, el general sense aliments ni energia, va evolucionar lleugerament a l'alça, amb un increment que va passar del 2,3% al 2,4% interanual. Aquest augment de la inflació cal veure'l més com un entrebanc per a la implementació de polítiques monetàries expansives que com l'inici d'una espiral alcista dels preus. La velocitat de creuer a la qual l'economia pot avançar sense crear tensions inflacionistes s'ha reduït, i la Reserva Federal ha de conservar la reputació antiinflacionista per tal de mantenir la seva efectivitat. Tant els preus de producció com l'índex subjacent sense els inflacionistes, però volàtils, lloguers de pisos pinten un escenari menys allunyat de l'estabilitat de preus.

Al front exterior, les coses van més a poc a poc del que s'esperava. La balança comercial de béns i serveis va presentar al novembre un dèficit de 63.118 milions de dòlars, un augment del 8,0% interanual que no hauria de tenir continuïtat. Les exportacions van avançar un robust 13,0%, però va ser el repunt de les importacions, que van accelerar la marxa del 9,1% fins a l'11,4%, el que va alimentar el creixement del dèficit.

La inflació es manté per damunt del 4% i la correcció del dèficit es pren un respir.

Japó: els consumidors continuen apàtics

L'economia nipona va créixer el 2,0% interanual en el tercer trimestre, i s'espera que el quart sigui feble. Les previsions per al 2008 són de desacceleració, amb un creixement per al total de l'any al voltant de l'1,5% a causa de l'apàtic consum intern, del desinflament de l'apetència inversora, de la persistència de febleses al sector de l'habitatge i d'una forta dependència de les exportacions a l'exterior en un context de desacceleració global.

El Japó creix el 2%, però la demanda interna continua essent l'assignatura pendent.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

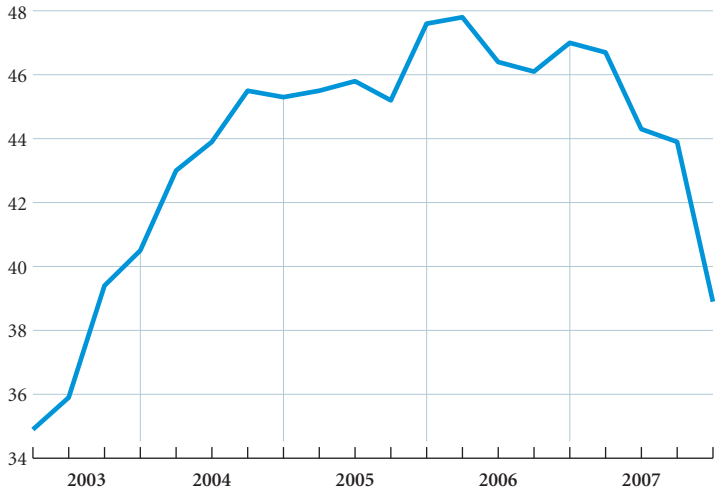
	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	1,9	2,4	2,5	2,8	1,6	2,0	–	...	–
Producció industrial	1,5	4,5	5,3	3,6	2,3	3,3	3,6	1,6	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	25,0	23,0	23,0	23,0	–	19,0	–
Habitatges iniciats	3,9	4,5	5,4	–1,9	–2,7	–37,1	–35,0	–27,0	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	3,8	...
Preus de consum	–0,3	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,3	0,6	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	12,7	12,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	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	78,8

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.

El consum intern continua patint els canvis estructurals al mercat de treball. En la mentalitat japonesa, més temporalitat i menys paternalisme en les relacions laborals continuen arrossegant a la baixa la confiança del consumidor, que, en l'últim trimestre del 2007, va baixar des dels 43,9 punts fins al nivell dels 38,9 punts, en línia amb el que imperava el 2002, quan l'economia estava estancada. Les comandes

JAPÓ: ELS CONSUMIDORS ESTAN TEMOROSOS

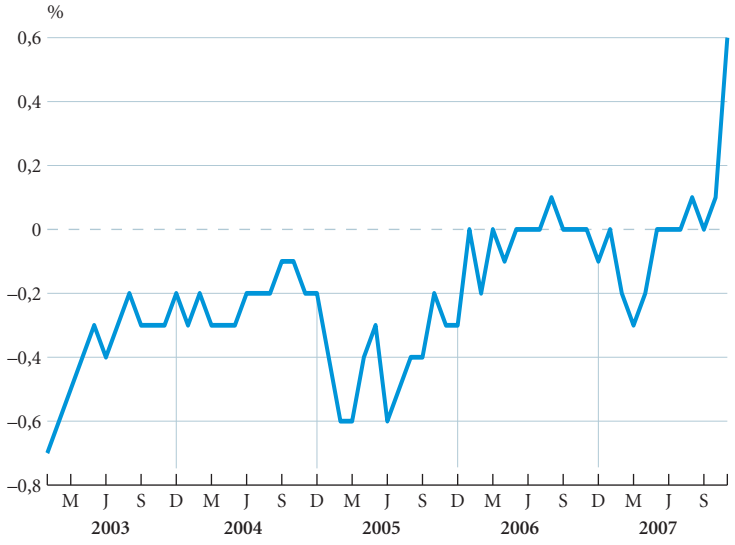
Valor de l'índex de confiança del consumidor



FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria de Japó i elaboració pròpia.

JAPÓ: LA DEFLACIÓ, CADA COP MÉS LLUNY

Variació interanual de l'índex de preus al consum sense aliments frescos



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

de maquinària del novembre, que avancen la tendència de la inversió, van recular a conseqüència de les pitjors perspectives al sector exportador i van confirmar la reculada fins als 19 punts de l'índex Tankan d'activitat i sentiment de les grans empreses manufactureres en el quart trimestre. La producció industrial va tornar a recular al novembre i va reduir el seu increment interanual fins a un magre 1,6%, de manera que la indústria nipona, tradicionalment forta, continua en la seva línia de perfil baix.

El sector de l'habitatge intenta sortir de l'atonia. Els efectes del canvi regulador a favor de la seguretat van amainant a poc a poc pel costat de l'oferta, però el mercat continua feble. Al novembre, els habitatges iniciats van pujar per segon mes consecutiu, tot i que encara acumulen un descens del 27,0% interanual. També va créixer al desembre el nombre d'habitatges venuts a l'àrea de Tòquio, tot i que és aviat per parlar de canvi de tendència amb una reculada del 35,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior, i més quan els preus, amb una reculada al desembre del 5,1%, no acompanyen.

Els empresaris ho veuen més negre i moderen les inversions.

La taxa d'atur del novembre es va reduir del 4,0% al 3,8% de la població activa, davallada que va coincidir amb un lleuger repunt dels salaris, tant en manufactures com en serveis. Al front dels preus, el Japó va deixant els fantasmes deflacionistes cada cop més enrere. L'IPC del novembre va pujar el 0,6% interanual. Per la seva banda, l'IPC subjacent, que exclou de l'índex general els aliments frescos però no l'energia, també es va sumar aquest cop al terreny positiu i es va incrementar el 0,4%. Tot i que puguem estar en variacions positives de preus, l'absència d'inflació és patent, i això clarifica les coses per al Banc del Japó, la tasca més imperiosa del qual és consolidar el creixement.

L'habitatge es recupera amb timidesa, però, després de les fortes pèrdues, persisteixen els dubtes.

Al sector exterior, el superàvit acumulat en els dotze mesos fins al novembre de la balança comercial va continuar en els 12,8 bilions de iens. Les exportacions es van

Els preus pugen el 0,6% i l'atur baixa fins al 3,8%.

L'economia xinesa creix l'11,5%, liderada per les exportacions i per la inversió, i la indústria no frena.

desaccelerar, però van mantenir el to amb un creixement del 8,6% interanual, mentre que les importacions van despertar de l'estancament i van avançar el 10,5%.

Xina: creixement excessiu?

L'economia xinesa va créixer, en el quart trimestre, l'11,2% interanual, un ritme una mica més lent que en el trimestre anterior, però que deixa el total de l'any en un robust 11,4%. Els indicadors d'activitat van seguir el mateix patró. La producció industrial del desembre va avançar el 17,4% interanual, que allunya qualsevol perspectiva de refredament. El consum privat continua essent la part que no creix el que hauria de créixer. En aquest sentit, les vendes al detall del desembre van avançar el 20,2% interanual, que, sense els increments de preus, queden en el 12,9%, la qual cosa representa una clara desacceleració en relació amb el 2005 i el 2006 i indica que el consum privat continua essent l'assignatura pendent del creixement xinès. I és que el creixement xinès té un biaix cap a la indústria pesant, una gran diferència entre camp i ciutat, i un altre biaix cap a la inversió i les exportacions, en detriment del consum privat.

La influència d'una desaceleració nord-americana a través de les exportacions seria limitada.

El superàvit exterior va arribar el 2007 als 261.500 milions de dòlars, un altre màxim històric. Les exportacions, que representen el 33,5% de l'economia, estan molt dirigides cap als Estats Units i Europa. Una dràstica desaceleració de les compres nord-americanes de productes xinesos hauria, però, de tenir efectes limitats sobre l'economia. Les exportacions als Estats Units representen el 6,4% del PIB nominal xinès, però el 2007 ja s'han desaccelerat amb intensitat, de manera que la seva contribució al creixement és molt menor. Tot i considerar els possibles efectes indirectes, segons el Banc Asiàtic de Desenvolupament, una desaceleració de l'economia nord-americana podria arribar a sostreure directament més de l'1,0% del creixement. No obstant això, la inversió, que representa el 40% del PIB, també es pot veure afectada en aquest sentit. Gairebé el 60% de les exportacions xineses són realitzades per empreses estrangeres instal·lades a la Xina. Una disminució de les expectatives d'aquestes companyies també podria representar una disminució de la inversió directa estrangera, amb més impacte potencial sobre el creixement, tot i que, en aquest sentit, també cal considerar l'incipient despertar de les empreses autòctones.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

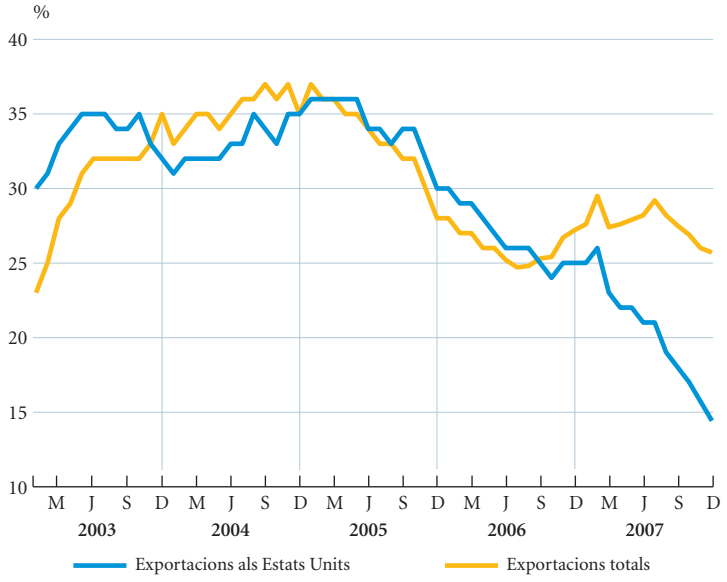
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	10,1	10,7	10,4	11,1	11,9	11,5	–	11,2	–
Producció industrial	15,9	16,4	14,8	14,4	18,3	18,1	17,9	17,3	17,4
Producció elèctrica	13,4	14,7	15,3	12,4	17,7	16,3	17,4	16,6	14,5
Preus de consum	1,8	1,5	2,0	2,7	3,6	6,1	6,5	6,9	6,5
Balança comercial (*)	102,0	177,5	177,5	200,5	228,9	253,2	256,5	259,9	261,5
Tipus interbancari 3 mesos (*)	2,4	2,8	3,1	2,8	3,4	3,5	4,3	5,1	4,7
Renminbi per dòlar	8,2	8,0	7,8	7,7	7,7	7,5	7,5	7,4	7,3

NOTA: (*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

XINA: LES EXPORTACIONS ALS ESTATS UNITS JA ES DESACCELEREN

Variació interanual de les exportacions (*)



NOTA: (*) Suma dels dotze últims mesos.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina i elaboració pròpia.

Un altre problema apressant de l'economia xinesa és la inflació creixent i la necessitat de mantenir l'estabilitat monetària. L'IPC general del desembre es va incrementar el 6,5% interanual, de manera que va mantenir la tendència d'accelera-

XINA: EL PREU DELS ALIMENTS ES DISPARA

Variació interanual de l'índex de preus al consum en alimentació

FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Mercat de Londres i elaboració pròpia.

La inflació arriba al 6,5% i la nova llei de contractes laborals pot fer que continuï augmentant.

ció. Els preus de l'alimentació van pujar el 16,7%, percentatge força preocupant. Aquest component representa el 14,1% del total de vendes al detall, però, a les zones rurals, el percentatge augmenta de manera considerable. La nova llei de contractes laborals, que dificulta el fins ara gairebé acomiadament lliure, també contribuirà a incrementar els costos el 2008 i afegirà noves pressions sobre els preus.

Mesures per refredar l'economia.

Les autoritats xineses comencen a posar de manifest la seva preocupació per l'escalfament de l'economia, que es manifesta, principalment, en l'esmentada inflació. El control sobre el tipus de canvi de la moneda nacional continua essent ferri, però es detecta una constant apreciació. Destaca, però, la decisió d'augmentar el coeficient de caixa bancari fins al 15%. Així i tot, el creixement xinès és fort, però la quantificació dels efectes que pugui tenir una desacceleració de les economies riques continua essent una incògnita, i és que el desacoblament entre la Xina i els Estats Units no està garantit.

La Xina es menja el món

Un documental emès recentment per la cadena de televisió nord-americana CNN equiparava la Xina a una aspiradora geganta de la riquesa natural del planeta. Tot i que la intenció del reportatge era denunciar el tràfic clandestí d'espècies animals protegides, el creixement demogràfic i l'arrencada econòmica de la Xina no solament han alimentat la seva apetència de tortugues exòtiques, sinó de tot tipus de recursos naturals.

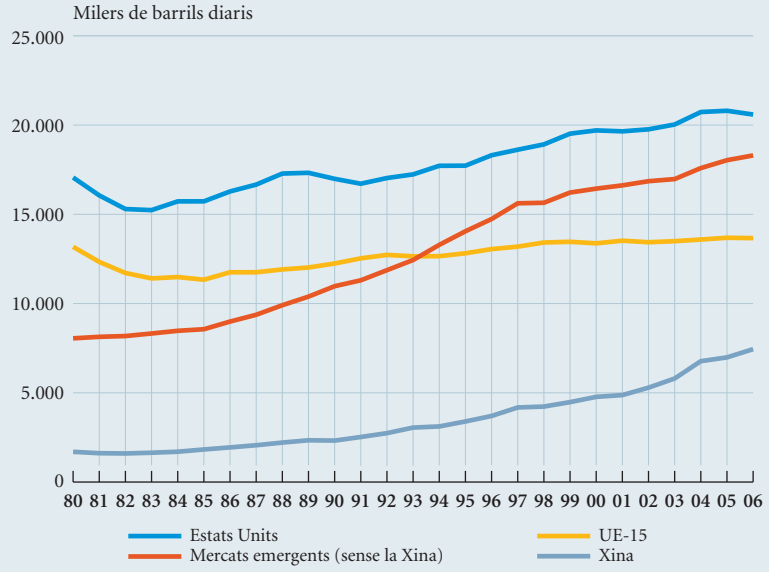
Des de l'inici del seu procés de reformes al començament dels vuitanta, la Xina ha crescut a un ritme espectacular fins a convertir-se en un dels principals motors del creixement global. Amb una mitjana de creixement anual propera al 10% i un model de desenvolupament basat en la indústria, no sorprèn que la seva demanda de petroli i altres combustibles i de béns industrials bàsics, com els metalls, no hagi parat de créixer.

El cas del petroli és il·lustratiu. La Xina ha estat responsable de més del 35% de l'augment del consum mundial de cru des del 2000. En aquests moments, és el segon consumidor més gran del món, després dels Estats Units, quan fa quinze anys era el cinquè i, fins i tot, era un exportador net de cru. No s'anticipen canvis en aquest patró a llarg termini: l'Agència Internacional de l'Energia preveu que, poc després del 2010, la Xina es converteixi en el consumidor energètic més gran del món i que, juntament amb l'Índia, sigui responsable del 45% de l'augment de demanda energètica fins al 2030. Una part d'aquest augment de la demanda serà conseqüència d'una forta expansió de l'ús de vehicles, que encara es troba a nivells molt baixos, i l'experiència indica que creix marcadament quan el nivell de renda per capita s'aproxima als 10.000 dòlars, un nivell que els dos països haurien d'assolir a mitjà termini.

El creixement econòmic també canvia els patrons de consum de la societat xinesa. Milions de xinesos han sortit de la pobresa i cada cop són més els qui aconsegueixen un poder adquisitiu propi de classe mitjana, en especial a les ciutats. Aquesta creixent classe urbana modifica progressivament els hàbits. Pel que fa a la dieta, per exemple, el consum d'arròs perd pes enfront d'aliments més rics en proteïnes, com la carn, els ous i els productes lactis. El consum mitjà de carn ha augmentat des dels 20 quilos per habitant i any el 1985 fins als més de 50 quilos en els anys 2000. Així i tot, aquesta xifra és lluny del consum mitjà en països econòmicament més avan-

EL PES DELS EMERGENTS COM A CONSUMIDORS DE PETROLI AUGMENTA

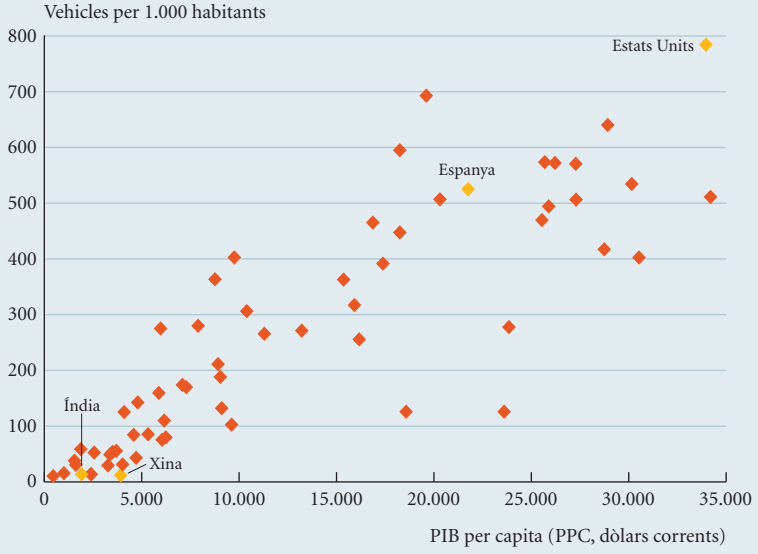
Consum de petroli



FONTS: British Petroleum i elaboració pròpia.

çats, com Espanya, on es consumeixen més de 110 quilos per habitant i any. L'augment en el consum de carn produeix, al seu torn, més demanda de cereals i exerceix una pressió a l'alça sobre els seus preus. Per exemple, per produir un quilo de porc, la carn més consumida a la Xina, calen uns 6 quilos de cereals.

EL NIVELL DE MOTORITZACIÓ ENCARA NO S'HA DISPARAT NI A LA XINA NI A L'ÍNDIA



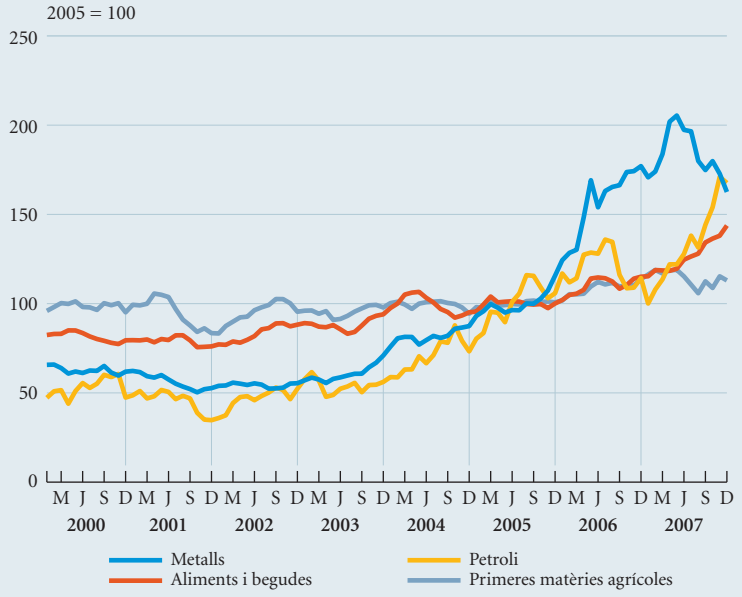
NOTA: Dades per a l'any 2000.
FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

La idea que la insaciable demanda de la Xina –i, amb menys pes, de l'Índia i d'altres països emergents– és la principal responsable de l'enorme increment dels preus de les primeres matèries a l'àmbit mundial en els últims anys guanya adeptes dia rere dia (vegeu els gràfics adjunts). No obstant això, i malgrat ser un factor determinant, no tot l'augment de preus –i menys els espectaculars repunts dels últims mesos– es pot atribuir a l'enlairament dels països emergents.

Pel que fa a la demanda, a més de l'apetència creixent d'aquests països, s'ha produït en els últims anys un fort augment de l'ús dels cereals per part de la indústria dels biocarburants i això també ha contribuït a la pujada de preus (vegeu el requadre «Biocarburants, a quin preu?»). Pel que fa a l'oferta, diversos factors han pogut tenir més o menys impacte sobre els preus de diferents primeres matèries, tot i que segurament no han estat tan importants com els factors de demanda: principalment, la inestabilitat a l'Orient Mitjà sobre el preu del petroli i les sequeres en importants països productors agrícoles, com Austràlia. Diverses veus han indicat que el canvi climàtic és responsable d'episodis meteorològics més extrems i inusuals que afectarien la producció agrícola.

