MARÇ 2008

Informe Mensual

NÚMERO 311

Desequilibris comercials i canviaris: cercle viciós o virtuós? Pág. 10
És sostenible un món amb grans desequilibris externs?

Euroland*: junts... però no barrejats* Pág. 26
En gairebé 10 anys, l'euro ha aportat beneficis i alguns problemes, però la moneda única no és una poció màgica

Tipus de canvi fix: retorn al futur? Pág. 44
En els últims anys augmenta el nombre de països amb tipus de canvi fix: té sentit aquesta tendència?

És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi? Pág. 67
Podem estimar els tipus de canvi d'equilibri, però qui s'encarregaria d'implantar-los?

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	2,1	1,7	2,9	1,7	1,9	1,8	1,3	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	2,7	1,7	3,2	2,5	2,7	2,3	1,8	1,9
Alemanya	*3,1*	*2,6*	*1,7*	*3,7*	*2,6*	*2,5*	*1,8*	*1,5*	*1,6*
França	*2,2*	*1,9*	*1,7*	*1,9*	*1,3*	*2,2*	*2,1*	*1,6*	*1,6*
Preus de consum									
Estats Units	3,3	2,8	3,2	2,5	2,5	2,4	4,0	4,0	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	2,4	1,9	1,9	1,9	2,9	2,9	2,3
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	3,5	3,4	3,1	2,7	2,4	2,3
Consum de les AP	4,8	5,1	4,4	6,1	5,0	5,1	4,4	3,5	4,0
Formació bruta de capital fix	6,8	5,9	2,4	6,3	6,7	5,8	4,8	3,6	2,5
Béns d'equipament	*10,4*	*11,6*	*5,1*	*13,1*	*13,1*	*11,6*	*8,6*	*7,5*	*6,0*
Construcció	*6,0*	*4,0*	*0,9*	*4,9*	*4,6*	*3,8*	*2,9*	*1,4*	*0,4*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,1	4,6	2,8	5,1	4,9	4,5	3,9	3,1	2,8
Exportació de béns i serveis	5,1	5,3	4,8	3,6	4,7	7,7	5,1	5,1	4,9
Importació de béns i serveis	8,3	6,6	4,8	6,0	6,7	8,4	5,4	4,9	4,6
Producte interior brut	**3,9**	**3,8**	**2,5**	**4,1**	**4,0**	**3,8**	**3,5**	**2,9**	**2,6**
Altres variables									
Ocupació	3,2	3,0	1,5	3,3	3,1	3,0	2,5	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	4,3	4,1
Costos laborals unitaris	2,3	2,7	3,1	2,6	2,6	2,7	2,9		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–8,8	–10,0	–9,7	–10,1	–9,0	–10,2	–10,7		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–8,1	–9,5	–9,1	–9,5	–8,7	–10,1	–9,8		
Saldo públic (% PIB)	1,8	2,2	0,9						
MERCATS FINANCERS			Previsions					Previsions	
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	5,0	5,0	2,2	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	2,0
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	3,9	4,0
Tipus de canvi									
$/Euro	1,26	1,38	1,50	1,32	1,35	1,39	1,46	1,52	1,52

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Desequilibris comercials i canviaris: cercle viciós o virtuós?
13 Japó
14 Brasil
17 Argentina
19 Primeres matèries

22 Unió Europea
22 Previsions de la UE
23 Zona de l'euro
26* Euroland*: junts… però no barrejats
29 Alemanya
30 França
32 Itàlia
33 Regne Unit

35 Mercats financers
35 Mercats monetaris i de capital
44 Tipus de canvi fix: retorn al futur?

47 Conjuntura espanyola
47 Activitat econòmica
53 Mercat de treball
59 Preus
64 Sector exterior
67 És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi?
70 Sector públic
72 Estalvi i finançament

Què fer amb els tipus de canvi?

Segons Kindleberger, a la seva *Història financera d'Europa*, una divisa era una lletra de canvi que proporcionava el pagament en diner estranger. En el seu moment, l'expressió va arribar a significar qualsevol tipus de mitjà de pagament estranger, llevat dels metalls nobles. Avui en dia, el terme s'aplica, genèricament, a les unitats monetàries nacionals quan s'utilitzen en operacions amb l'exterior. Per tant, els tipus de canvi no són més que coeficients que permeten relacionar el valor d'unes divises amb les altres. Són preus que sintetitzen totes les fortaleses i febleses de les economies. Es tracta, per tant, d'una informació preciosa. Sempre que aquests tipus de canvi siguin el resultat del lliure joc de l'oferta i la demanda.

No sempre és així. Sovint les autoritats nacionals intervenen al mercat per influir sobre el tipus de canvi, la qual cosa comporta, freqüentment, la queixa dels qui es consideren perjudicats. És el cas de la recurrent protesta dels Estats Units contra la Xina per la infravaloració del renminbi, que atorga a les manufactures xineses un avantatge competitiu que contribueix a l'enorme forat en la balança comercial nord-americana. Al requadre titulat «És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi?» (vegeu pàgina 67), s'exposen els esforços del Fons Monetari Internacional per establir un mètode que dilucidi quin és el tipus de canvi d'equilibri de cada país. Un objectiu certament ambiciós, però en teoria possible, dins d'uns marges més o menys amplis. Un cop constatats els desequilibris existents, el problema serà establir quina institució s'erigeix en àrbitre que obligui i fins i tot sancioni els països díscols.

Mentre no se soluciona el problema anterior, els desequilibris externs persisteixen. De fet, l'economia internacional sembla instal·lada en un «desequilibri estable» en què els Estats Units generen un enorme dèficit comercial a causa de les seves importacions, sobretot de països asiàtics. La balança s'equilibra per les compres d'actius financers nord-americans per part dels països excedentaris, la qual cosa, al seu torn, genera enormes muntanyes de reserves exteriors, amb la Xina al capdavant. Aquesta roda s'explica, amb una mica més de detall, al requadre de la pàgina 10. La creixent importància dels «fons sobirans» (fons d'inversió de propietat estatal) en aquesta roda ha provocat una certa alarma, pel seu potencial control de sectors o d'empreses considerats sensibles o estratègics de l'activitat econòmica i financera dels països avançats.

Fins aquí podria semblar que la lliure fluctuació dels tipus de canvi seria l'estadi ideal de les relacions monetàries entre països. Però la realitat és molt més complicada. Un règim de tipus de canvi fix també pot ser avantatjós: pot potenciar els vincles comercials i d'inversió directa o, en el context d'un pla d'estabilització macroeconòmica, pot contribuir a neutralitzar un problema d'inflació alta. De fet, en els últims anys, ha augmentat el nombre de països que opten per tipus de canvi fix, com s'explica al requadre «Tipus de canvi fix: retorn al futur?» de la pàgina 44. Aquest, no cal dir-ho, és el cas dels països de la Unió Europea que han adoptat l'euro, tot i que tècnicament no es tracta de fixar els tipus de canvi, sinó d'adoptar una unitat monetària comuna. En qualsevol cas, el resultat és un creixement del comerç i de la integració econòmica, conseqüència positiva, com és sabut, per al benestar general de la població. No obstant això, com s'explica al requadre de la pàgina 26, també té desavantatges, i el camí que cal recórrer encara és llarg. I és que, com s'ha afirmat al començament, el tipus de canvi és un preu, una informació molt valuosa, però que, aïlladament, no pot fer miracles.

RESUM EXECUTIU

La situació econòmica als Estats Units, Europa i la Xina és divergent.

Als Estats Units les últimes dades confirmen una tònica d'extrema feblesa...

...tot i que, pel que sembla, l'activisme de la política econòmica sembra una millor segona meitat del 2008.

Història de tres economies, o per què els Estats Units no van bé i Europa i la Xina aguanten millor

«Era el millor dels temps, era el pitjor dels temps; l'edat de la saviesa, i també la de la bogeria; l'època de les creences i de la incredulitat; l'era de la llum i de les tenebres; la primavera de l'esperança i l'hivern de la desesperació.» Charles Dickens fa referència, al memorable inici d'*Història de Dues Ciutats*, a una època pretèrita però amb evidents ressonàncies amb l'actual. Ara, però, la primavera de l'esperança es pot ajornar a l'estiu i, fins i tot, més enllà. Depèn, sobretot, d'on fixem el focus, perquè, ara com ara, les tres grans zones econòmiques mundials (Estats Units, Europa i Xina) es troben en situacions diferents.

L'economia dels Estats Units és la gran incògnita. Sobre el seu autèntic moment de forma s'ha especulat àmpliament en els últims temps. Els dubtes sobre si caurà o no en la recessió (és a dir, i per seguir el criteri informal convencionalment acceptat, si es produirà una caiguda del producte interior brut durant dos trimestres) o si, en canvi, entrarà en una etapa de creixement reduït, però positiu, amanida, a més a més, amb una inflació ancorada en nivells massa elevats. En contra del que podria semblar, aquest últim escenari, el de l'estanflació, no és menys negatiu que el de la recessió puntual seguida de recuperació de l'activitat.

Les últimes dades reflecteixen fidelment que el moment actual és de feblesa, però no esvaeixen els dubtes sobre el futur. En el quart trimestre, el creixement va reflectir un alentiment indiscutible, tot i que la seva composició no és del tot negativa, ja que el consum privat va corregir, però no es va enfonsar. Altres indicadors, com les vendes d'habitatges, els d'activitat empresarial i de serveis de l'*Institute for Supply Management*, les vendes al detall o la confiança del consumidor, confirmen que l'ajustament es reflecteix tant des de la perspectiva de l'oferta com de la demanda. I la inflació no ajuda, ja que es va enquistar per damunt del 4% entre novembre i gener (per bé que és cert que és fruit, principalment, de l'encariment energètic).

Així, doncs, els Estats Units no estan bé, però el futur com pinta? Si les tendències recents es mantenen, no gaire bé. Com a mínim, però, es constata que la política econòmica juga un paper. Ben Bernanke, president de la Reserva Federal, va afirmar que la institució actuaria a temps i en el grau adequat per donar suport al creixement. No es tracta d'un brindis al sol, ja que la Fed ha actuat amb contundència i ha abaixat el tipus d'interès d'intervenció del 4,25% al 3% des de l'inici de l'any. El pla fiscal, un impuls equivalent a l'1,2% del producte interior brut (PIB) nord-americà, reforça l'activisme de la política econòmica i millora les possibilitats que, a partir del tram final del 2008, l'economia es revifi.

Sembla que aquestes decisions han temperat els nervis dels més pessimistes. En particular, s'ha considerat que el panorama era prou acceptable, perquè les borses nord-americanes hagin gaudit d'un mes de certa recuperació i hagin anticipat que, a la tornada de l'estiu, les condicions poden ser més benignes per a l'activitat empresarial. Ningú no espera, malgrat tot,

que aquest ressorgiment sigui dinàmic. La mateixa Reserva Federal anunciava en les seves previsions que, per al 2008 i 2009, esperava un creixement mitjà anual de l'1,7% i del 2,4%, respectivament, lluny de la tendència a llarg termini, que apunta més aviat al 3%.

La zona de l'euro transita per una via diferent. Ve d'un any de recuperació, el 2007, i, ara com ara, gaudeix d'una inèrcia de creixement que li atorga una certa protecció davant del refredament exterior. No obstant això, i com el creixement del quart trimestre ens recorda (2,3% interanual, enfront del 2,7% del trimestre anterior), els socis de la moneda única tampoc no es podran despenjar del corrent global de desacceleració. Continua essent una economia sensiblement dependent del sector exterior i, per tant, que comença a rebre les ones exteriors negatives en forma d'un euro fort que limita la competitivitat internacional i d'una demanda externa menys dinàmica.

Tot i que ningú no parla de recessió a la zona de l'euro, la Comissió Europea ha revisat a la baixa les previsions de creixement per al 2008 (apunta a una xifra de l'1,8%) i a l'alça de la inflació (2,6%). Aquesta combinació complica la vida al Banc Central Europeu, que, tot i que continua reafirmant que la seva principal contribució al benestar econòmic és ancorar les expectatives d'inflació, ha moderat en part la duresa del seu discurs, tessitura que ha estat interpretada com una forma de guanyar en flexibilitat monetària en un moment en què l'economia ha començat a frenar. Les borses europees, amb un ull a un costat de l'Atlàntic i l'altre a casa, han acabat el mes de febrer gairebé planes, pendents de qualsevol indici de futur.

I el futur, si més no per un cert temps, té forma de gegant asiàtic. La Xina encara és vista, en una opinió amb nombrosos avaladors, com el salvavides global. Per a Europa, és mercat prioritari d'exportacions, i no sembla que ningú qüestioni la seva funció de fàbrica mundial. El problema, amb un creixement de l'11,2% en el quart trimestre i una inflació per damunt del 6,5% en el mateix període, és més aviat com contenir un hipotètic reescalfament. Paradoxes d'aquesta única economia global, en què l'intent xinès perquè la locomotora no descarrili coexisteix amb l'intent nord-americà perquè la màquina no s'aturi durant massa temps. L'alegria (econòmica), com sempre, va per barris. O, en la línia de Dickens, per ciutats.

La zona de l'euro encara es beneficia d'una inèrcia de creixement acceptable...

Economia espanyola: ni tan malament ni tan bé

Un observador imparcial de l'economia espanyola pot tenir dificultats per entendre en quin punt ens trobem. Alguns indicadors apunten a una economia en un moment bo de forma, si més no en termes relatius si la comparem amb la majoria d'economies del Vell Continent. Altres indicadors generen alarma, ja que semblen revestits d'una intensitat de caiguda o de desacceleració inusualment forta.

...tot i que la Comissió espera menys creixement i més inflació per al 2008, una combinació incòmoda per al Banc Central Europeu.

Així, i començant per l'ampolla mig plena, les dades de comptabilitat nacional del quart trimestre ens permeten valorar millor el que ha donat de si el 2007. En conjunt, l'any ha estat bo, ja que s'ha crescut el 3,8%, amb prou feines una dècima percentual menys que el 2006, resultat que implica que la distància amb la zona de l'euro, en termes de creixement, continua augmentant. A més a més, la composició s'ha reequilibrat, ja que la construcció redueix el seu pes i l'aportació del sector exterior a la variació del PIB es torna una mica menys negativa.

Espanya ha gaudit d'un bon 2007 en termes de creixement i ocupació...

També són satisfactoris els resultats en matèria de control de les finances públiques (el superàvit públic, equivalent al 2,2% del PIB, és el més elevat en dècades)

...tot i que, en la recta final de l'exercici, les coses s'han començat a tòrcer, amb més inflació, menys dinamisme i empitjorament laboral.

i creació d'ocupació, que s'aproxima al mig milió el 2007, de manera que, cap al final de l'any passat, s'assolia la xifra rècord de 20,5 milions d'ocupats.

No obstant això, i aquí saltem al costat de l'ampolla mig buida, cal convenir que, tot i que l'any 2007 en conjunt va ser bo, dues excepcions són evidents. La primera, la relativa al desequilibri exterior. El 2007 el dèficit comercial va arribar a un total equivalent al 9,4% del PIB, una xifra clarament massa elevada. El segon desequilibri fa referència als preus, ja que, l'any passat, la inflació va tancar en un creixement superior al 4%.

Així mateix, en els últims mesos, el ritme d'activitat ha enfilat la via de la desaceleració. En el quart trimestre, el PIB va créixer el 3,5% interanual, l'avanç més feble en dos anys. Durant aquest mateix període, s'observa el primer descens del nombre d'ocupats des del 2002, i, a més a més, l'atur registrat del gener sorprèn en anotar la pujada més important en una dècada, una tònica similar a l'exhibida per l'afiliació a la Seguretat Social, que al gener presenta el descens més intens des del 1994.

La Comissió Europea espera un creixement del 2,7%, una xifra bona en termes relatius amb Europa...

També al gener un altre recordatori de problemes ha estat la inflació, que, a causa del petroli i dels aliments, se situa en el 4,3% interanual, màxim des del 1995. En aquest context, la moderada desaceleració del nucli subjacent (sense energia ni alimentació elaborada) en el primer mes del 2008 és un consol insuficient. En especial si es considera que els preus industrials i d'importació registren un fort creixement, la qual cosa indica que la pressió cap als preus finals no s'alleujarà de manera ràpida.

...però també preveu una inflació massa tensa el 2008.

Què passarà el 2008? Persistiran les tendències recents cap al deteriorament econòmic? Si és així, quina intensitat podrà tenir? Una veu qualificada, la de la Comissió Europea, apunta una opinió que pot ser considerada força equànime. Segons el seu avanç de previsions de primavera, l'executiu comunitari espera que el creixement espanyol el 2008 sigui del 2,7%, tres dècimes menys del que preveien a la tardor passada. Es tracta, certament, d'un alentiment apreciable en relació amb el 3,8% del 2007, però també és un ritme de creixement sensiblement superior a l'1,8% que la Comissió pronostica per a la zona de l'euro en conjunt. La institució comunitària dibuixa un escenari de creixement per al 2008 en què la primera meitat de l'exercici serà lleugerament més dinàmica que el segon semestre.

Però, si el panorama en matèria de creixement no és gaire negatiu, al front dels preus l'alleujament esperat és magre. En la mitjana del 2008, la inflació, en termes harmonitzats, creixerà el 3,7%, el ritme més intens en anys. El gruix de les tensions inflacionistes es concentrarà, sempre d'acord amb les previsions comunitàries, en el primer semestre de l'any (període en què és improbable que baixi del 4%). Després s'hauria d'assistir a una progressiva desaceleració inflacionista, de manera que, cap al final del 2008, es podria arribar a la zona del 3%. L'any, per tant, es presenta mogut. La mateixa Comissió ens recorda que el risc dominant és que les seves previsions quedin esmenades per la realitat a la baixa, és a dir, que es creixi menys del que s'espera. Espanya, amb tota probabilitat, mimetitzaria aquest moviment.

En definitiva, després de gairebé una dècada i mitja d'un rendiment econòmic excepcional, tampoc no és estrany que la nostra economia agafi aire per respirar. Així i tot, caldrà vigilar com transitem per una etapa més turbulenta.

27 de febrer 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.
	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%.
febrer	**26**	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 98,76 dòlars per barril.
	27	L'**euro** cotitza a 1,504 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.

AGENDA

Març

- **4** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- **5** Índex de producció industrial (gener).
- **6** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **13** IPC (febrer).
- **14** Balança de pagaments (desembre). 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).

Abril

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
- **4** Índex de producció industrial (febrer).
- **9** PIB de la UE (quart trimestre).
- **10** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **11** IPC (març).
- **15** Balança de pagaments (gener).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (març).
- **24** Preus industrials (març). Comerç exterior (febrer).
- **25** Enquesta de població activa (primer trimestre).
- **29** Ingressos i pagaments de l'Estat (març).
- **30** PIB dels Estats Units (primer trimestre). Comitè de Mercat Obert de la Fed. Balança de pagaments (febrer).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Estats Units: donant voltes a la recessió... i a la recuperació

El PIB dels Estats Units creix el 2,5% en el quart trimestre, amb les febleses més importants en existències i construcció.

El producte interior brut (PIB) nord-americà es va desaccelerar en el quart trimestre més del que s'esperava i va créixer el 2,5% interanual. En termes interanuals, l'alentiment en relació amb el tercer trimestre va ser encara més brusc, ja que es va passar d'un avanç del 4,9% a un raquític 0,6%. No obstant això, la composició de la dada és més benigna del que s'esperava, ja que la meitat d'aquesta desaceleració és deguda a la feblesa de la creació d'existències i una quarta part a un alentiment de les exportacions. Per la seva banda, el consum privat, l'element que serà clau per a l'economia nord-americana el 2008, es va desaccelerar menys del que s'esperava i va créixer el 2,5% interanual. Al front inversor, s'intensifica encara més la crisi del sector immobiliari i continua l'apatia en equipament i *software*.

La Reserva Federal rebaixa les expectatives de creixement i qüestiona la fortalesa de la recuperació.

El problema no serà tant si s'arriba o no a creixements negatius durant la primera meitat del 2008, sinó si la recuperació, que hauria de començar a apuntar cap al final de l'any, serà prou robusta. Si no es compleix això, significaria un lapse de més de dos anys creixent per sota de la tendència a llarg termini del 3,0%. En aquest sentit, la Reserva Federal ha modificat a la baixa les previsions de creixement per al 2008 i el 2009, amb un avanç mitjà esperat de l'1,7% i del 2,4%, respectivament, percentatges que se situen per sota de la tendència a llarg termini. Es deixa així la veritable recuperació per al llunyà 2010, quan es notarien amb més força les reduccions en el tipus d'interès de la Fed i es creixeria el 2,8%.

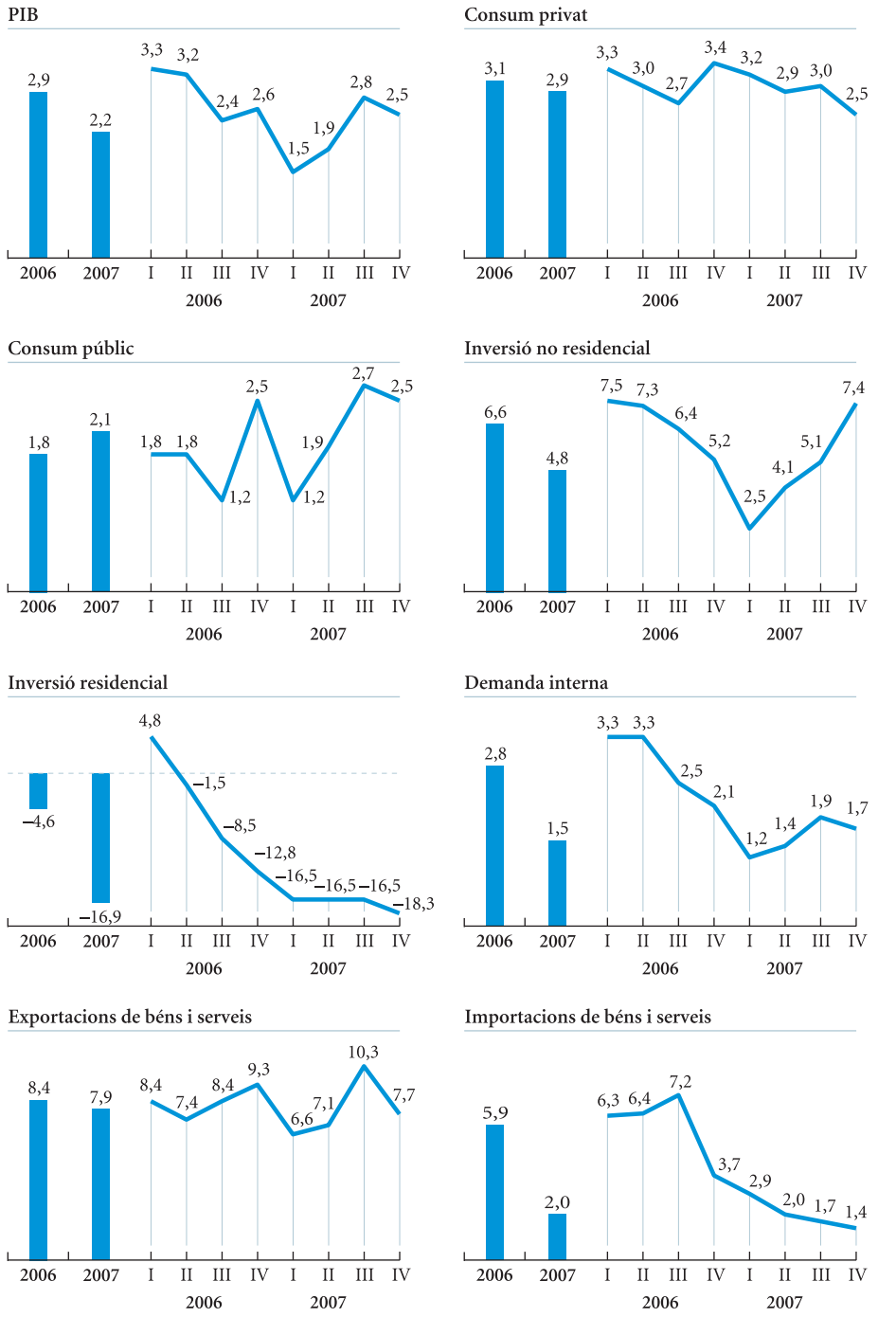
L'administració consensua un pla d'estímul fiscal per pal·liar la reducció del poder adquisitiu dels consumidors.

Des del màxim del 2000, el poder adquisitiu del nord-americà mitjà ha disminuït en termes reals, és a dir, si tenim en compte els increments de preus. Aquesta davallada dels ingressos de les famílies s'havia vist compensada per la capacitat de comprar a base de crèdit barat garantit per uns actius immobiliaris pròspers. Però si el primer punt continua vigent, el segon s'ha reduït dramàticament. L'administració ha consensuat amb el Senat i el Congrés un pla d'estímul fiscal de 170.000 milions de dòlars, l'1,2% del PIB, destinat, en la seva major part, a les famílies amb ingressos compresos entre els 3.000 i els 150.000 dòlars, justament el nord-americà mitjà que fa temps que arrossega problemes. Els efectes del pla s'haurien de començar a notar a partir del setembre. La pregunta que cal fer-se és si això serà suficient, ja que els períodes de feblesa immobiliària tendeixen a prolongar-se. Un bon nombre de famílies poden veure com el deute hipotecari supera el valor de mercat dels habitatges, i l'ocupació, el baluard més ferm de suport al consum, continua el lent però constant alentiment.

La despesa en construcció del tercer trimestre va disminuir el 23,9% en relació amb el període anterior en termes anuals, la qual cosa indica que encara no s'ha tocat fons. Els habitatges iniciats del gener van caure un dràstic 38,4% per sota del mateix període de l'any anterior. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, que són un indicador avançat de l'anterior, van baixar un similar 33,1%. Pel que fa a la valoració dels actius, l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge del novembre va continuar intensificant els descensos i va perdre el

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



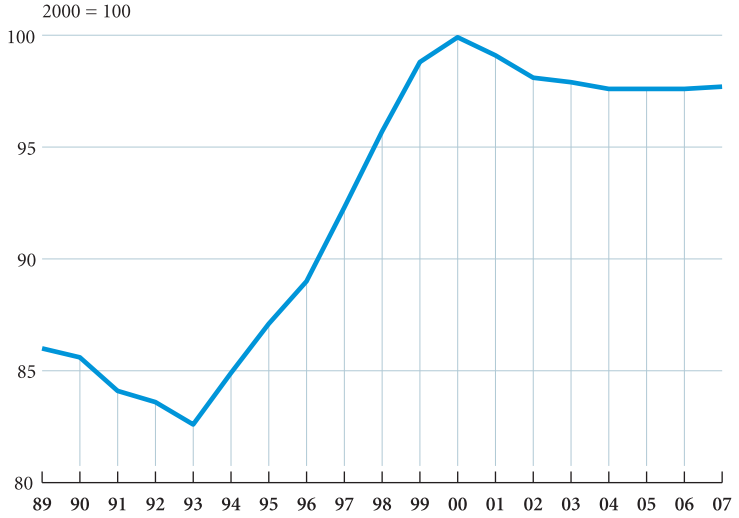
FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

L'habitatge continua sense tocar fons, tant en construcció com en preu dels immobles.