Hi ha qui opina que els canvis en la demanda i en l'oferta experimentats en els últims anys (relacionats amb els hàbits alimentaris dels països emergents, el canvi climàtic i l'auge dels biocarburants) tenen un caràcter més permanent que altres factors que poden haver provocat augments de preus en cicles anteriors. Per aquest motiu, aventuren que la tendència a l'alça dels preus de les primeres matèries es pot mantenir. No obstant això, altres analistes esperen que, com en el passat, l'oferta acabi reaccionant davant dels elevats preus i pugui satisfer el repunt de la demanda, la qual cosa exerciria una pressió a la baixa sobre els preus. Finalment, tampoc no hem d'obviar la possibilitat que, darrere la pujada de preus d'algunes primeres matèries, hi hagi una bombolla especulativa.

ÍNDEXS DE PREUS DE LES PRIMERES MATÈRIES

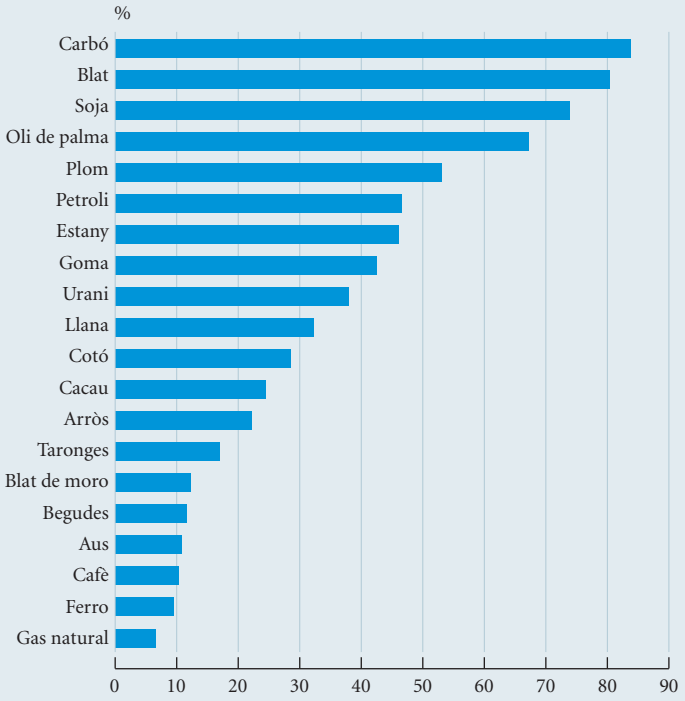


NOTA: Dades mensuals.
FONTS: FMI i elaboració pròpia.

El desenllaç en termes de preus ens espera demà, però, ara com ara, el que és clar és que la Xina es menja el món, de manera figurada i literal.

AUGMENT DEL PREU MUNDIAL DE LES PRIMERES MATÈRIES EL 2007

Variació entre desembre del 2006 i desembre del 2007 del preu en dòlars



FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Mèxic: continua la recuperació amb menys inflació

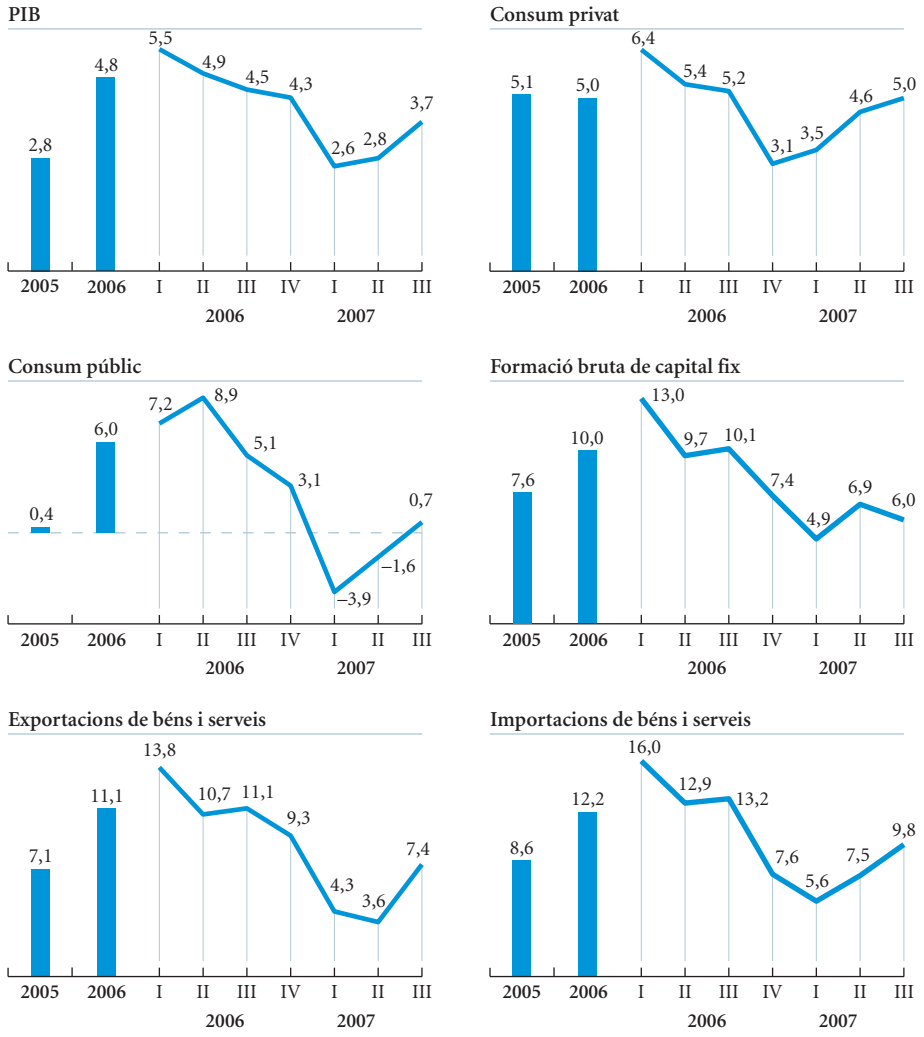
L'economia mexicana va mantenir el repunt i va créixer el 3,7% interanual en el tercer trimestre. El consum privat va consolidar la recuperació i va arribar a avanços del 5,0%, mentre que, per la seva banda, la inversió privada va perdre una mica de força, però va aconseguir mantenir el to i va pujar el 6,0% interanual. El sector públic es va continuar recuperant de l'aturada de l'inici de l'any i va avançar amb parsimònia. No obstant això, és al sector exterior on hi ha els principals dubtes, ja que, per bé que les exportacions van intensificar l'embranzida i van avançar el 7,4%, van tornar a quedar per darrere de les importacions, que van guanyar el 9,8%.

Entre els indicadors d'activitat més recents, les coses també milloren en els últims mesos. La producció industrial del novembre es va desaccelerar. Va créixer un anèmic 0,8% interanual i sembla que pot completar un any en què l'atonia ha estat la nota predominant. Les manufac-

Mèxic creix al 3,7%, amb el consum i la inversió que continuen forts i el sector exterior que recula.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

La indústria continua en l'atonia, però la inflació se situa per sota del 4% i l'avanç dels costos laborals es modera.

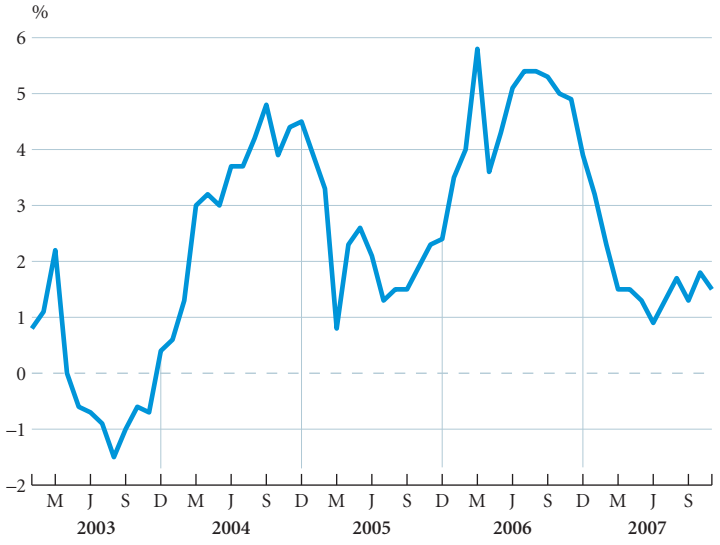
tures van anar una mica millor, amb un avanç del 2,2%, mentre que la construcció, reflectint el clima predominant al seu veí del nord, es va incrementar un modest 0,3%.

La inflació continua estable. Al desembre, els preus van pujar el 3,8% interanual, i l'índex subjacent, el general sense l'energia ni els aliments, es va incrementar el 4,0%. El repunt dels costos laborals unitaris del segon trimestre va ser menor al tercer, amb un avanç que es va desaccelerar del 6,7% al 2,4% interanual i que alleuja les pèrdues de competitivitat. Per la seva banda, la taxa d'atur oficial del desembre va continuar un suau descens fins a situar-se en un benigne 3,4% de la població activa.

El deteriorament de la balança comercial es va prendre un respir, però les perspectives continuen essent a la baixa. El dèficit comercial acumulat dels dotze últims

MÈXIC: 2007 ÉS UN MAL ANY PER A LA INDÚSTRIA

Variació interanual de la producció industrial (*)



NOTA: (*) Sèrie de tendència.
FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

MÈXIC: 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	Desembre
PIB real	2,8	4,8	4,3	2,6	2,8	3,7	–	...	–
Producció industrial	1,8	5,0	3,5	0,5	0,7	1,7	3,2	0,8	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	3,9	3,5	3,4
Preus de consum	4,0	3,6	4,1	4,1	4,0	4,0	3,7	3,9	3,8
Balança comercial (**)	–7,6	–6,1	–6,1	–9,4	–11,7	–11,8	–12,1	–11,2	...
Tipus interbancari 3 mesos	9,5	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicans respecte al dòlar	10,9	10,9	10,9	11,1	10,8	11,0	10,7	10,9	10,9

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

mesos fins al novembre es va reduir lleugerament fins als 11.200 milions de dòlars. Una millora deguda a les exportacions de petroli, ja que, sense aquest coixí precari, el dèficit comercial del mateix període va arribar als 52.604 milions de dòlars, un increment del 15,6% interanual.

L'or es dispara

Les primeres matèries han patit un important repunt en les primeres setmanes de l'any. L'índex «The Economist», que sintetitza l'evolució global de les primeres matèries, ha repuntat el 4,7% al gener (en dòlars). Aquest fons alcista amaga,

El sector exterior es continua deteriorant.

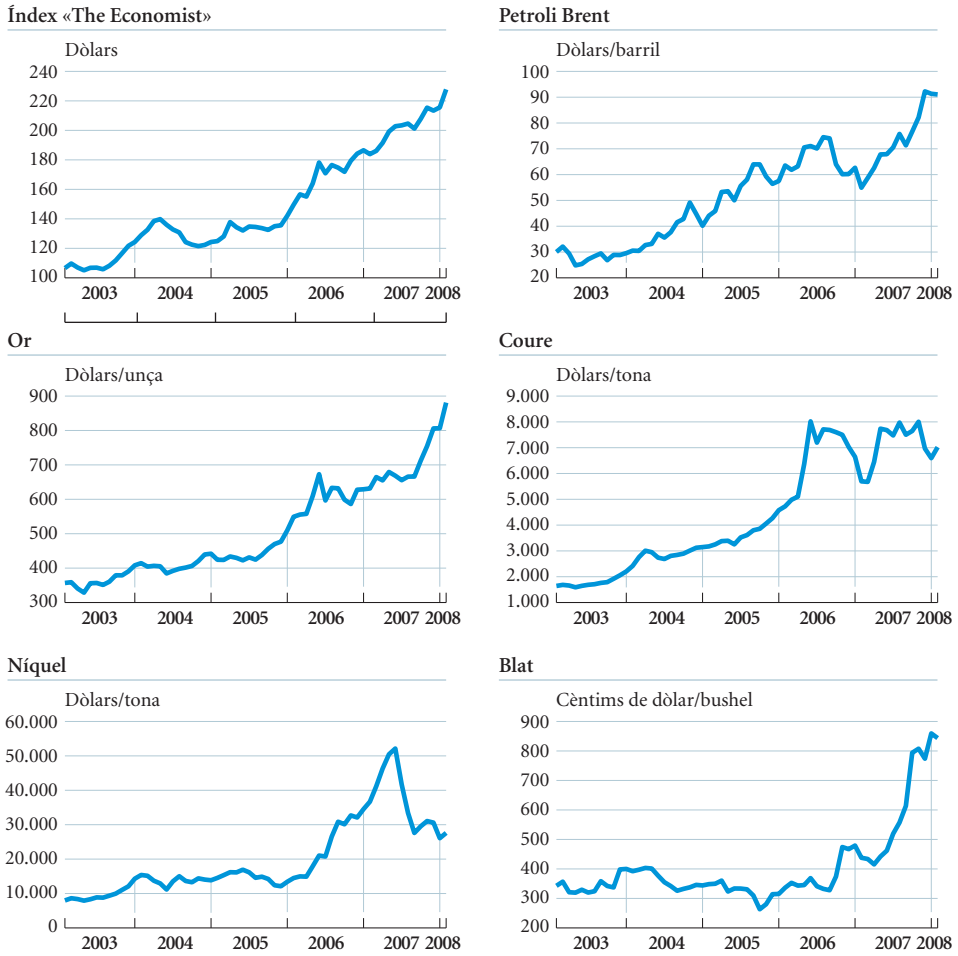
Tendència alcista de les primeres matèries, en especial les agrícoles i els metalls.

però, una evolució dispar de les diferents primeres matèries. El grup d'alimentàries va créixer el 5,8% al gener, i lleugerament per sota van quedar els metalls (avanç del 3,5% interanual). El grup d'agrícoles no alimentàries va avançar menys, el 3,0%.

En l'explicació d'aquest moviment alcista es combinen diferents forces. Les de caràcter més fonamental no han variat gaire: la forta demanda, tant dels països industrialitzats com de les economies emergents, s'enfronta a una oferta amb limitacions per augmentar en grau suficient. Però, en canvi, l'inici de l'any ha estat marcat per les fortes turbulències financeres, que han mogut un important flux de fons cap a les primeres matèries. En aquest sentit, cal distingir entre els primers dies de gener, quan es van produir ascensos notables de les primeres matèries, i un cert moviment a la baixa en el tram final del mes.

En aquest sentit, l'evolució de l'or té una especial significació, perquè sintetitza moltes de les qüestions anteriors. La cotització de l'or era al gener el 41% més alta que la d'un any enrere. En diferents moments del mes, semblava que s'apropava a la cota psicològica dels 1.000 dò-

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



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

lars per unça, tot i que la flexió a la baixa de la segona part del gener l'allunya d'aquest nivell.

Darrere d'aquest fort augment, hi ha factors d'oferta i de demanda. Entre els factors d'oferta, el més rellevant per explicar l'encariment de l'or és que la producció minera creix menys que el producte interior brut (PIB) mundial, la qual cosa, juntament amb unes vendes d'or per part dels bancs centrals inferiors a les esperades i amb la disminució de reserves a Sud-àfrica, apunta a una certa restricció de l'oferta.

Però, probablement, és l'evolució de la demanda la que explica millor la carrera alcista de l'or. Al fort creixement econòmic dels països emergents (i, en especial, de l'Índia, que representa el 20% de la demanda total) s'afegeix el paper de l'or com a valor de refugi en situacions de turbulències financeres o davant d'un dòlar feble, dues circumstàncies que s'han produït en les últimes setmanes i que poden explicar el recent impuls alcista del metall preciós per excel·lència.

L'or manté el paper de refugi en època de turbulències financeres.

Finalment, cal destacar que el petroli ha defugit una mica les tendències anteriors. Després d'un repunt al començament de gener que no s'apartava gaire del registrat pel conjunt de primeres matèries –moviment amb què va arribar al màxim històric de 98,25 dòlars per barril de qualitat *Brent* a un mes–, l'or negre ha enfilat una via a la baixa que ha dut les cotitzacions a situar-se en la zona dels 90 dòlars al final del mes. La cessió de més de 10 dòlars en unes poques sessions s'ha interpretat com la resposta del mercat a unes previsions de demanda clarament a la baixa, fruit, al seu torn, de la percepció que el creixement econòmic mundial pot ser inferior al previst unes poques setmanes enrere.

El petroli anota un màxim històric i després s'enfonsa.

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
Índex «The Economist» en dòlars (*)										
General	**3,4**	**27,5**	**33,2**	**21,8**	**17,7**	**17,2**	**20,1**	**15,9**	**15,6**	**22,8**
Alimentàries	–1,8	10,8	20,2	16,5	18,9	30,9	35,6	30,6	37,9	44,6
Industrials	9,8	46,1	46,5	26,9	17,0	6,4	7,3	3,5	–3,8	2,9
Agrícoles no alimentàries	*–2,4*	*12,4*	*2,0*	*4,5*	*3,1*	*7,6*	*21,9*	*29,5*	*26,4*	*20,7*
Metalls	*16,6*	*62,0*	*66,2*	*36,2*	*21,8*	*6,2*	*3,4*	*–3,4*	*–12,1*	*–2,7*
Índex «The Economist» en euros (*)	**3,3**	**26,0**	**22,7**	**11,6**	**9,8**	**8,6**	**6,7**	**1,7**	**4,8**	**9,1**
Petroli (**)										
Dòlars/barril	55,3	66,4	61,0	58,7	68,7	74,5	82,2	92,3	91,3	91,8
Taxa de variació	45,5	20,1	5,6	–6,7	–2,6	5,0	36,6	53,2	45,8	67,1
Or										
Dòlars/unça	445,3	604,4	614,2	649,6	667,8	680,2	754,6	806,0	806,5	888,9
Taxa de variació	8,7	35,7	26,4	17,2	6,4	9,4	28,7	28,4	28,2	40,8

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.
(**) Qualitat Brent; preus a un mes.
FONTS: «The Economist», Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

En el quart trimestre l'activitat de la zona de l'euro perd impuls.

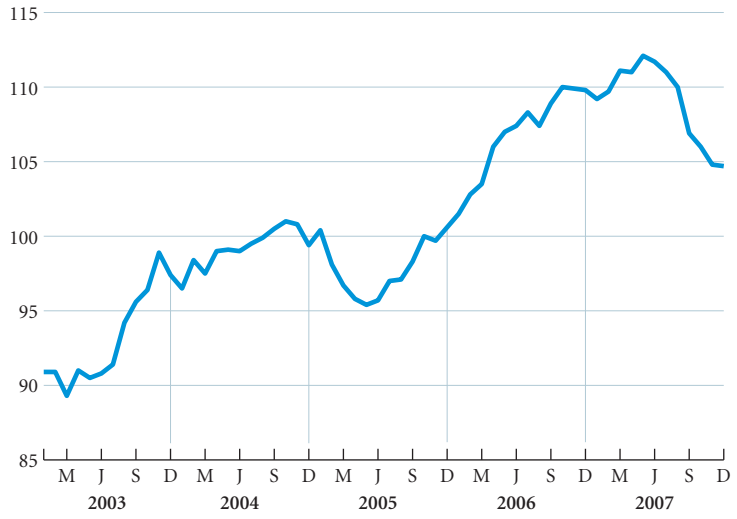
Zona de l'euro: ajustament ordenat

Canvi d'any, canvi de cicle? Les turbulències dels mercats financers exigeixen un diagnòstic encara més afinat, si és possible, de l'anomenada economia real. Tres idees per centrar el dictamen. Primera, la zona de l'euro va entrar en una fase de menor creixement en el quart trimestre, lluny, amb tota probabilitat, del 2,7% interanual del tercer trimestre. Segona, els màxims actuals de la inflació, allunyats de l'objectiu de control de preus del Banc Central Europeu (BCE), duraran un temps, però progressivament es desinflaran. Tercera, la inèrcia de creixement i els fonaments europeus permeten esperar que les turbulències financeres i econòmiques internacionals tinguin, ara com ara, un impacte moderat en termes d'activitat. Repassem, en tot cas, els elements subjacents a les tres suposicions.

Pel que fa a l'evolució econòmica global en el quart trimestre, el diagnòstic més afinat el proporciona l'indicador de sentiment econòmic. De la seva evolució en aquest tram final del 2007 es deriven dues conclusions. La primera, que, efectivament, l'activitat va cedir al llarg de l'últim trimestre de l'any i va abandonar definitivament els màxims cíclics iniciats cap al final de la primavera passada. La segona, que el ritme de caiguda, lluny d'intensificar-se, s'ha afeblit en els mesos de novembre i desembre. No obstant això, res permet esperar que la tendència no continuï essent a la baixa en els propers mesos.

LA ZONA DE L'EURO ENCARA LA DESACCELERACIÓ

Valor de l'índex de sentiment econòmic



FONT: Comissió Europea.

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	Desembre
PIB	1,6	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	–	...	–
Vendes al detall	1,2	2,1	2,3	1,7	1,1	1,3	0,5	–1,3	...
Confiança del consumidor (*)	–13,8	–9,0	–7,1	–5,2	–2,4	–3,7	–6,1	–8,0	–8,6
Producció industrial	1,3	4,0	4,0	4,0	2,7	4,0	4,1	2,8	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	109,9	110,0	111,6	109,3	106,0	104,8	104,7
Taxa d'atur (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	7,2	...
Preus de consum	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,6	3,1	3,1
Balança comercial (***)	42,1	–10,4	–13,1	–0,9	15,6	31,3	37,4	34,9	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,8
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,6	109,8	111,0

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.

El repàs dels indicadors, tant d'oferta com de demanda, completa aquesta visió. Pel que fa a l'oferta, cal destacar que l'activitat industrial, bon indicador donada la seva sensibilitat a les inflexions cícliques, ha presentat xifres menys positives que les habituals en els últims temps, amb la producció industrial creixent al novembre al 2,8% interanual (1,3 punts percentuals menys que a l'octubre) i les comandes industrials en el pitjor registre des del maig del 2006.

Des de la perspectiva de la demanda, la caiguda de les vendes al detall del novembre (1,3% interanual) i l'enfonsament de la confiança del consumidor apunten a un pols del consum privat feble. Així i tot, el fet que la taxa d'atur se situés al novembre en el 7,2% interanual, és a dir, una xifra set dècimes percentuals inferior a la d'un any abans, representa un suport a la despesa de les famílies.