8,4% interanual, resultat que, si s'afegeix a la pujada de l'IPC, representa una pèrdua superior a l'11%. La venda d'habitatges de segona mà del desembre va caure el 21,6% interanual i la d'habitatges nous, fent gala d'una volatilitat més elevada, va

ESTATS UNITS: ELS CONSUMIDORS ESTAN ACORRALATS

Ingressos reals de la família mitjana (*)



NOTA: (*) Ingressos descomptant els increments de l'IPC.
FONTS: National Association of Realtors i elaboració pròpia.

Les vendes al detall i el mercat laboral s'alenteixen de forma sostinguda.

cedir el 40,7%. El Secretari del Tresor, Hank Paulson, ha posat en marxa un pla anomenat *Lifeline*, que, en coordinació amb els sis principals bancs, que tenen la major part de les hipoteques, proposa donar 30 dies de gràcia addicionals als contractes que hagin estat en mora 90 dies o més. La intenció és evitar embargaments, però els accionistes d'aquestes entitats financeres veuen dificultats en la seva implementació.

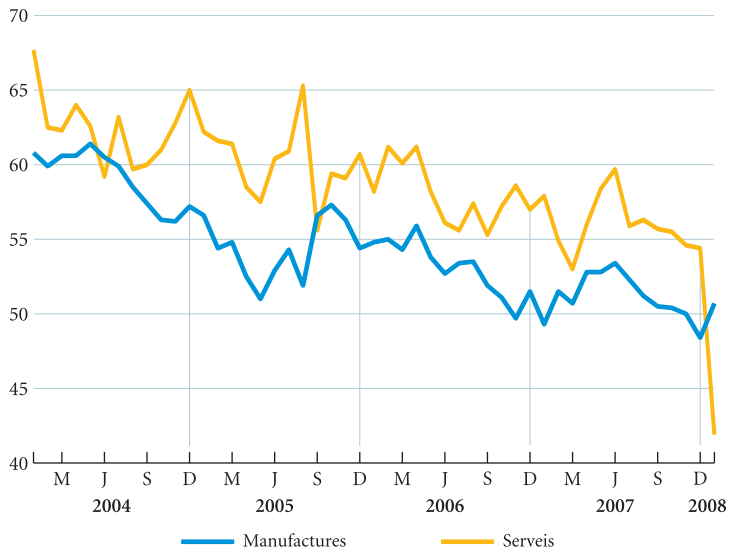
Les vendes al detall segueixen el camí de les dades del PIB, una desacceleració sense grans accidents. Al gener, sense cotxes ni benzina, molt volàtils, el consum al detall va créixer el 2,4% interanual. En línia amb aquesta tendència a la baixa, l'Índex de Confiança del consumidor del Conference Board va seguir a la baixa i va passar del nivell dels 90,6 punts al dels 87,9. El component de la situació actual va tenir un lleuger repunt, que no va poder compensar el constant deteriorament de les expectatives. El mercat de treball segueix una evolució molt similar. Les dades del gener van mostrar el primer descens de l'ocupació des del setembre del 2002. No obstant això, els 17.000 llocs de treball perduts van ser a costa del sector públic i d'una revisió a l'alça dels mesos previs. Com en les dades del PIB, és més rellevant el fet tendencial, ja que, en els 12 últims mesos, l'ocupació ha crescut el 0,7%, quan fa dos anys ho feia al 2,0%. La taxa d'atur del gener va disminuir lleugerament fins al 4,9% de la població activa.

Els empresaris veuen empitjorar les expectatives, en especial en serveis, amb el descens més intens de l'ISM des del 1997.

La fortalesa més gran de l'economia cal buscar-la, en aquests moments, en les empreses no financeres, que continuen presentant beneficis i que, a diferència dels consumidors, presenten uns nivells d'endeutament raonables. No obstant això, les coses poden començar a canviar. L'evolució del gener de l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management al sector de serveis va baixar dràsticament dels 54,4 punts als 41,9, el descens mensual més important des de la seva creació el 1997. El nivell, en estar per sota del 50, indica que les respostes pessimistes guanyen la partida a les respostes optimistes. En manufactures, l'índex, fins

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS HO VEUEN CADA COP MÉS NEGRE

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



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

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007						2008
			I	II	II	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	–	2,5	–	–
Vendes al detall	6,2	4,1	3,5	4,0	4,1	4,8	5,6	3,7	3,9
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	95,2	87,8	90,6	87,9
Producció industrial	4,0	1,9	2,5	1,7	1,6	1,4	2,2	1,7	2,3
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	50,4	50,0	48,4	50,7
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,3	–24,6	–21,2	–26,6	–23,8	–35,8	–40,7	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,7	5,0	4,9
Preus de consum	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	3,5	4,4	4,1	4,4
Balança comercial (3)	–758,5	–711,6	–747,2	–733,9	–708,6	–708,5	–713,2	–711,6	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	5,1	4,7	3,1
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,9	72,2	73,7	73,1

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.

Els preus no collen, amb permís del petroli.

i tot, es va permetre una lleugera pujada, dels 48,4 punts als 50,7. Amb el nivell alt del component de preus i el descens del de noves comandes, la imatge que queda és d'una major preocupació empresarial, ja que és la durada d'un creixement baix, amb la davallada de les xifres de vendes que comporta, el que pot acabar minant els balanços comptables de les companyies.

Per la seva banda, l'índex de preus al consum (IPC) del gener es va accelerar i va passar de créixer el 4,1% al 4,4% interanual pel peculiar comportament del sector energètic. El component subjacent, el general sense aliments ni energia, també va repuntar i va passar d'increments del 2,4% al 2,5% interanual. No obstant això, el deflactor del consum privat subjacent, seguit per la Reserva Federal, va créixer a un més raonable 2,2%. En aquest sentit, la Fed, després del repunt del 2008, no veu a llarg termini un allunyament excessiu del nivell del 2,0%, de manera que l'atenció es fixa clarament en el baix creixement i passa momentàniament a un segon pla el risc inflacionista.

El dèficit comercial torna a millorar al desembre, després de la dada negativa del novembre.

Per la seva banda, la balança comercial de béns i serveis va presentar al desembre un dèficit de 58.769 milions de dòlars, un descens del 2,6% interanual que posa les coses al seu lloc després de l'inesperat repunt del dèficit al novembre. Les exportacions van avançar un robust 13,6%, mentre que les importacions es van desaccelerar fins a créixer al 8,4%, la qual cosa fa pensar que, en el primer trimestre del 2008, el sector exterior pot tenir una contribució més tangible al creixement de l'economia.

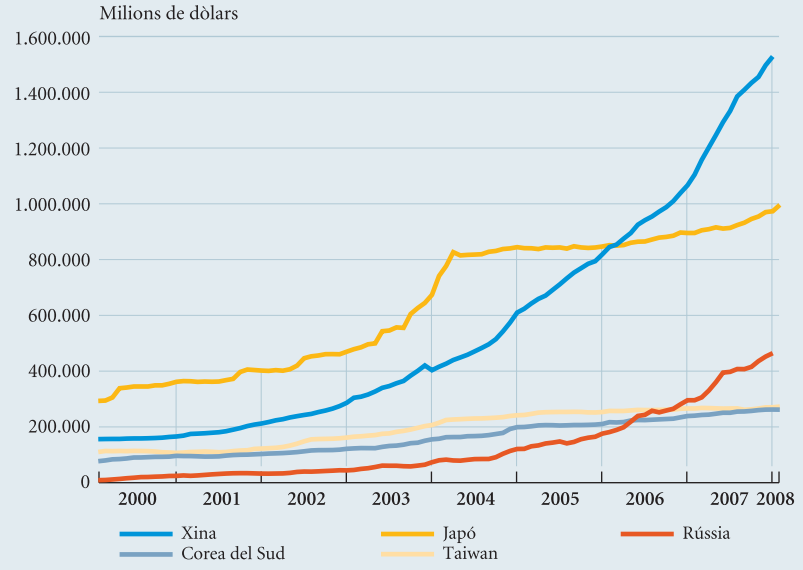
Desequilibris comercials i canviaris: cercle viciós o virtuós?

El creixement del comerç internacional en els últims anys ha anat acompanyat d'una ampliació dels desequilibris de balança de pagaments. Els Estats Units van acumular el 2007 un dèficit per compte corrent de 700.000 milions de dòlars, que contrasta amb els folgats superàvits d'economies com el Japó, la Xina o altres emergents. Podríem esperar que aquests desequilibris fossin compensats, al llarg del temps, pels moviments de tipus de canvi, però això no sempre és així, com s'explica al requadre «És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi?» de la pàgina 67. El resultat és una anòmala i ràpida acumulació de reserves de divises en un conjunt d'economies. El cercle es tanca quan aquestes reserves s'inverteixen en actius com deute del Tresor nord-americà.

Es podria esperar que un superàvit sostingut de la balança per compte corrent donés com a resultat una apreciació del tipus de canvi, és a dir, l'encariment relatiu dels preus dels béns i serveis del país pel fet que són més demandats als mercats internacionals. Aquest va ser el cas, per exemple, de la R. F. d'Alemanya en els anys seixanta i setanta, quan la potent maquinària exportadora germànica arrossegava el marc alemany a revaluacions periòdiques. Per aquesta mateixa lògica, es podria esperar ara que el tipus de canvi del dòlar nord-americà es depreciés a causa del seu persistent dèficit per compte corrent. I així ha estat entre els anys 2000 i 2007, però només parcialment. Per bé que el dòlar dels Estats Units ha perdut valor, per exemple, enfront de l'euro, el dòlar canadenc o la lliura esterlina, no ho ha fet tant enfront de les divises de moltes economies emergents, que tenen importants superàvits bilaterals amb els Estats Units, de manera que la correcció dels desequilibris s'ha quedat a mitges. Entre aquestes economies emergents, podem distingir les que tenen un superàvit basat en l'exportació de primeres matèries de les que són potents exportadores de manufactures.

L'INCREÏBLE AUGMENT DE LES RESERVES

Principals tenidors de divises en bancs centrals



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

EL CAMÍ DESCENDENT DEL DÒLAR NORD-AMERICÀ

Tipus de canvi efectiu real del dòlar nord-americà (*)

NOTA: (*) El tipus efectiu real es calcula en relació amb la cistella dels principals socis comercials, descomptant els efectes de la inflació.
FONTS: Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

Pel que fa als exportadors de primeres matèries, l'Aràbia Saudita, per exemple, manté un tipus de canvi fix en relació amb el dòlar, tot i que, entre els anys 2000 i 2007, el preu del petroli s'ha quadruplicat. A més a més, com la seva inflació ha estat menor que la nord-americana, el tipus de canvi real ha reculat. Altres grans exportadors de petroli, com Bahrain, Iran, Kuwait i Veneçuela, segueixen un patró semblant, amb depreciacions reals del tipus de canvi que coexisteixen amb superàvits corrents. En aquest grup hi ha, però, notables excepcions, com Rússia i Nigèria, els superàvits petroliers dels quals han anat acompanyats d'importants apreciacions canviàries.

Quant als exportadors de manufactures, es tracta, majoritàriament, d'economies de l'Extrem Orient. El cas més destacat és la Xina, el país amb el superàvit més elevat del planeta i el que té un saldo positiu més gran en el comerç bilateral amb els Estats Units. La seva divisa, el renminbi, s'ha apreciat lleugerament enfront del dòlar, però, com els seus preus interiors han pujat menys que als Estats Units i com la divisa nord-americana ha perdut valor, la combinació dels dos efectes ha estat una depreciació real del tipus de canvi del 0,8% entre les acaballes del 2000 i el 2007. Altres economies exportadores de manufactures, com Taiwan, Hong Kong i Singapur, amb saldos positius de la balança per compte corrent del 9,8%, el 7,0% i el 21,0% del PIB, respectivament, han experimentat depreciacions en els tipus de canvi real. El Japó també s'afegeix a aquest patró, mentre que les excepcions són Corea del Sud, Tailàndia i Indonèsia, les divises dels quals s'han apreciat notablement.

La successió de superàvits corrents ha comportat l'acumulació de reserves de divises en poder dels bancs centrals de tots aquests països. Així, les reserves de la Xina s'apropen a 1,5 bilions de dòlars; les del Japó voregen el bilió, i, entre Rússia, Taiwan i Corea del Sud tenen un altre bilió de dòlars. Davant d'aquesta important acumulació de reserves, els països de l'Orient Mitjà i alguns asiàtics han canalitzat els superàvits a través dels anomenats Fons Sobirans. Es tracta de fons de propietat estatal que inverteixen en carteres diversificades en actius internacionals per obtenir una rendibilitat més gran que a través de la gestió de les reserves de divises, tradicionalment conservadora. Últimament, es detecta més interès de les economies asiàtiques en aquesta via de rendibilitzar els excedents de balança de pagaments. Hi ha, per tant, un fort potencial de creixement dels Fons Sobirans. Els països de l'Orient Mitjà tenen dos terços del volum total, però, en el futur, el protagonisme del creixement anirà a parar a les economies asiàtiques. Segons els analistes esmentats per la Reserva Federal, la irrupció endarrerida de les economies asiàtiques en aquests fons durà el total d'actius gestionats dels 1,5-2,5 bilions de dòlars actuals fins als 15 bilions en els propers 10 anys, un import superior al PIB nominal dels Estats Units el 2007[1].

ELS PRINCIPALS FONS SOBIRANS

País	Nom del fons	Any de llançament	Valor (*)	% del PIB (**)
Emirats Àrabs Units	ADIA	1976	625	521
Noruega	Government Pension Fund Clobal	1990	322	103
Singapur	GIC	1981	215	169
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	213	269
Xina	China Investment Corporation	2007	200	8
Rússia	Stabilisation Fund	2004	128	14
Singapur	Temansek	1974	108	85
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	60	185

NOTES: (*) Milers de milions de dòlars.
(**) 2006.
FONTS: Standard Chartered i Financial Times.

(1) Joshua Aizenman, «Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?», Economic Letter, 2007-38, 14 de desembre del 2007, Federal Reserve Bank of San Francisco.

La dimensió d'aquests fons i la seva propietat estatal crea certes inquietuds i fins i tot rebuig en alguns àmbits[2], com va succeir en l'intent de compra de l'empresa petroliera nord-americana Unocal el 2005 per la petroliera estatal xinesa CNOOC. No obstant això, durant la crisi financera generada per les hipoteques *subprime*, els capitals aportats per alguns Fons Sobirans a determinades entitats bancàries en dificultats han estat benvinguts i han donat un respir als mercats. El cercle dels desequilibris es tanca a gust de tothom, si més no aquest cop.

(2) Lawrence Summers (2007), «Funds that shake capitalist logic», Financial Times, 29 de juliol del 2007.

Japó: una expansió amb permís de l'exterior

El PIB de l'economia japonesa va créixer l'1,8% interanual en el quart trimestre, clarament per damunt del que s'esperava després d'un seguit de dades que apuntaven al manteniment d'una línia de feblesa. En creixement en relació amb el trimestre anterior anualitzat, això va representar un repunt amb un avanç del 3,7%. Els seus suports van ser la força de la inversió en béns d'equipament, el consum públic i l'augment de les existències. No obstant això, continua l'excessiva dependència del sector exterior i la feblesa del consum privat. D'aquesta manera, les exportacions, que representen el 16,1% del PIB, van mantenir la línia de fermesa i van contribuir en termes absoluts a gairebé la meitat del creixement total de l'economia en relació amb el tercer trimestre, mentre que el consum privat, que al Japó representa un baix 55,2% del PIB, va continuar exhibint un perfil contingut i va créixer un magre 1,1% interanual.

La inversió en construcció en el tercer trimestre va cedir el 21,4% interanual, que pot estar relacionat amb canvis de regulació. Així, tot i que els habitatges iniciats ja mostren signes de recuperació, al desembre van cedir el 19,0% interanual. La raó és que el mercat de l'habitatge no es mostra gaire dinàmic, amb unes vendes que, al desembre, van recular el 42,4% a l'àrea de Tòquio. Els preus, que al Japó segueixen una dinàmica singular després de les fortes reculades dels anys noranta, van resistir amb increments del 9,2%.

El PIB del Japó creix l'1,8%, gràcies a la inversió en equipament, al consum públic i a les existències...

La inversió en equipament, que va intensificar la recuperació, va compensar aquest cop les reculades al sector de la construcció. Però aquest efecte podria haver arribat al límit, ja que les comandes de maquinària, que són un indicador avançat de la demanda inversora, es van incrementar el 3,3% interanual al desembre, clarament per sota dels registres del setembre i de l'octubre. Torna aquí a posar-se de manifest la dependència de la demanda externa, ja que les comandes destinades a la indústria exportadora van pujar l'11,0%, mentre que les dirigides a atendre la demanda interna van recular el 3,3%.

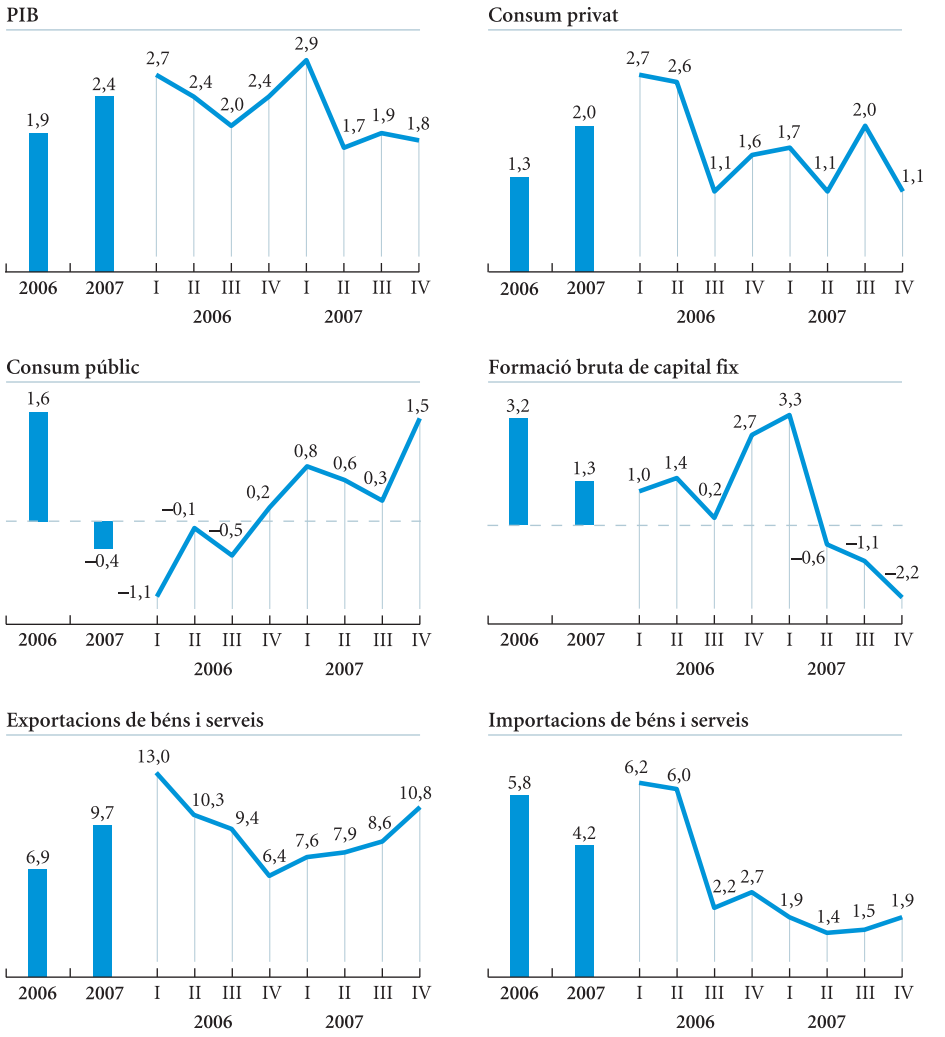
...però la dependència del sector exterior és cada cop més gran, amb un consum privat que continua llanguint.

Toshihiko Fukui, el sortint president del Banc del Japó, encara pot veure enterbolit el reconeixement que li correspon per haver vençut la inflació. Amb l'índex Tankan de grans empreses manufactureres que publica el Banc Central del Japó del tercer trimestre en el nivell dels 19 punts, amb la confiança dels consumidors del mateix període en un baix nivell de 38,9 punts i amb una producció industrial que, al desembre, va créixer un magre 2,2% interanual, les previsions alcistes del Banc del Japó són qüestionades. A tot plegat s'afegeix el fet que el principal contribuent al final de la deflació han estat els volàtils preus de l'energia. L'IPC del desembre va pujar el 0,7% interanual, i el

La inflació en terreny positiu es basa, en gran part, en l'encariment de l'energia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

El baix atur i el superàvit comercial continuen essent els punts forts.

tradicionalment seguit índex sense aliments frescos va avançar el 0,8%. No obstant això, la publicació de l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, deixa les espases en alt en registrar un descens del 0,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior, i és que la inflació ve de fora, amb uns preus d'importació que, al desembre, van pujar el 6,8%.

A l'haver, la taxa d'atur del desembre va romandre en un baix 3,8% de la població activa, mentre que la balança comercial va continuar vent en popa amb un superàvit acumulat en els dotze mesos fins al desembre de 12,5 bilions de iens, gràcies a la continuada salut de les exportacions i a la competitivitat del ien.

Brasil veu perillar el sector exterior

El PIB brasiler va avançar un vigorós 5,6% interanual en el tercer trimestre, una mostra del nou paper que han adquirit els països emergents com a suport del

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

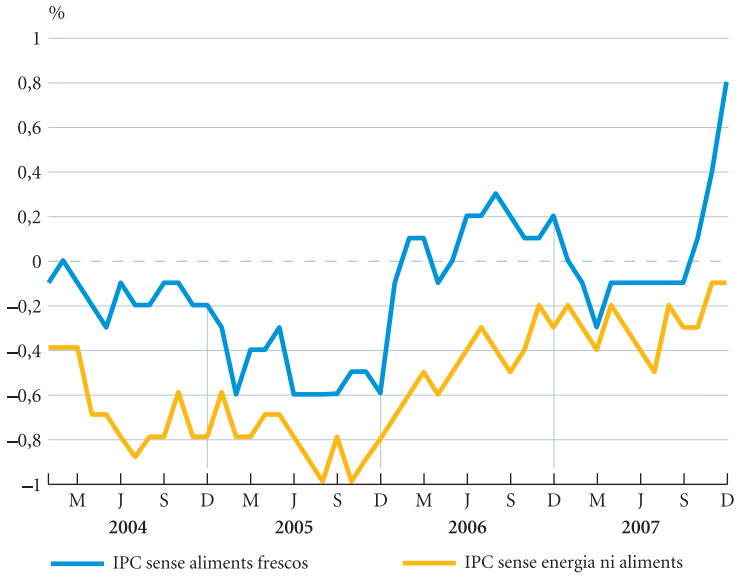
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2006	2007					
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre
PIB real	2,4	2,1	2,4	2,9	1,7	1,9	–	1,8	–
Producció industrial	4,5	2,9	5,3	3,6	2,3	3,3	3,6	1,6	2,2
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	25,0	23,0	23,0	23,0	–	19,0	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	5,1	–1,9	–2,8	–36,9	–35,0	–27,3	–19,0
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	4,0	4,0	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8
Preus de consum	0,2	0,1	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,3	0,6	0,7
Balança comercial (3)	9,4	12,5	9,4	10,2	11,1	12,3	12,7	12,8	12,5
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	81,1	77,1	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.

JAPÓ: DUES HISTÒRIES DIFERENTS SOBRE L'IPC

Variació interanual dels índexs de preus



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

creixement global en aquest context de desacceleració de les economies desenvolupades. El consum privat va avançar el 6,1%, i la inversió es va incrementar el 14,4%. No obstant això, el sector exterior va evidenciar un cert aire de crisi, amb unes exportacions que es van desaccelerar amb intensitat i van créixer un modest 1,8%. La desacceleració global pot fer que el 2008 la balança per compte corrent sigui deficitària per primer cop des del 2002.

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

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

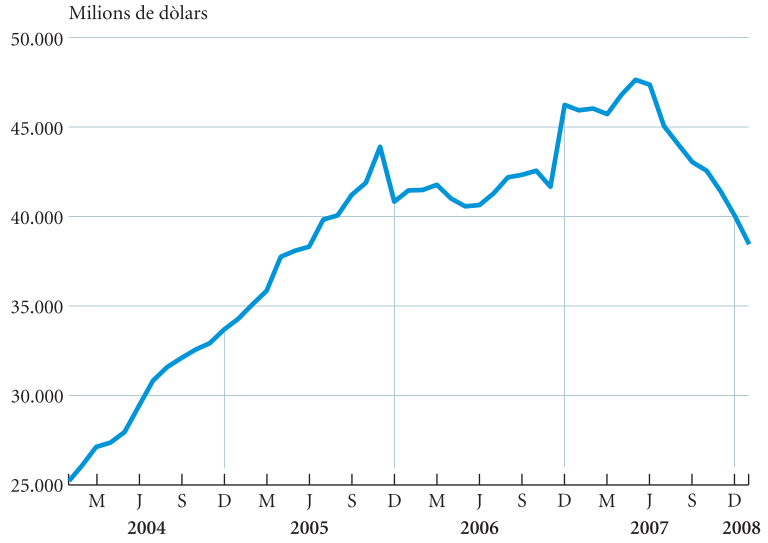
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

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

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

BRASIL: EL SUPERÀVIT COMERCIAL ES REDUEIX AMB RAPIDESA

Saldo comercial acumulat dels dotze últims mesos



FONTS: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada i elaboració pròpia.

La indústria continua avançant amb força, però la inflació repunta fins al 4,6%.

Entre els últims indicadors d'activitat, la producció industrial del desembre va continuar perdent força des del màxim de l'octubre i va créixer el 6,4% interanual. També va cedir una mica l'embranzida de la producció industrial de béns de capital, més crucial per a la continuïtat de l'expansió. Així i tot, la taxa d'avanç es va mantenir en el 19,9%, percentatge força respectable. Acompanyant aquesta lleugera desaceleració de la indústria, la utilització de la capacitat productiva va baixar del seu màxim històric i es va col·locar en el nivell més baix des del febrer. Pel que fa a la demanda, les vendes al detall van créixer al novembre el 9,9% interanual i van mantenir el to robust dels últims mesos. També al costat

BRASIL: ÈXIT EN LA REDUCCIÓ DEL DÈFICIT PÚBLIC

Dèficit públic dels dotze últims mesos en relació amb el PIB

FONTS: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada i elaboració pròpia.

alcista, les compres d'automòbils del gener es van incrementar el 35,3%. Amb aquest nivell d'activitat, l'IPC encara es manté en nivells notablement moderats, però es perfila una clara tendència a l'alça. Al gener, els preus es van incrementar el 4,6% interanual, un ritme clarament superior al 3,0% del començament del 2007. Confirmant aquesta tendència, els preus a l'engròs es van continuar accelerant i van arribar a pujar el 10,3% interanual al gener.