Sembla que la inversió també ha entrat en una fase de menor expansió. En aquest quart trimestre, el grau d'utilització de la capacitat productiva va recular dues dècimes percentuals en relació amb el trimestre anterior i es va situar en el 84,2%. Addicionalment, la producció industrial de béns d'equipament creixia al novembre el 3,9% interanual, el registre més negatiu des de l'abril del 2006.

El consum privat continua feble i la inversió apunta a la baixa.

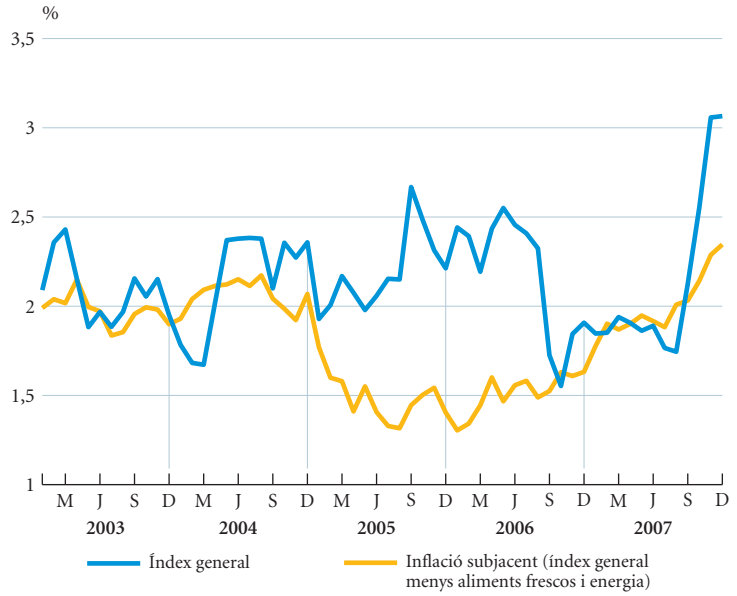
Pot el sector exterior contrarestar aquesta menor embranzida interna? Cada cop menys. Després de 14 mesos amb un saldo comercial que tendia a recuperar-se, al novembre aquest perfil es va trencar. Sorpresa relativa, ja que la progressiva desacceleració de les exportacions del setembre al novembre, combinada amb un manteniment del creixement de les importacions, anticipaven aquest resultat. En aquest procés, sembla indiscutible que el cost, en termes de pèrdues de competitivitat, que comporta l'apreciació de l'euro té un paper destacat. Cal recordar que, mesurat pel tipus de canvi efectiu nominal, l'euro s'ha encarit el 4% només en el quart trimestre.

Segona qüestió: què passa amb els preus? Al desembre, l'índex de preus de consum

El sector exterior tira de l'activitat, però menys.

FORT REPUNT INFLACIONISTA A LA ZONA DE L'EURO

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

El preocupant creixement dels preus de consum, superior al 3% al desembre, podria anar seguit d'una progressiva desacceleració.

(IPC) harmonitzat repetia en el 3,1% interanual, sense canvis en relació amb el novembre. A més del fet, ja prou alarmant, que aquesta xifra se situa significativament lluny del 2%, objectiu d'inflació del BCE, la seva composició és inquietant, ja que no solament les partides més volàtils són responsables de l'alça. Així, la inflació subjacent, que no inclou l'energia ni els aliments no elaborats, s'ha enquistat en el 2,3% interanual, quan fa amb prou feines tres mesos estava en el 2,0%. Així i tot, a partir d'aquest punt, cal esperar que el procés d'acceleració de preus no vagi gaire més enllà. Les previsions de desacceleració en les economies industrialitzades permeten preveure una caiguda dels preus del cru en els propers trimestres per la davallada de la demanda, la qual cosa alleujaria la pressió sobre el component energètic de l'IPC harmonitzat.

Si la crisi internacional no referma ni contamina Àsia, la zona de l'euro mantindrà un to moderadament expansiu.

Últim interrogant: resistirà la zona de l'euro el deteriorament de la conjuntura internacional? En aquests moments, es dibuixen dos escenaris macroeconòmics diferents. Si la crisi se salda amb un ajustament econòmic breu, tot i que intens, als Estats Units i Àsia continua exercint el seu paper de motor mundial, sembla que la inèrcia actual de la zona de l'euro pot continuar. És a dir, tot i que la demanda interna creixi menys i l'aportació del sector es redueixi, l'economia mantindrà prou dinamisme per créixer a la zona del potencial, és a dir, no lluny del 2%. En canvi, si la crisi clava el motor del creixement asiàtic, i es complica així la sortida de la crisi en pocs trimestres, la zona de l'euro difícilment podria defugir una nova etapa de baix creixement.

Alemanya: 2007, un bon any, i després?

Alemanya es continua beneficiant de la millor etapa econòmica des del final de la dècada dels noranta. El 2007, segons les xifres preliminars de l'Oficina Federal d'Estadístiques, l'economia germànica va créixer el 2,5%, lleugerament per sota del 2,9% del 2006. Aquestes xifres, quan s'ajusten pels dies efectivament treballats, es converteixen en un augment del producte interior brut (PIB) del 2,5% el 2007 i del 3,1% el 2006. Per trobar diversos exercicis consecutius amb creixements del 2% o superiors, cal recular fins als anys 1998-2000.

Cal recordar que, un any enrere, les preocupacions sobre l'impacte de l'augment de l'impost sobre el valor afegit en el consum eren notables i que les previsions considerades pels analistes apuntaven a un creixement que tot just arribava a l'1,5% el 2007. Al final, el consum privat amb prou feines va recular el 2007, i aquest moviment va ser compensat amb escreix per la intensificació de l'impuls del consum públic i per l'aportació del sector exterior. A més a més, l'any es va saldar en equilibri pressupostari i amb un augment de l'1,7% del nombre de llocs de treball (la creació neta va ser de 650.000 llocs de treball).

Els indicadors recents confirmen que el pols econòmic alemany ha estat dinàmic fins no fa pas gaire. Però introdueixen un matís: en els últims mesos, s'ha materialitzat una inflexió a la baixa. Els indicadors de consum recalquen la falta d'impuls en aquest àmbit. Per exemple, les vendes al detall van caure el 3,1% al novembre i la confiança del consumidor va recular al novembre i al desembre. Les exportacions, penalitzades pel tipus de canvi de la moneda única, han començat a créixer a un ritme menys intens. Mentre sis mesos enrere, al maig, les vendes a l'exterior (en mitjana mòbil de 12 mesos) creixien el 13,3% interanual, al novembre s'havien alentit fins al 9,7% interanual.

Per la seva banda, la producció industrial, després d'uns mesos en franca expansió,

El 2007 Alemanya creix molt més del que s'esperava un any enrere, equilibra els comptes públics i crea ocupació.

Les últimes tendències apunten a un refredament econòmic progressiu en la recta final del 2007.

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	Desembre
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	–1,8	0,2	–3,1	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,3	7,6	5,4	5,5	6,4	3,5	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2	103,0
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	10,1	9,4	9,2	8,9	8,7	8,6	8,4
Preus de consum	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	2,7
Balança comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,1	177,4	190,5	195,0	196,0	...

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.

Alemanya es continua beneficiant del suport d'un mercat laboral sòlid.

es va desaccelerar gairebé tres punts percentuals al novembre. L'indicador IFO d'activitat empresarial, després de sorprendre al novembre amb un repunt inesperat, va caure al desembre 1,2 punts percentuals i va reprendre la tònica de caigudes iniciada al juny passat. Creiem que el rebot del gener, de 0,4 punts, no impedirà noves cessions a curt termini. En conjunt, aquesta bateria d'indicadors confirma una tendència recent cap un alentiment del creixement.

A França, empitjora la confiança dels consumidors, preocupats per la queixalada inflacionista.

No obstant això, i per allunyar qualsevol biaix dramàtic, cal recordar que alguns fonaments essencials de l'economia germànica continuen essent sòlids. En particular, el mercat de treball continua exhibint un to excel·lent, de manera que es configura com un puntal important. Al desembre, la taxa d'atur va recular dues dècimes percentuals, fins al 8,4%, un nivell 1,4 punts inferior al registrat un any enrere. Les xifres d'ocupació, referides al novembre, confirmen que, per tercer mes consecutiu, el total d'ocupats superava els 40 milions.

La resta d'indicadors apunten, però, a una desaceleració suau.

Fins i tot el front dels preus, que preocupa a Europa, té un caire menys alarmant en el cas alemany. L'IPC germànic va créixer al desembre el 2,7% interanual i va recular quatre dècimes percentuals en relació amb el novembre. Només tres dels dotze estats que compartien la moneda única l'any passat van exhibir un alentiment de la inflació al desembre. A més a més, i malgrat que s'ha destacat notablement a la premsa alemanya que la companyia ferroviària ha acceptat una revisió salarial de l'11% per al col·lectiu de conductors, la contenció alemanya en aquest front continua essent notable. Els costos laborals unitaris amb prou feines han crescut el 0,2% interanual en el tercer trimestre, mentre que el salari per hora creix un modest 1,3% interanual a l'octubre. No sembla, per tant, que hi hagi pressió salarial que es pugui filtrar fàcilment als preus finals.

França: el consumidor afluixa, però l'economia no descarrila

L'esforç reformador de França ha topat amb un enemic força complicat. Davant d'un intent de prioritzar les actuacions de caràcter estructural, el deteriorament conjuntural s'ha alçat com una preocupació ciutadana. En el quart trimestre, la confiança del consumidor ha caigut cinc punts, fonamentalment perquè els consumidors gals fan una lectura negativa de la situació actual. No tant, en canvi, de la situació futura, que es deteriora menys. Un

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	Desembre
PIB	1,7	2,2	2,1	2,0	1,4	2,2	–	...	–
Consum de les llars	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,4	4,0
Producció industrial	0,3	0,9	0,6	1,0	0,3	2,3	4,2	2,5	...
Taxa d'atur (*)	9,3	9,2	8,9	8,7	8,5	8,2	8,0	7,9	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4	2,6
Balança comercial (**)	–15,7	–26,7	–28,3	–28,6	–30,4	–32,6	–35,2	–37,8	...

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

resultat que no deixa de ser paradoxal, atès que, en general, s'espera un futur pitjor que la situació actual.

La premsa ha reflectit aquesta preocupació atenent especialment l'empitjorament inflacionista i la pèrdua de poder adquisitiu que comporta. La qüestió no és merament retòrica. Les famílies realment estrenyen la bossa, com ho evidencia el fet que el consum de les llars creixi, en el quart trimestre, a un ritme del 3,2% interanual, lluny del 4,2% del tercer trimestre. Es tracta d'una reacció lògica, ja que la inflació va avançar el 2,6% interanual al desembre, quan, un any enrere, al desembre del 2006, el ritme de creixement era només de l'1,5%.

Però aquestes dades negatives, tot i ser rellevants, no són tota la història. Alguns indicadors ofereixen resultats sensiblement millors del que s'esperava. La producció industrial, sense anar més lluny, va créixer, en la mitjana d'octubre i novembre, el 3,4% interanual, que cal comparar amb el 2,3% del tercer trimestre. Atès que les exportacions es continuen desaccelerant fins al novembre, aquest repunt industrial indica que el mercat interior no està en tan males condicions com sembla.

En la mateixa línia apunta l'indicador de sentiment econòmic, que, tot i caure en el quart trimestre, mostra un recorregut a la baixa moderat, amb prou feines d'un punt. Això permet preveure que, en el quart trimestre, el creixement francès no s'allunyarà gaire del ritme del trimestre anterior, quan l'economia va avançar el 2,2% interanual. A més a més, el descens de la taxa d'atur continuarà temperant els rigors de la desacceleració durant un cert temps.

Més endavant les coses poden empitjorar, però, si més no en qüestió de creixement econòmic, sembla que l'economia gal·la està en condicions de no patir excessivament la pèrdua de vigor i de caure només moderadament per sota del 2% el 2008. Per aquest motiu, segurament la via de la reforma pragmàtica, la concertació internacional i deixar operar els mecanismes de reequilibri que té el model de benestar francès –és a dir, el que sembla ser l'acció governamental fins ara– pot continuar essent una combinació encertada, tot i l'empitjorament del to conjuntural.

Les previsions dibuixen un 2008 lluny de tot dramatisme.

Itàlia: crisi de confiança

La notícia que el PIB per capita italià es va situar per sota de l'espanyol el 2006, segons les xifres d'Eurostat, ha causat, parafrasejant un èxit recent de la novel·la europea, «estupor i tremolors» en l'opinió pública italiana. Tot i que la dada, considerada de manera aïllada, és anecdòtica, la reacció suscitada és significativa del malestar que la situació econòmica desperta a Itàlia. L'economia transalpina va registrar l'últim creixement fort el 2000, quan va arribar al 3,8%, i va mostrar després una tònica erràtica en què cap any va superar el 2% anual. La pèrdua de competitivitat internacional registrada després de l'entrada en l'euro ha afectat el tradicionalment fort sector industrial, la qual cosa, al seu torn, ha comportat que el sector exterior se situés en dèficit des del 2004. Cap al final del 2006 i començament del 2007, es percebia una millora incipient: el creixement se situava, en la mitjana del quart i del primer trimestre, en el 2,6%.

Les dificultats econòmiques afebleixen la confiança italiana.

Però, a partir de la primavera, s'ha produït un nou canvi de terç. El creixement ha cedit (1,8% interanual en el segon trimestre i 1,9% en el tercer) i la inflació ha repuntat (2,6% interanual al desembre, lluny de l'1,9% de dotze mesos enrere). El con-

La recuperació del final del 2006 i començament del 2007 es dilueix a mesura que avança l'any.

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	Desembre
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	2,3	0,3	...
Producció industrial	–0,8	2,6	3,7	1,2	0,7	0,7	–1,4	–2,8	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	6,4	6,2	6,0	5,9	–	...	–
Preus de consum	1,9	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,1	2,4	2,6
Balança comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,0	–8,2	...

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

El Banc d'Itàlia esbossa un escenari de creixement mínim el 2008 i el 2009.

sum privat ha trobat dificultats per consolidar la recuperació i la producció industrial va tornar a l'octubre i al novembre a la zona de caigudes interanuals. Fins i tot l'exportació, que semblava que havia trobat una via estable de creixement, s'ha tornat a desinflar en els dotze mesos que acaben al novembre. Tenint en compte aquests indicadors, en conjunt hi ha pocs dubtes que la desacceleració haurà estat important en el quart trimestre.

El pitjor, però, potser encara no ha arribat. En l'últim butlletí econòmic, el Banc d'Itàlia va presentar el seu escenari macroeconòmic per al 2008 i el 2009. Del creixement estimat de l'1,7% del 2007 es passarà, segons les previsions del banquer central, a taxes d'avanç de l'ordre de l'1% en els dos propers anys, conseqüència d'un entorn internacional advers i també de dificultats internes. Específicament, el Banc d'Itàlia espera que la demanda interna es desacceleri el 2008 i el 2009 a causa del menor creixement del consum i de la inversió i que la contribució negativa del sector exterior no es corregeixi fins al 2009. La inflació, per la seva banda, no afluixarà el 2008, ja que, de mitjana anual, mantindrà el ritme de creixement actual. El 2009, en canvi, es confia que torni a nivells del 2%. En definitiva, poc alleujament per a l'abatut ciutadà italià, que, a més a més, ha d'afrontar la caiguda del govern Prodi.

Al Regne Unit, preocupa el sobtat afebliment del consum privat.

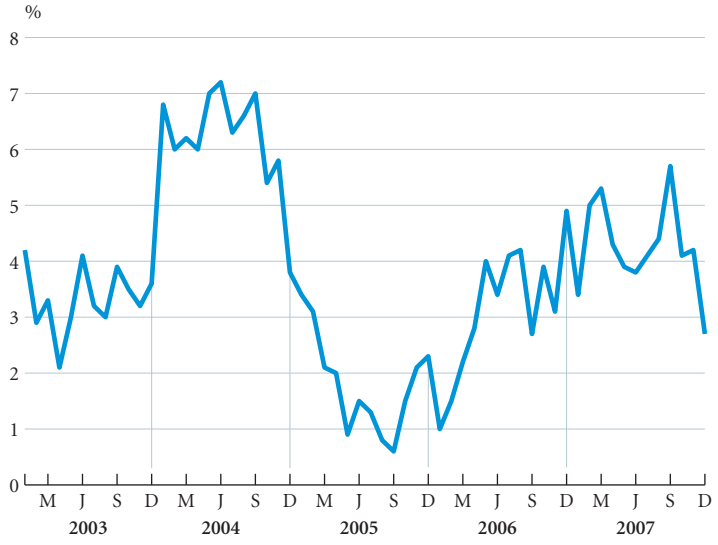
Regne Unit: consumidor tocat... i enfonsat?

Se salvarà el Regne Unit d'un alentiment profund del creixement? Dependrà, fonamentalment, de si el consum resisteix sense enfonsar-se l'enduriment de les condicions de crèdit i un to econòmic general més negatiu que el dels últims exercicis. Ara com ara, no s'albira un final ràpid per al procés d'ajustament de la despesa de les llars. Com a mostra, un indicador i unes declaracions. L'indicador, les vendes al detall, que van créixer al desembre un tímid 2,7% interanual, la xifra més negativa des del setembre del 2006 i menys de la meitat que el ritme registrat amb prou feines tres mesos abans, al setembre del 2007. La declaració, la del director executiu de Marks & Spencer, Stuart Rose, que va afirmar, al final de la campanya nadalenca, que l'actual és «...la pitjor situació que ha vist en una dècada».

Els indicadors de caràcter més avançat, com el component d'expectatives de l'indicador de confiança del consumidor, evi-

EL CONSUM BRITÀNIC PERD L'ALEGRIA

Variació interanual de les vendes al detall



FONT: Office for National Statistics.

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	Desembre
PIB	1,8	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	–	...	–
Vendes al detall	1,8	3,2	3,9	4,6	4,0	4,8	4,1	4,2	2,7
Producció industrial	–2,0	0,1	0,9	–0,3	0,6	0,3	1,0	0,3	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Preus de consum	2,0	2,3	2,7	2,9	2,6	1,8	2,0	2,1	2,1
Balança comercial (**)	–64,9	–74,0	–76,9	–77,8	–79,0	–81,6	–83,5	–84,2	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3	6,6
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	99,6	98,0	102,7	103,9	104,0	104,3	102,2	102,9	101,2

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

dencien clarament que el procés de contenció del consum privat no està esgotat. En la mateixa línia se situen les previsions dels analistes, que descarten que el consum de les llars repunti abans del final del 2008. Altres indicadors d'activitat, com la producció industrial, que va créixer un modest 0,3% interanual al novembre, o el sentiment econòmic, ratifiquen que el pols econòmic va de baixa. Gairebé queda com a únic alleujament una situació del mercat laboral positiva, amb la taxa d'atur immòbil en el 2,5% entre els mesos d'octubre i desembre.

Altres indicadors també reforcen el diagnòstic d'una economia que perd ritme a marxes forçades.

El Banc d'Anglaterra abaixarà els tipus, però no està clar que es pugui revifar l'economia de forma clara.

En aquesta situació, vindrà el Banc d'Anglaterra al rescat? No falten els cants de sirena. A més del mateix Stuart Rose, Alistair Darling, el ministre d'Economia, va declarar que, segons els seu parer, el Banc d'Anglaterra disposava de prou marge de maniobra en la seva política monetària per abaixar els tipus d'intervenció. El problema, però, que afronta el Banc d'Anglaterra és que ha d'ancorar les expectatives d'inflació –tot i que la inflació es va situar en el 2,1% interanual al desembre, les previsions apunten a una ruptura a l'alça d'aquests nivells–, evitar afeblir encara més la lliura esterlina i tractar de salvar el creixement. Segons l'opinió majoritària, en el balanç de riscos pesarà més aquest últim factor, però, fins i tot així, el Regne Unit podria no evitar l'aturada econòmica. Ara com ara, i segons les estimacions preliminars, el creixement del quart trimestre es va situar en el 2,9% interanual, enfront del 3,3% del trimestre anterior. L'ajustament, per tant, ja ha començat.

Mercats monetaris i de capital

La Reserva Federal aplica la recepta anticrisi

El 22 de gener, la Reserva Federal, al banc central dels Estats Units, en un moviment dràstic, va retallar el tipus de referència en 0,75 punts percentuals fins al 3,50%. La decisió es va prendre abans de la reunió de política monetària prevista per al 30 de gener i en un ambient de temor a un enfonsament violent de les borses. La quantia de la davallada va ser la més elevada dels 23 últims anys. La rapidesa i la intensitat del moviment són significatius i indiquen la percepció de riscos que té el banc central.

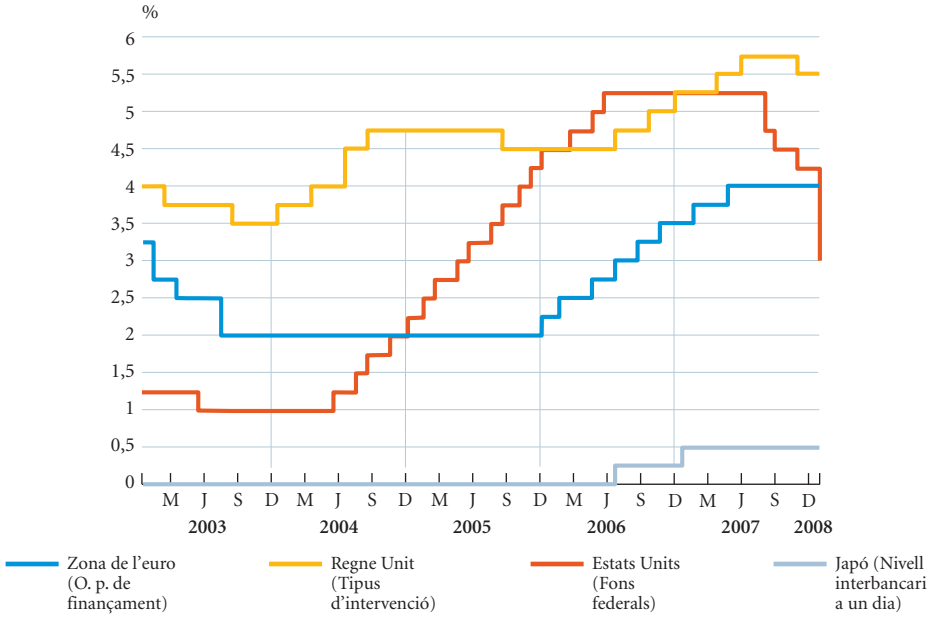
En un entorn de desacceleració econòmica i davant de l'increment de riscos a la baixa en l'activitat als Estats Units, els banquers centrals van preferir sorprendre els mercats amb contundència per intentar estabilitzar la situació. A més a més, en el seu comunicat, la Fed va afirmar obertament que continuaria actuant de forma decidida per contenir els riscos. En efecte, el 30 de gener, el comitè monetari de la Reserva Federal va resoldre aplicar una baixada addicional de 50 punts bàsics del tipus de referència.

En contraposició, el governador del Banc Central Europeu (BCE), Jean-Claude Trichet, en la seva compareixença davant del Parlament Europeu l'endemà de la primera retallada de la Fed del gener, va afirmar que, en moments de fortes turbulències, és responsabilitat del banc central

La Reserva Federal continua retallant el tipus de referència pel risc de recessió als Estats Units i davant la caiguda de les borses.

LA RESERVA FEDERAL ABAIXA EL TIPUS DE REFERÈNCIA FINS AL 3%

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

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									
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	4,81	4,69	4,50	5,13	0,99	5,75	6,61	2,62
Desembre	4,00	4,68	4,75	4,25	4,70	0,90	5,50	5,99	2,63
2008									
Gener (1)	4,00	4,39	4,42	3,50	3,85	0,90	5,50	5,57	2,59

NOTES: (1) Dia 22.

(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%), 22-01-2008 (3,50%).

(4) Últimes dates de variació: 10-6-04 (4,50%), 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%), 6-12-07 (5,25%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

En canvi, el Banc Central Europeu manté el discurs antiinflacionista.

mantenir ben ancorades les expectatives d'inflació per evitar més volatilitat. A aquestes declaracions es van afegir les del membre del Consell de Govern del BCE i president del Bundesbank, Axel Weber, comentant que, tot i que la desacceleració econòmica dels Estats Units certament afectarà la resta del món, els efectes a la zona de l'euro es podrien produir amb un diferiment en el temps i que aquest cop podria ser més suau que en episodis anteriors. En definitiva, el senyal del BCE és de mantenir la política d'esperar i veure abans de prendre una decisió de política monetària.

La declaració del BCE és coherent amb la decisió de política monetària de la reunió del 10 de gener, en què es va mantenir el tipus oficial de la zona de l'euro en el 4%. Tot i que la institució monetària reconeix que les expectatives de creixement econòmic s'han deteriorat i que els riscos pel que fa a l'activitat són a la baixa, continua mantenint l'escenari central en què el creixement durant el 2008 s'aproparà al potencial. Per bé que reconeix que els preus de consum es mantindran per damunt del 2% per l'embranzida dels preus energètics i de l'alimentació durant els propers mesos, considera que la pròpia

dinàmica de preus reconduirà la situació cap al final de l'any, mentre no hi hagi efectes de contaminació de les pujades de preus cap als salaris.

Al quadre anterior es pot veure com, finalment, el conjunt d'injeccions de liquiditat i la davallada de tipus per part d'alguns bancs centrals han aconseguit reduir el tensionament dels mercats monetaris. La normalització ha estat més intensa a les zones monetàries en què s'havia produït més tensió cap al final de l'any passat, és a dir, els Estats Units i el Regne Unit, però també a la zona de l'euro el tipus d'interès euríbor a 3 mesos, que havia arribat al 4,81% al final de novembre, ha caigut fins al 4,39%. Per exemple, el tipus euríbor a 1 any, al qual estan vinculades la majoria d'hipoteques a Espanya, ha trencat la tònica alcista i, si fa uns mesos semblava que es dirigia cap al 5%, ara cotitza al 4,42%.

Tampoc Àsia s'ho passa bé, ja que el Banc Central del Japó va mantenir el tipus de referència en el 0,5% en la reunió del 22 de gener i va reconèixer que el creixement de l'activitat era inferior al previst fa uns mesos. L'autoritat monetària creu que el creixement en l'any fiscal japonès, que acaba el 31 de març, serà inferior al creixement potencial de l'1,5%-2,0%, a causa de la caiguda en la inversió immobiliària. El governador Toshihiko Fukui va comentar que manté la política bàsica de normalització del tipus oficial a mesura que s'expandeix l'economia japonesa. No obstant això, el mateix governador va haver d'admetre que el consell de govern de l'entitat es troba davant d'una delicada disjuntiva per la incertesa sobre l'impacte de la desacceleració dels Estats Units. El governador opina que el motiu d'apujar el tipus oficial gradualment és per evitar un risc de sobreinversió que faci insostenible el creixement en el futur durant un llarg període per la creació de bombolles en tot tipus d'actius.

Per la seva banda, el banc central xinès, en la seva lluita contra la inflació, va tornar a apujar el coeficient de reserves dels bancs comercials fins al 15%, increment efectiu des del 25 de gener. Aquesta és l'onzena pujada en els tretze últims mesos. Aquesta mesura va ser complementada pel regulador del sistema financer xinès, que va anunciar que faran més restrictives les orientacions de concessió de crèdits durant el 2008 per contrarestar el sobreescalfament de l'economia.

Els tipus d'interès del mercat interbancari es normalitzen lentament.

Els tipus a llarg termini baixen, però es limita el crèdit a la zona e l'euro

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic han baixat notablement en un context de turbulències financeres. Per exemple, tot i que el BCE manté el tipus d'interès de referència en el 4%, el tipus d'interès del deute públic a 10 anys a la zona de l'euro va baixar fins al 3,91%, és a dir, la corba de tipus d'interès s'ha invertit. El moviment més destacat s'ha produït als Estats Units, on el deute a 10 anys ha arribat a cotitzar el 3,63%.

La Xina decideix apujar el coeficient de reserva bancari per refredar l'economia.

Dos motius principals expliquen la davallada de les corbes del deute públic. En primer lloc, el deteriorament de les expectatives de creixement als Estats Units i els dubtes sobre l'impacte d'aquesta desacceleració sobre la resta del món. Aquest factor ha impulsat el mercat a descomptar baixades de tipus per part dels bancs centrals que han arrossegat tota la corba de tipus d'interès. El segon factor és la fugida cap a la qualitat, és a dir, la venda d'actius amb més risc i la compra com a refugi d'actius lliures de risc, com els bons emesos pels governs de la zona de l'euro i els Estats Units. Com el moviment del preu dels bons i de la seva rendibilitat és invers, les compres massives de bons han fet pujar el preu del deute públic i han fet caure la rendibilitat oferta per aquest tipus d'actius.

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic cauen per les perspectives de desacceleració econòmica.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2005	2006	2007			2008
			Juny	Setembre	Novembre	23 gener
Estats Units	4,39	4,70	5,02	4,59	4,02	3,63
Japó	3,31	1,69	1,88	1,69	1,51	1,36
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,57	4,33	4,33	3,91
Regne Unit	4,10	4,74	5,46	5,01	4,51	4,37
Suïssa	1,97	2,52	3,23	3,01	3,05	2,75

FONT: Bloomberg.

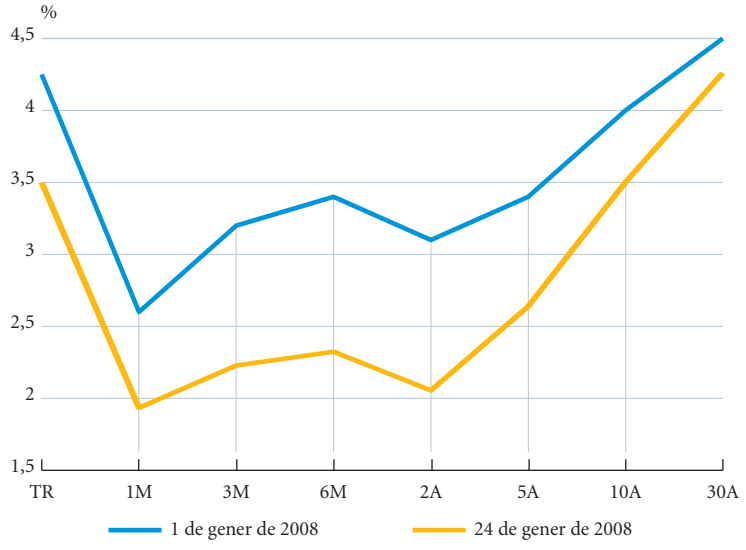
La fugida cap a la qualitat desplaça les corbes de tipus d'interès cap avall.

Al gràfic següent es pot observar el fort desplaçament de les corbes de deute públic a la zona de l'euro i als Estats Units des de l'inici d'enguany. Mentre que, l'1 de gener, un inversor podia adquirir un bo amb un venciment a 2 anys emès per un govern de la zona de l'euro i li oferien una rendibilitat del 4,0%, ara, en canvi, comprant el mateix bo, només li ofereixen una rendibilitat anual del 3,4%.

Les caigudes han estat més intenses en els trams curts de les corbes. En el cas de la zona de l'euro, les rendibilitats s'han retallat al voltant de 60 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) i, als Estats Units, les caigudes en els trams dels 3 mesos fins als 2 anys han estat d'uns 100 punts bàsics. Aquests moviments s'han produït en els 24 primers dies de l'any, és a dir, el moviment ha estat molt ràpid i violent.

BAIXEN ELS TIPUS D'INTERÈS

Corba de tipus d'interès del deute públic als Estats Units



NOTES: TR = Tipus de referència del banc central. M = Mesos, A = Anys.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Sempre és important conèixer quina és la situació de concessió de crèdit, informació que té més importància en una situació de turbulència financera. Des d'aquest punt de vista, és molt útil l'enquesta que el BCE realitza quatre cops a l'any sobre la situació de concessió de préstecs a la zona de l'euro. El BCE sol preguntar a unes 85 entitats financeres i, perquè l'enquesta sigui significativa, escull les entitats més importants. L'objectiu de l'enquesta és conèixer quines són les condicions financeres i complementar les estadístiques sobre les condicions d'oferta i demanda creditícia per part de les empreses i les famílies de la zona de l'euro. A causa de les turbulències financeres, el BCE va decidir avançar aquesta enquesta i el 18 de gener va publicar els resultats.

A l'enquesta de concessió de préstecs, es repassa el quart trimestre de l'any passat i les perspectives per al primer trimestre d'enguany. Se'n poden treure quatre conclusions. La primera és que es manté l'enduriment en la concessió de crèdit a les empreses i que s'espera que s'intensifiqui durant el primer trimestre per a les grans empreses. Els factors que contribueixen a aquest enduriment són, per ordre d'importància: l'empitjorament de les perspectives sobre el sector econòmic, l'encariment del cost del capital per a la banca i, amb menys pes, la menor competència bancària per aconseguir nous clients al sector empresarial.

La segona idea que es pot extreure de l'enquesta és que els bancs també preveuen una caiguda més intensa en la demanda de crèdit per part de les grans companyies en comparació amb les petites i mitjanes empreses durant el primer trimestre del 2008. El motiu principal és la prevista reducció de l'activitat de fusions i adquisicions i, a causa de l'augment de la incertesa, l'ajornament d'alguns plans d'inversió en actius fixos.

El tercer element important és que les expectatives sobre el sector immobiliari han fet que les institucions financeres siguin més prudents a l'hora de concedir crèdit a les llars per finançar l'adquisició d'un habitatge. Aquest enduriment s'ha implementat mitjançant una ampliació dels diferencials i d'altres comissions en l'operació de concessió d'una hipoteca i també de la sol·licitud de més garanties per autoritzar l'operació. Finalment, es manté una forta desacceleració de la demanda de crèdit per part de les famílies per finançar la compra d'habitatge. Tot i que el crèdit al consum per a les llars també es desaccelera, ara com ara ho fa amb menys intensitat en comparació amb els crèdits per a habitatge.

La banca europea confirma l'enduriment de les condicions de concessió de crèdit.

L'ampliació de diferencials i la sol·licitud de més garanties són les vies per endurir el crèdit hipotecari.

CONDICIONS DE CONCESSIÓ I DEMANDA DE CRÈDIT BANCARI A LA ZONA DE L'EURO

	OFERTA				DEMANDA			
	Empreses		Llars		Empreses		Llars	
	Grans	PIMES	Habitatge	Consum	Grans	PIMES	Habitatge	Consum
4t Trim. del 2007	Enduriment	Enduriment	Enduriment intens	Enduriment intens	Descens	Descens	Descens intens	Descens
1r Trim. del 2008	Enduriment intens	Enduriment	Enduriment	Enduriment	Descens intens	Descens	Descens intens	Descens

FONTS: BCE i elaboració pròpia.

Forta volatilitat al mercat de divises.

El mercat de divises reflecteix les poques ganes d'assumir riscos

La volatilitat generalitzada dels mercats d'actius financers també ha afectat les divises. En la primera setmana de l'any, l'euro va cotitzar a 1,472 enfront del dòlar i va assolir un màxim històric d'1,487 el 14 de gener, però posteriorment es va afeblir, en un entorn d'elevada volatilitat. Al quadre adjunt es pot veure que la variació de la divisa europea enfront del dòlar des del final de desembre de l'any passat és nul·la. Aquesta dada, però, amaga forts moviments d'anada i tornada.

En línies generals, es pot afirmar que, durant el mes de gener, el dòlar s'ha depreciat una mica més del 5% enfront del ien japonès i el 3,5% enfront del franc suís.

Els inversors redueixen les carteres de iens i dòlars i es refugien en el franc suís.

Els elements que han afectat aquests moviments són les diferents posicions dels agents econòmics: la Reserva Federal abaixant els tipus, el BCE mantenint el discurs antiinflacionista i els inversors, nerviosos per les expectatives de beneficis empresarials i pels dubtes sobre l'economia nord-americana. Atès aquest panorama, els gestors de les carteres d'inversió van decidir reduir els riscos, la qual cosa es va traduir en una apreciació del ien, ja que es van retallar posicions d'endeutament en iens. A més a més, van reduir el pes del dòlar i es van refugiar en el franc suís, que sol actuar d'actiu reserva quan s'incrementen les turbulències financeres. La divisa britànica no va quedar al marge d'aquests moviments, ja que els inversors, ateses les expectatives de més rebaixes de tipus d'interès al Regne Unit, van sortir de la lliura esterlina.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

23-01-2008

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	106,1	–7,7	–5,3	–14,6
Lliura esterlina	0,511	1,0	1,4	1,2
Franc suís	1,095	–5,7	–3,5	–13,5
Dòlar canadenc	1,027	4,2	2,8	–14,9
Pes mexicà	10,942	1,2	0,3	–0,1
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,459	1,3	0,0	12,0
Ien japonès	154,8	–5,9	–5,0	–2,3
Franc suís	1,597	–4,1	–3,4	–1,3
Lliura esterlina	0,745	2,4	1,4	13,4
Corona sueca	9,501	0,2	0,7	4,6
Corona danesa	7,451	–0,1	–0,1	0,0
Zloty polonès	3,628	0,5	0,7	–6,5
Corona txeca	26,04	–1,8	–1,8	–7,3
Forint hongarès	258,0	1,6	1,9	1,4

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

L'any s'inicia amb més retrocessos en la renda variable

Des del començament de desembre de l'any passat, les borses més importants del món han caigut entre el 14% i el 20%. L'única excepció ha estat l'índex Nikkei de la borsa japonesa, que va iniciar la caiguda cap a la meitat d'octubre de l'any passat i, de llavors ençà, acumula un descens del 22%. Els esdeveniments en renda variable, però, es van accelerar durant el mes de gener. El dilluns 21, amb els mercats dels Estats Units tancats per la festivitat de Martin Luther King, les borses asiàtiques i europees van patir importants caigudes.

Un dels factors que van desencadenar la crisi de confiança dels inversors el dilluns 21 va ser l'anunci, el divendres 18, de la retallada de la qualificació creditícia d'algunes importants companyies asseguradores de crèdit nord-americanes, les anomenades *monolines*. Aquestes companyies asseguren emissions de bons realitzades per altres emissors que tenen un *rating* inferior al màxim, AAA. En cas d'impagament, el compromís de la *monoline* és que l'inversor rebi tots els diners; a canvi, l'emissor paga una prima.

La importància estratègica d'aquestes companyies és deguda al fet que han assegurat emissions per valor de milers de milions de dòlars. Les pèrdues que es produirien en el sistema financer nord-americà serien de tanta magnitud que podrien provocar un risc sistèmic. Les davallades de *ratings* d'aquestes asseguradores obligarien a abaixar la qualificació dels bons emesos per valor de 2,4 bilions de dòlars, amb el conseqüent impacte en preus, recomposició de carteres i consum del capital bancari per a les emissions que estiguin en els balanços d'institucions financeres.

Un altre factor que va pesar en l'ànim dels inversors va ser el dubte sobre la rapidesa i l'eficiència de la posada en marxa del pla fiscal del Tresor dels Estats Units, per la

Setmana fatídica per a les borses...

FORTA CAIGUDA A LES BORSES

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

FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

25-01-08

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.207,2*	*–9,9*	*–8,0*	*–2,3*
Standard & Poor's	*1.330,6*	*–11,1*	*–9,4*	*–6,6*
Nasdaq	*2.326,2*	*–14,3*	*–12,3*	*–4,4*
Tòquio	13.629,2	–12,4	–11,0	–21,9
Londres	5.869,0	–9,4	–9,1	–6,4
Zona de l'euro	3.777,1	–13,9	–14,2	–9,5
Frankfurt	*6.816,7*	*–14,8*	*–15,5*	*1,5*
París	*4.878,1*	*–13,1*	*–13,1*	*–13,0*
Amsterdam	*438,7*	*–15,0*	*–14,9*	*–12,8*
Milà	*25.898,0*	*–11,0*	*–11,9*	*–20,6*
Madrid	*13.141,1*	*–14,1*	*–13,4*	*–9,6*
Zuric	7.686,9	–9,2	–9,4	–15,8
Hong Kong	25.122,4	–10,7	–9,7	21,5
Buenos Aires	1.982,7	–7,6	–7,9	–3,0
São Paulo	57.463,0	–8,9	–10,1	28,6

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

...desencadenada per la retallada del *rating* de les *monolines*, entre d'altres factors.

dificultat tècnica de tenir preparades les mesures estrella d'un pla fiscal de xoc abans de la meitat de l'any. D'altra banda, la caiguda del dilluns 21 es va poder veure amplificada per les operacions de Société Générale, en desfer les posicions fraudulentes creades per un operador al mercat de futurs.

En qualsevol cas, atès el perill que l'enfonsament es reproduís l'endemà a la borsa nord-americana, la Reserva Federal va prendre la decisió extraordinària de retallar el tipus d'interès oficial abans que obrissin els mercats. La davallada de tipus de la Fed va permetre la forta recuperació del dimarts, però el dimecres es van registrar caigudes significatives properes al 5%, quan el BCE va comentar la seva no predisposició a abaixar els tipus. No obstant això, el dijous i el divendres les borses es van recuperar i van pujar al voltant del 8%.

L'actuació de la Fed apaivaga els mercats, però la volatilitat s'incrementa.

La recuperació viscuda al final de la setmana, durant els dies 24 i 25 de gener, va ser deguda, fonamentalment, a la reunió que van mantenir els reguladors d'assegurances de l'Estat de Nova York amb els principals bancs per preparar un pla de rescat, mitjançant el qual recapitalitzar la *monoline* per garantir l'estabilitat del sistema financer. No obstant això, el mercat encara no ha trobat uns nivells d'estabilitat i la volatilitat continua essent la norma.

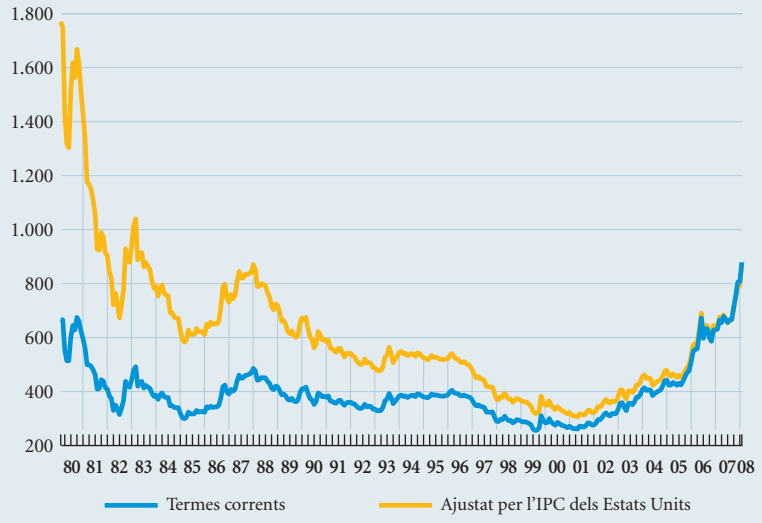
Or a 900 dòlars: per què?

La fascinació per l'or ve de lluny. A *Les Metamorfosis*, Ovidi conta que el rei Mides es va guanyar el favor de Dionís, déu del vi, acollint Sileni al seu palau després d'un dels seus cèlebres excessos amb l'alcohol. Complagut, Dionís li va concedir un desig, i Mides va escollir el do de convertir en or tot el que toqués. No obstant això, un banquet en què va convertir totes les viandes en joies va ser suficient per penedir-se de la seva avarícia. Per alliberar-se del do, es va haver de rentar les mans al riu Pactol, el fons del qual es va transformar en un gran dipòsit del preuat metall.

Les reserves d'aquest riu es van esgotar fa segles, però l'interès pel metall daurat, no. Els alquimistes, inclòs l'Isaac Newton, van buscar amb cura la pedra filosofal que els permetés convertir el metall vulgar en or, però van fracassar en la seva recerca. Si haguessin triomfat, és molt probable que l'or no cotitzaria ara a la vora dels 900 dòlars per unça troy (aproximadament 31 grams). En el clima actual d'incertesa econòmica, aquest metall preciós ha tornat a brillar, i el seu preu ha augmentat el 40% en relació amb el valor de l'inici del 2007 –un retorn del que pocs actius poden presumir en aquest període de temps–.