La taxa d'atur del districte de São Paulo va continuar baixant al desembre i va arribar al 13,5% de la població activa, un valor relativament alt però sensiblement inferior al 17% que predominava el 2005. Al desembre, l'estalvi del sector públic va compensar dues terceres parts dels interessos del deute extern i va deixar el dèficit dels 12 últims mesos en el 2,3% del PIB, en línia amb els valors del 2007, però clarament per sota del 3,0% del desembre del 2006. Per la seva banda, sembla que el real ha frenat momentàniament la marxa alcista, i, arran, en part, de la conjuntura global, el superàvit comercial del gener va ser de 38.500 milions de dòlars, 7.500 milions menys que en el mateix període de l'any anterior, de manera que va prosseguir la tònica a la baixa iniciada al juny del 2007.

Les finances públiques segueixen el camí de l'austeritat, i l'atur baixa del 14%, però el superàvit comercial continua minvant.

Argentina: una bona conjuntura si no fos per la inflació

L'expansió manté un perfil alt i estable, amb un PIB que, en el tercer trimestre de l'any, va créixer el 8,7% interanual. El consum privat, amb avanços similars i, en especial, la inversió, que va créixer el 12,8%, continuen essent els principals pilars de l'expansió, mentre que el sector exterior continua aportant un apreciable superàvit. No obstant això, aquest quadre macroeconòmic certament positiu té una ombra al capítol del control de la inflació. Els preus pugen a l'Argentina marcadament per damunt del que ho fan als altres països de la zona. A aquesta feblesa s'afegeix el requeriment del Fons Monetari Internacional perquè l'Institut d'Estadística

Argentina creix el 8,7% gràcies a la demanda interna.

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

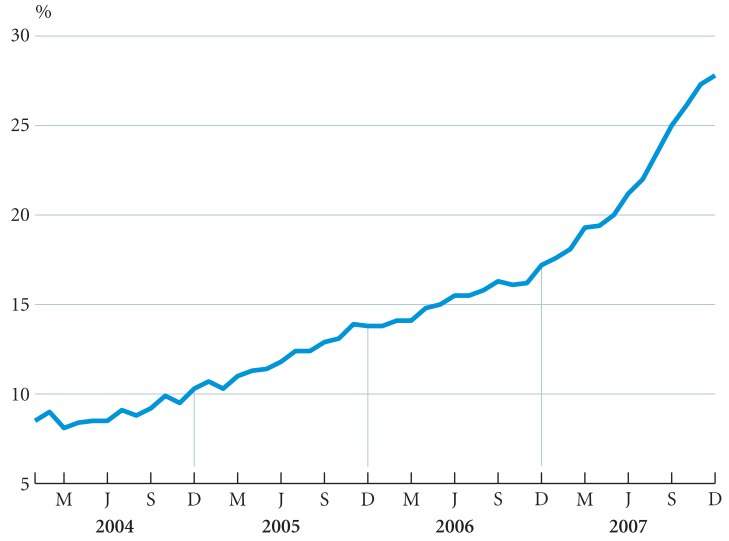
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

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

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

ARGENTINA: LA DEMANDA CONTINUA FERMA

Variació interanual de les vendes al detall en cadenes de supermercats (*)



NOTA: (*) Sèrie de tendència.
FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

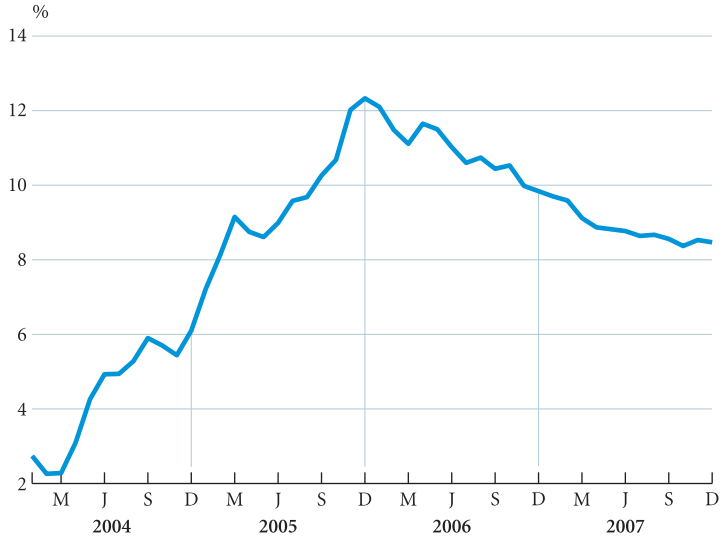
El consum al detall continua vigorós i s'apropa als màxims històrics.

i Censos de la República Argentina clarifiqui les xifres d'inflació i la metodologia emprada per calcular-la. El nou govern de Cristina Fernández pretén aplicar el sistema de l'IPC dels Estats Units, però, ara com ara, els comerciants al detall i, en especial, els creditors que tenen un deute amb interessos referenciats a l'IPC no semblen satisfets.

Els indicadors de demanda més recents van continuar apuntant a la continuïtat del cicle expansiu. Les vendes al detall van créixer al desembre el 26,0% interanual a la regió de Buenos Aires i un robust 30,7% en el total dels grans magatzems. Queden ja superats els nivells de 1999, previs a la crisi del 2002. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins al ge-

ARGENTINA: L'ESCULL DE LA INFLACIÓ

Variació interanual de l'IPC



FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

ner va pujar el 26,1% interanual i va quedar a poca distància del màxim històric. Al costat de l'oferta, el ritme era una mica més calmat, però l'activitat de la indústria s'acosta progressivament al ritme de la demanda. Així, la producció industrial va intensificar el repunt de l'octubre amb un avanç del 7,3% interanual.

A la robusta marxa del sector de l'automòbil es van afegir l'acer i les indústries metàl·liques, que al novembre es van recuperar de l'atonia amb creixements del 20,5% i del 27,1%, respectivament. El sector del paper va repuntar, i les indústries minerals no metàl·liques van mantenir un ritme d'avanç notable, però la indústria química va continuar mostrant signes de feblesa. Per la seva banda, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció va mantenir el repunt dels dos mesos previs amb un increment del 10,4% al desembre, mentre que l'Indicador de l'Activitat Industrial del mateix període, amb un avanç del 9,7%, va presentar un perfil semblant.

La inflació continua baixant amb molta lentitud. L'IPC del gener va pujar el 8,2% interanual, pressionat a l'alça per l'energia i per les primeres matèries. Els auguris continuen sense ser bons, ja que els preus a l'engròs es van incrementar el 15,1% i van continuar el procés d'acceleració. Al mercat laboral, ajudada per la fortalesa de la demanda, la taxa d'atur del tercer trimestre va baixar al 7,3% de la població activa, amb la sèrie revisada a la baixa en ampliar l'Enquesta Permanent de les Llars el seu horitzó mostral. Per la seva banda, el superàvit comercial del desembre va repuntar fins als 11.200 milions, el valor més alt des del juliol, tot i la puixança de la demanda interna.

La construcció i la indústria repunten amb creixements propers al 10%.

Primeres matèries: el petroli en cotitzacions rècord

El petroli va registrar al febrer nous màxims històrics. El passat dia 26, la referència *West Texas* va tancar a 100,7 dòlars

La inflació del 8,2% és un risc, mentre que l'atur baixa fins al 7,3%.

El petroli continua en zona de màxims i supera el valor psicològic dels 100 dòlars per barril.

per barril (per a lliuraments a un mes). El barril de *Brent*, de termini equivalent, va arribar als 98,76 dòlars. Tot i que després el preu va corregir moderadament, el valor mitjà del mes de febrer, superior als 94 dòlars (*Brent*), és el més alt de la història. Com s'explica aquesta inesperada ruptura del que semblava una tendència sòlida de descens iniciada en la primera desena de gener?

Tot i que la discriminació dels factors subjacents no és un exercici fàcil, sembla que, en aquesta ocasió, ha primat més l'element de restriccions d'oferta que l'evolució de la demanda de petroli, la qual, ateses les perspectives macroeconòmiques considerades, no hauria d'estar impulsant els preus. En aquest sentit, tant el Departament d'Energia dels Estats Units com l'Agència Internacional de l'Energia han reduït recentment les previsions de demanda per al 2008.

Els problemes de l'oferta, probables responsables de l'últim episodi alcista.

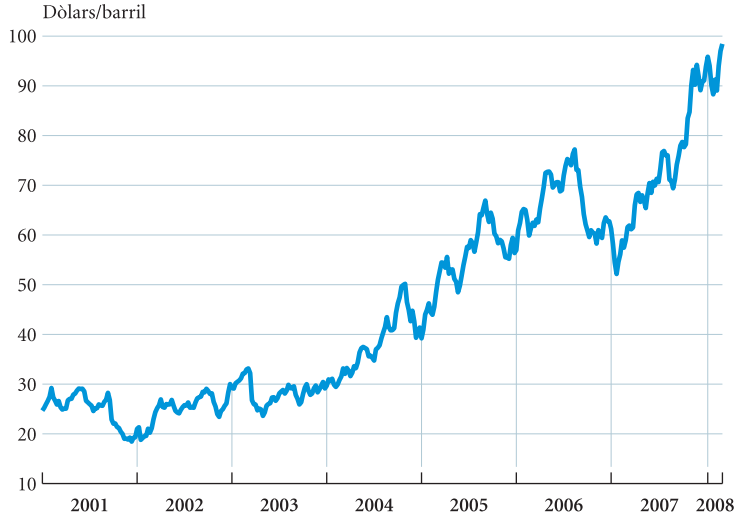
I si la demanda no és, haurà de ser l'oferta. Les dades disponibles apunten al fet que la capacitat extractiva ociosa és limitada i que només és significativa l'existent a l'Aràbia Saudita. Això explica que les especulacions sobre un possible manteniment (o fins i tot una hipotètica retallada) de producció per part de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) el proper 5 de març hagin exercit de detonant de la pujada.

Aquest element s'ha vist, a més a més, reforçat per un seguit de notícies puntuals de problemes addicionals en la cadena de producció i distribució del petroli: avaria en una refineria texana important, fugues en un oleoducte nigerià, suspensió del subministrament rus a Alemanya per una discrepància en els preus… En definitiva, la percepció és que la distància oferta/demanda continua essent insuficient, com ho evidencia el fet que les existències de petroli als països de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP), mesurades en dies de proveïment, se situen en els seus mínims en tres anys.

L'evolució de la resta de primeres matèries completa un panorama preocupant.

EL PETROLI S'ENQUISTA EN ZONA DE MÀXIMS HISTÒRICS

Cotitzacions de barril de qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes, en mitjanes setmanals



FONT: Thomson Financial Datastream.

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Índex «The Economist» en dòlars (*)								
General	**3,4**	**27,5**	**21,8**	**17,7**	**17,2**	**17,2**	**23,2**	**31,8**
Alimentàries	–1,8	10,8	16,5	18,9	30,9	34,6	44,9	55,6
Industrials	9,8	46,1	26,9	17,0	6,4	2,5	3,4	10,0
Agrícoles no alimentàries	*–2,4*	*12,4*	*4,5*	*3,1*	*7,6*	*25,9*	*21,0*	*20,8*
Metalls	*13,6*	*62,0*	*36,2*	*21,8*	*6,2*	*–3,8*	*–2,0*	*6,4*
Índex «The Economist» en euros (*)	**3,3**	**26,0**	**11,6**	**9,8**	**8,6**	**4,5**	**9,4**	**17,1**
Petroli (**)								
Dòlars/barril	55,3	66,4	58,7	68,7	74,5	88,4	91,9	94,4
Taxa de variació	45,5	20,1	–6,7	–2,6	5,0	45,0	67,3	60,8
Or								
Dòlars/unça	445,3	604,4	649,6	667,8	680,2	788,2	888,9	923,1
Taxa de variació	8,7	35,7	17,2	6,4	9,4	28,3	40,8	38,9

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

L'índex «The Economist» de primeres matèries, en dòlars, s'ha disparat el 8% al febrer. Aquest fort impuls ha estat degut al dinamisme observat en dos components, les primeres matèries alimentàries i els metalls, els dos amb augments propers al 9% en aquest mes. Per productes concrets, al febrer cal destacar les alces importants del platí (ha pujat el 30% i ha registrat màxims històrics), coure (15%), cafè (14%), alumini (10%) o cacau (8%). La intensitat d'aquests moviments ens recorda que, atès el rendiment d'altres segments d'inversió, una part dels capitals es concentra en certes primeres matèries.

Els metalls i les primeres matèries alimentàries, en cotes d'augment vertiginoses.

UNIÓ EUROPEA

Les turbulències financeres, la feblesa nord-americana i els preus de l'energia forcen una revisió a la baixa del creixement de la zona de l'euro el 2008...

...i a l'alça de la inflació, tot i que les pressions en matèria de preus remetran al llarg de l'any.

Previsions de la Comissió Europea: 2008, un any complicat

Menys creixement, més inflació. Aquest seria el resum minimalista de com veu l'any 2008 la Comissió Europea. Al seu avanç de previsions de primavera, l'executiu comunitari preveu que enguany el creixement econòmic se situï en l'1,8%, quatre dècimes percentuals menys que el ritme publicat en les previsions anteriors, les de tardor. El 2007 el creixement de la zona de l'euro va ser del 2,7%, de manera que les previsions actuals indiquen un sensible alentiment econòmic. Per a la Unió Europea (UE) en conjunt, s'espera un creixement del 2,0% el 2008, també quatre dècimes percentuals per sota de les previsions comunitàries de la tardor passada.

Les forces que afecten negativament el creixement són, fonamentalment, els efectes de l'actual crisi financera, el mal moment dels Estats Units i els elevats preus de les primeres matèries. La Comissió atorga un paper especialment rellevant a la primera d'aquestes causes i esmenta que el funcionament de diferents segments de crèdit continua afectat per les turbulències financeres.

Pel que fa als preus, el repunt al qual s'ha assistit en els últims mesos no es pot donar per acabat. Arran de l'augment dels preus de l'energia i dels aliments, les tensions inflacionistes seran intenses en el primer trimestre del 2008. Durant la resta de l'any, la situació s'anirà reconduint progressivament. De mitjana anual, la inflació del 2008 serà del 2,6% a la zona de l'euro i del 2,9% a la UE.

Tot i que la Comissió reconeix que l'escenari presenta riscos, ja que la realitat pot ser pitjor del que estava previst, les previsions semblen relativament optimistes en matèria de creixement i més coherents

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DE LA COMISSIÓ EUROPEA

	Creixement			Inflació (*)		
País	Previsió actual per a 2008	Previsió anterior per a 2008 (**)	Diferència	Previsió actual per a 2008	Previsió anterior per a 2008 (**)	Diferència
Alemanya	1,6	2,1	–0,5	2,3	2,0	0,3
Espanya	2,7	3,0	–0,3	3,7	2,9	0,8
França	1,7	2,0	–0,3	2,4	1,7	0,7
Itàlia	0,7	1,4	–0,7	2,7	2,0	0,7
Zona de l'euro	**1,8**	**2,2**	**–0,4**	**2,6**	**2,1**	**0,5**
Regne Unit	1,7	2,2	–0,5	2,5	2,2	0,3
UE-27	**2,0**	**2,4**	**–0,4**	**2,9**	**2,4**	**0,5**

NOTES: (*) Índex de preus de consum harmonitzat.
(**) Data de la previsió: novembre de 2007.
FONT: Comissió Europea.

amb el consens dels analistes pel que fa als preus. Per establir una comparació, el Fons Monetari Internacional preveia, unes setmanes enrere, que la zona de l'euro creixerà l'1,6% el 2008.

Zona de l'euro: la desacceleració ja és aquí

A la seva magistral novel·la *El desert dels tàrtars*, Dino Buzzati ens presenta un destacament que es prepara durant molt de temps per fer front a un imminent atac dels tàrtars que mai no es produeix. Finalment, quan l'espera ha consumit les energies dels defensors, els tàrtars arriben i arrasen el fort. Sense arribar a aquests extrems, la desacceleració de la zona de l'euro, anunciada des de molts mesos enrere, semblava l'enemic fantasma de Buzzati. Ara, definitivament, ha arribat i segurament es quedarà entre nosaltres un cert temps. Afortunadament, les defenses europees són millors que les de la seva novel·la.

Ha estat en el quart trimestre del 2007 quan el creixement ha aixecat ostensiblement el peu de l'accelerador. Després d'assolir un ritme d'augment del producte interior brut (PIB) del 2,7% interanual en el tercer trimestre, en els tres últims mesos de l'exercici anterior, l'economia ha avançat el 2,3% interanual, resultat força moderat. En taxa intertrimestral elevada a anual, la intensitat de la desacceleració es fa més patent, ja que es passa del 3,1% a l'1,7%, és a dir, la taxa de creixement del quart trimestre és aproximadament la meitat que la registrada en el trimestre precedent.

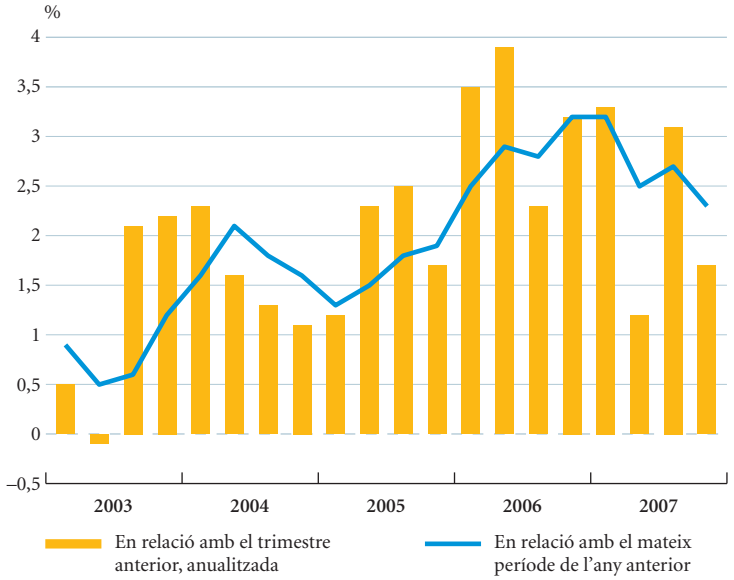
Reducció sensible del creixement en el quart trimestre.

Aquesta xifra no és, presa de forma aïllada, alarmant. Tot i que encara no s'ha publicat el detall per components, l'evolució dels últims indicadors mensuals aporta algunes pistes sobre el moment conjuntural europeu. A nivell general, l'indicador de sentiment econòmic permet perfilar com es produeix l'encadenament del quart trimestre del 2007 amb el primer del 2008. Després de baixar moderada-

La desacceleració s'intensifica al començament del 2008.

LA ZONA DE L'EURO S'ENDINSA EN EL TERRITORI DE LA DESACCELERACIÓ

Variació del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,6	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7	–	2,3	–	–
Vendes al detall	1,2	2,1	2,3	1,7	1,0	1,4	0,9	–1,2	–1,9	...
Confiança del consumidor (*)	–13,9	–9,1	–7,2	–5,4	–2,6	–3,9	–6,2	–8,1	–8,7	–11,5
Producció industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	2,8	4,1	4,3	3,1	1,3	...
Sentiment econòmic (*)	97,4	106,3	109,3	109,4	111,0	108,7	105,4	104,1	103,4	101,7
Taxa d'atur (**)	8,8	8,3	7,9	7,6	7,5	7,4	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	15,7	31,7	37,9	35,9	28,3	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,1	3,6	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,8	4,7
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,3	103,6	104,6	105,5	107,1	107,6	109,4	110,0	111,5	112,1

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.

ment a l'octubre i al novembre, l'indicador va recular més clarament al desembre i, en especial, al gener. Això fa pensar que la pèrdua d'embranzida econòmica es consolida de forma constatable molt cap al final del 2007 i que aquesta tònica continua al començament del 2008.

Altres indicadors d'oferta també són útils per identificar la inflexió cíclica. El més significatiu de tots, la producció industrial, va créixer al desembre un moderat 1,3% interanual (3,1% al novembre), i la caiguda del clima industrial del gener apunta a un vigor igualment reduït per als propers mesos. Els serveis, tot i que exhibeixen més inèrcia de creixement fins al desembre, han cedit al gener.

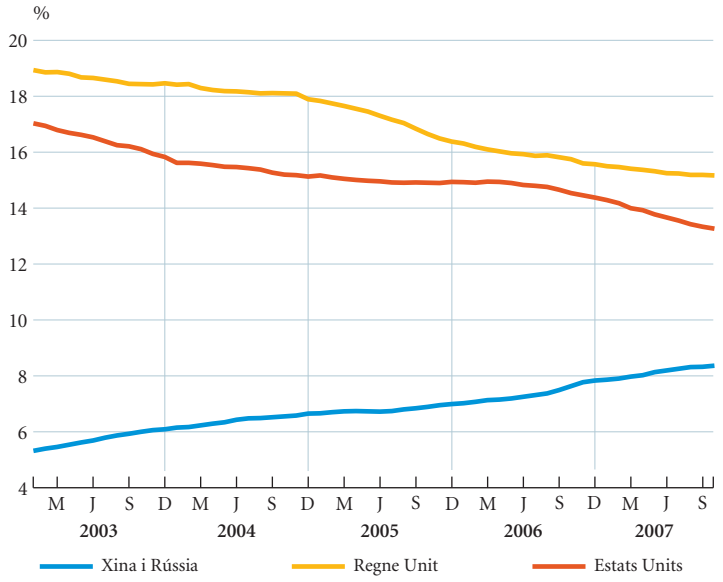
Pel que fa a la demanda, la història es repeteix. Tant el consum com la inversió han presentat indicadors a la baixa. Així, pel que fa a la despesa de les famílies, les vendes al detall van baixar l'1,9% interanual al desembre, i el futur no es presenta gaire esperançador, ja que la confiança del consumidor s'ha enfonsat més de cinc punts entre octubre i gener. De manera similar, la producció de béns d'equipament, un bon indicador de la inversió, va avançar el 2,4% interanual al desembre, enfront del 5,2% interanual del novembre.

Per la seva banda, la demanda externa, que fins ara ha exercit un paper fonamental com a suport de l'activitat, va apuntar un primer canvi de tendència al novembre, mes en què el superàvit comercial, en saldo acumulat de dotze mesos, va recular fins als 35.900 milions d'euros (37.900 milions a l'octubre). Al desembre, la tendència no solament es va consolidar, sinó que, a més a més, va sorprendre la intensitat del descens, en registrar un superàvit de 28.300 milions d'euros.

El principal causant d'aquest moviment ha estat la menor embranzida exportado-

PODRAN COMPENSAR LES DESTINACIONS EMERGENTS LA MENOR EMBRANZIDA DELS MERCATS INDUSTRIALITZATS?

Percentatge de les exportacions totals de la zona de l'euro per destinacions geogràfiques, saldo acumulat de dotze mesos



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

ra, que s'ha combinat amb el manteniment del ritme d'avanç de les importacions. Sembla inqüestionable que el temut efecte en els preus de les exportacions d'un euro apreciat arriba a les vendes a l'exterior. A més a més, però, sembla intuir-se que l'esforç de redireccionar les exportacions europees cap a les economies emergents i reduir la dependència dels Estats Units realitzat durant el 2007 ha topat amb un límit.

El panorama actual de la zona de l'euro, que, pel que s'ha comentat fins ara, es pot resumir en una davallada del consum, de la inversió i de les exportacions, es completa amb una evolució menys positiva del que s'esperava del mercat laboral i amb una apreciació francament negativa del front dels preus. Pel que fa al primer d'aquests aspectes, la taxa d'atur es va situar al desembre en el 7,2% de la població activa i va repetir la xifra del novembre. En els últims mesos del 2007, s'ha assistit a una frenada en la disminució de l'atur, tessitura que, pel que sembla, continuarà en els propers mesos.

Les exportacions comencen a patir.

La situació de la inflació és, però, pitjor. Les últimes estadístiques detallades disponibles, referides al desembre, indiquen que l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat va créixer el 3,1% interanual a causa de l'impacte dels components energètics i dels aliments. Si descomptem aquestes dues partides, la situació no acaba de millorar, ja que la inflació subjacent es va situar al desembre en el 2,3% interanual, una xifra clarament alta. Al gener, segons l'avanç d'inflació, va sumar una dècima percentual més i es va situar en el 3,2% interanual, una taxa que s'allunya encara més de l'objectiu de preus del Banc Central Europeu (2%).

A partir d'aquí, s'enllaça amb el que s'ha comentat abans en aquest mateix capítol de l'Informe Mensual: el creixement eco-

Inflació en nivells preocupants.

nòmic de la zona de l'euro continuarà perdent força, si més no fins al final del 2008, sense descartar que arribi una mica més enllà. Els preus, en canvi, s'haurien d'allunyar dels nivells actuals al llarg de l'exercici. Aquest escenari no té el caire de dramatisme que s'utilitza per a l'economia nord-americana.

En el cas europeu, hi ha uns ressorts que poden mitigar el procés de desacceleració. La situació pressupostària dels estats de la zona de l'euro disposa de marge perquè la política fiscal jugui un cert paper contracíclic. Tot i que la taxa d'atur té un recorregut a la baixa força limitat, es preveu que la creació d'ocupació, tot i alentir-se en relació amb el 2007, sigui positiva el 2008, la qual cosa proporcionaria un fons de resistència al consum. El propici entorn internacional –fora dels Estats Units– hauria d'afavorir que l'ajustament de les exportacions toqui fons en pocs mesos. Finalment, l'evolució dels beneficis de les empreses no financeres és acceptable, mentre que els marges de benefici es continuen ampliant.

Euroland: junts... però no barrejats

Per als europeistes, la Unió Econòmica i Monetària (UEM) és com *Disneyland* per a un nen: un somni fet realitat. L'1 de gener del 2009, aquest somni complirà 10 anys. Per commemorar l'efemèride, la Comissió Europea està preparant un informe que analitzarà detingudament la trajectòria de la UEM. Entre d'altres qüestions, l'informe pretén valorar l'impacte de la moneda única sobre les economies de la zona de l'euro. La comesa no és senzilla perquè, tot i que sobre el paper semblen clars quins són els costos i els beneficis de participar en una unió monetària, queda per determinar quin ha estat el seu abast real en el cas de la UEM.

Des del punt de vista teòric, adherir-se a una unió monetària té un preu: el sacrifici que representa per a un país renunciar a una política monetària i de tipus de canvi pròpia. Un país que participa en una unió monetària pot influir poc en la fixació del tipus d'interès, en especial si es tracta d'un país petit, i tampoc no pot recórrer a una depreciació del tipus de canvi per solucionar un problema de competitivitat. Tot plegat pot representar un cost substancial per a països amb un cicle econòmic nacional que s'allunya del de la resta de països membres o també per a països amb greus problemes de competitivitat. No obstant això, per a un país amb un historial d'inflació elevada, la mesura pot resultar beneficiosa si aporta credibilitat i seriositat a l'execució de la política monetària i redueix així les expectatives d'inflació a llarg termini.

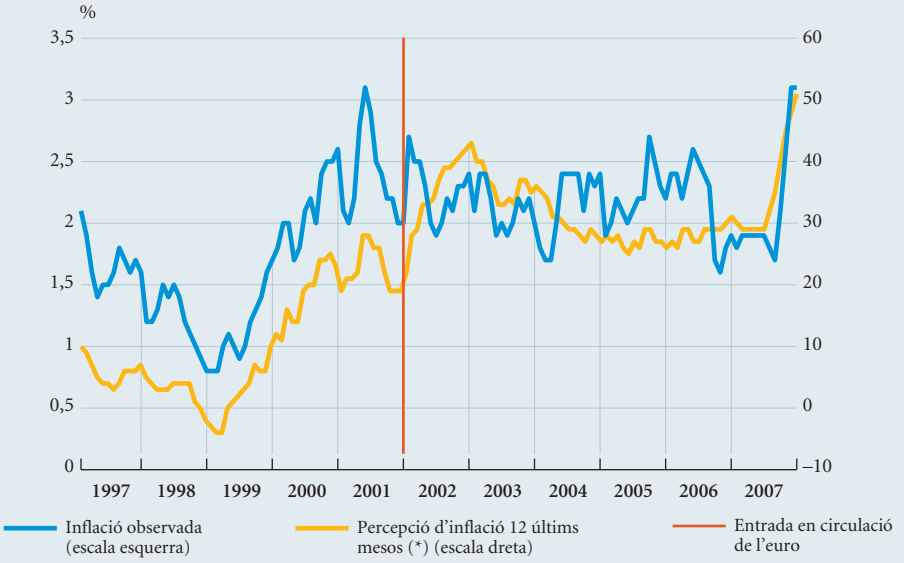
La moneda única també pot aportar altres beneficis. La majoria provenen de la reducció de costos associats a l'ús de múltiples monedes, fonamentalment costos de transacció i riscos derivats de la incertesa del tipus de canvi. Aquesta supressió d'obstacles impulsa el comerç i la inversió transnacional dins de la unió i comporta una major integració comercial i financera de les economies participants. Cal esperar, al seu torn, que aquesta major integració no solament faciliti la convergència dels cicles econòmics nacionals –i, de retruc, l'execució i l'efectivitat de la política monetària única–, sinó també la competència i una assignació de recursos més eficient, que obre pas a una via de creixement superior.

En la realitat de la UEM, alguns estudis suggereixen que, des de l'inici dels noranta, s'ha observat, efectivament, una major sincronització dels cicles econòmics dels països membres, la qual cosa redueix el cost de participar en la unió monetària. No obstant això, altres experts sostenen que, tot i una major sincronització, els determinants

dels cicles econòmics nacionals continuen essent molt diferents, de manera que ni es pot parlar d'un cicle econòmic europeu ni es pot concloure que els costos de participació siguin insignificants.

Pel que fa als preus, la Comissió Europea considera que, en general, l'adopció de l'euro ha ajudat a controlar les pressions inflacionistes. Això contrasta amb la percepció de molts ciutadans que la introducció de l'euro va imposar un cost addicional en termes d'inflació en el moment en què es va produir la conversió de la moneda local: segons un sondeig del final del 2006 de la mateixa Comissió, el 93% dels enquestats opinaven que la introducció de l'euro va generar inflació. Atès que els tipus de canvi de conversió es van fixar amb prou antelació, era d'esperar que l'entrada en circulació de l'euro l'1 de gener del 2002 fos neutral en relació amb el nivell de preus i no hi havia motiu per anticipar un augment significatiu ni de la inflació real ni de la percebuda. No obstant això, tot i que estudis del Banc d'Espanya i de la Comissió Europea conclouen que l'impacte de l'entrada en circulació de l'euro sobre la inflació va ser moderat (inferior a 0,3 punts percentuals), aquest impacte es va magnificar als ulls dels consumidors. Tal com ho mostra la gràfica següent, els ciutadans van percebre un augment de la inflació superior al que reflecteixen les estadístiques.

LA INFLACIÓ PERCEBUDA NO SEMPRE HA COINCIDIT AMB LA REAL



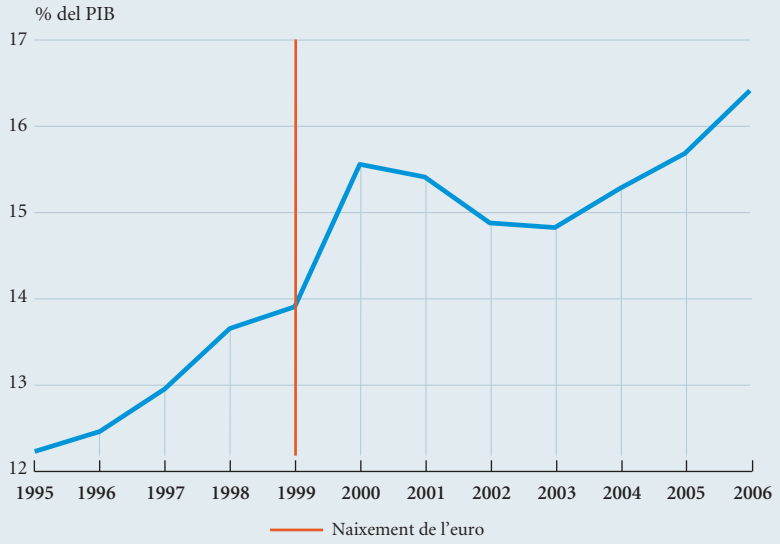
NOTA: (*) Diferència entre la proporció d'enquestats que van opinar que els preus havien augmentat molt o moderadament i la proporció d'enquestats que van respondre que els preus havien caigut o que amb prou feines s'havien mogut. En percentatge i desestacionalitzat.
FONTS: Comissió Europea, Eurostat i elaboració pròpia.

Tot i que s'han considerat diferents hipòtesis, no és clar què explica aquesta divergència entre inflació observada i percebuda. Una primera hipòtesi sosté que molts ciutadans continuen valorant els preus en termes de la seva antiga moneda i, en lloc de comparar el preu actual amb el de l'any passat, el comparen amb el de l'any previ a la conversió i ignoren la inflació acumulada de llavors ençà. Una segona explicació fa referència a l'existència d'una expectativa prèvia d'efecte inflacionista de l'euro que hauria provocat un biaix a l'alça en la percepció dels consumidors. Una tercera hipòtesi –amb molts adeptes– parteix de la idea que els consumidors basen la seva percepció d'inflació en els preus de béns que compren més habitualment, com menjar, combustible o serveis

personals, i del fet que, per diverses raons no necessàriament relacionades amb l'euro, els preus d'aquests productes van augmentar més que la mitjana al voltant de la data de conversió de l'euro. A més a més, la forma de pagament també influeix en la percepció d'inflació, ja que tendim a assignar un pes més gran als productes que se solen pagar en efectiu –com un cafè o el diari, que també formen part del conjunt de productes de consum més freqüent– que als que es paguen mitjançant domiciliació bancària. Així i tot, tal com ho mostra la gràfica anterior, el desajustament entre la inflació percebuda i la real només va durar dos anys.

En termes de beneficis, i pel que fa a la integració comercial, la desaparició del risc de tipus de canvi nominal i els costos més baixos de transacció dins de la UEM s'han traduït, certament, en un major volum de comerç (vegeu la gràfica següent). Entre 1998 i 2006, la ràtio d'exportacions sobre el PIB dins de la zona de l'euro va augmentar 3 punts percentuals i va superar el 16%, mentre que les exportacions de serveis van augmentar gairebé 1 punt percentual i es van aproximar al 3,5% del PIB, percentatge encara modest. A més a més, tot fa pensar que aquest increment del volum del comerç no s'ha produït a costa d'intercanvis amb països tercers.

LES EXPORTACIONS INTRA-UEM HAN AUGMENTAT



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

Malgrat tot, el volum de comerç dins de la zona de l'euro ha augmentat molt menys del que auguraven alguns experts com Andrew K. Rose, catedràtic de la Universitat de Berkeley. Segons les seves primeres prediccions, participar en una unió monetària triplicaria el volum de comerç entre els països membres. Tot i que en estudis posteriors Rose va rebaixar aquesta xifra, l'economista Richard Baldwin, del *Graduate Institute of International Studies* de Ginebra, ha estimat que l'augment de comerç atribuïble a l'adopció de l'euro ha estat només del 9%, aproximadament.

Pel costat financer, un seguit d'indicadors del Banc Central Europeu suggereixen que el grau d'integració dins de la UEM ha avançat, tot i que el progrés no ha estat homogeni a tots els mercats. Per exemple, mentre el mercat interbancari de diners està plenament integrat des del principi o el mercat de deute públic ha

convergit de manera gradual, altres mercats com l'hipotecari o el d'accions semblen menys integrats, tot i que mostren indicis de convergència. La banca detallista, que continua molt segmentada, és la gran assignatura pendent, tot i que es tracta d'un mercat que, per la seva pròpia naturalesa, sovint és de dimensió regional o nacional.

En definitiva, tot i que l'euro ha contribuït a una major integració, encara hi ha barreres a un veritable mercat únic dins de la UEM, de manera que molts dels beneficis que s'atribueixen a la moneda única encara no han arribat. Per això és desitjable l'avanç en àmbits pendents, que freqüentment tenen un component no econòmic. Les barreres de caràcter cultural o institucional exigeixen altres reformes i, probablement, més temps i voluntat per part de tothom. En qualsevol cas, això no és una tasca que correspongui a l'euro.

Alemanya: el motor industrial baixa de revolucions, però resisteix

L'economia alemanya, molt internacionalitzada, no defuig el corrent de desacceleració econòmica mundial. En el quart trimestre del 2007, el creixement germànic es va situar en l'1,8% interanual, una notable reducció del nivell d'activitat en relació amb el 2,5% del tercer trimestre. Aquest alentiment es va deure al pitjor comportament de pràcticament tots els components del PIB, si bé cal destacar l'empitjorament del consum privat i de les exportacions.

Partint d'aquesta realitat, dues qüestions fonamentals centren l'atenció del moment econòmic alemany. La primera, l'autèntic estat de forma del consum germànic i les seves perspectives immediates. Habitualment, el consumidor alemany tendeix a ajustar de forma relativament ràpida el seu ritme de despesa en situacions d'incertesa, com l'actual. Amb les dades a la mà, no sembla que, en aquesta ocasió, el comportament difereixi gaire de la pauta habitual.

Tot i que l'última dada de vendes al detall (caiguda del 6,9% interanual al desembre) està esbiaixada a la baixa pel fet que el desembre del 2006 va ser atípicament dinàmic, la tendència de fons és d'afebliment. En aquest sentit, és més fiable la confiança del consumidor, el descens de la qual al gener, fins als 1,1 punts negatius, indica pèrdua de fermesa, però no enfonsament del consum.

A Alemanya, preocupa el consum, una variable que no s'enlairarà en un futur proper.

Una visió similar, de cert suport al consum, s'obté des del punt de vista dels fonaments del consum, les tensions inflacionistes (l'IPC suma al gener dos mesos consecutius en el 2,7%interanual), que laminen la capacitat adquisitiva real, es veuran contraposades amb la constant millora del mercat laboral (la taxa d'atur va baixar al 8,1% al desembre i pot no haver esgotat el potencial a la baixa). En conjunt, però, s'espera un recorregut de la despesa de les llars relativament contingut al llarg dels propers mesos.

La indústria continua exercint el paper de motor del creixement...

Un segon focus d'interès se situa a la indústria. L'any 2007 ha estat, sobretot, l'exercici de la indústria i, en especial, de la manufactura exportadora. Ara, amb l'euro fort i la desacceleració global, les dades s'examinen amb renovat interès. Primer, les bones notícies. Tot i moderar el dinamisme, la producció industrial continua creixent a taxes notables. Al desembre, aquest indicador es va accelerar fins al 4,3% interanual i va batre el 4,1% del novembre. El repunt de les comandes industrials en el quart trimestre prolonga el moment de bo-

...però les perspectives immediates no són tan esperançadores.

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						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,0	3,1	3,9	3,7	2,6	2,5	–	1,8	–	–
Vendes al detall	1,4	6,1	6,6	–1,0	–1,9	–1,8	0,6	–3,3	–6,9	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,3	7,5	5,3	5,5	6,3	4,1	4,3	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	107,0	107,5	108,0	105,4	103,9	104,2	103,0	103,4
Taxa d'atur (**)	11,7	10,7	10,0	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1
Preus de consum	2,0	1,7	1,3	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	2,7	2,7
Balança comercial (***)	156,3	151,6	155,3	165,5	178,3	192,0	196,9	198,1	199,4	...

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

França salva el creixement del quart trimestre, un resultat en part inesperat.

nança del sector secundari fins als primers mesos del 2008.

Ara, els aspectes no tan positius. L'exportació, variable clau per a la indústria, continua perdent terreny, sense pressa però sense pausa. Tot i que, en termes de superàvit acumulat de dotze mesos, el sector exterior amplia fins al desembre la seva posició positiva, les exportacions han passat de créixer a taxes del 13%-14% interanual (sempre en acumulat de dotze mesos) en els tres primers trimestres del 2007 a fer-ho a un ritme cinc punts inferior al desembre. Aquesta evolució pesa, indubtablement, en l'ànim dels empresaris alemanys. L'indicador IFO d'activitat empresarial registra una evolució amb notables oscil·lacions, però amb una tendència de fons al descens. Així, tot i que al gener i febrer va repuntar, el descens del desembre d'1,2 punts no va quedar completament compensat. El diagnòstic és clar: pèrdua d'embranzida empresarial a la vista.

França: alleujament en el quart trimestre

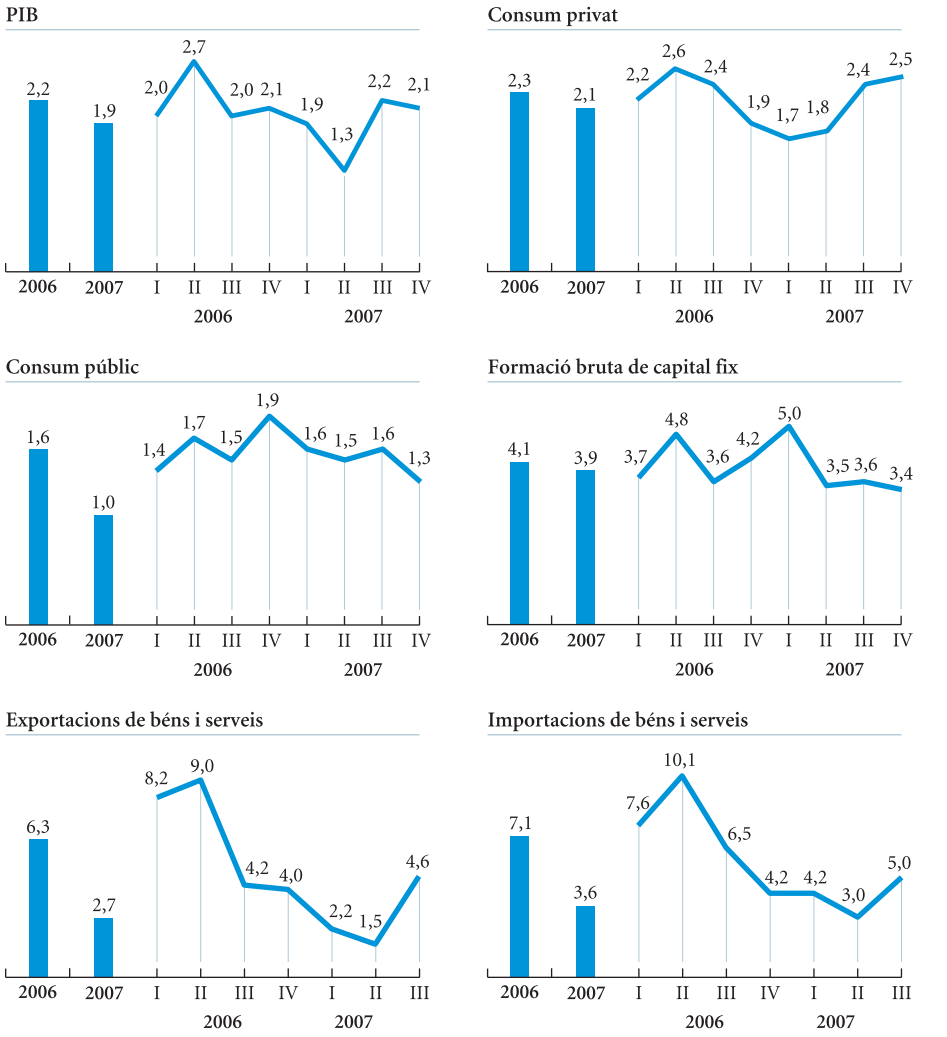
Progressivament, la pèrdua de ritme econòmic anirà agafant forma.

Preocupava el comportament econòmic de França en el tram final del 2007. Els indicadors apuntaven a un empitjorament de la conjuntura. Finalment, les dades de comptabilitat nacional del quart trimestre han estat millors del que s'esperava. El PIB va avançar el 2,1% interanual en aquest període, amb prou feines una dècima percentual menys que el 2,2% del tercer trimestre. L'acceleració del consum privat ha permès compensar la menor embranzida del consum públic i de la inversió i el superior drenatge de la variació d'existències. La demanda externa, per la seva banda, ha realitzat una aportació nul·la a la variació del PIB. Es tracta de la primera ocasió, des del primer trimestre del 2006, en què la contribució del sector exterior no resta creixement.

Les dades anteriors, que suggereixen que França defuig relativament indemne l'alentiment econòmic, han de ser considerades amb cautela. En primer lloc, l'economia francesa mostra un perfil cíclic diferenciat del de les grans economies europees, ja que havia perdut dinamisme entre el 2006 i la primera meitat del 2007. Un segon element que cal retenir és que, des del final del 2007, l'economia se sincronitza més amb el comportament dominant de la zona de l'euro, és a dir, perd vitalitat.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE FRANÇA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: INSEE i elaboració pròpia.

Els indicadors recents més significatius confirmen aquesta tendència de l'oferta i de la demanda. Així, tot i que el to del consum de les llars continua essent apreciable (increment del 4% interanual al desembre), l'enfonsament de la confiança del consumidor al gener fa pensar que les famílies franceses aviat entraran en una etapa de més contenció de la despesa. Des de la dimensió de l'oferta, la producció industrial s'ha allunyat a un ritme ràpid dels màxims anuals de l'octubre i amb prou feines ha avançat l'1,2% interanual al desembre. La tònica erràtica de la confiança industrial fins al gener i el baix to de les comandes industrials, també fins al gener, dibuixen un escenari d'activitat industrial a la baixa.

D'altra banda, si França mostra un patró particular en matèria de creixement, no l'exhibeix en termes d'atur (al desembre, la taxa d'atur va baixar una dècima, fins al 7,8%) i de preus. En aquest últim front, l'acceleració de la inflació fins al 2,8% interanual al gener respon als problemes

Forta reconvenció de l'Ecofin als laxos objectius gals de control del dèficit públic.

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						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,7	2,2	2,1	1,9	1,3	2,2	–	2,1	–	–
Consum de les llars	3,2	2,7	2,8	3,6	2,8	4,2	3,0	2,6	4,0	...
Producció industrial	0,3	1,0	0,7	1,1	0,2	2,1	4,1	2,1	1,2	...
Taxa d'atur (*)	9,3	9,2	8,9	8,7	8,5	8,2	8,0	7,9	7,8	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	2,0	2,4	2,6	2,8
Balança comercial (**)	–15,7	–26,7	–28,3	–28,7	–30,4	–32,5	–35,0	–37,4	–39,0	...

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

La caiguda de l'executiu complica unes perspectives econòmiques ja força magres.

europeus compartits de tensions energètiques i d'aliments.

L'excepció francesa tampoc no arriba al compliment de les normes comunitàries relatives al control del dèficit públic. Tot i que Nicolas Sarkozy va defensar l'estiu passat que França havia d'ajornar fins al 2012 l'objectiu general d'assolir l'equilibri pressupostari (mentre la resta d'estats de la zona de l'euro ho farien el 2010), els ministres d'Economia i Finances de la Unió, reunits el passat 12 de febrer, van recriminar aquest insuficient esforç de control de les finances públiques.

Itàlia: un exercici complicat per endavant

La caiguda del govern de Prodi i la conseqüent convocatòria d'eleccions han trencat el guió del 2008. Abans del final de la legislatura, semblava que l'equip de Romano Prodi tractaria d'impulsar alguna reforma econòmica addicional, mentre es realitzava una política fiscal tendent a evitar l'ampliació del dèficit públic. No obstant això, pocs eren els qui apostaven perquè Itàlia pogués créixer sensiblement per damunt de l'1% el 2008. Ara el panorama polític deteriora encara més les perspectives econòmiques.

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						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
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	0,6	0,8	–1,4	–3,0	–4,8	...
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	2,9
Balança comercial (**)	–5,1	–18,2	–22,0	–19,6	–16,0	–11,6	–9,0	–8,4	–9,5	...

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

El punt de partida és, certament, poc esperançador. El consum es mostra poc dinàmic, amb les vendes al detall creixent un mínim 0,3% interanual al novembre i la producció industrial de béns de consum caient el 7% interanual al desembre. La indústria, atès l'enfonsament de la producció industrial (reculada interanual del 4,8% al desembre), no troba suport ni en la demanda interna ni en l'externa.

Aquest últim fet ha quedat recalcat en les dades de comerç exterior del desembre. En aquest mes, les exportacions, en acumulat de dotze mesos, es van desaccelerar en dos punts percentuals, la qual cosa, combinada amb un menor alentiment de les importacions, ha provocat que el dèficit exterior (en saldo acumulat de dotze mesos) es torni a ampliar, un fet que no es donava des de l'octubre del 2006. Tampoc no dóna treva la inflació, que al gener es va situar en el 2,9% interanual, percentatge que cal comparar amb el 2,6% del desembre. En aquest context, el descens de la taxa d'atur fins al 5,9% en el tercer trimestre és un consol insuficient.

I, si aquestes són les últimes dades, a curt termini s'albira una millora més aviat escassa. Els indicadors qualitatius, que tenen un cert caràcter anticipador, mostren un deteriorament important de la confiança de les empreses i dels consumidors en la seva economia. La confiança del consumidor, dels serveis i de la indústria es troben en terreny negatiu o continuen reculant fins al gener. En la mateixa línia, l'indicador compost d'indicadors avançats va acabar el 2007 accelerant el ritme de descens dels últims mesos, fet que indica una primera meitat del 2008 obertament feble.

Mals indicadors d'activitat industrial, exportacions i preus.

Regne Unit: massa fronts oberts

Després de molts anys exercint un paper brillant, l'economia britànica comença a exhibir una acumulació de problemes poc previsibles uns mesos enrere. L'intent de controlar el creixement del consum de forma progressiva ha xocat amb l'enduriment de les condicions de crèdit, la qual cosa ha comportat un ajustament una mica sobtat: al desembre, les vendes

Crisi bancària, reforma fiscal, dèficit públic, feblesa immobiliària i ajustament del consum, massa vies d'aigua a l'economia britànica.

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						2008
			IV	I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
PIB	1,8	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	–	2,9	–	–
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	–0,1	0,6	0,3	1,0	0,3	0,7	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	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	2,2
Balança comercial (**)	–64,9	–74,0	–76,9	–78,1	–79,7	–82,8	–85,7	–86,9	–87,4	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos (***)	4,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0	6,3	6,3	6,6	6,0
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	97,6

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.

S'espera una segona meitat del 2008 amb un creixement econòmic mínim.

al detall van créixer el 2,7% interanual, quan un mes enrere ho feien a un ritme del 4,2%.

Els problemes de solvència financera de la banca han comportat una contestada opció per part del govern de nacionalitzar el banc Northern Rock, el primer cas des dels anys setanta. La dificultat per controlar el deute i el dèficit públics, fins i tot després de diversos anys de bonança, s'ha combinat amb una reforma fiscal de la tributació dels guanys de capital també molt controvertida. El 2008 el dèficit públic superarà, probablement, el 3% del PIB, i, després de la nacionalització del Northern Rock, el deute públic pujarà al 44% del PIB. Finalment (si més no de moment), l'evolució del sector immobiliari continua sense refer-se, com ho demostra el fet que els habitatges iniciats se situen en el nivell mínim des de fa quatre anys.

Tot plegat presenta unes perspectives magres per a l'economia britànica. Tot i que els preus de consum s'han estabilitzat en la zona del 2% (2,2% interanual al gener) i que la taxa d'atur es manté en un reduït 2,5%, també al gener, indicadors d'activitat fonamentals, com el sentiment econòmic i la confiança del consumidor, apunten clarament a la baixa. Segons les previsions del Banc d'Anglaterra i les que utilitzen els analistes, el moment crític serà la segona meitat del 2008, període en què es tocarà fons. La profunditat d'aquest fons és la qüestió que caldrà dilucidar en els propers mesos.

Mercats monetaris i de capital

Als Estats Units, preocupa el creixement; a Europa, la inflació

Els màxims responsables econòmics dels Estats Units expliquen al Senat les seves estratègies.

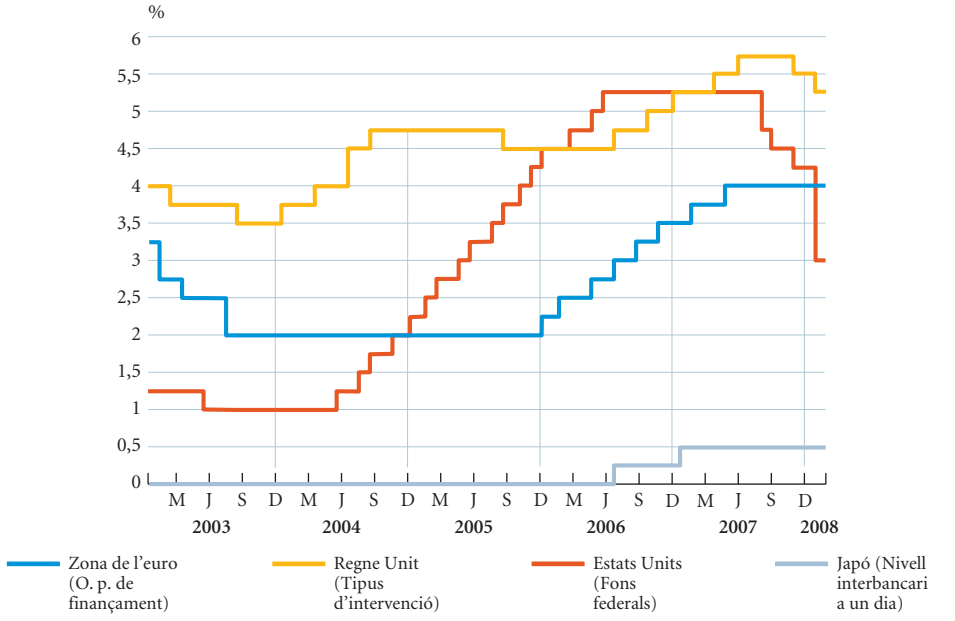
El 14 de febrer, l'ambient era lúgubre durant la compareixença davant del Senat dels Estats Units de Ben Bernanke, governador de la Fed; Hank Paulson, secretari del Tresor, i Christopher Cox, president de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Bernanke, en la seva primera compareixença des de la retallada d'1,25 punts percentuals en el tipus de referència de la Fed del gener, va detallar les previsions per a l'activitat econòmica d'enguany. L'eix de les seves declaracions es va vertebrar a través de tres missatges. El primer va ser que espera un baix creixement durant la primera meitat de l'any, amb una lleugera recuperació en el segon trimestre. Els riscos, en aquest escenari, són a la baixa pel que fa a l'activitat. En segon lloc, espera una moderació de la inflació, és a dir, aquest tema ha passat a un segon terme en la llista de preocupacions del banc central. I, finalment, el corol·lari d'aquesta anàlisi va ser l'afirmació sobre la predisposició a continuar abaixant els tipus d'interès.