EL PREU DE L'OR EN MÀXIMS EN TERMES NOMINALS, PERÒ NO REALS

Dòlars per unça troy, mitjanes mensuals



FONTS: Datastream i elaboració pròpia.

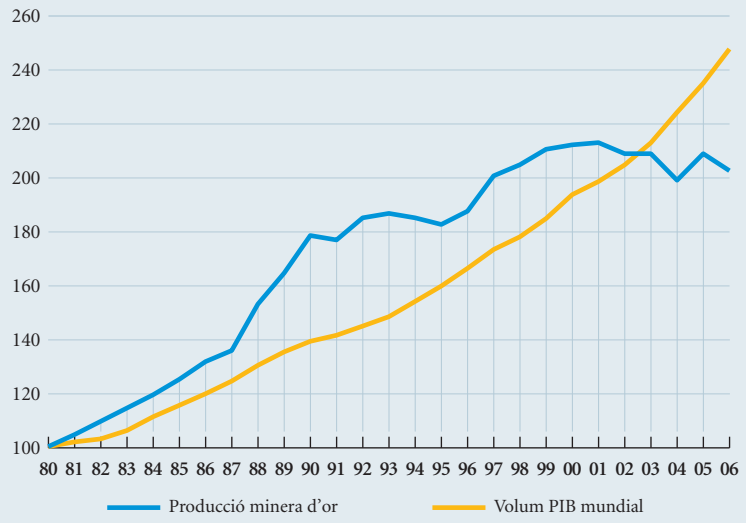
A molt llarg termini, però, l'or no ha estat tan bona inversió. De fet, han estat necessaris més de 25 anys perquè el seu preu superés els màxims assolits el 1980. Descomptat l'efecte de la inflació, el nivell de preus actual es troba encara el 50% per sota del màxim. Aquest patró de rendibilitat és comú al d'altres primeres matèries, el preu de les quals, en termes reals, van seguir una via decreixent entre 1980 i el final dels anys noranta i van repuntar només de llavors ençà. Això sí, el repunt ha estat fort –en el cas de l'or, el preu ha augmentat el 250% entre el 2000 i el 2008–.

La pujada de l'or en els últims anys ha coincidit amb un estancament de l'oferta. Com ho il·lustra el gràfic següent, la producció minera mundial ha perdut força des del 2000. La principal raó ha estat la caiguda de la producció a Sud-àfrica, a causa de l'augment dels costos d'extracció i de la disminució de reserves. El 2007, per primer cop en més de cent anys, el país africà ha perdut la seva posició com a primer productor mundial a favor de la Xina. Pel costat de l'oferta, un altre factor que, pel que sembla, ha incidit en els preus ha estat un nivell de vendes inferior a l'esperat per part dels bancs centrals de tot el món. Fa uns anys, els bancs es van plantejar reduir les tinences d'or i substituir-les per deute públic, més fàcil d'emmagatzemar i que, a més a més, paga un interès anual. Tot i aquestes intencions, 30.000 tones de barrells continuen formant part de les reserves oficials dels bancs centrals, només 3.400 tones menys que el 2000 (vegeu la taula següent). Aquest volum de vendes oficials ha estat aproximadament equivalent al 15% de la demanda mundial, per sota del nivell de vendes màxim que els bancs centrals van acordar el 2004 per evitar un enfonsament del preu de l'or.

L'ímpetu de la demanda també ha contribuït a l'alça dels preus. Tres factors principals l'han impulsat: en primer lloc, el fort creixement econòmic a l'Índia i als països de l'Orient Mitjà productors de petroli, països de forta tradició compradora de joies. Curiosament, l'Índia és responsable d'un 20% de la demanda mundial d'or, tot i que el seu PIB, ajustat per poder de compra, representa poc més del 4% del PIB mundial segons les últimes estima-

L'OFERTA D'OR S'HA ESTANCAT

Índex 1980 = 100



FONTS: World Gold Council i FMI.

cions del Banc Mundial. No obstant això, l'última notícia que arriba de l'Índia és que la demanda ha caigut de sobte en els últims mesos, situació que qüestiona la sostenibilitat del nivell de preus actual.[1] El segon factor amb un fort impacte sobre la demanda ha estat la creació des del 2003 de diversos fons cotitzats (també coneguts pel seu terme en anglès, *Exchange Traded Funds* o ETF) que inverteixen en or. El 2006 els ETF van contribuir en més del 7% a la demanda mundial d'or. En tercer lloc, l'or s'ha beneficiat, en els últims anys, i molt especialment en

(1) «*India's families tap their gold reserves*», Financial Times, 17 de gener de 2008.

els dotze últims mesos, del seu rol tradicional de valor refugi durant períodes de feblesa del dòlar i de turbulències financeres. Històricament, el preu de l'or tendeix a pujar quan el dòlar es deprecia i és immune a les caigudes a les borses.

En definitiva, l'alça del preu de l'or en els últims anys ha estat deguda, fonamentalment, a la falta de creixement de l'oferta i al fort auge de la demanda de joieria als països emergents. En els últims mesos, però, l'or s'ha beneficiat clarament de la percepció que se'n té com actiu refugi en un clima d'incertesa. Però què passarà quan la tempesta amaini? No es pot descartar una caiguda considerable en el preu de l'or. Si això passa, potser serà bo recordar que el millor valor refugi és, en realitat, un bo del govern indexat a la inflació, el més proper que coneixem a un actiu sense risc.

TINENCES D'OR OFICIALS I EN ETF (*)

En tones

	2000	2007
Estats Units	8.138	8.133
Alemanya	3.468	3.417
FMI	3.217	3.217
França	3.025	2.643
Itàlia	2.452	2.452
Suïssa	2.590	1.177
Japó	754	765
Holanda	912	641
BCE	747	605
Xina	395	600
Tinences oficials mundials	33.375	29.955
Tinences a través d'ETF	0	866

NOTA: (*) Exchange Traded Funds.
FONT: World Gold Council.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Espanya, al grup capdavanter del concert econòmic mundial

Espanya ocupa el novè lloc mundial per dimensió de l'economia, mesurada a tipus de canvi recurrents, i l'onzè en paritat de poder de compra...

Els últims anys de globalització econòmica s'han caracteritzat per l'embranzida de les economies emergents, algunes de les quals han fet la seva irrupció en els primers llocs de la classificació econòmica mundial per dimensió. Quina és la posició d'Espanya en aquest context? Recentment, el Banc Mundial, en col·laboració amb altres organismes internacionals, ha posat al dia el seu rànquing, la qual cosa permet una apreciació homogènia de la qüestió. Amb dades referides al 2005, Espanya ocupava el novè lloc per producte interior brut (PIB) a tipus de canvi corrents, molt poc per darrere del Canadà.

Ara bé, la millor forma de comparar la dimensió d'economies diferents és en paritat de poder de compra, és a dir, corregint els PIB segons els nivells de preus relatius. En efecte, normalment la comparació del PIB utilitzant tipus de canvi infravalora la dimensió de les economies en desenvolupament, els nivells de preus de les quals tendeixen a ser més baixos que els dels països avançats.

Des d'aquest punt de vista, l'economia espanyola ocupava l'onzè lloc per PIB en paritat de poder de compra el 2005. Tres co-

PIB MUNDIAL 2005

Milers de milions de dòlars dels Estats Units

	En paritat de poder de compra (*)		A tipus de canvi corrents	
	Total	% PIB mundial	Total	% PIB mundial
1 Estats Units	12.376	22,5	12.376	27,9
2 Xina	5.333	9,7	2.244	5,1
3 Japó	3.870	7,0	4.549	10,3
4 Alemanya	2.515	4,6	2.791	6,3
5 Índia	2.341	4,3	779	1,8
6 Regne Unit	1.902	3,5	2.244	5,1
7 França	1.862	3,4	2.136	4,8
8 Rússia	1.698	3,1	763	1,7
9 Itàlia	1.627	3,0	1.770	4,0
10 Brasil	1.585	2,9	883	2,0
11 Espanya	**1.184**	**2,2**	**1.130**	**2,6**
12 Mèxic	1.175	2,1	768	1,7
13 Canadà	1.133	2,1	1.135	2,6
14 Corea	1.027	1,9	791	1,8
15 Austràlia	672	1,2	712	1,6

NOTA: (*) PIB corregit segons els nivells de preus relatius.
FONTS: Banc Mundial i elaboració pròpia.

lossos emergents, Índia, Rússia i Brasil, amb una població molt més gran, ocupaven llocs més capdavanters. En canvi, Espanya superava el Canadà en aquesta mesura.

Però, i en termes de PIB per capita, que, al capdavall, és una mesura que s'aproxima més al benestar dels ciutadans? Llavors la posició no és tan favorable, ja que Espanya passa a ocupar el lloc 25è mesurat en paritat de poder de compra. Els primers llocs són ocupats per països relativament petits, com Luxemburg, Qatar, Noruega, Brunei i Kuwait, com s'observa rics en petroli en la seva majoria. No obstant això, els Estats Units ocupen el sisè lloc i Irlanda, l'octau.

No obstant això, i amb les últimes dades de l'Eurostat del 2006, Espanya va superar Itàlia en PIB per capita en paritat de poder de compra. Segons les dades del Banc Mundial del 2005, Espanya ja s'havia aproximat molt a Itàlia gràcies al dinamisme de l'economia i havia arribat als 27.270 dòlars, enfront dels 27.750 dòlars d'Itàlia. D'aquesta manera, el 2006 Espanya ocupava el dotzè lloc per PIB per capita en paritat de poder de compra a la Unió Europea, el 5% per damunt de la mitjana dels vint-i-set.

...tot i que baixa fins al número 25 en PIB per capita en paritat de poder de compra.

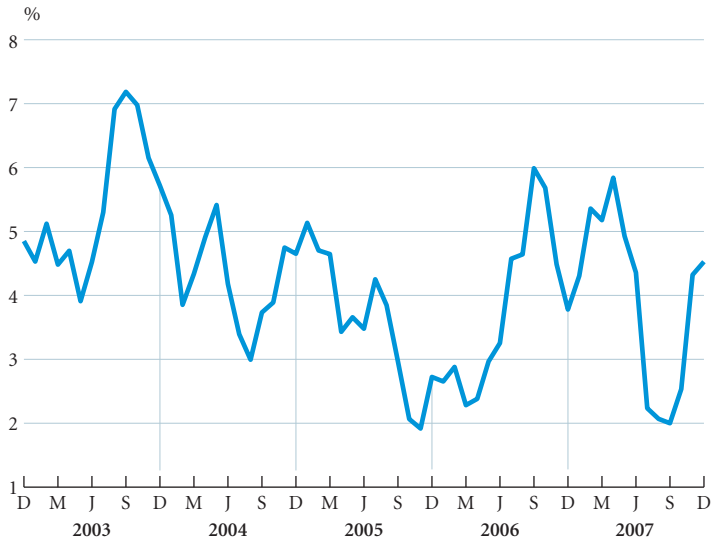
2007: bon balanç, però amb signes d'alentiment

Al final del 2007, l'economia mostrava un notable to. Així, per exemple, el consum d'electricitat ajustat dels efectes de laboralitat i temperatura va augmentar el 4,5% en el quart trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront d'una taxa interanual del 3,8% en l'últim trimestre del 2006. No obstant això, s'apreciaven tendències cap a un afebliment del dinamisme econòmic. Les principals pèrdues d'impuls provenen de la construcció, que ha gaudit d'uns quants anys d'auge extraordinari per l'habitatge, i del consum de béns duradors.

La construcció i el consum de béns duradors perden impuls.

NOTABLE DINAMISME ECONÒMIC

Variació interanual del consum d'electricitat (*)



NOTA: (*) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura, en mitjana mòbil de tres mesos.
FONTS: Red Eléctrica Española i elaboració pròpia.

Baixen les vendes d'automòbils i cau la confiança dels consumidors...

Pel costat de la demanda, el consum mostra senyals d'alentiment. Per exemple, les vendes d'automòbils mostren feblesa. En el quart trimestre del 2007, van augmentar l'1,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior, mig punt menys que un any abans. A més a més, al desembre va haver-hi un efecte d'avanç de matriculacions de vehicles de gamma alta, propiciat pel fet que, a partir del gener, pujava la seva tributació. Així i tot, les vendes d'automòbils registrades el 2007 van baixar l'1,2% en relació amb l'any anterior, una mica més que el 2006. En canvi, les importacions de béns de consum, facilitades per l'apreciació de l'euro, eren fortes, amb una alça interanual del 9,2% a l'octubre.

D'altra banda, s'observa un progressiu deteriorament de la confiança dels consumidors. Així, l'índex que publica la Comissió Europea al desembre va caure fins al nivell mínim des del 1994, tot i que es manté lluny del rècord del 1992. Sens dubte, la pujada dels preus dels carburants, dels aliments i dels tipus d'interès en els últims mesos ha tingut un impacte desfavorable. La crisi dels mercats financers també hi deu haver incidit negativament.

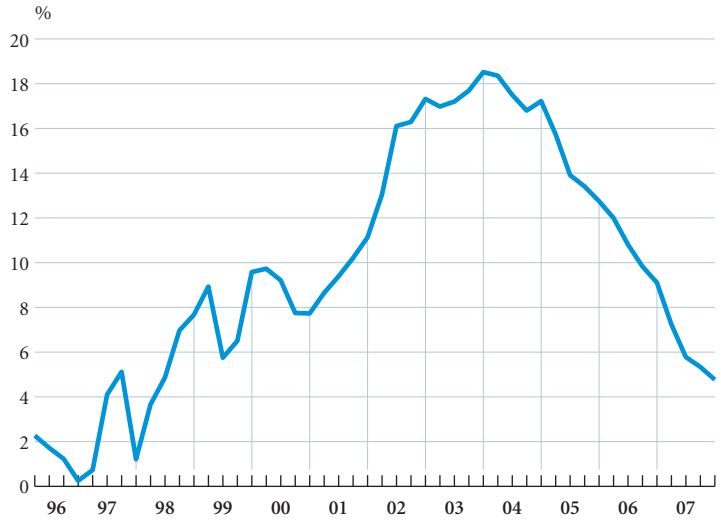
...però el nivell de la inversió en béns d'equipament és elevat.

En canvi, la inversió en béns d'equipament manté un nivell alt. Així, per exemple, la matriculació de vehicles industrials en el quart trimestre es va incrementar el 5,2% en relació amb el mateix període del 2006, enfront d'un descens en el quart trimestre del 2006. La inversió en construcció continuava avançant, però a un ritme sensiblement inferior. L'activitat en obra pública polsava notablement arran de les licitacions passades. No obstant això, si tenim en compte el consum de ciment, indicador avançat de la inversió en construcció, és previsible una intensificació de l'alentiment en els propers mesos.

El creixement industrial s'ha afeblit una mica, llastat per la fortalesa de la moneda única europea i pel repunt dels costos, tant laborals com de primeres matèries. Així i tot, el 2007 la producció de turismes va augmentar el 5,6% gràcies a les exportacions, resultat favorable si el com-

EL CREIXEMENT DEL PREU DELS HABITATGES S'APROPA AL DE L'IPC

Variació interanual del metre quadrat del preu mitjà de l'habitatge lliure



FONTS: Ministeri de l'Habitatge i elaboració pròpia.

parem amb la lleugera caiguda de l'any anterior. Pel que fa a les perspectives a curt termini, l'indicador de confiança del sector ha empitjorat lleugerament en els últims mesos, però es col·loca per damunt de la mitjana històrica. Un altre indicador avançat, com les entrades de comandes a la indústria a l'octubre i al novembre, es va incrementar per damunt de la mitjana dels onze primers mesos de l'any, la qual cosa permet un cert optimisme pel que fa a aquest sector.

La construcció residencial està subjecta a un procés d'ajustament arran de la reducció de la demanda d'habitatges. Això es mostra en una caiguda del nombre de compravendes d'habitatges en relació amb el 2006. El preu dels habitatges també ha patit aquesta davallada de la demanda i s'ha continuat desaccelerant fins a presentar una pujada anual del 4,8% en l'últim trimestre del 2007, la menor dels deu últims anys i només mig punt per damunt de la taxa d'inflació. Aquest procés d'ajustament a una demanda menys intensa s'evidencia en la forta caiguda del nombre de visats d'obra nova d'habitatge, tot i que és deguda en part a l'efecte de la prèvia anticipació per l'entrada en vigor del Codi Tècnic d'Edificació. En aquest context, el Govern ha aprovat mesures per promoure el lloguer i donar suport al sector immobiliari.

La producció de turismes augmenta el 5,6% el 2007 gràcies a les exportacions.

Per la seva banda, els serveis tenen un creixement més sostingut. En el període gener-novembre, la xifra de negocis del sector va créixer el 6,9% en relació amb els mateixos mesos del 2006. Les branques més vigoroses eren els serveis a les empreses, com els de recerca i seguretat, l'assessoria jurídica i econòmica, la selecció i col·locació de personal i la publicitat. Les tecnologies de la informació també es mostraven dinàmiques, en especial els serveis informàtics. El comerç, sobretot a l'engròs, també presentava un bon

Creixement sostingut dels serveis.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	4,3	4,8	2,1	0,8	–0,1	–2,5	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	7,6	–1,1	5,6	8,4	9,2	–1,3	...
Matriculacions d'automòbils	2,1	–0,9	1,8	–0,7	–2,4	–2,9	3,4	–5,9	6,3
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	14,5	12,0	13,8	9,6	6,9	–	...	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–10,8	–12,3	–10,3	–10,7	–12,7	–12,3	–16,0	–17,0	–19,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	–0,1	8,4	11,2	8,9	5,3	6,3	8,5	–0,2	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	3,4	20,1	11,0	–0,6	6,8	–1,8	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	–1,0	1,7	–2,2	–3,0	4,1	–8,1	20,9
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	6,0	9,0	9,3	6,4	7,7	7,6	8,3	–0,2	...
Exportacions	0,2	5,6	4,7	3,0	2,8	6,7	8,2	8,2	...

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.

L'any 2007 tanca sota el signe de la desacceleració.

to. Així mateix, el transport avançava notablement, principalment l'aeri.

El turisme, en canvi, va polsar amb menys força. El balanç de la temporada es va tancar amb un nou rècord d'arribada de turistes estrangers, per bé que el creixement va ser modest, l'1,7%, enfront del 4,1% de l'any precedent. Les pernoctacions nacionals als hotels van augmentar el 2,1% el 2007, sensiblement per sota de l'increment del 8,7% de l'any anterior. Les estrangeres van créixer més que les nacionals, el 2,5%, enfront de l'1,6%.

En resum, des del punt de vista de l'activitat, l'exercici es tancarà amb una bona xifra de creixement, prop del 3,8%, força per damunt de la presentada per la zona de l'euro. No obstant això, l'entorn exterior més desfavorable que s'albira per al 2008 probablement intensificarà l'actual tendència de desacceleració.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	3,8	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2	2,9
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,6	4,2	2,4	1,1	2,6	–0,6	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–4,8	–2,7	–0,3	2,3	1,2	–0,7	–6,0	–1,0	–3,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	81,6	80,6	81,3	82,1	–	81,1	–
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	12,1	8,1	8,2	8,7	8,3	0,9	...
Construcció									
Consum de ciment	7,3	8,5	8,6	5,5	–1,3	–1,4	5,2	–1,8	–9,4
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	15,0	10,7	15,7	12,0	8,0	–6,0	–6,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	18,6	0,2	8,0	–15,0	–50,7	–32,4	...	...
Licitació oficial	18,5	31,3	55,0	13,3	–2,2	–29,8	–33,5	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	4,4	5,2	5,2	6,2	4,5	3,7	6,6	4,4	...
Turistes estrangers	6,6	4,1	1,9	5,3	0,1	1,4	0,0	5,0	0,7
Ingressos turisme	6,0	5,6	3,1	5,8	2,0	3,2	2,7	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–3,2	–1,2	–6,4	–4,1	–6,5	–1,4	–0,6	–9,3	...
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,8	7,3	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2	7,2
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	4,9	5,8	3,3	4,2	9,4	...	...

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: Red Eléctrica Española, 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.

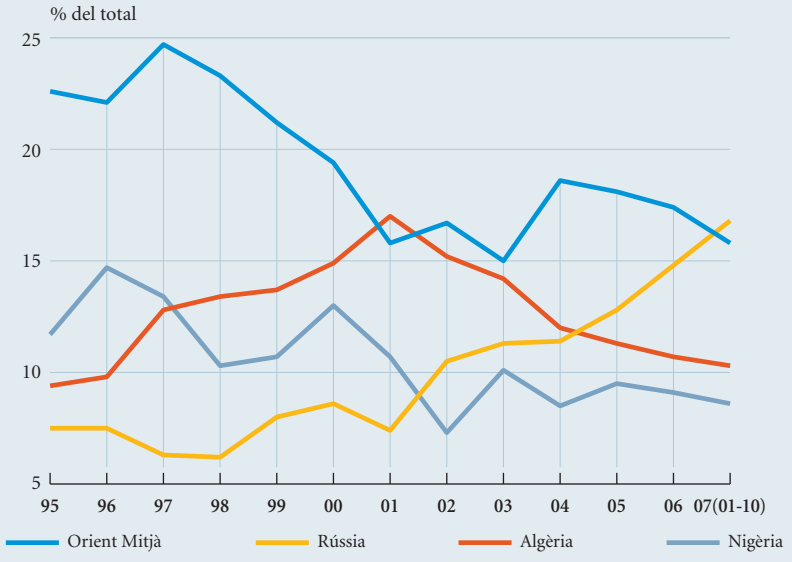
La dependència energètica d'Espanya

Un dels factors que explica el desenvolupament de les economies occidentals en les últimes dècades és l'accés fàcil i relativament barat a l'energia. L'avanç del consum és un signe extern d'aquesta prosperitat, i un dels seus millors exponents és el parc d'automòbils: el 1980 circulaven per Espanya una mica menys de 7 milions d'automòbils, mentre que avui en dia en tenim més del triple. Però l'energia cada cop és més cara, les preocupacions mediambientals derivades de l'ús de determinats combustibles són cada cop més importants i els proveïdors solen pertànyer a zones geogràfiques conflictives, la qual cosa provoca inestabilitat i incertesa. Aquesta major sensibilització sobre els efectes de l'energia fa que alguns es preguntin si, en les properes dècades, l'energia podrà continuar exercint el mateix paper que fins ara. En aquest requadre no es pretén respondre una pregunta tan complexa, sinó simplement posar de manifest que, en el cas de l'economia espanyola, igual que passa en general a les economies desenvolupades, els efectes negatius de l'energia semblen menys importants i que és possible millorar l'eficiència energètica.

Espanya és un país que depèn de l'energia importada. La major part del que consumim ho hem d'importar de països llunyans. El 2006 el grau d'autoproveïment energètic no arribava al 20%, mentre que el 1986 era del 37%, segons els càlculs del Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç. Lògicament, aquesta importació de primeres matèries energètiques perjudica la nostra balança comercial amb l'exterior, ja prou deficitària. El desequilibri energètic representa un terç d'un dèficit comercial total que, en el tercer trimestre, va superar el 9,4% del producte interior brut (PIB). Si hem de buscar protagonistes, el paper estel·lar queda reservat al petroli, que, per apetència dels consumidors o per encariment, representa la quarta part del dèficit comercial total.

AUGMENTA LA DIVERSIFICACIÓ GEOGRÀFICA

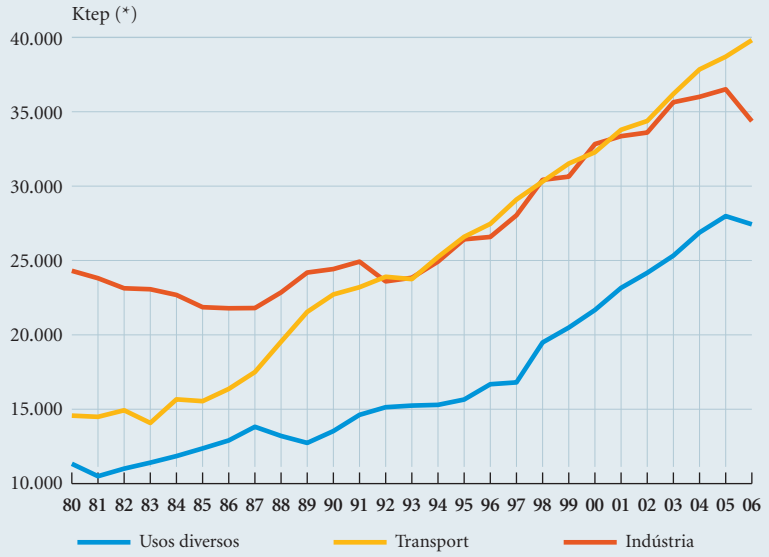
Origen de les importacions espanyoles d'energia



FONTS: Banc d'Espanya, INE i elaboració pròpia.

LA INDÚSTRIA AJUDA A MODERAR EL CONSUM ENERGÈTIC

Consum d'energia final per sectors



NOTA: (*) Ktep = milers de tones equivalents de petroli.
FONT: Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç.

El punt de partida d'Espanya és de clar desavantatge, però el negre es pot tornar antracita o, fins i tot, gris perla. Per començar, la suposada feblesa geoestratègica que representa la dependència de l'exterior no ho és tant, ja que la diversificació de països proveïdors ha augmentat. El 1995, segons les dades del Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç, el petroli importat que venia de l'Aràbia Saudita, Iran, Líbia i Nigèria representava més de la meitat del valor monetari de les importacions totals de petroli, mentre que, en els deu primers mesos del 2007, amb prou feines va superar la quarta part. En el mateix període, la part de les importacions energètiques que va arribar de l'Orient Mitjà es va reduir del 22,6% al 15,8% del total. D'altra banda, la quota que representava el gas d'Algèria va arribar el 2001 a un màxim relatiu del 17,0% del total d'importacions energètiques i va caure fins al 10,3% el 2007. L'augment de la fracció que representa el petroli de Rússia, del 7,5% al 16,8%, evita, pel que fa a la diversificació, més riscos dels que aporta.

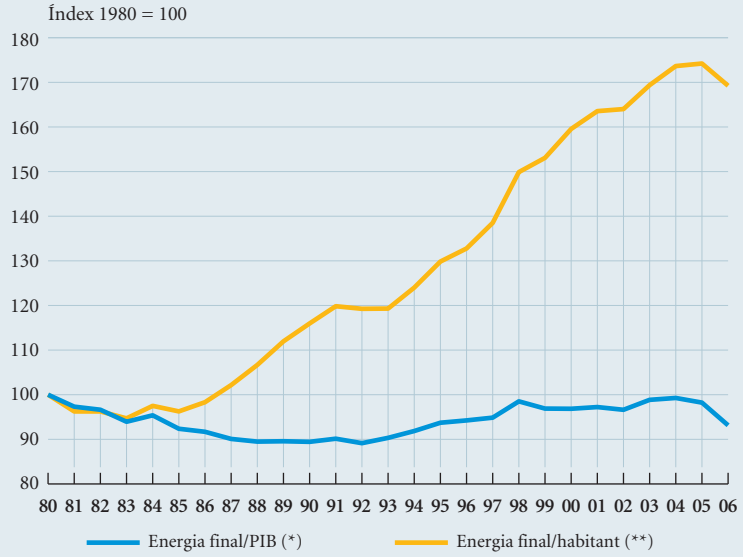
Un altre front de problemes és la pujada dels preus dels hidrocarburs, que incideix directament sobre la inflació. En cinc anys, l'or negre ha quadruplicat el seu preu en dòlars. El seu efecte sobre la inflació és evident. No obstant això, el lleó és menys ferotge del que sembla. La influència dels preus energètics en els índexs de preus del consum que exclouen l'energia és menor que en èpoques anteriors. Segons Blanchard i Galí[1], les causes cal buscar-les en un menor pes del consum de petroli en l'economia, en una menor rigidesa en els salaris i en unes polítiques monetàries dels bancs centrals més curoses en el control de la inflació.

En l'apartat de la balança comercial, pinten bastos, però tampoc no cal exagerar. Tot i el dràstic encariment dels preus energètics en l'últim lustre, el dèficit energètic amb prou feines ha augmentat la participació en el dèficit

(1) Blanchard, O. i J. Galí (2007), «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks:Why are the 2000s so different from the 1970s?», Working Paper, núm. 07-21, MIT Department of Economics.

COMENCEM A SER MÉS EFICIENTS EN L'ÚS DE L'ENERGIA?

Intensitat energètica final



NOTES: (*) Tones equivalents de petroli per milió d'euros constants de producte interior brut.
(**) Tones equivalents de petroli per habitant.
FONT: Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç.

total. Malgrat la proliferació de conductors i de cotxes, el cert és que l'última pujada dels preus del cru en els tres darrers anys s'ha suportat millor que la del 1999-2000. Entre les acaballes del 2003 i el 2006, l'or negre es va apreciar el 150%. Així i tot, si cap al final del 2000 les importacions totals d'energia representaven el 3,8% del PIB, el 2007 la seva importància relativa havia augmentat amb prou feines el 4,0%.

Finalment, ens podem preguntar si fem un ús adequat de l'energia que consumim. El punt de partida és regular, amb una economia que per cada euro de PIB gasta en una línia similar als socis europeus, però amb la diferència que, fins al 2005, evolucionava a l'alça. A més a més, hi ha l'assignatura pendent del consum de carburants per al transport. Aquí, segons les dades de l'Agència Internacional de l'Energia, el consum per unitat de PIB era el 2005 el 28,7% superior a la mitjana dels països europeus de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic, diferència que evolucionava a l'alça. En canvi, la indústria, que sol aparèixer com el principal culpable del malbaratament energètic, ha moderat substancialment la contribució al consum final energètic total.

Des del 2005, s'aprecia una moderació en la intensitat energètica, és a dir, en el consum final d'energia per unitat de PIB. No hi ha encara evidències que permetin concloure si es tracta d'un canvi estructural en aquest sentit o d'un gir de l'economia cap a sectors menys intensius en energia. La continuïtat d'aquest procés dependrà de la consolidació de l'estalvi d'or negre i del fet que la resta de fons d'energia continuï la tendència a la baixa iniciada el 2005. L'avidesa energètica és elevada i creixent, en especial quan es contempla el creixement del consum per habitant. S'ha avançat una mica en el camí de l'estalvi energètic, però encara queda molt tros per recórrer.

Mercat de treball

Disminueix la creació d'ocupació el 2007

Rècord en un tancament d'exercici del total d'afiliats a la Seguretat Social.

Els estrangers ja representen més del 10% del total de l'afiliació.

La participació de les dones va assolir un màxim del 42%.

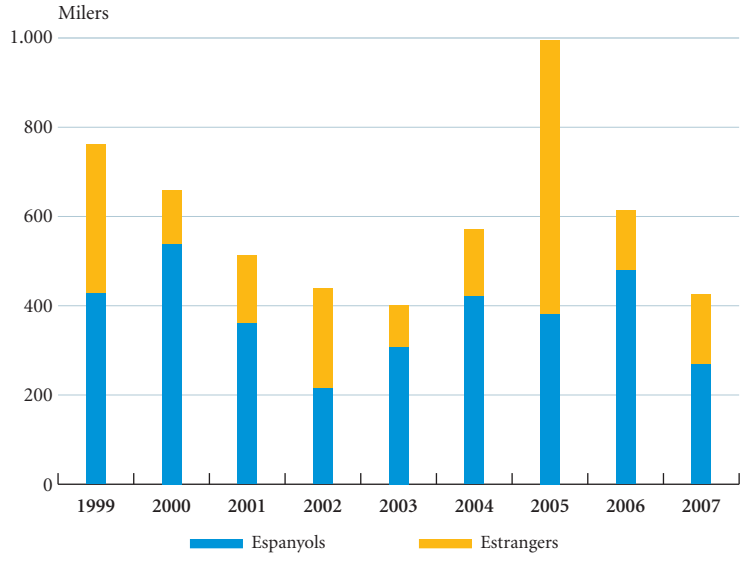
Al final de l'any 2007, els ocupats afiliats a la Seguretat Social sumaven 19.195.755 persones, la xifra més alta de tota la història en un tancament d'exercici. Aquesta quantitat representa un augment interanual del 2,3%, taxa inferior en 1,1 punts a la comptabilitzada el 2006. Aquest alentiment en la creació d'ocupació és coherent amb el canvi de fase en el cicle econòmic que ha tingut lloc el 2007. Analitzant la tendència del total dels afiliats a la Seguretat Social, s'observa que, durant la primera meitat del 2007, va continuar la minoració del ritme de creixement de l'ocupació, el qual, però, es va estabilitzar en una taxa situada una mica per damunt del 2% durant la segona meitat.

L'increment de l'afiliació al llarg de l'exercici va ser de 425.496 persones, el menor en termes absoluts des del 2003. D'aquesta xifra, 268.364 eren espanyols, el 63,1% del total. Els afiliats estrangers es van incrementar el 8,6%, enfront del 8,0% registrat al final del 2006. D'aquesta manera, la participació dels estrangers en el total va continuar augmentant fins a situar-se en el 10,3% al desembre.

Les dones van continuar avançant en el mercat laboral. Les afiliades van incrementar les seves files el 3,9% i van triplicar la taxa d'augment masculí de l'1,1%. D'aquesta manera, la seva quota va ano-

MÉS DE 400.000 NOUS AFILIATS A LA SEGURETAT SOCIAL EL 2007

Increment anual del nombre d'afiliats en alta laboral



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2005	2006	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
Afiliats a la Seguretat Social									
Sectors d'activitat									
Indústria	*–0,5*	*0,0*	*0,2*	*2,2*	*2,7*	*2,5*	*2,6*	*2,4*	*2,3*
Construcció	*8,6*	*8,7*	*6,8*	*6,1*	*4,4*	*2,3*	*1,4*	*0,5*	*–0,6*
Serveis	*5,7*	*5,2*	*4,0*	*4,1*	*3,7*	*3,0*	*2,9*	*3,0*	*3,1*
Situació professional									
Assalariats	*4,8*	*4,7*	*3,5*	*3,9*	*3,5*	*2,6*	*2,4*	*2,2*	*2,1*
No assalariats	*2,6*	*2,2*	*2,2*	*2,5*	*2,7*	*2,9*	*3,0*	*3,0*	*2,9*
Total	**4,4**	**4,3**	**3,3**	**3,6**	**3,3**	**2,7**	**2,5**	**2,3**	**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	–42,8
Temporals	4,6	4,7	0,5	2,6	–1,9	–0,5	6,3	–1,9	–2,1
Total	**5,0**	**7,9**	**7,3**	**5,3**	**–0,1**	**–0,7**	**5,1**	**–4,1**	**–9,0**

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.

tar un nou rècord del 42,35%, enfront del 36,1% de deu anys enrere.

El sector que va crear més ocupació van ser els serveis, que van copar el 92,7% de les noves afiliacions netes. El total d'afiliats als serveis va augmentar el 3,1%. Gairebé la meitat dels nous afiliats va correspondre als serveis socials, 203.364 persones, amb un increment del 19,3%. Altres branques que també van augmentar notablement van ser l'educació, l'hoteleria, el transport i els serveis empresarials (que engloben les empreses de treball temporal).

La indústria també va augmentar l'ocupació de manera considerable, el 2,3%. Les branques manufactureres més dinàmiques en aquest sentit van ser l'alimentació, maquinària i equips, motor, material de transport, electrònica i material medicoquirúrgic. Per la seva banda, el sector primari va continuar perdent afiliats, l'1,3%, tot i que menys que el 2006, quan va baixar el 2,8%.

Un cas a part és la construcció, que, després d'haver registrat forts creixements de l'ocupació en tota la dècada, va patir una pèrdua d'afiliació del 0,6% el 2007. De fet, la caiguda en el règim general va ser del 3,5%, però va ser compensada parcialment per una pujada del 7,0% dels autònoms del sector. Això també és un reflex de la frenada de la construcció.

El sostingut increment de l'afiliació a la Seguretat Social va permetre que els ingressos per cotitzacions socials cresquessin el 6,9% en els onze primers mesos de l'exercici en comparació amb el mateix

Els serveis representen el 93% dels nous llocs de treball, i gairebé la meitat corresponen a serveis socials.

Pèrdua d'afiliació a la construcció després d'anys de forts creixements.

període de l'any anterior. Fins al novembre, els ingressos acumulats es van incrementar el 8,4%, i les despeses, el 7,1%. D'aquesta manera, al final d'aquest mes, la Seguretat Social registrava un superàvit acumulat de 18.596 milions d'euros. No obstant això, aquest saldo positiu es va reduir al desembre a conseqüència de la paga de desviació d'inflació dels pensionistes i de la paga extraordinària als funcionaris.

D'altra banda, el 2007 el creixement de l'ocupació va ser molt dispar per autonomies i va oscil·lar entre el 5,6% anual de Castella-La Manxa i el 0,9% de Canàries. Notablement per damunt de la mitjana es van col·locar Aragó, Extremadura i Navarra. A la cua es van situar la Comunitat Valenciana, Múrcia i Andalusia.

Acceleració de l'atur registrat

El nombre d'aturats inscrits als serveis públics d'ocupació es va incrementar en 106.674 el 2007, de manera que el passat exercici va finalitzar amb un còmput de 2.129.547. Aquesta quantitat representa un ascens anual del 5,3%, el més important dels cinc últims anys. D'aquesta manera, en el passat exercici, es va truncar la tendència descendent de l'atur registrat dels últims anys. De fet, observant la tendència, s'aprecia una acceleració de l'atur registrat en els últims mesos.

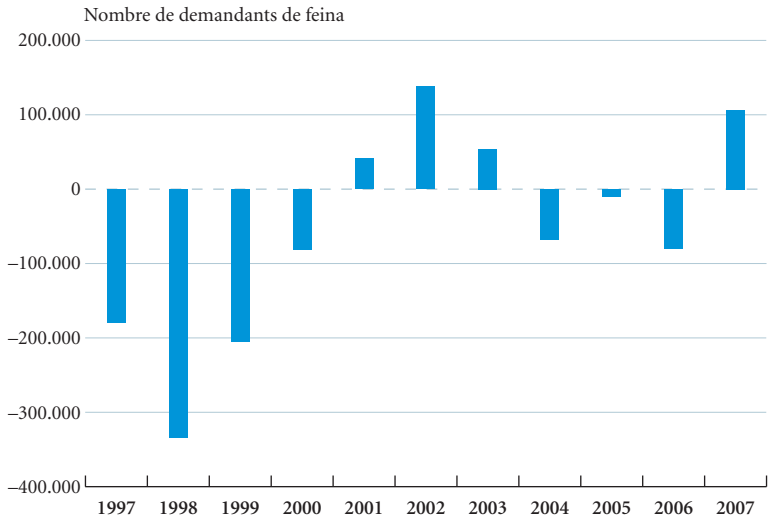
L'augment de l'atur registrat el 2007 és atribuïble sobretot a la desacceleració de la creació d'ocupació als serveis i a l'expulsió d'ocupació a la construcció. Així, el nombre d'aturats registrats als serveis es va situar en 59.381 i a la construcció, en 47.096. No obstant això, en termes relatius, l'augment de l'atur va ser molt superior a la construcció, del 19,9%, enfront del 4,9% als serveis. A l'agricultura també va créixer notablement l'atur, l'11,9%. A la indústria, en canvi, es va produir una modesta davallada, del 0,8%. Més important va ser la reducció de l'atur dels inscrits sense feina anterior, del 2,3%.

Descens de l'atur registrat entre les dones joves.

Coherent amb l'evolució de l'ocupació, l'atur registrat masculí va augmentar molt més que el femení, el 10,1%, enfront

L'ATUR REGISTRAT TORNA A AUGMENTAR

Variació anual de l'atur registrat



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

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Desembre 2007

	Aturats	Variació sobre desembre 2006		% participació
		Absoluta	%	
Per sectors				
Agricultura	68.812	7.318	11,9	3,2
Indústria	279.981	–2.167	–0,8	13,1
Construcció	283.867	47.096	19,9	13,3
Serveis	1.284.250	59.381	4,8	60,3
Primera ocupació	212.637	–4.954	–2,3	10,0
Per sexes				
Homes	885.139	80.865	10,1	41,6
Dones	1.244.408	25.809	2,1	58,4
Per edats				
Menors de 25 anys	240.383	–1.629	–0,7	11,3
Resta d'edats	1.889.164	108.303	6,1	88,7
TOTAL	**2.129.547**	**106.674**	**5,3**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

del 2,1%. Per edats, l'atur va créixer el 6,1% entre els més grans de 25 anys i va baixar entre els més joves. El col·lectiu de dones joves en atur es va reduir el 6,3%.

Per nacionalitats, es constata que el nombre d'aturats registrats va pujar més entre els estrangers, el 24,6%. En aquest grup, cal destacar una pujada de l'atur del 53,5% a la construcció. En canvi, els qui estaven en aquesta situació però sense feina anterior van disminuir l'1,4%.

L'evolució de l'atur segons les comunitats autònomes va ser molt desigual. A Múrcia, Canàries i la Comunitat Valenciana, es van anotar pujades anuals de dos dígits. Al pol oposat es van situar Galícia, Astúries i el País Basc. En aquestes comunitats septentrionals, es van anotar descensos del nombre d'aturats registrats.

En un altre ordre de coses, el Servei Públic d'Ocupació Estatal estima el grau d'ocupabilitat dels demandants inscrits. D'acord amb això, al final del 2007, el 36,1% dels aturats registrats tenien un grau d'ocupabilitat mitjà; el 30,6%, baix; el 17,2%, alt, i el 16,1%, molt baix. Aquest grau d'ocupabilitat tendia a disminuir amb l'edat. Així, al col·lectiu de persones més grans de 45 anys, només tenien un grau d'ocupabilitat alt el 9,4%.

Lleuger augment dels contractes laborals el 2007.

D'altra banda, els contractes laborals acumulats el 2007 van arribar a 18.622.108, rècord històric. Aquesta xifra representa un augment del 0,5% en relació amb l'any anterior. Del total, 2.220.384 van ser contractes de durada indefinida, xifra que també representa un màxim històric, amb una pujada de l'1,9% en relació amb el 2006.

Preus

La inflació supera el 4%

El 2007 l'IPC puja 1,6 punts més que el 2006.

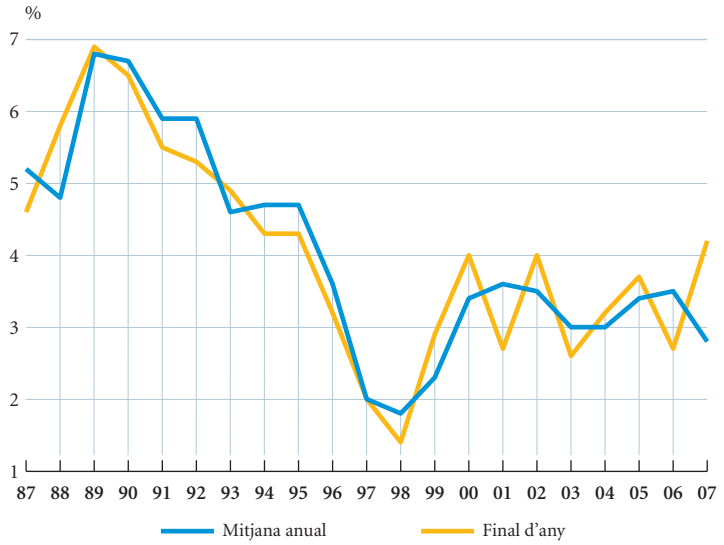
El balanç de la inflació el 2007 no va ser favorable a causa del fort repunt dels preus a partir de l'estiu. La taxa de variació anual de l'índex de preus de consum (IPC) va pujar fins al 4,2% al desembre, 1,6 punts més que el 2006, i va anotar la taxa de final d'any més alta des del 1995. La causa cal buscar-la, sobretot, en l'encariment del petroli i dels aliments als mercats internacionals de primeres matèries. No obstant això, la variació mitjana anual de l'IPC va ser del 2,8%, la taxa més baixa dels vuit últims anys. Aquesta diferència és deguda al peculiar perfil de la taxa interanual de l'IPC al llarg de l'any, que fins a l'agost es va moure entre el 2% i el 2,5% i va escalar fins a la taxa esmentada en els últims mesos de l'exercici.