El secretari del Tresor, Paulson, va comentar el pla fiscal i la rapidesa de la seva implementació i va defensar els esforços per evitar les execucions hipotecàries. Per la

EL BANC D'ANGLATERRA ABAIXA EL TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA AL 5,25%

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

A Europa preocupa la inflació.

seva banda, el president de la SEC va insistir en la necessitat d'incrementar la transparència a Wall Street. Els dos van rebre acerbes crítiques per no haver actuat amb més promptitud en la crisi hipotecària *subprime* dels Estats Units.

En resum, segons els presidents de la Fed, de la SEC i del Tresor dels Estats Units, s'ha implementat una política fiscal i monetària més laxa per ajudar el consumidor i, en última instància, els mercats financers per evitar noves caigudes. De tota manera, s'esperen encara retallades en el tipus d'interès de referència de la Fed.

En canvi, per als bancs centrals europeus, el principal problema és la inflació. Per exemple, el banc central de Suècia va argumentar tensions en preus i va apujar el tipus de referència 25 punts bàsics fins al 4,25%. A més a més, el Banc d'Anglaterra va publicar, el 13 de febrer, el seu informe sobre inflació, en què contempla que arribi a un nivell superior al 3%. En aquest cas, segons la legislació britànica, el banc central estaria obligat a escriure una carta al ministre d'Economia en la qual hauria d'explicar les decisions que pensa adoptar per reconduir la inflació per sota del 3%, tal com ho va haver de fer per primer i únic cop l'abril de l'any passat d'ençà que va obtenir la independència.

Anglaterra nacionalitza el banc Northern Rock.

Aquesta preocupació per la dinàmica de preus no va ser un obstacle a l'hora d'abaixar el tipus de referència en 25 punts bàsics fins al 5,25% el 7 de febrer. Segons el comunicat del Banc d'Anglaterra, es va adoptar la decisió a causa del deteriorament de les expectatives sobre l'activitat econòmica. Sembla una contradicció, en menys d'una setmana, però es manté dins el camí en zig-zag al qual ens té acostumats el banc central del Regne Unit des de l'inici de la crisi hipotecària *subprime*.

El BCE flexibilitza la seva posició sobre el tipus de referència, però manté el discurs antiinflacionista.

En el cas britànic, però, la notícia més important ha estat la nacionalització del banc Northern Rock el 17 de febrer, anunciada pel ministre d'Economia britànic, Darling. Oficialment, les dues propostes de compra per part de grups privats no superaven el que el ministre d'Economia considerava raonable, tenint en compte els diners públics del contribuent compromesos en el projecte (55.000 milions de lliures esterlines) per evitar la fallida. L'objectiu, quan els mercats financers s'estabilitzin, serà procedir a vendre'l. Aquesta és la primera nacionalització des de la dècada dels anys setanta.

La inquietud inflacionista també és compartida pel Banc Central Europeu (BCE). A la roda de premsa posterior al Consell del BCE del 7 de febrer, el seu president va explicar la decisió de mantenir el tipus d'interès oficial en el 4% i va deixar entreveure la possibilitat de realitzar més endavant una davallada de tipus. Ho va fer de forma indirecta, incloent en el comunicat que va llegir la confirmació del risc a la baixa sobre l'activitat econòmica de la zona de l'euro.

Quan un periodista li va preguntar si això implicava un canvi en l'escenari econòmic base amb què treballa el BCE, el president Trichet va replicar que, al març, es publicaran les noves estimacions de creixement i d'inflació del BCE. També va confirmar que, en la reunió, cap membre del Consell de Govern va sol·licitar una retallada ni una pujada del tipus de referència. La lectura que va fer el mercat és que potser, cap a l'estiu, es produeixi una davallada del tipus de referència.

No obstant això, en posteriors declaracions, Trichet ha continuat descartant retallades immediates dels tipus d'interès de referència. I fins i tot Axel Weber, president del Bundesbank, va indicar que les davallades de tipus descomptades pels mercats financers no tenen en compte el risc inflacionista dels propers mesos. La nostra interpretació: el BCE

ha flexibilitzat la seva posició per poder abaixar els tipus si ho considera necessari en els propers mesos, però continua fent intervencions verbals antiinflacionistes per mantenir ancorades les expectatives d'inflació.

Pel que fa als mercats monetaris, per segon mes consecutiu es manté una situació més relaxada. Aquesta calma s'ha recuperat després dels forts increments dels tipus d'interès, reflex de la iliquiditat als mercats financers des de l'esclat de la crisi a l'agost de l'any passat, tot i que és cert que encara no s'ha recuperat la normalitat absoluta. En el cas de la zona de l'euro, en els set últims mesos fins al juliol de l'any passat, el diferencial mitjà entre el tipus d'interès del mercat interbancari i el tipus de referència ha estat d'uns 17 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%). No obstant això, ara l'euríbor a 3 mesos cotitza el 4,36% i el tipus de referència es manté en el 4%.

En condicions normals, aquesta situació indicaria que el mercat espera una pujada de tipus. En realitat, però, el mercat de futurs descompta dues davallades de 25 punts bàsics per a enguany per part del

Es manté la calma als mercats monetaris.

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						
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	4,00	4,37	4,32	3,00	3,11	0,87	5,50	5,58	2,59
Febrer (1)	4,00	4,36	4,35	3,00	3,07	0,90	5,25	5,65	2,66

NOTES: (1) Dia 20.
(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: 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%), 18-9-07 (4,75%), 31-10-07 (4,50%) 11-12-07 (4,25%), 22-1-08 (3,50%), 30-1-08 (3,00%).
(4) Últimes dates de variació: 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 5-7-7 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%).
(5) Tipus d'interès interbancari.
FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

Atesa la dada d'inflació, el Banc de la Xina haurà de moure fitxa.

BCE. És a dir, l'euríbor a 3 mesos continua tensionat perquè el problema de liquiditat al mercat interbancari de la zona de l'euro encara no s'ha solucionat. Tot i que, certament, la situació ha millorat de manera substancial en relació amb la registrada entre novembre del 2007 i gener d'enguany.

A Àsia es preveuen canvis durant el mes de març. En el cas xinès, tot i que el Banc Central de la Xina no ha canviat el tipus de referència ni ha augmentat el coeficient de reserva, sembla força probable que mogui fitxa a causa de la negativa dada d'inflació, que va arribar al 7,1% al gener. També al Japó es produirà un canvi el 19 de març, ja que expira el mandat de cinc anys del governador del banc central japonès, Fukui. Ha estat el governador que ha liderat al Consell de Govern la decisió d'abandonar el tipus de referència del 0% i d'apujar-lo fins al 0,50%. Va ser una decisió valenta, ja que ha coincidit amb un període de deflació al país, i basada en la doctrina encara vigent sobre la necessitat d'anar normalitzant lentament la política monetària per evitar bombolles financeres addicionals en altres sectors econòmics. La política de normalització de tipus també pretén evitar una mala assignació de recursos a través d'una sobreinversió en la indústria japonesa. Atesa la incertesa sobre la trajectòria de l'economia nipona, serà interessant veure els candidats que presenta el govern per substituir Fukui, pels reptes que se li presenten al nou governador.

Pugen els tipus d'interès a llarg termini

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic han pujat a tot el món menys al Japó, on amb prou feines ho han fet quatre punts bàsics en comparació amb el mes de gener. El deute públic japonès amb venciment a 10 anys ofereix una rendibilitat des de l'inici de l'any que es mou en un rang entre l'1,3% i l'1,5%. Aquest moviment és degut al fet que les expectatives de noves pujades de tipus s'han refredat en els últims mesos a causa de les turbulències financeres internacionals i per la futura trajectòria de l'activitat econòmica al Japó, que no es preveu que ofereixi un bon resultat en el primer trimestre d'enguany.

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic corregeixen lleugerament el moviment dels mesos anteriors.

En canvi, tant als Estats Units com al Regne Unit, els tipus d'interès del deute públic a 10 anys han repuntat el 0,2%. A la zona de l'euro, també han pujat una mica i s'han situat per damunt del nivell psicològic del 4%. Per què s'ha produït aquesta pujada, tot i que sigui petita, en un con-

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2005	2006	2007		2008	
			Setembre	Desembre	Gener	21 febrer
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,59	3,79
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,45	1,49
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,33	4,33	3,93	4,01
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	4,48	4,68
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	2,81	2,91

FONT: Bloomberg.

text de davallada dels tipus de referència i fins i tot amb expectatives de baixades a la zona de l'euro?

Dos motius expliquen la situació. En primer lloc, es tracta d'un moviment de correcció de les fortes caigudes produïdes en els mesos anteriors a causa del fenomen de fugida cap a la qualitat, que fa que els inversors, en moments de pànic, acostumin a vendre els actius de més risc i inverteixin els diners en la compra de bons de deute públic amb la qualificació creditícia més alta per preservar el capital invertit. El preu dels bons i la rendibilitat oferta es mouen en sentit invers. En augmentar la demanda de bons, puja el preu i baixa la rendibilitat. Després de la tempesta viscuda als mercats financers, ha arribat una certa calma. Les fortes caigudes en borsa han situat alguns actius en una situació relativa més barata, i els inversors han considerat que eren preus raonables per entrar.

En segon lloc, les notícies sobre inflació i els missatges de preocupació llançats per alguns bancs centrals també representen incrementar la prima de risc que se li demana al bo, per protegir-se davant de la pèrdua de poder adquisitiu.

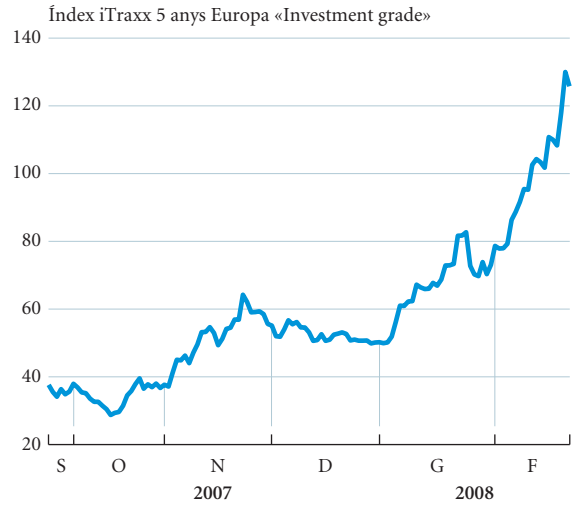
Però i els bons d'emissors privats? La renda fixa privada continua patint la topada de l'augment de l'aversió al risc. Per verificar-ho, el més fàcil és comparar com ha evolucionat el risc de crèdit. Als gràfics següents es pot observar l'augment del cost d'assegurar el risc d'impagament.

Abans de l'esclat de la crisi, un inversor que volgués cobrir una cartera de bons emesos amb *rating «investment grade»* per un import de 10 milions d'euros, al setembre de l'any passat, havia de pagar uns 40.000 euros per assegurar-la. En canvi, ara ha d'abonar 120.000 euros per cobrir el risc que una d'aquestes companyies es declari en fallida. En prou fei-

Assegurar-se davant del risc d'impagament surt ara més car.

COBRIR EL RISC D'IMPAGAMENT ÉS MÉS CAR

Índexs iTraxx, cost d'assegurar 10 milions d'euros en bons, en punts bàsics



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

El renminbi es continua apreciant, però ara una mica més ràpid.

nes en sis mesos, s'ha produït un increment del 200% per comprar la mateixa assegurança.

Per contractar una assegurança per a una cartera de bons amb les mateixes característiques que l'anterior, però amb l'única variació que ara la qualificació creditícia dels bons és de «bons escombraries», l'inversor haurà de pagar 577.000 euros. L'increment ha estat menor, però també ara surt més car protegir-se davant del risc creditici d'impagament. El motiu és evident: el deteriorament de les expectatives econòmiques que implica una estimació que s'ha de produir un augment de la morositat.

Només el renminbi xinès presenta una tendència clara

Durant el mes de febrer, l'única divisa que ha mantingut una clara tendència d'apreciació ha estat el renminbi enfront del dòlar. En realitat, el banc central xinès ha abandonat l'autonomia de política monetària per, a canvi, controlar la tònica d'apreciació de la seva divisa i, d'aquesta manera, evitar una pèrdua brutal de competitivitat dels seus exportadors en un espai curt de temps. D'aquesta manera, els agents econòmics tenen més temps per adaptar-se al canvi. Però, a causa del fort augment de la inflació, s'han vist obligats a accelerar el procés d'apreciació del renminbi, com es pot observar al gràfic.

El dòlar es va depreciar enfront de totes les divises, llevat del ien japonès, que es va apreciar el 0,7%. Més curiosa és l'evolució de l'eurodòlar durant aquests últims mesos. El dòlar nord-americà, després d'una forta depreciació enfront de l'euro, es va estabilitzar a partir del mes d'octubre en un rang entre 1,43 i 1,49, en el qual s'ha mantingut de llavors ençà.

S'ACCELERA L'APRECIACIÓ DEL RENMINBI

Tipus de canvi del renminbi enfront del dòlar

FONT: Bloomberg.

EL DÒLAR MANTÉ EL RANG DE COTITZACIÓ DES DE FA QUATRE MESOS

Tipus de canvi euro-dòlar

FONT: Bloomberg.

Després de les males notícies econòmiques que es van produir durant els mesos de gener i febrer, era d'esperar un afebliment del dòlar. En canvi, s'ha enfortit i ha passat d'1,49 el 31 de gener a 1,45 l'11 de febrer. La divisa d'una economia en què es produeix un fort deteriorament de les expectatives de creixement i més davallades del tipus d'interès de referència normalment tendiria a depreciar-se. Per què no ha estat així? Una primera explicació és que el mercat descompta que els Estats Units, en ser la primera economia que entra en aquesta desacceleració, serà la primera que sortirà del problema. Aquesta és una explicació sospitosa, ja que la incertesa és tan alta que els economistes encara no s'han pogut decidir clarament per un escenari econòmic sense algunes reserves pel que fa a la durada temporal de la desacceleració que viuen els Estats Units.

La segona explicació apel·la a la inexorable llei econòmica de la demanda i de l'oferta. D'una banda, els fons sobirans compren amb dòlars accions de diversos bancs dels Estats Units (vegeu el requadre «Desequilibris comercials i canviaris: cercle viciós o virtuós?» a la pàgina 10). De l'altra, a causa de la paràlisi del mercat de renda fixa privat a la zona de l'euro, nombroses companyies europees importants es financen emetent bons en dòlars. En els dos casos, els compradors d'aquests actius, siguin bons o accions, necessiten comprar-los amb dòlars.

Aquesta segona explicació té una mica més de sentit si entenem que, posteriorment, les companyies europees van canviar els dòlars obtinguts a euros i que, per tant, el moviment d'apreciació del dòlar s'hauria de veure compensat quan s'executi el moviment contrari. En el gràfic anterior, es pot comprovar com l'euro es recupera cap al final de l'any. De tota manera, encara no hi ha dades sobre fluxos per poder inclinar-se per una idea que expliqui de manera convincent el moviment de la divisa verda durant aquestes últimes setmanes. Finalment, ateses les

El dòlar roman indecís enfront de l'euro en un rang entre 1,43 i 1,49.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

22-02-08

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	107,2	0,7	–4,2	–13,4
Lliura esterlina	0,509	–0,3	1,0	–0,5
Franc suís	1,087	–0,7	–4,3	–13,9
Dòlar canadenc	1,013	–1,6	1,5	–14,7
Pes mexicà	10,783	–1,4	–1,2	–2,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,484	1,4	1,7	13,0
Ien japonès	159,0	2,1	–2,4	–0,4
Franc suís	1,613	0,7	–2,5	–0,8
Lliura esterlina	0,754	1,1	2,6	12,4
Corona sueca	9,305	–1,8	–1,4	0,1
Corona danesa	7,455	0,1	0,0	0,0
Zloty polonès	3,569	–1,5	–1,0	–8,1
Corona txeca	25,04	–4,4	–5,6	–11,4
Forint hongarès	264,1	2,7	4,4	4,8

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

Ara com ara, les borses han trobat un sòl, mentre esperen veure com s'aclareixen els fronts oberts.

expectatives de noves davallades del tipus de referència als Estats Units, l'euro va arribar a cotitzar un 1,52 enfront del dòlar el 29 de febrer.

Un sòl per a la borsa?

Després del fort ensurt del mes de gener, sembla que les borses han trobat un sòl, com es pot veure al gràfic de la pàgina següent, amb l'exemple de l'evolució de la cotització de l'índex europeu DJ Eurostoxx50.

Després de la correcció dels preus dels actius financers de renda variable, els analistes de borsa refan les estimacions, auxiliats per la publicació dels resultats empresarials de l'any 2007 i per les previsions que les companyies han donat per a enguany. El problema és que l'elevat nivell d'incertesa fa molt difícil traduir l'any en beneficis per acció, ja que encara hi ha diversos fronts oberts, com el futur de les empreses asseguradores de bons (les anomenades *monolines*), la trajectòria de l'economia dels Estats Units i el final del període d'anuncis de pèrdues per part de les institucions financeres.

Com es pot veure al quadre adjunt, es mantenen les pèrdues a les borses dels països desenvolupats en un rang que va des del 7,4% del Dow Jones fins al 15,2% de l'índex de la borsa alemanya. De totes, la borsa que ho ha fet millor ha estat la japonesa, que ha pujat el 7,4%, esperonada per unes dades de creixement econòmic millors del que s'esperava. Ara caldrà veure si pot mantenir aquest bon comportament durant els propers mesos, atesos els reptes que es presenten a l'economia nipona.

EL SÒL A LA CAIGUDA?

Índex de borsa europeu DJ Eurostoxx50

FONT: Bloomberg.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

22-02-08

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.284,3*	*2,6*	*–7,4*	*–3,2*
Standard & Poor's	*1.342,5*	*2,4*	*–8,6*	*–7,8*
Nasdaq	*2.299,8*	*0,3*	*–13,3*	*–8,9*
Tòquio	13.500,5	7,4	–11,8	–25,4
Londres	5.936,6	3,4	–8,1	–7,0
Zona de l'euro	3.761,0	0,2	–14,5	–11,3
Frankfurt	*6.841,2*	*1,1*	*–15,2*	*–1,9*
París	*4.856,2*	*0,3*	*–13,5*	*–14,9*
Amsterdam	*454,9*	*5,0*	*–11,8*	*–10,7*
Milà	*33.775,0*	*–1,5*	*–12,4*	*–20,5*
Madrid	*13.074,0*	*1,8*	*–13,9*	*–11,6*
Zuric	7.562,0	1,0	–10,9	–18,3
Hong Kong	23.305,0	7,1	–16,2	12,0
Buenos Aires	2.083,5	7,2	–3,2	–5,5
São Paulo	63.792,2	13,7	–0,1	37,3

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.

Tipus de canvi fix: retorn al futur?

Fins al 1972, tots els països del bloc capitalista participaven en el sistema de Bretton Woods de tipus de canvi fix que va regir les relacions financeres internacionals des del final de la Segona Guerra Mundial. El 1996, gairebé 25 anys després del col·lapse de Bretton Woods, més de dos terços dels països encara operaven sota tipus de canvi fixos. Posteriorment, les crisis financeres internacionals del 1997-2001 van provocar que molts països deixessin flotar la cotització de les monedes en no disposar de prou reserves internacionals per defensar un tipus de canvi fix. No obstant això, en els sis últims anys, s'ha observat una lleugera reversió d'aquesta tendència i, de fet, ha augmentat el nombre de països amb tipus de canvi fixos. Per aquest motiu cal preguntar-se què motiva aquest renovat interès, i si aquesta tendència recent és conjuntural o respon a un nou patró dins de l'escenari financer mundial.

EVOLUCIÓ DELS RÈGIMS DE TIPUS DE CANVI

	1996	2001	2007
Tipus de canvi fix	**124**	**93**	**105**
Convencional	63	55	70
Intermedi	44	17	12
Caixa de conversió	12	13	13
Sense moneda de curs legal	5	8	10
Tipus de canvi flexible	**60**	**93**	**83**
Amb intervenció	37	43	48
Sense intervenció	23	50	35

FONT: FMI.

Es poden distingir quatre modalitats de tipus de canvi fix. Sota un tipus de canvi fix «convencional», trobem països amb monedes que fluctuen amb un marge de l'1% diari, mentre que els sistemes «intermedis» tenen bandes de fluctuació més amples. En aquest últim cas, es troben alguns dels països que esperen accedir a la UEM i que tenen un tipus de canvi fix amb l'euro amb una banda del 15%, com els tres països bàltics. Sota un règim de «caixa de conversió» (o *currency board*, en anglès), hi ha els països amb tipus de canvi fixats per llei, i, a més a més, es garanteix que tota l'emissió de moneda nacional ha de tenir el suport d'actius externs denominats en la moneda al tipus de canvi de la qual es fixa la moneda nacional. En aquest grup, un exemple seria Bulgària. L'últim cas, «sense moneda de curs legal», quan un país adopta directament la moneda d'un altre país com a mitjà de pagament, però sense dret a participar en les decisions de política monetària, seria la versió més extrema d'un tipus de canvi fix. Aquest és el cas de països dolaritzats, com El Salvador i Equador, o de països «euroitzats», com Andorra i Montenegro: ni la Fed ni el BCE consulten aquests països a l'hora de prendre decisions.

Molts dels països amb tipus de canvi flexible segueixen una política monetària d'objectius d'inflació (*inflation targeting*) i, per definició, no tenen objectius per al nivell del tipus de canvi. Dins de les categories de tipus de canvi flexible, trobem els països que no intervenen en el mercat de divises, com seria el cas de totes les principals monedes, o els països que intervenen de forma puntual per reduir la volatilitat del tipus de canvi, però sense un objectiu fix o preanunciat del nivell del tipus de canvi. Es considera que els països de la zona de l'euro entren en la categoria de tipus de canvi flexible sense intervenció, perquè el tipus de canvi de l'euro es fixa lliurement al mercat, i els seus integrants, per exemple Espanya, són membres amb veu i vot al consell del BCE.

Els avantatges d'utilitzar un tipus de canvi fix són, fonamentalment, dos. Primer, permet que els països amb problemes crònics d'inflació puguin importar la política monetària d'un banc central estranger amb més credibilitat, la qual cosa pot aconseguir abaixar la inflació sempre que la política fiscal sigui prou equilibrada. Segon, en fixar el tipus de canvi amb una gran àrea econòmica, també es potencien els vincles comercials i d'inversió estrangera directa, en eliminar-se la incertesa vinculada a la volatilitat del tipus de canvi. No és estrany que els països europeus que no pertanyen a la UEM fixin els tipus de canvi a l'euro, tot i que, a la resta del món, el dòlar nord-americà continua essent la moneda preferida.

No tot són avantatges a l'hora d'adoptar un tipus de canvi fix. En primer lloc, en adoptar la política monetària d'un altre país, és possible que el que convé a un país (per exemple, els Estats Units) no li convingui a un altre (per exemple, l'Argentina el 2001, quan el peso es cotitzava un a un amb el dòlar), en especial si els cicles econòmics no estan sincronitzats. En segon lloc, es perd l'eina del tipus de canvi per respondre a xocs externs, com canvis en la demanda mundial de les exportacions d'un país. Finalment, els tipus de canvi fix poden esperonar els atacs especulatius i les crisis financeres si sorgeixen dubtes sobre la sostenibilitat del tipus de canvi. Apostar en contra d'una moneda sobrevaluada és una operació amb poc risc i grans guanys potencials, com bé ho sap George Soros i com ho van aprendre les autoritats britàniques durant la crisi que va expulsar la lliura esterlina del Sistema Monetari Europeu el 1992.

Així, doncs, si els tipus de canvi fix no estan lliures de problemes, què provoca aquest renovat interès per aquest sistema? En primer lloc, un motiu principal és que és un sistema fàcil d'implementar pel banc central i d'entendre pel públic. Molts països fixen el tipus de canvi a una divisa principal senzillament perquè els seus bancs centrals no tenen capacitat tècnica per implementar cap altre règim. És simptomàtic que la gran majoria de països amb tipus de canvi fix es trobin a l'Orient Mitjà, Àfrica i algunes zones d'Àsia. A més a més, en economies fortament regulades, és complicat liberalitzar el mercat de divises sense emprendre altres reformes en el sistema bancari. Alguns països en vies de desenvolupament han liberalitzat el mercat de divises i, en adonar-se que es generava massa volatilitat en el tipus de canvi, han reculat.

En segon lloc, són molts els països que, tot i declarar que operen sota un tipus de canvi flexible, intervenen tant al mercat canviari que s'assemblen, *de facto*, a un tipus de canvi fix. En aquest cas, l'FMI els classifica com si tinguessin un tipus de canvi fix. A què és degut aquest comportament? La resposta cal buscar-la en el bon clima econòmic per als mercats emergents: tant la demanda de primeres matèries com la de béns manufacturats dels quals aquests països són exportadors ha augmentat recentment, la qual cosa ha millorat les balances comercials d'aquests països i ha generat tensions cap a l'apreciació de les seves monedes. Preocupats per la possible pèrdua de competitivitat que això comportaria, molts països han resistit la tendència a l'apreciació de les seves monedes acumulant reserves internacionals amb una operació molt senzilla: s'imprimeix moneda nacional per comprar dòlars al mercat i mantenir la paritat.

En resum, l'augment en el nombre de països que segueix un tipus de canvi fix és, en gran part, conjuntural i no està lliure de riscos. En primer lloc, molts països emergents presenten signes de sobreescalfament i necessiten condicions monetàries molt més restrictives que els Estats Units o Europa: l'altra cara de la moneda de resistir una apreciació és que s'expandeix en excés la massa monetària i es genera inflació, com ja succeeix a la Xina, on la inflació ha passat de l'1% al 7% en l'últim any i mig. En segon lloc, diversos països emergents tornarien a una situació de dèficit en la balança per compte corrent si el ritme de creixement de les seves exportacions pateix la davallada cíclica al món industrialitzat. En aquest cas, les divises d'aquests països es veurien pressionades a la baixa. Resistir una depreciació de manera indefinida és dolorós, ja que cal vendre les reserves internacionals per donar suport a la moneda nacional o adoptar polítiques fiscals contractives.

Atès que la política monetària no pot assolir objectius d'inflació i de tipus de canvi al mateix temps, què haurien de fer els països davant d'aquestes situacions? La recepta a aplicar seria que els països amb tipus de canvi fix portin les regnes de la seva política monetària i introdueixin més flexibilitat. Un exemple recent el tenim en el cas d'Hongria: atesa la impossibilitat de mantenir un tipus de canvi fix amb banda de fluctuació amb l'euro i, al mateix temps, de controlar la inflació, les autoritats hongareses s'han inclinat per centrar la política monetària en evitar un creixement excessiu dels preus i han decidit deixar fluctuar el forint lliurement al mercat.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Balanç del 2007: encarant la desacceleració

El producte interior brut (PIB) de l'economia espanyola va superar, per primer cop, el bilió d'euros el 2007 i va anotar un creixement anual del 3,8%, només una dècima menys que l'any anterior. El perfil dels últims trimestres, però, va ser d'una minoració de l'expansió econòmica una mica més intensa, amb un augment interanual del 3,5% en el quart trimestre. El creixement econòmic del 2007 va ser sensiblement superior al del conjunt de la Unió Europea, i el diferencial amb la zona de l'euro fins i tot es va ampliar.

D'altra banda, el 2007 va continuar la tendència a la moderació de la demanda nacional i a una millora de l'aportació negativa del sector exterior. Així, el creixement va tendir a ser més equilibrat, sobretot en reduir-se progressivament el pes de la construcció. Així mateix, l'augment de la productivitat va ser superior, tot i que el dèficit exterior es va continuar ampliant fins a representar el 10,0% del PIB.

La contribució de la demanda nacional al creixement del PIB va ser de 4,6 punts percentuals, mig punt menys que en l'any anterior. Aquesta moderació va provenir, en bona part, del consum de les llars, el seu principal component, que va passar d'un augment anual del 3,7% al 3,1%. Aquest alentiment va ser més intens en la despesa en béns, principalment duradors, com automòbils, que en serveis. Al començament del 2008, tant les vendes de

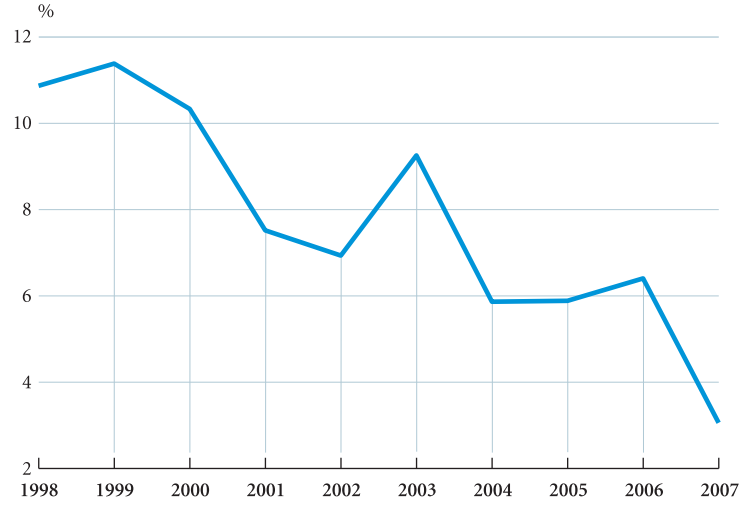
EL PIB de l'economia espanyola supera per primer cop el bilió d'euros i creix el 3,8% el 2007.

Continua la tendència a la moderació de la demanda nacional i millora l'aportació negativa del sector exterior.

Alentiment del consum de les llars, en especial en béns.

MARCAT ALENTIMENT DE LA INVERSIÓ EN HABITATGES

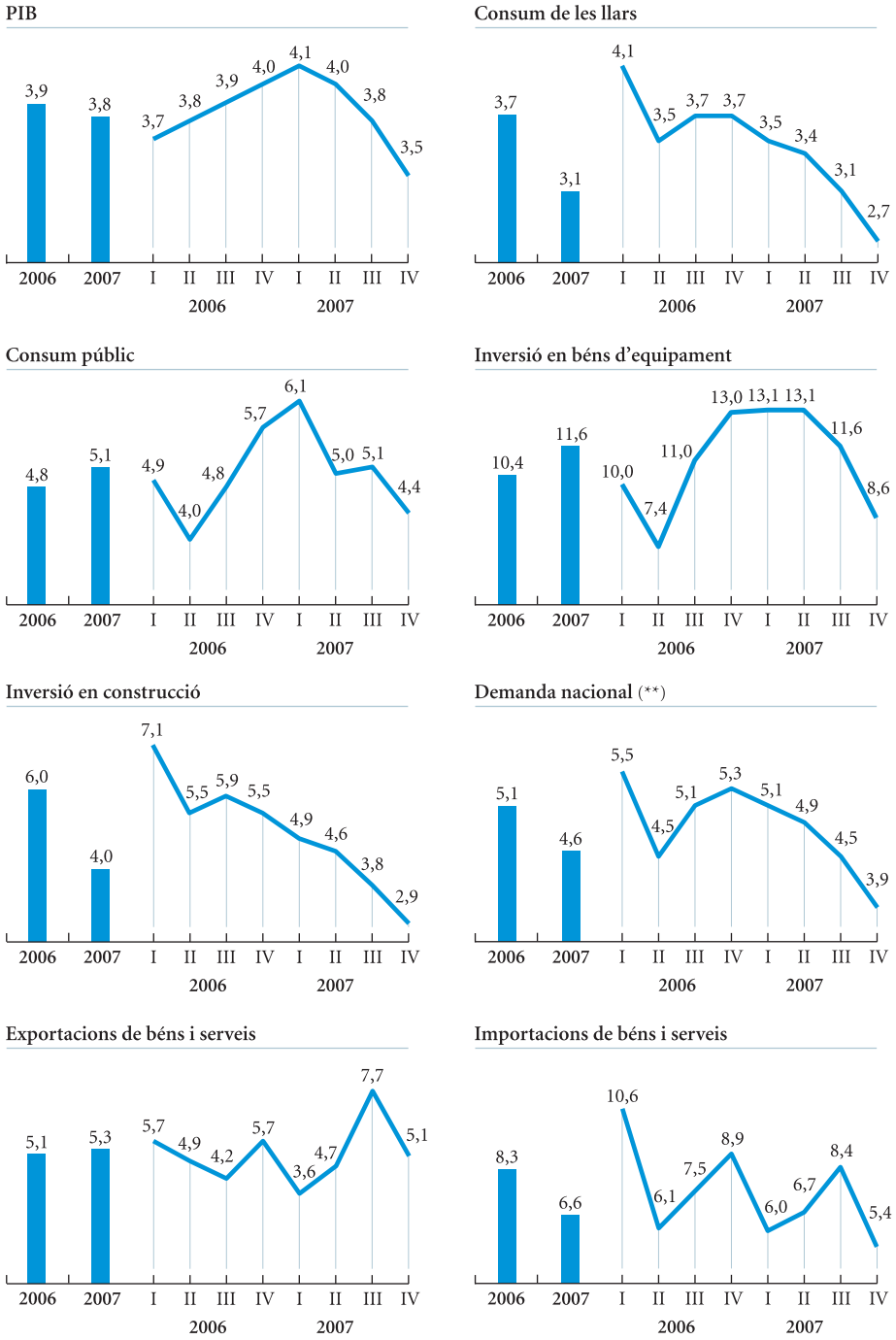
Variació anual de la inversió en habitatges



FONTS: INE i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)



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

cotxes com el descens de l'índex de la confiança dels consumidors apunten a una continuació d'aquesta tendència. En canvi, el consum de les administracions públiques es va accelerar en tres dècimes en situar-se en el 5,1%.

L'altre gran component de la demanda, la inversió, també va reduir el ritme de creixement, tot i que no tots els seus components. La formació bruta de capital en béns d'equipament va augmentar l'11,6% el 2007, va contribuir a la millora de la productivitat i va superar encara l'alta taxa de l'any anterior. No obstant això, en els últims trimestres, es constatava una tendència a l'alentiment, més intensa en la inversió en construcció, en especial en habitatges, atesa l'atonia en què s'ha sumit el mercat immobiliari, amb una forta desacceleració dels preus de les cases i una caiguda de les transaccions. La resta de la inversió (despeses en *software* informàtic, prospeccions mineres i petrolieres, etc.) també va reduir el ritme d'expansió, però menys.

Per la seva banda, l'aportació negativa del sector exterior al creixement es va reduir en cinc dècimes, fins a set. Això va ser el resultat d'una acceleració de les exportacions i d'un alentiment de les importacions, coherent amb un menor impuls de la demanda interna. Tant les exportacions de béns com les de serveis, aquestes amb més intensitat, es van revifar. Per la seva banda, tant les importacions de béns, amb més intensitat, com les de serveis es van moderar. No obstant això, la necessitat de finançament de l'economia va empitjorar fins a representar el 9,5% del PIB, enfront del 8,1% anotat el 2006.

Des del punt de vista de l'oferta, el 2007 tres sectors van mostrar un comportament més expansiu: el sector primari, la

L'elevat creixement de la inversió en béns d'equipament, del 12% anual, contribueix a la millora de la productivitat.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007						2008
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
Consum									
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,8	–0,1	–3,2	–5,1	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	–1,1	5,6	8,4	9,2	–1,3	16,3	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–0,7	–2,4	–2,9	3,4	–5,9	6,3	–12,7
Crèdit al consum de béns duradors	14,5	10,0	13,8	9,6	6,9	–	...	–	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–12,3	–13,3	–10,7	–12,7	–12,3	–16,0	–17,0	–19,0	–20,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,8	8,9	5,3	6,3	8,4	–0,5	1,1	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	20,1	11,0	–0,6	6,8	–1,8	24,9	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	1,7	–2,2	–3,0	4,1	–8,1	19,4	–31,0
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	8,3	–0,2	15,5	...
Exportacions	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	8,2	8,2	–2,8	...

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.

Dinamisme d'algunes branques industrials, com la construcció de maquinària i fabricació de productes metàl·lics...

indústria i els serveis de no mercat. En canvi, la construcció, l'energia i els serveis de mercat van moderar el ritme de creixement de l'activitat.

El valor afegit brut de la indústria va augmentar el 3,1% el 2007, dues dècimes més que en l'any precedent. No obstant això, el perfil va ser clarament a la baixa al llarg de l'exercici, fins al punt que la producció industrial va experimentar una caiguda interanual en el mes de desembre. Les branques més dinàmiques van ser la construcció de maquinària, el moble i manufactures diverses, maquinària i material elèctric, equips de precisió i òptica, i fabricació de productes metàl·lics. En canvi, la maquinària d'oficina i equips informàtics i el cuir i el calçat van patir fortes caigudes de producció i van notar la intensa competència global. Les perspectives per al 2008 no són gaire esperançadores, segons es desprèn de les recents davallades de l'indicador de la confiança a la indústria. Així mateix, els nivells de la cartera de comandes fan esperar una moderada expansió de la indústria.

...i de serveis, com el comerç, l'hoteleria i el transport.

Les branques agrària i pesquera van experimentar un notable dinamisme. D'aquesta manera, el seu valor afegit brut va créixer el 3,8% el 2007, 1,4 punts més que en l'any anterior.

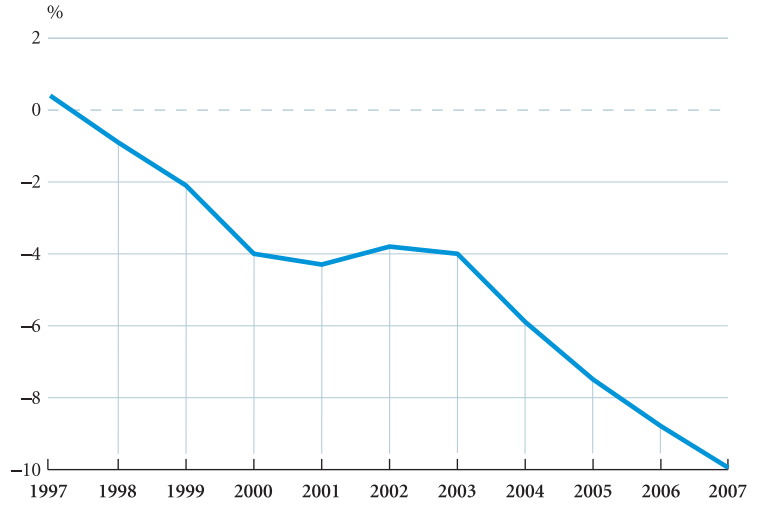
Els serveis de mercat en general es van alentir lleugerament. No obstant això, van tenir un creixement elevat del 4,0%. Les branques que van mostrar més vigor van ser el comerç, l'hoteleria i el transport. En canvi, els serveis a les empreses van polsar amb més feblesa. Pel que fa als serveis de no mercat, van augmentar el 5,0%, a causa de la remuneració dels assalariats del sector públic.

Creixement anual de la productivitat més intens des del 1996, tot i que continua essent baix.

Atesos l'evolució de la producció i el creixement mitjà de l'ocupació del 3,0%, la productivitat aparent del treball va pujar el 0,8%, una dècima més que el 2006, i va marcar la cota més alta des del 1996. No obstant això, aquest augment de la productivitat no deixa de ser relativament baix. Per sectors, l'augment de productivitat més intens es va produir en l'agricultura i pesca, a conseqüència de l'incre-

EL DÈFICIT EXTERIOR ES CONTINUA AMPLIANT

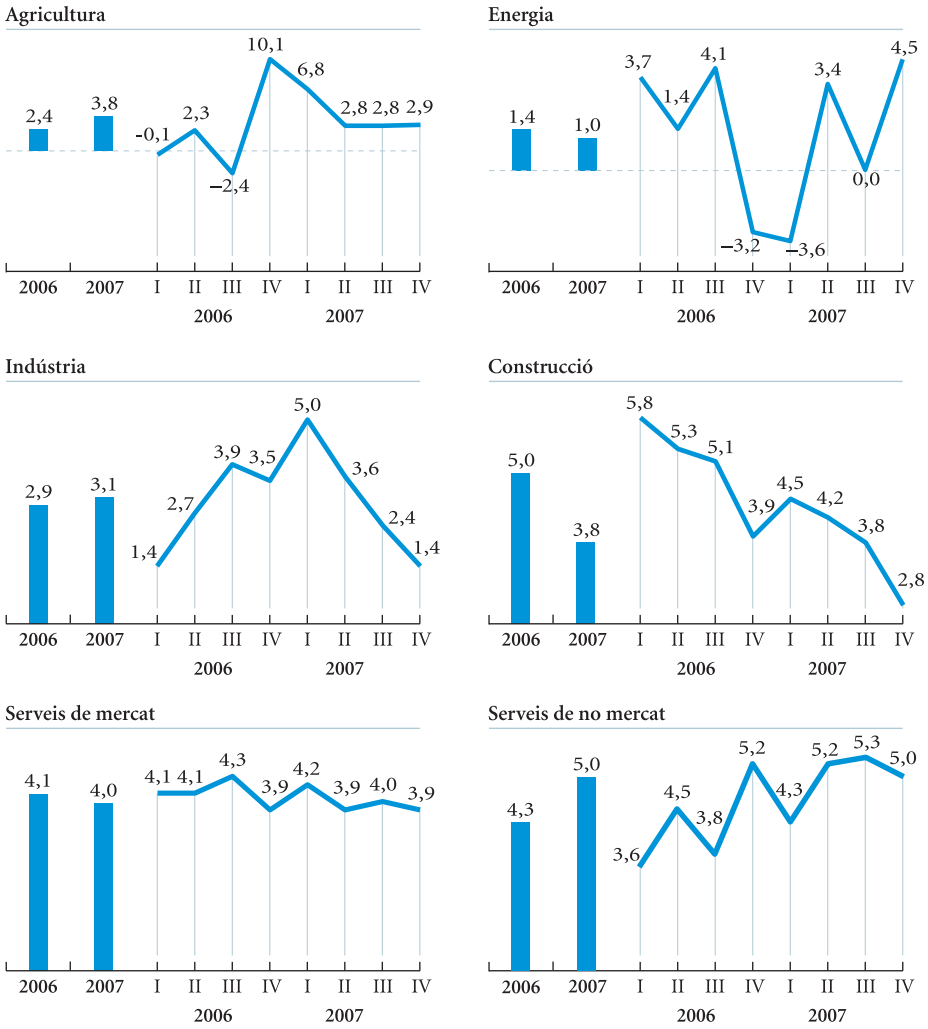
Saldo per compte corrent sobre el PIB



FONTS: INE i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)



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

ment de la producció amb menys ocupació, tot i que l'augment de la productivitat va ser inferior a l'anotat el 2006. A la indústria, en canvi, l'increment de la productivitat, del 3,3%, va ser superior al de l'any anterior. Als serveis de mercat, la productivitat va avançar el 0,9%, poc per damunt del 2006. Finalment, a la construcció, la productivitat no solament va continuar disminuint a conseqüència del baix grau de qualificació mitjana de la força laboral, sinó que va registrar la caiguda més important de la dècada actual.

Arran de l'evolució de la productivitat, i d'un augment del 7,1% de la remuneració dels assalariats, els costos laborals per unitat de producte van augmentar el 2,7% el 2007, quatre dècimes més que en l'any anterior. D'aquesta manera, la seva variació es va situar quatre dècimes per sota del deflactor implícit del PIB.

Els costos laborals per unitat de producte pugen el 2,7%, menys que el deflactor del PIB.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007						2008
			I	II	III	Octubre	Novembre	Desembre	Gener
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,8	4,1	5,2	4,4	2,0	3,5	7,2	3,9	3,6
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,4	1,1	2,6	–1,0	–2,4	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	2,3	0,7	–0,7	–6,0	–1,0	–3,0	–4,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,5	81,3	80,6	81,3	82,1	–	81,1	–	81,3
Importació béns interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,1	8,2	8,7	8,3	0,9	13,0	...
Construcció									
Consum de ciment	8,5	0,3	5,5	–1,3	–1,3	5,2	–1,8	–9,4	–7,9
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	8,0	–6,0	–6,0	–6,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–23,7	8,0	–15,0	–50,7	–32,4	–28,8	...	...
Licitació oficial	31,3	–13,4	13,3	–2,2	–29,7	–33,2	–37,4	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	2,0	2,5	4,3	2,9	3,1	1,3	0,4	–1,9	...
Turistes estrangers	4,1	1,7	5,3	0,1	1,4	0,0	5,0	0,7	0,9
Ingressos turisme	5,6	3,5	5,8	2,0	3,2	2,7	6,3	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–4,1	–6,5	–1,4	–0,6	–9,3	–6,2	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,3	10,2	7,2	6,9
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	5,8	3,3	4,2	9,4	4,0	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.
(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.
(5) En volum.
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.

Perspectives de desacceleració econòmica per al 2008.

Pel que fa a les perspectives per al 2008, els indicadors avançats disponibles, juntament amb la fortalesa de l'euro, unes condicions creditícies menys relaxades, l'encariment de les primeres matèries i un menor impuls de la demanda exterior, apunten a la continuació de la tònica d'alentiment econòmic. En aquest sentit, la Comissió Europea ha rebaixat recentment la previsió de creixement de l'economia espanyola per al 2008 al 2,7%. D'altra banda, s'estima necessari un major esforç en la millora de la competitivitat, la qual cosa comporta més inversions en la despesa en R+D i en infraestructures, i una millora del sistema educatiu.

Mercat de treball

La creació d'ocupació és insuficient per absorbir la nova població activa

D'acord amb una conjuntura amb tendència a la desacceleració econòmica, el nombre d'ocupats va disminuir en 33.700 persones en el quart trimestre del 2007 en relació amb el període anterior, segons l'Enquesta de Població Activa (EPA) de l'Institut Nacional d'Estadística. Es va tractar del primer descens del nombre d'ocupats des del 2002. Atès que, a més a més, la població activa es va incrementar en 102.000 persones, la taxa d'atur va augmentar sis dècimes fins al 8,6%, es va situar en el nivell de dos anys abans i va deixar enrere el mínim des del 1978 registrat en el segon trimestre del 2007.

Així, el 2007 va prosseguir la tendència a l'alentiment en la creació de llocs de treball que ja s'observava el 2006. Malgrat tot, l'any passat el nombre d'ocupats va augmentar el 2,4%, percentatge que contrasta amb l'ascens del 3,6% anotat el 2006. En total, el 2007 es van crear 475.100 nous llocs de treball fins als 20.476.900 ocupats, rècord històric al final d'any.

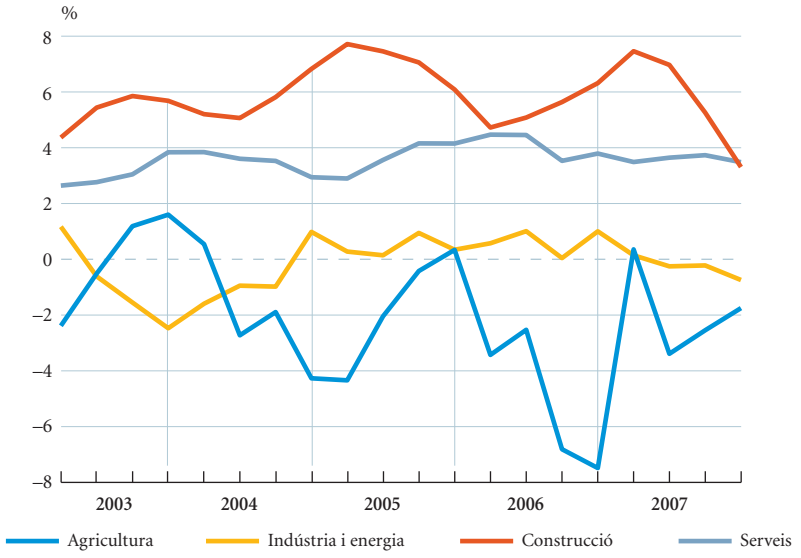
El 2007 es creen 475.000 llocs de treball segons l'EPA, fins als 20,5 milions d'ocupats, rècord històric al final d'any.

En els deu últims anys, s'han creat 6.942.500 nous llocs de treball nets, una xifra realment extraordinària. No obstant això, sembla que la moderació observada en els últims anys pot continuar en el futur. Si més no la xifra del gener dels afiliats en alta a la Seguretat Social així ho indica. En efecte, en el primer mes del

El 2008 prosseguirà la tendència a la desacceleració de la creació d'ocupació.

ALENTIMENT DE LA CREACIÓ D'OCUPACIÓ EN ELS ÚLTIMS TRIMESTRES

Variació interanual dels llocs de treball equivalents a temps complet (*)



NOTA: (*) Sèrie de la Comptabilitat Nacional Trimestral corregida d'estacionalitat i calendari.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	Gener
Afiliats a la Seguretat Social								
Sectors d'activitat								
Indústria	*–0,5*	*0,0*	*2,5*	*2,2*	*2,7*	*2,5*	*2,4*	*1,5*
Construcció	*8,6*	*8,7*	*3,3*	*6,1*	*4,4*	*2,3*	*0,5*	*–1,1*
Serveis	*5,7*	*5,2*	*3,5*	*4,1*	*3,7*	*3,0*	*3,0*	*2,8*
Situació professional								
Assalariats	*4,8*	*4,7*	*3,0*	*3,9*	*3,5*	*2,6*	*2,2*	*1,7*
No assalariats	*2,6*	*2,2*	*2,8*	*2,5*	*2,7*	*2,9*	*2,9*	*2,5*
Total	**4,4**	**4,3**	**3,0**	**3,6**	**3,3**	**2,7**	**2,4**	**1,9**
Població ocupada (*)	**5,6**	**4,1**	**3,1**	**3,4**	**3,4**	**3,1**	**2,4**	**–**
Llocs de treball (**)	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,1**	**3,0**	**2,5**	**–**
Contractes registrats (***)								
Indefinits	8,7	41,1	2,0	25,8	15,6	–1,6	–21,1	–23,0
Temporals	4,6	4,7	0,3	2,6	–1,9	–0,5	1,2	–0,9
Total	**5,0**	**7,9**	**0,5**	**5,3**	**–0,1**	**–0,7**	**–2,1**	**–4,3**

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.

Es destrueix ocupació a la construcció en el quart trimestre del 2007, per primer cop des del 1996.

2008, aquests treballadors van disminuir en 84.697, la caiguda més intensa en el primer mes de l'any des del 1994, fins als 19.111.058, la qual cosa representa un creixement anual de l'1,9%, inferior en quatre dècimes al registrat al desembre del 2007. A més a més, en el mes de gener, el nombre de contractes realitzats a través del servei públic d'ocupació va baixar el 4,3% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. El descens més intens es va produir en els contractes indefinits, del 23,0%, mentre que els contractes temporals van disminuir lleugerament, el 0,9%.

Les xifres de la comptabilitat nacional també indiquen un alentiment de la creació d'ocupació en el quart trimestre, però molt suau. A més a més, els llocs de treball equivalents a temps complet a les branques industrials no energètiques i als serveis de mercat fins i tot es van accelerar lleugerament. Per la seva banda, es va continuar destruint ocupació al sector primari, però a un ritme menor. A la construcció també es va reduir l'ocupació, en aquest cas per primer cop des de l'inici de 1996 i després d'una etapa d'una gran creació d'ocupació. Aquesta evolució s'explica per l'atonia del mercat immobiliari en els últims mesos.

En el conjunt del 2007, els llocs de treball ocupats a temps complet van augmentar el 3,0%, dues dècimes menys que el 2006. Això va representar la generació de 550.000 nous llocs de treball equivalents a temps complet. La construcció va registrar un augment del nombre de llocs de treball equivalents a temps complet del 3,3% en relació amb el quart trimestre del 2006, molt inferior al creixement del 6,3% de l'any anterior. La desacceleració mostrada pels serveis va ser molt inferior, de manera que va ser el sector en què es va produir l'augment de l'ocupació més intens, del

OCUPACIÓ ESTIMADA

Quart trimestre 2007

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	905,8	20,4	2,3	–16,0	–1,7	4,4
No agraris	19.571,1	–54,1	–0,3	491,1	2,6	95,6
Indústria	*3.279,1*	*20,2*	*0,6*	*–40,7*	*–1,2*	*16,0*
Construcció	*2.693,5*	*–24,0*	*–0,9*	*70,3*	*2,7*	*13,2*
Serveis	*13.598,5*	*–50,3*	*–0,4*	*461,5*	*3,5*	*66,4*
Per empleadors						
Sector privat	17.563,6	–15,1	–0,1	469,8	2,7	85,8
Sector públic	2.913,3	–18,6	–0,6	5,3	0,2	14,2
Per situació professional						
Assalariats	16.876,5	6,8	0,0	410,4	2,5	82,4
Contracte indefinit	*11.658,2*	*177,0*	*1,5*	*760,8*	*7,0*	*56,9*
Contracte temporal	*5.218,4*	*–170,2*	*–3,2*	*–350,4*	*–6,3*	*25,5*
No assalariats	3.593,2	–40,0	–1,1	69,0	2,0	17,5
Empresaris empleadors	*1.136,3*	*–5,4*	*–0,5*	*48,5*	*4,5*	*5,5*
Empresaris no empleadors	*2.254,6*	*–31,7*	*–1,4*	*59,2*	*2,7*	*11,0*
Ajudes familiars	*202,3*	*–2,9*	*–1,4*	*–38,7*	*–16,1*	*1,0*
Altres	7,1	–0,6	–7,7	–4,3	–37,8	0,0
Per temps d'ocupació						
A temps complet	18.093,8	–140,1	–0,8	465,6	2,6	88,4
A temps parcial	2.383,1	106,4	4,7	9,5	0,4	11,6
Per sexes						
Homes	11.997,1	–92,5	–0,8	165,8	1,4	58,6
Dones	8.479,8	58,8	0,7	309,3	3,8	41,4
TOTAL	**20.476,9**	**–33,7**	**–0,2**	**475,1**	**2,4**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

3,5%. A les branques industrials i a les energètiques, amb pèrdues d'ocupació del 0,6% i del 4,4%, respectivament, el balanç anual no va ser positiu.

Tornant a l'EPA, tot i que l'alentiment va afectar tots els grans sectors econòmics, les diferències en la creació d'ocupació en el conjunt del 2007 van ser importants. L'agricultura i la indústria van destruir ocupació, mentre que la construcció i, sobretot, els serveis en van crear. A la construcció, la desacceleració de l'ocupació va ser important, ja que va passar d'una variació interanual del 8,3% al 2,7% en el quart trimestre del 2007.