La dada del desembre dóna un senyal molt més inflacionista del que en realitat va ser l'any 2007.

Aquesta discrepància entre la mitjana anual i la taxa puntual del desembre té la seva importància. La taxa del desembre s'utilitza per a la indexació de magnituds econòmiques tan importants com les pensions públiques (en aquest cas, s'utilitza la taxa del novembre), els salaris, els arrendaments o altres contractes privats, de manera que té un efecte directe sobre la despesa pública, els costos laborals de les empreses i els pagaments de molts particulars. En canvi, la taxa mitjana anual recull amb més precisió la inflació de tot el període anual, per bé que, malgrat tot, no s'utilitza com a referència. Per tant, en aquest cas, la dada del desembre estaria donant un senyal molt més inflacionista del que en realitat va ser l'any 2007. La diferència entre les dues taxes es va ampliar a 1,4 punts percentuals, la divergència

L'IPC MENSUAL DEL DESEMBRE S'ALLUNYA DE LA MITJANA ANUAL

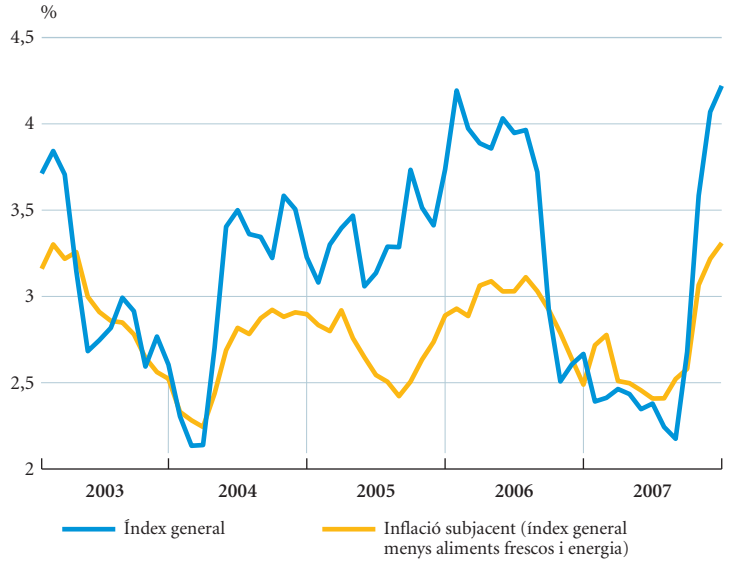
Variació anual de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

FORT REPUNT DE LA INFLACIÓ EN ELS ÚLTIMS MESOS DEL 2007

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

més alta des del 1984, quan la mitjana anual va ser de l'11,3% i la taxa del desembre es va situar en el 9,0%. Cal destacar, en qualsevol cas, que la diferència entre les dues taxes tendeix a compensar-se al llarg del temps.

En l'evolució del desembre, van jugar un paper decisiu els carburants, que van contribuir gairebé a la meitat de l'increment mensual. El preu de les benzines i els gasolis va continuar augmentant a les estacions de servei i va reflectir l'escalada del

Fortes alces de la llet, el pa i el pollastre, tot i que baixen l'oli i les patates.

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	0,4	4,2	4,2

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Desembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	108,1	0,5	0,9	3,2	6,6
Begudes alcohòliques i tabac	107,5	0,6	0,1	1,4	6,1
Vestit i calçat	108,3	–1,0	–1,0	1,3	1,2
Habitatge	105,4	0,1	0,1	4,9	4,8
Parament	103,9	0,2	0,3	2,6	2,5
Medicina	98,5	0,1	0,1	1,7	–2,1
Transport	105,3	0,4	0,8	1,8	7,1
Comunicacions	99,9	–0,3	–0,2	–1,5	0,8
Oci i cultura	99,4	1,5	1,4	–0,6	–0,8
Ensenyament	107,2	0,1	0,1	4,4	4,1
Hotels, cafès i restaurants	106,2	0,3	0,4	4,4	4,9
Altres	103,9	0,2	0,2	3,9	3,0
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	107,8	0,1	0,4	2,2	7,4
Aliments sense elaboració	108,4	1,4	1,5	4,5	4,9
Conjunt no alimentari	104,5	0,2	0,3	2,6	3,4
Béns industrials	104,0	–0,1	0,1	1,5	3,1
Productes energètics	*107,5*	*0,4*	*1,1*	*2,6*	*11,5*
Carburants i combustibles	*108,9*	*0,5*	*1,4*	*1,7*	*14,4*
Béns industrials sense productes energètics	*102,7*	*–0,2*	*–0,3*	*1,2*	*0,3*
Serveis	105,1	0,5	0,5	3,7	3,8
Inflació subjacent (**)	104,8	0,1	0,2	2,5	3,3
ÍNDEX GENERAL	**105,4**	**0,3**	**0,4**	**2,7**	**4,2**

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

La inflació anual dels béns industrials no energètics cau fins al 0,3%, gràcies, en part, a l'apreciació de l'euro.

preu del petroli als mercats mundials, que va tornar a marcar un nou rècord al desembre. Els carburants i lubricants van ser, així, un dels components de l'IPC que van experimentar un augment més intens el 2007, amb un ascens anual del 16,2%.

Encara més elevada va ser la variació anual de la llet, del 31,7%, tot i que el seu impacte inflacionista és menor a causa de la inferior ponderació en la cistella de la compra. No obstant això, la contribució del conjunt dels aliments elaborats va ser important en passar d'una inflació del 2,2% al final del 2006 al 7,4% al desembre del 2007. Una altra pujada destacada va ser la del pa, que va augmentar el 14,4% al llarg de l'any passat. Però no tot són males notícies per als consumidors: el preu dels olis va caure el 10,4% el 2007 i el de les patates va baixar el 4,8%.

Una altra bona notícia va ser que la inflació anual dels béns industrials es va re-

duir de l'1,2% del desembre del 2006 a un exigu 0,3% un any més tard. La intensa competència als mercats internacionals d'aquests béns i l'apreciació de l'euro van contribuir a aquest bon resultat. No tan favorable va ser l'evolució dels preus dels serveis, la inflació anual dels quals va augmentar en una dècima fins al 3,8%. El fet que estiguin més arrecerats de la competència contribueix a la persistència de la seva inflació en un nivell més alt. En aquest sentit, cal destacar l'alça anual del 4,9% dels hotels, cafès i restaurants.

La dispersió de les taxes d'inflació anual per comunitats autònomes va ser similar a la de l'any anterior i va oscil·lar entre el 3,0% registrat per Ceuta i el 4,7% de Múrcia. Set comunitats autònomes més van anotar taxes d'inflació superiors a la mitjana: Castella-La Manxa, Castella i Lleó, Cantàbria, Aragó, la Comunitat Valenciana, Catalunya i Canàries.

La taxa d'inflació interanual harmonitzada amb la Unió Europea va tancar el 2007 en el 4,3%, 1,6 punts més que al final del 2006. El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va col·locar en 1,2 punts, 0,4 punts més que dotze mesos abans. L'ampliació s'explica, en part, per un major pes dels carburants i dels aliments en l'IPC espanyol i també pel fet que el menor pes de determinats impostos indirectes a Espanya provoca una major sensibilitat del preu de venda final als augments dels preus en origen.

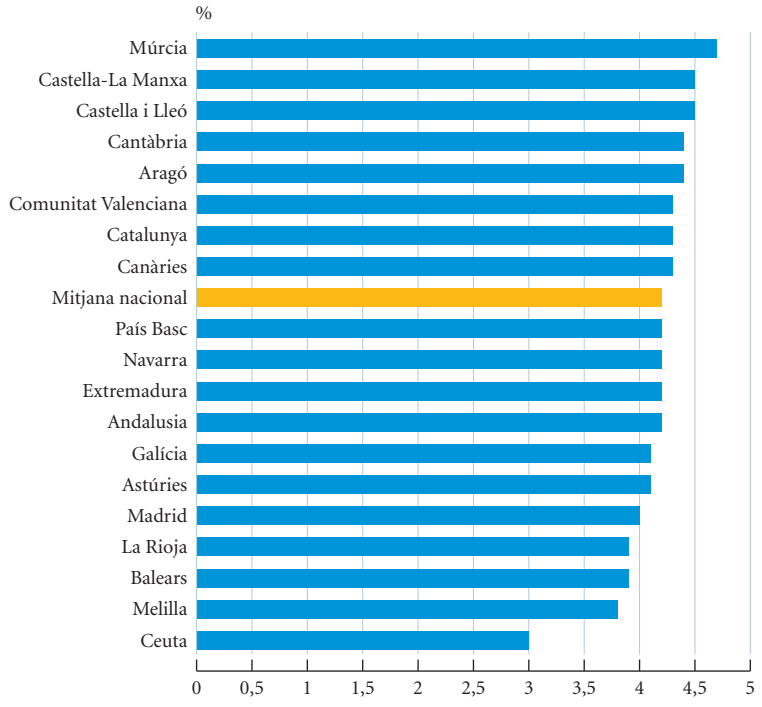
Quines perspectives s'obren per a la inflació el 2008? Una menor pressió de la demanda hauria de facilitar un descens gradual de les pressions de fons. En els propers mesos, però, probablement es produiran alguns augments derivats de les pressions inflacionistes dels aliments. L'alça dels preus regulats al gener tampoc no ajudarà a disminuir la inflació.

Persistència de la inflació dels serveis, més arrecerats de la competència.

El 2008 probablement baixarà la inflació, però no en els propers mesos.

MÚRCIA, LA COMUNITAT MÉS INFLACIONISTA EL 2007

Variació de l'IPC entre desembre de 2006 i 2007



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Biocarburants, a quin preu?

Els preus dels aliments s'han disparat en l'últim any a tot el món. Segons les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, a Espanya van augmentar el 6,6% durant el 2007, molt per damunt de la pujada del 3,2% del 2006. Els productes de primera necessitat que més es van encarir van ser la llet (31,0%), el pa (14,4%), la carn d'au (10,2%), la carn d'oví (9,9%) i els ous (9,6%). No és estrany que, atesa aquesta situació, la pujada dels preus dels aliments estigui en boca de tothom. Tant és així que fins i tot s'ha encunyat un nou terme per definir la inflació dels productes alimentaris: «agflació». A què és degut aquest fenomen? Les dues causes que sonen amb més força són el creixement dels països emergents, principalment la Xina (vegeu el requadre «La Xina es menja el món»), i l'auge en la producció de biocarburants.

Sens dubte, la producció de biocarburants ha crescut de manera espectacular en els últims anys. En el cas de les biobenzines, fonamentalment el bioetanol, la producció s'ha duplicat en els dos últims anys. Una bona part d'aquesta producció té lloc als Estats Units i al Brasil. La producció mundial de biodièsel, concentrada a la Unió Europea, ha crescut encara més, tot i que des d'un nivell de partida molt més baix. L'eclosió dels biocarburants s'explica per dues raons: l'alça del preu del petroli i la lluita contra el canvi climàtic. L'augment del preu del petroli, que el 2000 se situava per sota dels 30 dòlars per barril i que s'ha col·locat en una mitjana de 70 dòlars el 2007 i ha superat els 90 dòlars en les últimes setmanes, ha convertit la producció de carburant derivat de bio-

COSTOS I BENEFICIS DELS BIOCARBURANTS

Combustible	Costos de producció per litre ($)(*)	Reducció en emissió de gasos en comparació amb els combustibles tradicionals (%)(**)
Etanol		
A base de:		
Canya de sucre (Brasil)	0,23-0,29	–91
Blat de moro (Estats Units)	0,40	–18
Blat (Europa)	0,59	–47
Remolatxa (Europa)	0,76	–35
Cel·lulosa	0,71	–88
Benzina	**0,34**	**0**
Biodièsel		
A base de:		
Oli de palmera (Malàisia)	0,54	de –70 a –110
Oli de soja (Estats Units)	0,66	–70
Oli de llavor de colza (Europa)	0,87	de –21 a –38
Jatrofa (Índia)	0,40-0,65	de –100 a –120
Dièsel	**0,41**	**0**

NOTES: (*) El càlcul dels costos està basat en la mitjana de preus durant el 2006 i la primera meitat del 2007 (el preu del petroli corresponent va ser de 65 dòlars per barril). Els costos de producció de la benzina i del dièsel s'han ajustat a la baixa per compensar la seva major eficiència energètica en comparació amb l'ús de biocombustibles en automòbils convencionals.
(**) En alguns casos, la reducció és superior al 100%, perquè els cultius absorbeixen CO_2.
FONT: Fons Monetari Internacional.

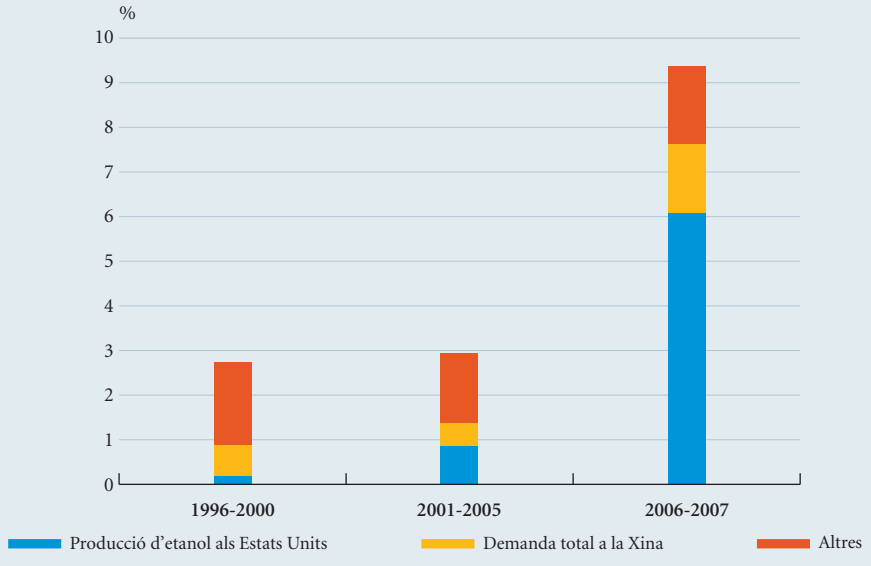
massa en una proposició econòmicament rendible o gairebé. Estimacions basades en els preus mitjans del 2006 i de la primera meitat del 2007, quan el petroli vorejava els 65 dòlars per barril, indicaven que la producció d'un litre d'etanol a base de blat de moro costava 0,40 dòlars, mentre que la producció d'un litre de benzina, a base de petroli, costava només 6 centaus de dòlar menys (taula anterior). D'altra banda, com a part de la lluita contra el canvi climàtic, s'han multiplicat les ajudes públiques a favor de la producció dels «carburants verds» i això ha contribuït a disminuir-ne el cost efectiu de producció.

Els ingredients bàsics dels dos biocarburants més comuns –l'etanol i el biodièsel– són primeres matèries del sector de l'alimentació: en el cas de l'etanol, blat de moro i sucres; en el cas del biodièsel, cultius com la colza, la soja i el girasol. Per aquest motiu, la producció de biocarburants ha afegit una forta pressió a la demanda d'aquestes primeres matèries i n'ha afectat directament el preu (gràfiques inferiors). Indirectament, els preus d'altres cultius també s'han vist pressionats. D'una banda, perquè els productors han augmentat la superfície de cultiu dedicada a les primeres matèries per a la producció de combustibles a costa d'altres cultius, per als quals s'ha reduït l'oferta. Pel costat de la demanda, els consumidors han respost a l'augment de preus amb una substitució d'uns aliments per altres –per exemple, el blat per arròs–, la qual cosa tendeix a traslladar les pujades de preus d'uns als altres. Un tercer canal de transmissió per a l'augment de preus és el cost dels pinsos i d'altres aliments de bestiar i animals de granja. Això encareix, per exemple, la carn i els ous, tot i que ningú no s'atreveix a determinar, per la complexitat del càlcul, la magnitud exacta d'aquest efecte.

No obstant això, és lògic atribuir tota l'«agflació» a la fabricació dels biocarburants? Probablement no. Cal tenir en compte altres factors, com el fort creixement de la demanda de productes agrícoles a les grans economies emergents. Cal no oblidar que la contracció de les economies emergents durant la segona meitat dels noranta, després de la crisi asiàtica, va ser el principal responsable de la caiguda del preu de les primeres matèries durant

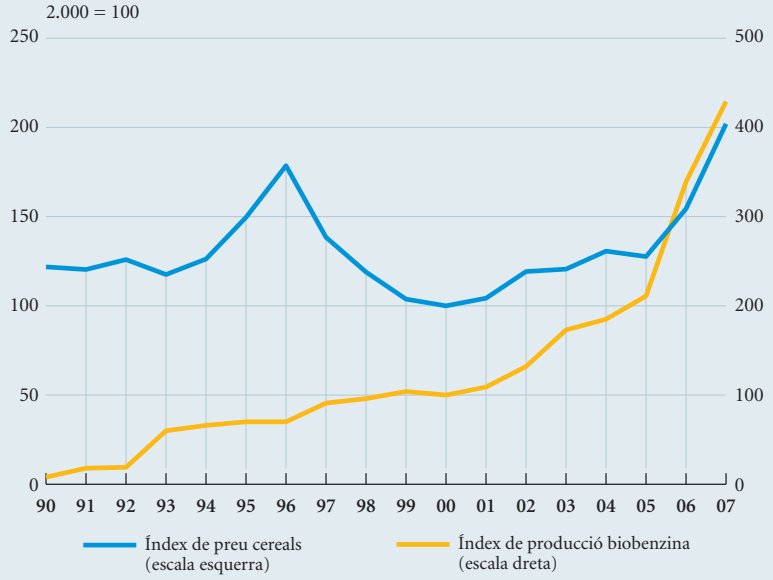
LA PRODUCCIÓ D'ETANOL ALS ESTATS UNITS DISPARA LA DEMANDA DE BLAT DE MORO

Contribució a l'increment del consum global de blat de moro, 1996-2007



FONT: Fons Monetari Internacional.

LA PRODUCCIÓ DE BIOBENZINA I EL PREU DELS CEREALS S'ACCELEREN



FONTS: Agència Internacional de l'Energia i Fons Monetari Internacional.

aquell període. Fins a un cert punt és lògic que, en els últims anys, amb l'acceleració del seu creixement, hagin exercit una pressió a l'alça sobre els preus de les primeres matèries, tant agrícoles com no agrícoles. De fet, el que hem observat ha estat un augment generalitzat en el preu de les primeres matèries, fins i tot superior en els productes no agrícoles, com els metalls, que no s'utilitzen per produir biocarburants.

Pel que fa a les perspectives de futur, caldria esperar que l'oferta reaccionés als alts preus, tot i que aquesta resposta pot necessitar un cert temps. D'una banda, és probable que la superfície de cultius augmenti, en especial si els països en desenvolupament veuen reduïdes les traves per a les exportacions agrícoles als països més avançats. La reducció dels aranzels agrícoles també facilitaria que la producció agrícola per a biocarburants es localitzés on és menys costosa. Per exemple, és molt més barat produir etanol a base de canya de sucre brasilera que de blat de moro nord-americà, però els Estats Units imposen uns aranzels molt alts a la importació de canya. De l'altra, el desenvolupament de tecnologies que no utilitzen primeres matèries alimentàries per a la fabricació de biocarburants i fan servir cel·lulosa o «jatrofa» (una mena de pinyó oliós no comestible) també ofereix la possibilitat de frenar l'«agflació».

En resum, sembla que no és del tot casualitat que el litre de llet i el litre de benzina s'hagin situat per damunt d'un euro. Esperem que la innovació ens doni un cop de mà i ens ajudi a vèncer l'«agflació». Seria una benedicció, sobretot per als països més pobres, on les famílies dediquen més del 60% del pressupost als aliments.

Tensionament dels preus a l'engròs

La taxa d'inflació interanual dels preus industrials va acabar el 2007 en el 5,9%, el nivell més alt des del 1985. No obstant això, la taxa d'inflació anual mitjana va ser del 3,3%, inferior en 2 punts al registre de l'any anterior. Aquesta divergència s'explica pel perfil mostrat per la taxa interanual al llarg de l'any. Del 3,6% del desembre del 2006 va baixar fins al 2,3% al juliol a causa del comportament dels preus petroliers. Després, l'augment d'aquests últims, juntament amb l'alça dels preus d'altres primeres matèries, va comportar un repunt dels preus industrials, de manera que la taxa de variació va acabar 2,3 punts per damunt del final del 2006.

Tot i l'enfortiment de l'euro, els preus d'importació també van experimentar un tensionament, per bé que una mica menys intens. Aquest tensionament va ser impulsat, sobretot, pels productes energètics, els preus dels quals, al novembre, van créixer el 22,9% en relació amb dotze mesos abans. En canvi, la inflació interanual dels béns intermedis s'havia reduït al 0,8% des del 8,8% que presentava un any abans.

La inflació interanual dels preus industrials marca el nivell màxim des del 1985 al desembre del 2007.

Els preus agraris percebuts pels agricultors també van experimentar una forta alça. Els que més van pujar van ser els ramaders (llet, etc.), amb un augment interanual del 34,5% a l'octubre. En canvi, el bestiar d'escorxador va caure el 2,5%, tot i que amb una tendència a revertir la davallada.

Forta alça dels preus ramaders.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2006											
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	3,0	0,8	–0,1	9,6	–
Novembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,5	0,0	–0,3	8,8	3,7
Desembre	–5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,4	0,3	–0,2	8,2	–
2007											
Gener	–6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	–1,1	0,4	0,6	–0,2	7,2	–
Febrer	–6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	–2,5	0,1	0,4	–0,3	7,4	3,4
Març	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	–1,6	0,3	0,4	–0,2	6,7	–
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	–2,6	0,2	0,6	0,0	6,1	–
Maig	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	–2,8	0,8	1,5	0,1	5,6	3,2
Juny	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	–1,4	1,1	1,0	0,0	5,9	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	1,0	–0,1	4,1	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,5	0,3	3,8	2,9
Setembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,2	3,0	–
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,7	0,0	1,9	–
Novembre	...	5,4	4,4	3,1	5,1	9,8	4,0	0,8	–0,2	0,8	...
Desembre	...	5,9	4,9	2,9	4,9	11,6	...	...	...	...	–

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

Sector exterior

El ritme d'augment del dèficit comercial és menys intens

El dèficit comercial creix a un ritme del 7%, gràcies a la balança energètica.