Per edats, les diferències també van ser significatives. En el conjunt del passat exercici, el nombre d'ocupats menors de 30 anys va disminuir lleugerament, mentre que, entre els adults, va augmentar de manera considerable. Especialment notable va ser el creixement de l'ocupació en el grup de 50 a 54 anys, que va registrar un increment del 5,9%, gràcies, en part, a les bonificacions acordades a la contractació dels més grans de 45 anys.

Els ocupats estrangers ja representen el 14% del total.

Així mateix, van ser remarcables les diferències per sexe. La velocitat d'augment de l'ocupació entre les dones, el 3,8%, va ser del doble que entre els homes, l'1,4%. En el cas de les joves de 16 a 19 anys, l'ocupació va créixer l'1,4%, mentre que l'ocupació dels joves del mateix tram d'edat va baixar el 3,0%.

D'altra banda, seguint la tònica dels últims anys, l'ocupació va augmentar més entre la població estrangera, amb un ascens de l'11,0%. De fet, en el quart trimestre, els ocupats estrangers van augmentar en 40.700 persones, fins a 2.887.000, de manera que ja representaven el 14,1% de l'ocupació.

La taxa de temporalitat disminueix en tres punts el 2007.

La taxa d'ocupació, és a dir, la proporció d'ocupats en relació amb la població de 16 a 64 anys, es va col·locar en el 66,5% en l'últim trimestre del 2007 i va superar fins i tot l'objectiu previst per al 2010 al Pla Nacional de Reformes d'Espanya. Cal destacar l'avanç de la taxa d'ocupació femenina, que es va situar en el 55,9%, tot i que era força inferior a la masculina, del 76,9%.

Un altre tret favorable de l'evolució del mercat de treball el 2007 va ser la disminució de la taxa de temporalitat. En efecte, aquesta taxa va disminuir fins al 30,9% en el quart trimestre, més de 2,9 punts per sota del nivell d'un any abans. No obstant això, la taxa de temporalitat encara se situa sensiblement per damunt de la mitjana dels principals països europeus.

Totes les comunitats autònomes van registrar augments de l'ocupació el 2007.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Quart trimestre 2007

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.745	155	4,3	3.221	69	2,2	524	86	19,5	14,0
Aragó	650	30	4,9	616	28	4,8	33	2	6,7	5,1
Astúries	476	11	2,3	438	15	3,5	39	–4	–9,4	8,1
Balears	544	20	3,9	495	4	0,7	49	17	51,7	9,0
Canàries	1.024	23	2,2	912	25	2,8	113	–2	–1,9	11,0
Cantàbria	276	7	2,5	264	10	4,0	13	–3	–20,8	4,6
Castella i Lleó	1.162	16	1,4	1.081	21	1,9	81	–4	–5,0	7,0
Castella-la Manxa	925	37	4,2	852	35	4,3	74	2	3,1	8,0
Catalunya	3.799	100	2,7	3.547	95	2,8	252	5	1,9	6,6
Comunitat Valenciana	2.472	77	3,2	2.249	57	2,6	223	20	9,8	9,0
Extremadura	481	14	3,0	410	4	1,0	71	10	16,6	14,7
Galícia	1.293	20	1,5	1.196	26	2,2	97	–6	–5,8	7,5
Madrid	3.283	42	1,3	3.074	43	1,4	209	–1	–0,5	6,4
Múrcia	693	35	5,4	636	30	4,9	57	5	10,2	8,3
Navarra	304	2	0,7	291	3	1,1	13	–1	–6,2	4,3
País Basc	1.059	–6	–0,6	999	4	0,4	61	–10	–14,6	5,7
La Rioja	158	3	1,9	149	5	3,5	9	–2	–18,5	5,6
Ceuta i Melilla	60	7	13,1	49	2	4,9	11	5	...	18,3
TOTAL	**22.405**	**592**	**2,7**	**20.477**	**475**	**2,4**	**1.928**	**117**	**6,5**	**8,6**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ATUR ESTIMAT

Quart trimestre 2007

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	879,2	78,3	9,8	115,5	15,1	45,6	6,8
Dones	1.048,3	57,4	5,8	1,5	0,1	54,4	11,0
Per edats							
Menors de 25 anys	447,6	–10,5	–2,3	13,5	3,1	23,2	18,8
Resta	1.480,0	146,2	11,0	103,4	7,5	76,8	7,4
Per situació personal							
Atur de llarga durada	515,8	54,0	11,7	–7,3	–1,4	26,8	–
Busquen la seva primera feina	185,6	–24,5	–11,7	–16,2	–8,0	9,6	–
Resta	1.226,2	106,2	9,5	140,4	12,9	63,6	–
TOTAL	**1.927,6**	**135,7**	**7,6**	**117,0**	**6,5**	**100,0**	**8,6**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

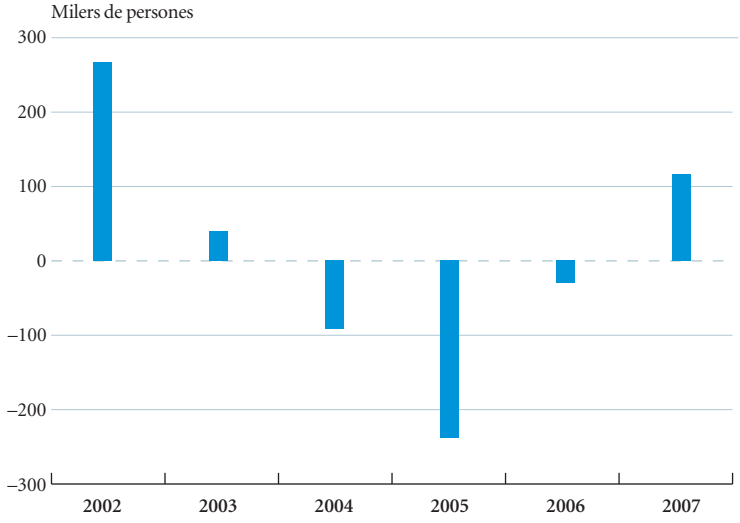
Els creixements més intensos van tenir lloc a Múrcia, les ciutats autònomes de Ceuta i Melilla, Aragó i Castella-la Manxa, amb increments superiors al 4%. Al pol oposat, el País Basc, les Balears i Extremadura van anotar creixements inferiors a l'1,0%.

La població activa va augmentar el 2,7% fins als 22,4 milions de persones al final del 2007. Entre els homes, la població activa es va incrementar el 2,2% i, entre les dones, el 3,4%. Així, la taxa d'activitat femenina per a la població entre 16 i 64 anys va arribar al 62,8%, un màxim his-

Rècord històric de la taxa d'activitat femenina.

L'ATUR REGISTRA L'AUGMENT MÉS INTENS DELS CINC ÚLTIMS ANYS

Variació anual del nombre estimat d'aturats



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

La xifra d'aturats creix el 15% entre la població estrangera, on la taxa es col·loca en el 12,4%.

tòric, tot i que se situa per sota de la taxa d'activitat total, del 72,8%. D'altra banda, la població activa estrangera va augmentar l'11,4%, la qual cosa representa un augment de 337.600 persones, el 57,0% del total. Això mostra l'atractiu del mercat laboral espanyol per als immigrants.

Atès que la població activa va augmentar més que l'ocupació, es va produir un increment de l'atur de 117.000 persones el 2007, a causa d'un fort repunt en el quart trimestre de 135.700 persones. Es va tractar del primer augment anual des de l'any 2003. La taxa d'atur de la població espanyola es va situar en el 7,95%, mentre que la dels estrangers va arribar al 12,4%.

Augment de l'atur registrat, sobretot la construcció.

L'atur va experimentar una evolució desigual per sectors. L'increment més intens va tenir lloc a l'agricultura, del 47,7%. Però també a la construcció l'atur es va incrementar amb força, amb una pujada del 39,3%. Als serveis, l'augment de l'atur va ser molt més moderat, del 6,6%. En canvi, a la indústria el nombre d'aturats es va reduir el 4,4%. També va disminuir l'atur entre els qui buscaven la primera feina, amb una caiguda del 8,0%, i entre els qui acumulaven més d'un any a l'atur, amb una reducció de l'1,4%.

En l'àmbit territorial, l'evolució de l'atur va ser molt diversa. Els augments més importants de l'atur van tenir lloc a les Balears, amb una pujada del 51,7%, i a Andalusia, amb una alça del 19,5%. En canvi, a Cantàbria el nombre d'aturats va baixar el 20,8% i a La Rioja, el 18,5%.

L'atur registrat al gener anota la pujada més intensa de la dècada

El nombre d'aturats inscrits als serveis públics d'ocupació va augmentar en 132.378 persones en el primer mes del 2008, la pujada més intensa de la dècada, fins a 2.261.925. Aquesta xifra representa un ascens anual del 8,6%, de manera que prossegueix la tendència a l'acceleració de l'atur registrat.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Gener 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	75.361	6.549	9,5	12.576	20,0	3,3
Indústria	289.695	9.714	3,5	5.908	2,1	12,8
Construcció	292.797	8.930	3,1	62.505	27,1	12,9
Serveis	1.382.354	98.104	7,6	100.750	7,9	61,1
Primera ocupació	221.718	9.081	4,3	–2.322	–1,0	9,8
Per sexes						
Homes	935.597	50.458	5,7	126.338	15,6	41,4
Dones	1.326.328	81.920	6,6	53.079	4,2	58,6
Per edats						
Menors de 25 anys	262.507	22.124	9,2	8.622	3,4	11,6
Resta d'edats	1.999.418	110.254	5,8	170.795	9,3	88,4
TOTAL	**2.261.925**	**132.378**	**6,2**	**179.417**	**8,6**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

L'IPC marca la cota màxima des del 1995

En el primer mes de l'any, l'índex de preus de consum (IPC) va continuar l'escalada iniciada en l'últim quadrimestre del 2007 impulsada per l'encariment del petroli i dels aliments. La taxa de variació interanual va augmentar una dècima al gener fins al 4,3% i va anotar el nivell màxim dels dotze últims anys. En canvi, el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, que es calcula excloent els elements més volàtils, com els productes energètics i els aliments no elaborats, va baixar dues dècimes fins al 3,1%.

Els productes energètics van continuar pujant, i més en taxa interanual en comparar-se amb un període de descens al començament del 2007. Així, el seu preu va augmentar el 13,4% en relació amb el gener d'un any abans. Els carburants i combustibles han pujat el 16,9% en els dotze últims mesos. Dins d'aquest grup, l'augment del gas va ser de la meitat, del 7,0%. Per la seva banda, el preu de l'electricitat es va incrementar el 3,2%. D'aquesta manera, l'impacte de la pujada dels productes energètics va ser de dues dècimes en la taxa de variació interanual de l'IPC del gener.

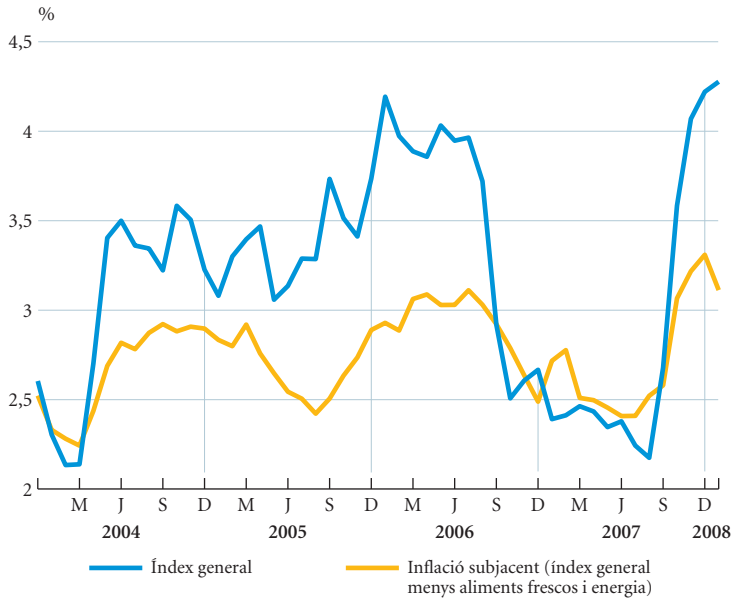
La taxa de variació interanual de l'IPC puja una dècima fins al 4,3% al gener...

Els aliments frescos també van tenir un efecte inflacionista en el primer mes de

...a causa de l'encariment dels productes energètics...

DISMINUCIÓ DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

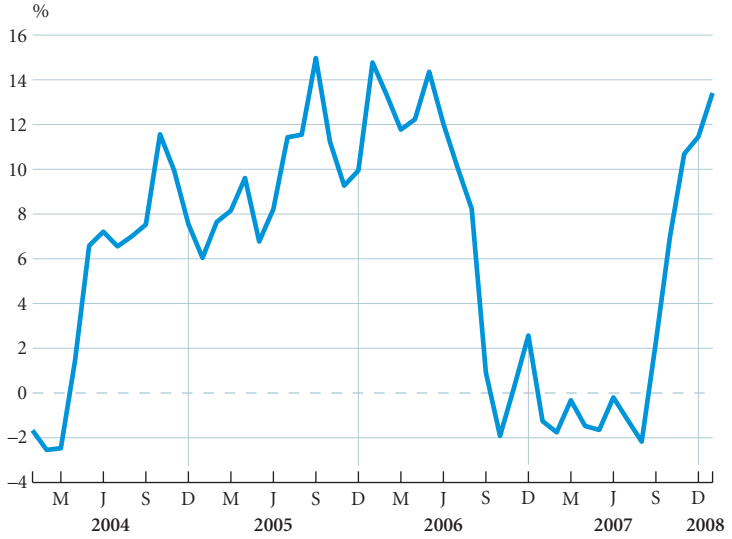
	2007			2008		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual
Gener	–0,7	–0,7	2,4	–0,6	–0,6	4,3
Febrer	0,1	–0,6	2,4			
Març	0,8	0,1	2,5			
Abril	1,4	1,5	2,4			
Maig	0,3	1,8	2,3			
Juny	0,2	2,0	2,4			
Juliol	–0,7	1,3	2,2		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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

l'exercici en augmentar el 5,5% en relació amb dotze mesos abans, sis dècimes més que al desembre. Cal esmentar l'augment anual del 10,5% dels ous. En canvi, la carn de porc continuava deprimida, amb un ascens interanual del 0,9%. Per la seva banda, els aliments elaborats es van alentir una mica, tot i que presentaven una alça anual del 7,0%. Dins d'aquest grup, destacava la pujada anual del 28,9% de la llet i del 13,0% del pa. Aquests increments reflectien l'escalada de les primeres matè-

FORTA ALÇA DELS PRODUCTES ENERGÈTICS EN ELS ÚLTIMS MESOS

Variació interanual dels preus dels productes energètics



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Gener

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa					
Aliments i begudes no alcohòliques	108,7	0,2	0,5	2,4	7,0
Begudes alcohòliques i tabac	109,7	5,0	2,1	8,9	3,1
Vestit i calçat	95,4	–11,7	–11,9	1,3	0,9
Habitatge	107,2	1,2	1,7	3,9	5,3
Parament	103,7	–0,2	–0,2	2,9	2,5
Medicina	98,9	0,2	0,4	1,6	–1,9
Transport	105,4	–0,1	0,1	0,2	7,3
Comunicacions	100,3	0,5	0,4	–1,3	0,7
Oci i cultura	98,1	–1,8	–1,4	–0,8	–0,4
Ensenyament	107,4	0,3	0,1	4,6	3,9
Hotels, cafès i restaurants	106,9	0,8	0,7	4,6	4,8
Altres	104,8	1,4	0,9	3,8	2,4
Agrupacions					
Aliments amb elaboració	108,6	1,0	0,7	2,9	7,0
Aliments sense elaboració	109,1	0,0	0,6	3,5	5,5
Conjunt no alimentari	103,5	–1,1	–1,0	2,2	3,6
Béns industrials	101,5	–2,8	–2,5	0,6	3,4
Productes energètics	*109,1*	*–0,3*	*1,4*	*–1,3*	*13,4*
Carburants i combustibles	*109,8*	*–1,3*	*0,9*	*–2,9*	*16,9*
Béns industrials sense productes energètics	*98,9*	*–3,6*	*–3,8*	*1,2*	*0,1*
Serveis	105,6	0,6	0,5	3,8	3,7
Inflació subjacent (**)	103,8	–0,8	–1,0	2,7	3,1
ÍNDEX GENERAL	**104,7**	**–0,7**	**–0,6**	**2,4**	**4,3**

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

ries agràries als mercats internacionals a conseqüència de limitacions en l'oferta i de l'augment de la demanda, en especial la provinent de països emergents com la Xina i l'Índia.

Però no tot són augments de preus. Gràcies a la globalització, a la fortalesa de l'euro i a una certa desacceleració de la demanda, els preus dels béns elaborats no energètics van mantenir una tònica de moderació fins a marcar només un increment anual del 0,1%. Les rebaixes d'hivern van ser una mica més intenses que l'any passat, amb una reducció dels preus de les peces de vestir i del calçat en el mes del 13,1% i del 8,0%, respectivament. També van disminuir el 0,7% els preus dels automòbils, en un esforç per potenciar unes vendes fluixes.

Igualment, els serveis també van tenir un impacte positiu sobre la inflació en reduir-se la seva taxa d'inflació anual una dècima fins al 3,7%, tot i que una menor reducció al gener dels viatges organitzats

...i de l'augment del preu dels aliments frescos, la contribució a l'alça dels quals...

LA INFLACIÓ DELS BÉNS INDUSTRIALS NO ENERGÈTICS GAIREBÉ S'ANUL·LA

Variació interanual dels preus dels béns industrials no energètics

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

...supera l'impacte negatiu dels béns elaborats no energètics i dels serveis.

va empènyer la taxa de variació interanual fins al 3,6% des de l'1,1% del desembre. En efecte, es van produir disminucions de les taxes de variació anuals dels preus de l'educació infantil i secundària, dels serveis mèdics, de la llar i de les comunicacions.

Les perspectives per a l'IPC són d'una desacceleració gradual al llarg de l'any, si el petroli no ho impedeix.

L'IPC harmonitzat amb la Unió Europea va experimentar una variació anual lleugerament superior a la de l'IPC general d'Espanya, fins al 4,4%. D'aquesta manera, el diferencial amb la zona de l'euro es va mantenir en 1,2 punts percentuals, més del doble del mínim de mitjan 2007, però sis dècimes per sota del màxim del començament del 2006.

Els preus industrials experimenten l'alça interanual més intensa des del 1995.

L'evolució alcista de l'IPC podria haver-se apropat al màxim anual, com ho reflecteix el descens de la inflació subjacent al gener. De tota manera, probablement persistiran les pressions alcistes per part dels aliments, ateses les condicions d'oferta i demanda als mercats mundials. Així i tot, si no es produeix un repunt del preu del petroli, la inflació tendirà, gradualment, a la baixa, influïda per la desacceleració de la demanda.

Pressions alcistes dels preus a l'engròs

En l'últim període, han continuat les pressions alcistes dels preus a l'engròs. Aquestes pressions provenen, sobretot, de l'encariment de les primeres matèries als mercats internacionals, a causa de diferents raons d'oferta i demanda.

Els preus industrials van pujar el 6,6% en els dotze últims mesos fins al gener del 2008. Es tracta de l'alça interanual més intensa des del 1995. El component que mostrava més tensions era l'energètic, amb una alça del 13,3% en relació amb el gener del 2007, a conseqüència de l'escalada del cru. La resta de béns intermedis també presentaven pressions alcistes, amb un augment del 5,7%, a causa de l'encariment d'altres primeres matèries. Aquest tensionament també es va transmetre en part als béns de consum, amb un incre-

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											
Novembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,5	0,0	–0,3	8,9	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	7,3	–
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	6,8	–
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	0,2	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	4,2	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,5	0,4	3,9	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	0,1	1,9	–
Novembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,9	–0,1	0,8	2,9
Desembre	…	5,9	4,8	2,9	4,9	11,6	5,0	1,2	–0,1	0,9	–
2008											
Gener	…	6,6	5,4	2,7	5,7	13,3	…	…	…	…	–

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

ment anual del 5,4%. L'únic component que, al gener, tenia una inflació inferior a la del final del 2007 eren els béns d'equipament, del 2,7%, gràcies a la forta competència global i als augments de la productivitat.

Els preus d'importació també van reflectir un fort repunt en els últims mesos del 2007, que els va dur des d'una taxa de variació anual del 0,2% a l'abril fins al 5,0% al final de l'any. No obstant això, aquesta remuntada va ser deguda, gairebé de manera exclusiva, a la pujada del 28,6% de l'energia. La resta de components presentava baixes cotes d'inflació, gràcies, en part, a l'apreciació de l'euro.

Finalment, les últimes dades disponibles fins al novembre dels preus percebuts pels agricultors també van experimentar importants ascensos fins al 15,7% de mitjana. Les alces més importants corresponien als productes ramaders, com la llet, amb un increment del 36,3%. En canvi, els preus del bestiar d'escorxador es mantenien deprimits, amb una caiguda del 2,9% en l'últim any.

Forta alça dels productes ramaders, mentre els preus del bestiar d'escorxador romanen deprimits.

Sector exterior

El dèficit comercial el 2007: nou màxim històric

El dèficit comercial continua augmentant el 2007.

El 2007 el dèficit comercial va pujar a 98.952 milions d'euros, una xifra que se situa el 10,3% per damunt de la registrada el 2006 i que és equivalent al 9,4% del producte interior brut. Tot i que el desequilibri comercial és el màxim històric, cal esmentar com a nota positiva que el 2007 és el segon any consecutiu en què l'augment del desequilibri és inferior a l'anotat un any abans, símptoma d'una incipient correcció.

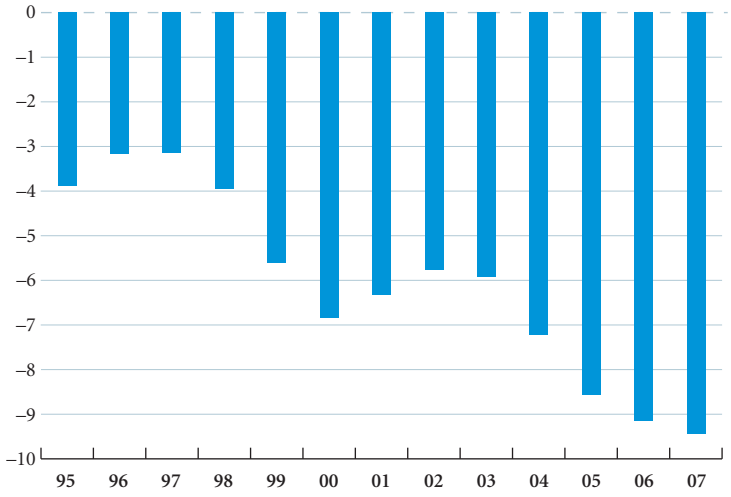
Fort dinamisme comercial amb els països emergents.

L'embranzida de les importacions (creixen el 8% el 2007), combinada amb l'expansió insuficient de les exportacions (avanç del 6,8%), ha provocat que la taxa de cobertura es reduís dues dècimes percentuals el 2007, fins al 64,7%. Com ha succeït en els últims exercicis, rere el fort creixement de la demanda nacional (superior al 4% el 2007) hi ha l'impuls de les compres a l'exterior.

Per productes, cal destacar que el principal grup, el dels béns intermedis no energètics, que representa, grosso modo, la meitat de les exportacions i de les importacions, ha estat també el més dinàmic. Així, el 2007 les exportacions d'aquest grup van créixer el 12%, i les importacions, l'11%. A una certa distància, els intercanvis comercials dels béns de consum alimentaris van registrar també taxes d'avanç significatives (6% les exportacions i 9% les importacions).

EL DÈFICIT COMERCIAL, PER DAMUNT DEL 9% DEL PIB

Saldo de la balança comercial en percentatge del producte interior brut



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

COMERÇ EXTERIOR

Gener-desembre 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	41.788	2,6	14,9	7.918	4,9	4,4	–33.870	18,9
Béns de consum	76.977	6,1	27,4	64.814	2,9	35,7	–12.163	84,2
Alimentaris	*15.831*	*8,7*	*5,6*	*21.077*	*6,0*	*11,6*	*5.246*	*133,1*
No alimentaris	*61.146*	*5,1*	*21,8*	*43.737*	*–2,4*	*24,1*	*–17.409*	*71,5*
Béns de capital	29.705	7,1	10,6	16.755	–1,8	9,2	–12.949	56,4
Béns intermedis no energètics	131.961	11,3	47,1	91.991	11,8	50,7	–39.970	69,7
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	165.729	8,5	59,1	127.146	5,5	70,1	–38.583	76,7
Zona de l'euro	*138.390*	*9,0*	*49,3*	*101.512*	*5,8*	*55,9*	*–36.878*	*73,4*
Altres països	114.701	7,4	40,9	54.332	10,0	29,9	–60.369	47,4
Rússia	*7.893*	*7,5*	*2,8*	*2.086*	*38,2*	*1,1*	*–5.807*	*26,4*
Estats Units	*9.927*	*17,1*	*3,5*	*7.569*	*0,9*	*4,2*	*–2.358*	*76,2*
Japó	*6.039*	*3,4*	*2,2*	*1.331*	*–1,2*	*0,7*	*–4.708*	*22,0*
Amèrica Llatina	*14.689*	*0,8*	*5,2*	*10.056*	*–3,6*	*5,5*	*–4.633*	*68,5*
OPEP	*21.508*	*–4,1*	*7,7*	*5.430*	*20,8*	*3,0*	*–16.078*	*25,2*
Resta	*54.646*	*13,5*	*19,5*	*27.861*	*15,7*	*15,4*	*–26.785*	*51,0*
TOTAL	**280.431**	**8,0**	**100,0**	**181.479**	**6,8**	**100,0**	**–98.952**	**64,7**

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

Els mercats internacionals de referència van continuar essent, un any més, els europeus. Així, la Unió Europea (UE) va ser la destinació del 70% de les exportacions i l'origen del 60% de les importacions. Però cal destacar que, en un enfocament temporal més ampli, la UE ha perdut quatre punts percentuals en els quatre últims anys com a mercat principal d'exportació i sis punts percentuals com a mercat d'importació. Això és degut, fonamentalment, a la importància creixent de tres àrees geogràfiques: l'Europa no comunitària, Amèrica i Àsia. Concretament, des de la perspectiva de l'exportació, el 2007 mercats com Rússia, l'Índia i els països de l'Organització de Països Exportadors de Petroli van exhibir taxes d'avanç molt significatives. Pel que fa a les zones d'importació, cal destacar els importants increments de la Xina, l'Índia i el Brasil.

Balança de pagaments: desequilibri corrent en alentiment

El dèficit corrent, tot i que encara creix, es desaccelera.

Al novembre, la balança per compte corrent va assolir un dèficit d'11.638 milions d'euros, una xifra que se situa el 13,3% per damunt de l'exhibida un any abans. El principal responsable de l'augment del desequilibri va ser l'ampliació del dèficit de la balança de rendes. Menys incidència van tenir la disminució del superàvit de serveis i la davallada dels dèficits de les balances de transferències corrents i de béns.