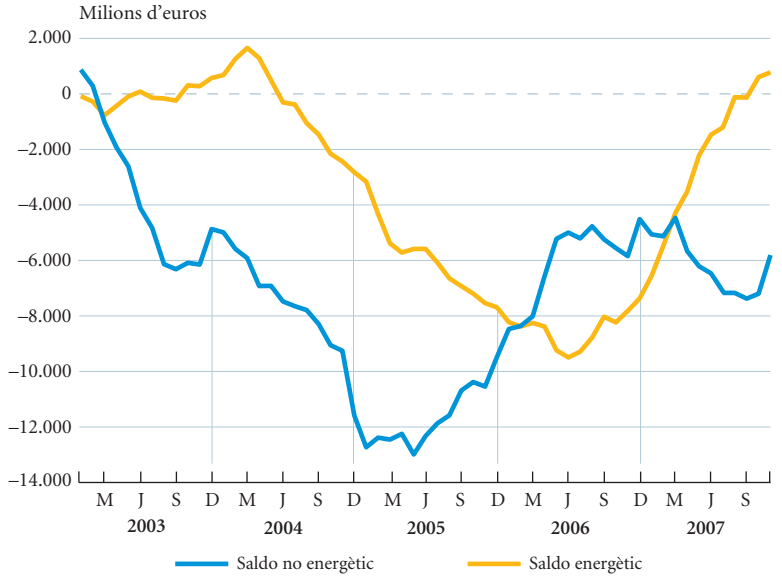
Durant el període que va de gener a novembre del 2007, el dèficit comercial va ser de 89.117 milions d'euros. Això implica que, després del repunt de l'agost, el dèficit comercial, en termes acumulats de gener a novembre, va créixer el 7,0% interanual, enfront del 7,9% interanual registrat entre gener i octubre, i que consolida la tendència a la desacceleració. Per la seva banda, la taxa de cobertura es va situar en el 65,2% en els onze primers mesos de l'any, una dècima per damunt del mateix període del 2006.

Des de l'inici de l'any, l'alentiment de l'augment del dèficit era degut, fonamentalment, a la desacceleració del saldo comercial de la balança energètica. En els últims mesos, la millora del saldo energètic ha perdut força i el dèficit no energètic ha patit una acceleració que, al novembre, s'ha interromput. Les perspectives immediates no són gaire esperançadores, ja que és previsible que es torni a ampliar el desequilibri de la balança energètica.

En termes més generals, cal destacar que, en aquest període de gener a novembre, les exportacions van créixer el 7,7% interanual i les importacions ho van fer el 7,4% i que el dèficit va augmentar el 7,0%, el creixement més baix des del 2003. En termes reals, es manté la distància entre les exportacions i les importacions, ja que,

EL SALDO ENERGÈTIC S'ESTANCA

Increments interanuals de saldo comercial energètic i no energètic (*)



NOTA: (*) Suma dels dotze últims mesos.
FONTS: Departament de Duanes i Impostos Especials i elaboració pròpia.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-novembre 2007

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	37.267	–1,1	14,5	7.151	5,9	4,3	–30.116	19,2
Béns de consum	70.874	6,3	27,6	59.892	3,7	35,8	–10.982	84,5
Alimentaris	*14.484*	*9,2*	*5,6*	*19.079*	*5,6*	*11,4*	*4,595*	*131,7*
No alimentaris	*56.390*	*5,3*	*22,0*	*40.813*	*–0,8*	*24,4*	*–15.577*	*72,4*
Béns de capital	26.885	7,1	10,5	15.315	0,7	9,2	–11.570	57,0
Béns intermedis no energètics	121.374	11,2	47,3	84.925	12,3	50,8	–36.449	70,0
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	151.174	7,6	59,0	117.391	5,6	70,2	–33.783	77,7
Zona de l'euro	*126.193*	*8,1*	*49,2*	*93.855*	*6,1*	*56,1*	*–32.338*	*74,4*
Altres països	105.227	7,2	41,0	49.892	13,0	29,8	–55.334	47,4
Rússia	*7.359*	*6,9*	*2,9*	*1.946*	*43,0*	*1,2*	*–5.413*	*26,4*
Estats Units	*9.138*	*19,2*	*3,6*	*6.970*	*4,8*	*4,2*	*–2.168*	*76,3*
Japó	*5.626*	*4,6*	*2,2*	*1.234*	*–0,7*	*0,7*	*–4.391*	*21,9*
Amèrica Llatina	*13.636*	*1,9*	*5,3*	*9.274*	*1,4*	*5,5*	*–4.362*	*68,0*
OPEP	*19.364*	*–5,7*	*7,6*	*4.983*	*24,3*	*3,0*	*–14.382*	*25,7*
Resta	*50.105*	*13,1*	*19,5*	*25.485*	*17,2*	*15,2*	*–24.619*	*50,9*
TOTAL	**256.400**	**7,4**	**100,0**	**167.283**	**7,7**	**100,0**	**–89.117**	**65,2**

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

mentre les primeres avançaven el 4,8% interanual, les compres de l'exterior ho feien el 7,4%.

Al novembre, els grups de productes més dinàmics en l'exportació van ser els béns energètics, que, tot i representar el 5,2% de les exportacions, van doblar el seu registre en relació amb el mateix període de l'any passat. Al seu torn, sectors amb més pes, com l'alimentació i els béns d'equipament, van registrar avanços del 15%, mentre que el sector químic va guanyar el 13,0%. Les importacions d'energia també van mostrar vigor, amb un avanç del 18,2% a causa de l'increment dels preus del petroli. Béns de consum i alimentació també van registrar alces importants.

Finalment, l'evolució recent dels mercats exteriors continua presidida per les últimes tendències. La Unió Europa (UE) continua essent el soci comercial de referència de l'economia espanyola i representa la destinació del 69% de les exportacions espanyoles i l'origen del 60% de les nostres compres a l'exterior. No obstant això, van mostrar un gran dinamisme les exportacions a Àsia, que van créixer el 35,2%, i a Àfrica, amb increments del 26,5%. També van créixer amb força les exportacions a Turquia (47,5%), Rússia (40,9%) i Noruega (29,9%). Les importacions d'Amèrica del Nord i d'Àsia van augmentar el 8,8% i el 8,7%, respectivament.

El comerç amb l'exterior de la Unió Europea és el que es mostra més dinàmic.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Octubre 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	–71.346	7,1	–84.885	–5.625	7,1
Serveis					
Turisme	*25.027*	*1,3*	*27.756*	*315*	*1,1*
Altres serveis	*–4.188*	*–8,0*	*–4.939*	*314*	*–6,0*
Total	20.839	3,3	22.817	629	2,8
Rendes	–25.935	39,5	–28.328	–6.639	30,6
Transferències	–8.818	44,2	–8.457	–4.068	92,7
Total	**–85.259**	**19,8**	**–98.853**	**–15.704**	**18,9**
Compte de capital	**3.348**	**–7,1**	**5.920**	**–60**	**–1,0**
Balança financera					
Inversions directes	–38.134	–17,6	–47.397	–495	1,1
Inversions de cartera	100.399	–44,5	117.712	–64.796	–35,5
Altres inversions	18.460	–	23.243	58.128	–
Total	**80.725**	**–14,5**	**93.559**	**–7.163**	**–7,1**
Errors i omissions	–3.477	–20,7	–2.002	2.167	–52,0
Variació d'actius del Banc d'Espanya	4.663	–	1.376	20.760	–

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.

Balança de pagaments: el dèficit de rendes assoleix cotes elevades

El dèficit comercial es desaccelera i alenteix el deteriorament del dèficit corrent.

La balança per compte corrent va registrar un dèficit de 9.772,9 milions d'euros a l'octubre, un nivell que se situa el 29,6% per damunt del d'un any abans. L'ampliació del desequilibri corrent va ser degut, en parts gairebé iguals, als increments dels dèficits de la balança de transferències i de la balança comercial, que torna a contribuir al saldo negatiu després de l'excepció de l'agost. L'increment del dèficit de la balança de rendes també va ser important, però menys que en els mesos anteriors.

La balança de transferències intensifica el dèficit i la de rendes no millora.

Per valorar en un context temporal més ampli els resultats anteriors, convé presentar l'evolució de les xifres acumulades de dotze mesos, que proporcionen una visió més tendencial. D'entrada, cal destacar que el creixement del desequilibri corrent tendeix a desaccelerar-se, moviment iniciat el 2005. Així, en els dotze mesos que acaben a l'octubre, el dèficit corrent va créixer el 18,4% interanual, un punt percentual menys que en l'acumulat de dotze mesos fins al setembre. La contribució fonamental d'aquesta desaceleració és deguda a l'alentiment del creixement del dèficit comercial.

No obstant això, mentre la balança de serveis segueix una tendència estacionària, la balança de rendes i la balança de transferències acceleren el deteriorament, de manera que, en els dotze mesos

fins a l'octubre, les dues van contribuir en dos terços al deteriorament de 15.705 milions d'euros del saldo corrent en relació amb el mateix període de l'any anterior.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, la nota destacada és que s'intensifica, en termes d'acumulat de dotze mesos, la disminució del saldo d'inversió en cartera, amb unes entrades netes de 117.712 milions d'euros, 64.796 milions menys que un any abans. Les sortides netes d'inversions directes, per la seva banda, van tenir un petit avanç després de diversos mesos de disminució.

Estalvi i finançament

El finançament al sector privat perd gas

L'euríbor a dotze mesos flexiona a la baixa al gener.

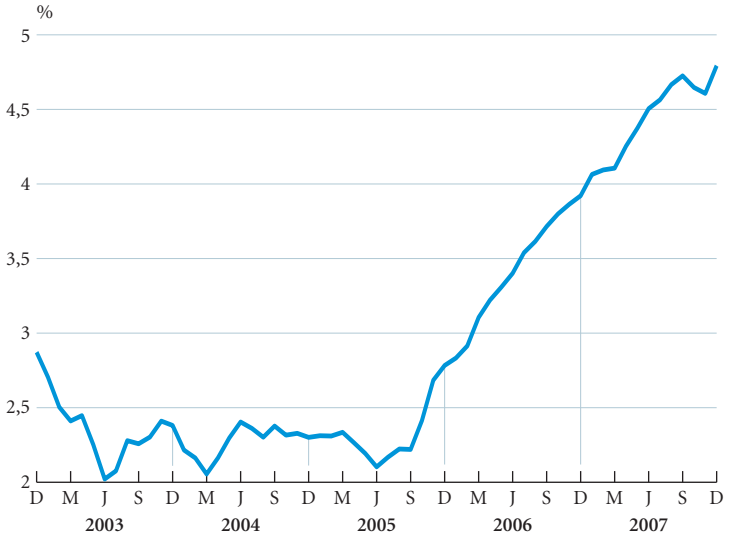
L'euríbor a dotze mesos va culminar al desembre una trajectòria d'alces. Aquest tipus d'interès, utilitzat àmpliament com a referència en molts contractes, va repuntar fins al 4,79% de mitjana mensual i va assolir la cota més alta des del desembre de l'any 2000. D'aquesta manera, va registrar un augment de 0,87 punts percentuals en relació amb un any abans. Aquest increment, però, va ser inferior a l'anotat el 2006. De fet, el repunt experimentat al desembre va ser degut, sobretot, a les tensions de liquiditat al mercat interbancari davant del tancament de l'exercici. Durant les primeres setmanes de gener, l'euríbor a dotze mesos ha flexionat a la baixa, en esperar-se una posició menys bel·ligerant del Banc Central Europeu, i ha tornat al nivell de maig del 2007.

Desacceleració del finançament al sector privat per una davallada de la demanda i per unes condicions d'oferta menys laxes.

La tònica d'increment dels tipus d'interès explica que el finançament al sector privat hagi experimentat un alentiment, al qual contribueixen també unes expectatives econòmiques menys brillants. La taxa de variació anual d'aquesta variable va ser del 17,1% al novembre, 7,1 punts percentuals menys que al final del 2006. Aquesta desacceleració del finançament és deguda a una menor demanda, però també a unes condicions d'oferta menys laxes. No obstant això, el ritme de variació anual continua essent substancialment superior al de la zona de l'euro.

L'EURÍBOR A UN ANY ACABA EL 2007 EN EL NIVELL MÉS ALT DELS SET ÚLTIMS ANYS

Euríbor a 12 mesos



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Novembre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	86.498	1.122	1,3	7.045	8,9	5,0
Deutors amb garantia real (*)	1.058.717	135.741	14,7	158.662	17,6	60,6
Altres deutors a termini	497.631	83.042	20,0	85.546	20,8	28,5
Deutors a la vista	42.144	8.031	23,5	6.815	19,3	2,4
Arrendaments financers	45.741	5.028	12,3	6.858	17,6	2,6
Crèdits dubtosos	15.895	5.036	46,4	5.036	46,4	0,9
TOTAL	**1.746.626**	**238.000**	**15,8**	**269.962**	**18,3**	**100,0**

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

La minoració del ritme de creixement del finançament a les empreses s'ha intensificat en els últims mesos. Així, el creixement interanual va passar del 23,4% de l'agost al 19,3% del novembre. La variació anual del crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant de les empreses, es va reduir i es va col·locar per sota del 10%. No obstant això, el finançament a la inversió, aproximat per les operacions d'arrendament financer, continuava mostrant un bon to.

El finançament a la inversió de les empreses continua mostrant un bon to.

Els fons dirigits a les famílies també es van continuar alentint de manera gradual. Així i tot, en els dotze últims mesos fins al novembre, presentaven un augment anual del 14,2%. El finançament a l'habitatge mostrava un augment anual similar del 14,6%. Aquesta taxa era inferior en 5,8 punts percentuals a la del desembre del 2006. La desacceleració d'aquest finançament respon a una aturada de la demanda per uns tipus d'interès més alts i per la pujada dels preus de l'habitatge.

La pujada dels tipus d'interès i dels preus de l'habitatge desanima la demanda de crèdits hipotecaris.

D'altra banda, al desembre es va aprovar la Llei 41/2007 de reforma del mercat hipotecari, amb l'objectiu d'una major flexibilització. Aquesta llei estableix les bases per a un desenvolupament del mercat hipotecari en els propers anys. Aquesta norma regula la transparència en la contractació dels préstecs i dels crèdits hipotecaris i modifica els mecanismes de refinançament, en referència als bons i a les cèdules hipotecàries.

S'aprova la llei de reforma del mercat hipotecari.

Per la seva banda, la taxa de morositat va continuar pujant suaument al novembre fins a col·locar-se en el 0,91%. Aquesta taxa representa menys de dues dècimes d'increment sobre el nivell del final del 2006 i és relativament reduïda. A més a més, les entitats financeres espanyoles disposen d'àmplies provisions per afrontar el previsible augment de la dubtositat.

Importants sortides dels fons d'inversió mobiliària el 2007

Les dificultats de finançament de les entitats financeres als mercats de capitals després de l'esclat de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units van impulsar l'ampliació d'altres vies per al finançament dels crèdits concedits. A part de l'emissió de pagarés, títols a curt termini, es va animar la competència en la captació de dipòsits bancaris. D'aquesta manera, el tipus d'interès dels dipòsits a termini

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Novembre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	423.946	–24.391	–5,4	3.880	0,9	32,9
A termini fins a 2 anys	344.655	98.249	39,9	99.756	40,7	26,7
A termini a més de 2 anys	395.160	62.311	18,7	74.103	23,1	30,6
Cessions temporals	81.585	–2.239	–2,7	8.529	11,7	6,3
Total	**1.245.346**	**133.930**	**12,1**	**186.268**	**17,6**	**96,5**
Dipòsits en monedes no euro	**44.761**	**12.044**	**36,8**	**14.876**	**49,8**	**3,5**
TOTAL	**1.290.106**	**145.973**	**12,8**	**201.143**	**18,5**	**100,0**

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

Intensificació de la competència per captar dipòsits bancaris...

de les famílies es va enfilar fins al 4,3% al novembre, més d'un punt per damunt del nivell de desembre del 2006.

La millora de les retribucions dels comptes bancaris ha estimulat l'expansió dels dipòsits del sector privat, els quals, en els dotze últims mesos fins al novembre, van créixer el 18,5%. L'augment més intens va correspondre als comptes en moneda estrangera, que van rebre el suport d'uns diferencials de tipus d'interès al seu favor, tot i que només representaven el 3,5% del total dels dipòsits. El gros va correspondre als comptes a termini fins a dos anys, que van experimentar una forta pujada anual del 40,7%. En canvi, els comptes a la vista i d'estalvi només van créixer el 0,9% en l'últim any, afectades per baixes remuneracions, sensiblement inferiors a la inflació.

Tot i l'atractiu d'aquestes ofertes, no sembla que la taxa d'estalvi de les famílies reaccioni. Segons les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, en el tercer trimestre del 2007, la taxa d'estalvi de les llars es va col·locar en el 4,8% de la renda disponible, un punt menys que un any abans. Aquest resultat va ser conseqüència d'un augment interanual relativament modest de la renda disponible, el 3,8%, afectada per un increment dels impostos sobre la renda i el patrimoni del 21,4% i per un augment de les despeses de consum del 5,1%. Considerant els quatre últims trimestres, la taxa d'estalvi de les famílies se situa en el 9,9% de la renda disponible, tres dècimes menys que en el període precedent.

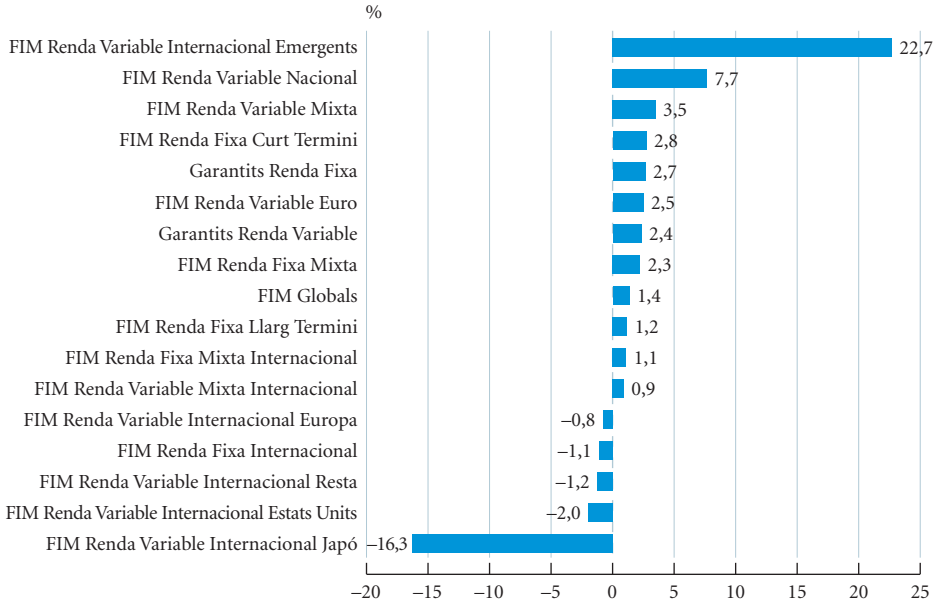
...en detriment dels fons d'inversió mobiliària.

A més dels dipòsits, un altre instrument en què es materialitza l'estalvi financer són les participacions en els fons d'inversió. No obstant això, el 2007 es van registrar reemborsaments nets de participacions en els fons d'inversió mobiliària per valor de 20.187 milions d'euros, de manera que el seu patrimoni va disminuir el 6,1% fins als 238.698 milions d'euros.

Aquesta negativa evolució s'explica per diversos factors. D'una banda, com s'ha explicat més amunt, les polítiques comercials de les institucions financeres es van centrar en la captació de dipòsits en detriment d'altres productes, com els fons. De l'altra, els estalviadors comparaven les rendibilitats passades obtingudes pels fons amb els rendiments futurs oferts pels dipòsits, sense tenir sempre en compte que estaven en un període de ti-

ELS FONS EMERGENTS, PROTAGONISTES EL 2007

Rendibilitat anual dels fons d'inversió mobiliària el 2007



FONTS: Inverco i elaboració pròpia.

pus d'interès a l'alça. A més a més, en l'última part de l'exercici, les turbulències als mercats financers internacionals van intensificar l'aversió al risc dels partícips. D'aquesta manera, el nombre de partícips de fons d'inversió mobiliària es va reduir el 6,3% al llarg del 2007 fins als 8.264.240.

La rendibilitat anual mitjana obtinguda pels fons d'inversió mobiliària va ser del 2,4%, tot i que, en el conjunt dels 16 últims anys, augmenta fins al 4,5%, superior a la inflació mitjana del període. D'altra banda, els rendiments van presentar una gran dispersió per modalitats. La renda variable dels mercats emergents va encapçalar la classificació, amb unes plusvàlues del 22,7%, seguida a distància per la renda variable nacional, amb uns guanys del 7,7%. Els fons més conservadors van anotar alces més modestes, com la renda fixa a curt termini, amb el 2,8%. L'apreciació de l'euro va contribuir a intensificar les pèrdues dels fons de renda variable japonesos, que van registrar les pèrdues més importants, del 16,3%.

Per la seva banda, els fons d'inversió lliure o de gestió alternativa, els anomenats *hedge funds*, van incrementar el patrimoni fins als 818 milions d'euros al final del 2007, poc després de la seva introducció al mercat espanyol. Malgrat aquesta expansió, el saldo només representa el 0,25% del volum total de les institucions d'inversió col·lectiva. El nombre de partícips també és reduït, 2.716 al final de l'exercici.

Una mica més elevat és el nombre de partícips dels fons d'inversió immobiliària, 165.781. El patrimoni d'aquesta classe de fons va créixer el 2,1% el 2007 fins als 8.612 milions d'euros. La rendibilitat mitjana anual d'aquests fons va ser del 5,4% i, en els deu últims anys, ha estat del 7,0%.

La rendibilitat dels fons d'inversió se situa en el 2,4% el 2007, amb una gran dispersió per modalitats.

Servei d'Estudis de "la Caixa"

Publicacions

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 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

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

Consell Assessor

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

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

Direcció

- Jordi Gual
  Sotsdirector General de "la Caixa"

INFORME MENSUAL

Febrer 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 2007

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

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

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

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