Més enllà d'aquesta evolució puntual, quines són les tendències de fons? Considerant les xifres d'acumulat dels dotze últims mesos fins al novembre, es verifica que el desequilibri corrent ha tendit a créixer a un ritme menor, ja que ha passat

BALANÇA DE PAGAMENTS

Novembre 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	–79.191	6,3	–84.820	–3.967	4,9
Serveis					
Turisme	*26.475*	*1,1*	*27.741*	*335*	*1,2*
Altres serveis	*–4.735*	*–3,2*	*–5.144*	*114*	*–2,2*
Total	21.740	2,1	22.597	449	2,0
Rendes	–29.763	42,6	–29.869	–6.960	30,4
Transferències	–9.682	32,5	–8.131	–1.207	17,4
Total	**–96.897**	**19,0**	**–100.222**	**–11.685**	**13,2**
Compte de capital	**3.640**	**–13,0**	**5.629**	**–574**	**–9,3**
Balança financera					
Inversions directes	–38.387	–24,1	–43.336	13.521	–23,8
Inversions de cartera	105.229	–46,2	108.085	–97.444	–47,4
Altres inversions	17.776	–	25.470	67.004	–
Total	**84.619**	**–16,8**	**90.219**	**–16.919**	**–15,8**
Errors i omissions	–3.221	26,4	–3.583	–1.398	64,0
Variació d'actius del Banc d'Espanya	11.859	–	7,958	30.576	–

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.

Les entrades d'inversions en cartera es frenen.

de situar-se en nivells de 98.853 milions d'euros del mes anterior als 100.222 milions actuals. En termes interanuals, aquest desequilibri passa de créixer el 18,9% en els dotze mesos que acaben a l'octubre del 2007 a fer-ho el 13,2% en l'acumulat de dotze mesos fins al novembre del 2007. Aquest moviment és degut al fet que la balança de transferències ha estabilitzat el dèficit, mentre que la resta de desequilibris (balances de rendes i comercial) s'han reduït i el superàvit de serveis s'ha ampliat.

Pel que fa als fluxos financers, cal destacar que les sortides netes d'inversions directes es van col·locar, en saldo acumulat de dotze mesos, en 43.336 milions d'euros, un valor que se situa el 24% per sota del registrat un any abans. Per la seva banda, les entrades netes d'inversions en cartera són, aproximadament, la meitat que les existents un any enrere i van arribar als 108.085 milions d'euros.

Aquest fort ajustament apunta a una de les qüestions del moment, la de l'impacte de la crisi *subprime* en la capacitat de finançament de l'economia espanyola als mercats financers internacionals. Des de l'agost passat, les entrades d'inversions en cartera materialitzades en bons i obligacions (en saldo acumulat de dotze mesos) s'han ajustat amb força a la baixa, un procés que es prolonga i que, pel que sembla, no s'atura fins al novembre. A una escala

netament menor, les entrades de fons realitzades en instruments del mercat monetari també flexionen a la baixa des de l'inici de la crisi financera. En canvi, les inversions en cartera materialitzades en accions i fons d'inversió van repuntar a l'agost i van mantenir des d'aquesta data una tendència positiva però plana.

És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi?

Abril del 2005. Els senadors nord-americans Schumer i Graham acusen les autoritats xineses de mantenir un tipus de canvi infravalorat i proposen un aranzel del 27,5% sobre la importació de productes xinesos. D'aquesta manera pretenen corregir el desavantatge competitiu dels productes nord-americans en relació amb les importacions xineses. Per evitar una guerra comercial amb el gegant asiàtic, l'administració Bush es posiciona en contra de l'aranzel i la proposta no s'aprova. Tot i que, de llavors ençà, el renminbi xinès s'ha apreciat el 15% enfront del dòlar, són recurrents les queixes d'alguns polítics i empresaris nord-americans (europeus també) que proposen mesures contra els països que, segons el seu parer, «manipulen» els tipus de canvi per competir amb avantatge als mercats internacionals. Per la seva banda, les autoritats xineses es defensen al·legant que no és clar que la seva moneda estigui infravalorada i que, de tota manera, s'ha apreciat de manera significativa en els dos últims anys. El debat està servit, i el cert és que és molt difícil estimar amb exactitud el tipus de canvi «just» d'una moneda.

A petició de les parts, sobretot dels Estats Units, el Fons Monetari Internacional (FMI) s'ha erigit en una mena d'àrbitre que avalua la possible manipulació dels tipus de canvi per part dels països membres de l'organització. Un article recent explica les metodologies utilitzades per intentar dilucidar quin és el tipus de canvi d'equilibri de cada país i admet la dificultat de la tasca.[1] En general, les diferents metodologies se centren en avaluar el Tipus de Canvi Efectiu Real (TCER), un número índex que es construeix com un mesurament ponderat dels tipus de canvi d'una moneda enfront dels seus principals socis comercials i que té en compte el nivell de preus a cada país. És a dir, és un tipus de canvi real ponderat. A la pràctica, s'observa que els TCER de països amb taxes de creixement de la productivitat similars tendeixen a fluctuar al voltant d'un valor més o menys constant al llarg del temps, perquè, a llarg termini, els preus d'un mateix bé tendeixen a igualar-se entre països amb característiques similars. No obstant això, les desviacions en relació amb aquest valor poden arribar a ser importants i poden passar anys fins a corregir-se totalment.

La metodologia més simple que s'utilitza per avaluar un tipus de canvi (entengui's el TCER) és la de comparar el seu valor actual amb la seva mitjana a llarg termini, que pot ser considerada el seu valor «d'equilibri». El gràfic següent mostra l'evolució del TCER per a les principals economies. Les diferents sèries s'han normalitzat de manera que la seva mitjana en els 20 últims anys sigui 100. Què ens revela aquest gràfic? En primer lloc, les monedes que, pel que sembla, estarien més infravalorades serien el dòlar i el ien, amb un valor proper al 10% per sota de la seva mitjana històrica. L'euro estaria en el seu valor a llarg termini, mentre que la moneda xinesa, el renminbi, estaria el 5% sobrevalorat!

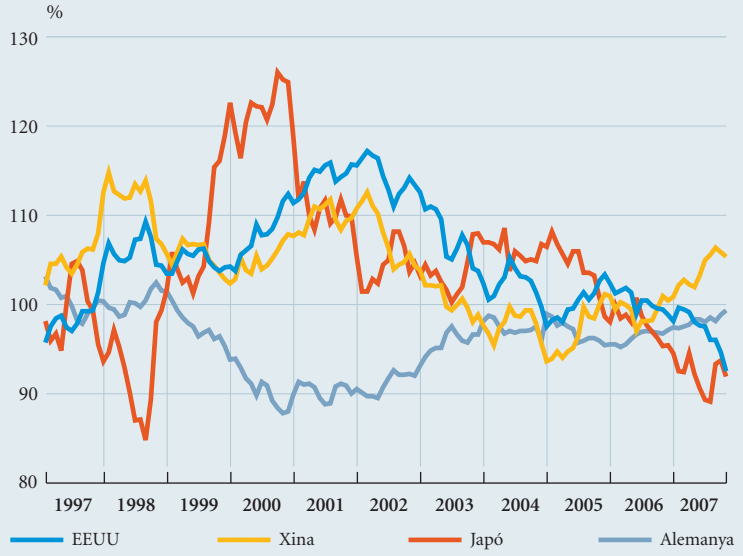
Llavors, com s'entenen les crítiques nord-americanes a la política canviària xinesa? Els economistes reconeixen que la metodologia anterior no és gaire útil per comparar països que no siguin molt similars. Diversos motius

(1) Vegeu «Methodology for CGER Exchange Rate Assessments», Fons Monetari Internacional, novembre del 2006, Washington, DC, Estats Units.

expliquen això. És un fet força establert que els països emergents que experimenten un procés d'obertura tenen taxes de creixement de la productivitat més altes que els països industrialitzats, com és el cas de la Xina i de l'Índia, i els seus tipus de canvi haurien de mostrar una tendència a l'apreciació. Per tant, davant l'evidència del gràfic següent, els senadors Schumer i Graham i els seus seguidors respondrien que, per bé que és cert que el TCER xinès s'ha apreciat, encara ho hauria de fer més.

ELS TIPUS DE CANVI EFECTIUS REALS S'APROPEN AL SEU VALOR DE LLARG TERMINI

TCER, Mitjana 1987-2007 = 100



FONT: FMI.

A més a més, el valor del tipus de canvi a mitjà termini també depèn de les polítiques econòmiques que adopten els països. Per exemple, si un país du a terme una política fiscal expansiva, l'augment de la demanda interna tendirà a provocar un dèficit comercial. Per tant, serà necessària una depreciació de la seva moneda per impulsar les exportacions i encarir les importacions de manera que es torni a una situació de balanç extern. Aquest seria el cas dels Estats Units, i per això alguns analistes suggereixen que el dòlar s'ha de depreciar encara més.

Aquests dos exemples posen de manifest la necessitat d'un enfocament més sofisticat per dictaminar el valor «correcte» d'una moneda. Per tot plegat, l'FMI disposa d'una bateria de models que tenen en compte els efectes que hem discutit al paràgraf anterior. També s'inclouen altres efectes, com, per exemple, els derivats dels preus de primeres matèries per als països que en són grans exportadors i importadors o de consideracions de sostenibilitat del deute extern a llarg termini, per esmentar-ne alguns.

I què diu l'FMI sobre els tipus de canvi de les principals monedes? Per a la divisa nord-americana estima una lleugera sobrevaloració, fins al 10%, i, per tant, el dòlar encara s'hauria de depreciar lleugerament per millorar la posició externa dels Estats Units.[2] En el cas de l'euro, l'FMI indica que és a prop del seu valor d'equilibri, basat en la posició externa de l'economia europea. En el cas del Japó i de la Xina, l'FMI esmenta que les seves monedes

(2) Vegeu Isard, P., «Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies», Document de Treball de l'FMI 07/296, Washington, DC, Estats Units.

estan infravalorades, però no es mulla a l'hora de donar valors numèrics. Aquestes omissions reflecteixen la gran tensió política que genera el tema del tipus de canvi, en especial el tipus de canvi bilateral amb el dòlar.

En definitiva, amb les eines actuals, sembla possible diagnosticar, tot i que sigui de forma imprecisa, el grau d'infravaloració o de sobrevaloració d'una moneda. Un altre tema és qui hauria d'arbitrar les disputes internacionals al voltant de la manipulació dels tipus de canvi i si caldria imposar mesures sobre els països sospitosos de manipulació. Sembla raonable que l'FMI o l'Organització Mundial del Comerç (OMC) siguin els àrbitres. Però és d'esperar que els països que escullen un tipus de canvi infravalorat com a part de la seva estratègia de desenvolupament econòmic s'oposin amb energia a la possibilitat que es doti aquests organismes de prou eines per sancionar.

Sector públic

El pes del deute públic disminueix fins al nivell més baix dels vint últims anys.

Augment de la pressió tributària tot i la reforma dels impostos sobre la renda de les persones físiques i de societats.

Les administracions públiques aconsegueixen el superàvit més important de les últimes dècades

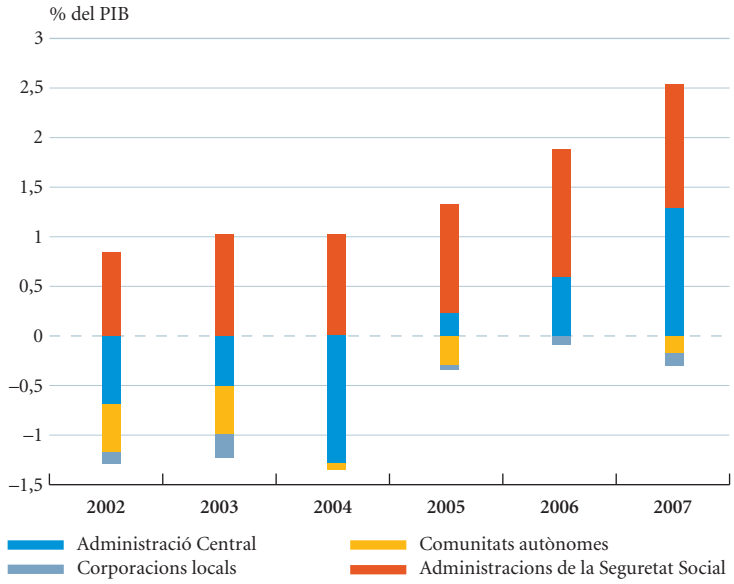
La forta expansió de l'economia el 2007 es va traduir en un notable superàvit de les administracions públiques de 23.368 milions d'euros, xifra que representa el 2,23% del producte interior brut (PIB). Es va tractar del tercer superàvit anual consecutiu i de la quota més elevada de les últimes dècades. D'aquesta manera, el pes del deute públic en relació amb el PIB es va continuar reduint fins al 36,2% del PIB, el nivell més baix dels vint últims anys.

El superàvit del conjunt de les administracions públiques el 2007 va incorporar la important contribució de l'1,29% del PIB de l'administració central, més del doble que en l'any anterior. L'aportació de les administracions de la Seguretat Social va ser similar, de l'1,25% del PIB, per bé que aquesta ràtio va ser lleugerament inferior a la del 2006. Els superàvits assolits en els últims anys van permetre que el fons de reserva de la Seguretat Social arribés als 45.716 milions d'euros al final del 2007. Aquesta quantitat representa el 4,35% del PIB. A més a més, el dia 8 de febrer, el Consell de Ministres va aprovar una dotació de 4.700 milions d'euros. D'altra banda, els saldos de les comunitats autònomes i de les administracions locals van presentar lleugers dèficits.

L'augment de la capacitat de finançament de l'Estat va ser degut, sobretot, a la bona

MILLORA DEL SALDO DE LES ADMINISTRACIONS PÚBLIQUES

Saldo de les administracions públiques



FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

marxa dels ingressos tributaris, que van créixer per damunt del PIB nominal, de manera que la pressió fiscal va registrar un increment. Els impostos directes i les cotitzacions socials van augmentar el 18,1%. La recaptació de l'impost sobre la renda de les persones físiques es va incrementar el 15,7% i va mostrar l'impacte limitat de la reforma que va entrar en vigor al gener del 2007. Per la seva banda, els ingressos provinents de l'impost de societats van créixer el 20,5%, la qual cosa també evidencia el reduït efecte del nou règim d'aquest impost.

Els impostos indirectes van pujar el 3,4% el 2007. Això va ser degut, sobretot, al fet que la seva principal figura, l'impost sobre el valor afegit (IVA), només va créixer el 2,2%, afectat, en part, per l'alentiment del consum privat. Els impostos especials es van incrementar força més, el 6,4%. De tots, el que va experimentar una alça més intensa va ser el que grava els productes del tabac, que va créixer el 12,8%.

Els pagaments no financers de l'Estat el 2007 van pujar el 7,2%. Les despeses de personal van augmentar el 6,6%. La pujada de les despeses corrents en béns i serveis va ser molt superior, del 17,2%, i va reflectir la incidència de despeses per la celebració d'eleccions. Les inversions reals van créixer l'11,8%, i les transferències de capital, el 23,5%. Les despeses financeres van ser l'única partida que va baixar, el 6,9%, a causa del calendari de venciments del deute públic.

El 2008 probablement el superàvit públic es reduirà a causa d'una conjuntura menys expansiva, que comportarà més despeses de cobertura de l'atur. Les dades conegudes de l'evolució pressupostària del gener del 2008 confirmen aquesta tendència. Així, la capacitat de finançament en termes de comptabilitat nacional, amb criteris comptables de drets i obligacions, va disminuir del 0,28% fins al 0,13% del PIB en el primer mes de l'exercici actual.

La recaptació de l'impost sobre el valor afegit es modera per l'alentiment del consum privat.

El 2008 el superàvit públic probablement es reduirà per una conjuntura menys expansiva.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Desembre 2007

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	**11.431**	**20,5**	**159.839**	**12,7**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	4.101	5,4	72.614	15,7
Impost de societats	4.283	22,4	44.823	20,5
IVA	2.580	28,1	55.851	2,2
Impostos especials	1.652	3,2	19.787	6,4
Resta	2.980	28,1	21.169	18,5
Total	**15.596**	**17,0**	**214.244**	**12,1**
Pagaments no financers	**15.400**	**2,1**	**139.704**	**7,2**
Saldo de caixa	**–3.969**	**–29,1**	**20.135**	**75,5**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***–11.942***	***–20,0***	***13.523***	***209,1***

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

Estalvi i finançament

El finançament al sector privat creix el 16% el 2007

Pugen els tipus d'interès crediticis en termes nominals el 2007.

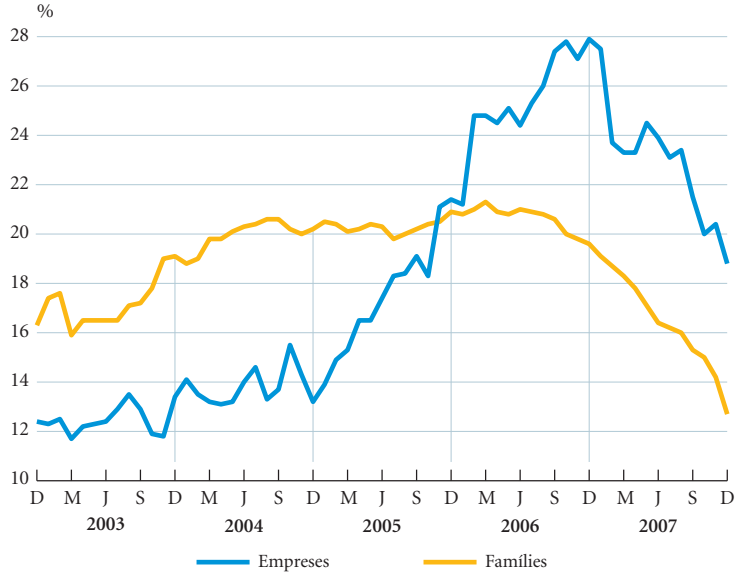
El 2007 els tipus d'interès dels préstecs i crèdits al sector privat van mantenir la trajectòria alcista iniciada a la segona meitat del 2005 i van traslladar progressivament les pujades del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. No obstant això, en l'últim trimestre, els tipus d'interès crediticis gairebé es van estabilitzar, a l'esvair-se les expectatives de nous increments del tipus d'interès de referència de la zona de l'euro. D'aquesta manera, el tipus d'interès mitjà dels préstecs a empreses i famílies va acabar l'any en el 6,03%, amb un increment de 0,9 punts percentuals. De fet, en termes reals, el tipus d'interès dels crèdits va acabar el 2007 per sota del nivell de l'any precedent, ja que la taxa d'inflació es va situar 1,5 punts percentuals per damunt.

Enduriment de les condicions d'oferta de crèdit segons l'última enquesta sobre préstecs bancaris del Banc d'Espanya.

Tot i aquest descens dels tipus d'interès en termes reals, en els tres últims mesos del 2007 va prosseguir l'enduriment de les condicions d'oferta de crèdit, segons les dades de l'última enquesta sobre préstecs bancaris publicada pel Banc d'Espanya, la qual, a més a més, constata que la restricció va ser més intensa en les operacions amb les empreses i amb les llars per la compra d'habitatge. Aquesta evolució va ser motivada, principalment, per canvis en la percepció dels riscos econòmics, per uns costos de finançament més ele-

FORTA MODERACIÓ DEL FINANÇAMENT A LES EMPRESES I A LES FAMÍLIES

Variació interanual del finançament a les empreses i a les famílies



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Desembre 2007

	Saldo	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	90.818	5.442	6,4	5,2
Deutors amb garantia real (*)	1.068.373	145.397	15,8	60,7
Altres deutors a termini	497.913	83.324	20,1	28,3
Deutors a la vista	40.582	6.469	19,0	2,3
Arrendaments financers	46.293	5.580	13,7	2,6
Crèdits dubtosos	16.236	5.377	49,5	0,9
TOTAL	**1.760.215**	**251.589**	**16,7**	**100,0**

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

vats i per una menor disponibilitat de recursos als mercats a l'engròs a causa de les turbulències als mercats financers arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc als Estats Units. D'altra banda, també es percep una disminució generalitzada de la demanda.

En aquest marc, en els últims mesos del 2007, el finançament al sector privat va intensificar la desacceleració iniciada en l'exercici anterior. Així, la seva taxa de variació anual va baixar fins al 16,1% al desembre del 2007, 8,1 punts percentuals menys que dotze mesos abans. Així i tot, es tracta d'un alt ritme de creixement anual, superior al del conjunt de la zona de l'euro. Les perspectives per al 2008 són de continuïtat de l'alentiment, atesa la moderació prevista de la demanda interna. A més a més, l'enquesta sobre préstecs bancaris del Banc d'Espanya preveu un enduriment de les condicions financeres en els primers mesos del 2008.

Els fons destinats a les empreses no financeres van experimentar un fort alentiment del ritme de creixement. Així, van pujar el 18,8% el 2007, 9,1 punts menys que en l'any precedent. Aquest alentiment es va apreciar en totes les modalitats de finançament. Els arrendaments financers, que es destinen a inversió, van augmentar el 13,7%, menys que el total, però la seva desacceleració va ser menys intensa, només 2,7 punts menys que dotze mesos abans.

L'endeutament de les famílies també va mostrar símptomes d'esgotament. Així, el finançament a les llars es va incrementar el 12,7%, 6,9 punts per sota de la taxa del 2006. La principal contribució a aquesta desacceleració va provenir de l'habitatge, que va passar d'un augment anual del 20,4% el 2006 al 13,2% el 2007. L'augment de l'esforç per a l'adquisició d'una casa, a causa de l'increment del preu dels habitatges i dels tipus d'interès, va forçar una moderació de la demanda efectiva. Però la resta de préstecs als particulars també van experimentar un alentiment similar, amb un creixement anual de l'11,2% el 2007.

Per entitats, la banca va mantenir la quota en el 43,6% del total i va truncar la tendència descendent dels últims anys. Les caixes d'estalvis van incrementar lleugerament la seva participació en aquest segment del mercat fins al 47,3%. Les cooperatives de crèdit van mantenir un percentatge del 5,2% del total, i la resta d'entitats financeres el van reduir en tres dècimes.

Les perspectives per al 2008 són de continuïtat de l'alentiment dels crèdits al sector privat.

Lleuger repunt de la taxa de morositat el 2007, però es manté per sota de l'1%.

El canvi de fase del cicle financer també es percep en l'evolució de la morositat. La taxa de dubtositat va repuntar suaument fins a situar-se en el 0,92%, només dues dècimes per damunt del mínim històric del desembre del 2006. Així, es va mantenir per sota de l'1% i és sensiblement inferior a la mitjana europea. Per al 2008, es preveu una lògica remuntada a partir de nivells molt baixos, però les entitats financeres espanyoles tenen el suport de les elevades provisions per a aquests riscos.

Els dipòsits del sector privat creixen el 16% el 2007, 9 punts menys que en l'any anterior.

Els estalviadors prefereixen els dipòsits a termini

La desacceleració del crèdit s'ha reflectit en l'alentiment del creixement dels dipòsits bancaris captats per les entitats financeres el 2007. Així, els dipòsits del sector privat a les entitats financeres van augmentar el 15,6% l'any passat, 9,5 punts menys que en l'exercici anterior. Aquesta moderació del ritme de creixement dels dipòsits va succeir tot i les campanyes de les entitats financeres per captar-los. Això va comportar un augment de les remuneracions, però, malgrat tot, la retribució mitjana es va situar per sota del nivell de la inflació al final de l'any.

Els comptes a termini a menys de dos anys augmenten el 43% el 2007 amb el nou règim fiscal d'estalvi.

No obstant això, el tipus d'interès dels dipòsits a termini va pujar més, fins al 4,4% al desembre, i va superar la taxa d'inflació. I, precisament, els comptes a termini fins a dos anys van ser la modalitat més expansiva, amb un increment anual del 43,1%. També van ser afavorits per la supressió de les discriminacions fiscals segons el tipus de producte i termini des del gener del 2007 amb el nou règim tributari de l'estalvi. Els comptes a la vista, en canvi, van disminuir el saldo el 2,3%, afectats pels baixos tipus d'interès.

Els bancs van continuar recuperant terreny en aquest apartat del passiu fins a situar la seva quota en el 41,9%, mentre les cooperatives de crèdit i les caixes disminuïen una mica la seva participació. No obstant això, les caixes d'estalvis, amb una participació del 51,6%, es mantenien en primera posició en aquest segment de mercat.

Gener va ser un mes negatiu per als fons d'inversió mobiliaris, que van patir unes pèrdues del 5% en el seu patrimoni fins als 226.853 milions d'euros i una reducció del nombre de partícips també del 5%. Les retirades netes de fons van ser molt elevades i van sumar 7.796 milions d'euros. En general, atès un comporta-

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

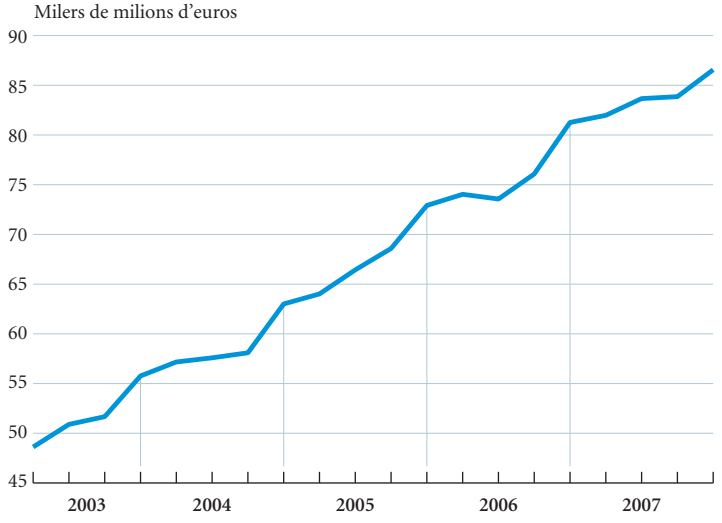
Desembre 2007

	Saldo	Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	438.057	-10.280	-2,3	33,1
A termini fins a 2 anys	352.706	106.300	43,1	26,7
A termini a més de 2 anys	402.004	69.155	20,8	30,4
Cessions temporals	85.611	1.787	2,1	6,5
Total	**1.278.378**	**166.962**	**15,0**	**96,7**
Dipòsits en monedes no euro	**43.844**	**11.127**	**34,0**	**3,3**
TOTAL	**1.322.222**	**178.089**	**15,6**	**100,0**

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

CONTINUA LA PROGRESSIÓ ASCENDENT DELS FONS DE PENSIONS

Patrimoni total dels fons de pensions



FONT: Inverco.

ment desfavorable als mercats de renda variable, els estalviadors van mostrar aversió al risc i es van refugiar en els fons de renda fixa a curt termini i en els dipòsits bancaris.

D'altra banda, el volum d'actius dels fons de pensions es va situar, al final del 2007, en 86.561 milions d'euros. Aquesta quantitat representa un augment anual del 6,5%. A diferència dels fons d'inversió, les aportacions netes als fons de pensions el 2007 van resultar positives per un total del 3.086 milions d'euros. És lògic que el creixement de les aportacions als plans de pensions sigui més constant que els fluxos nets als fons d'inversió, en tractar-se d'un instrument que té una finalitat a llarg termini. Així, tot i que el rendiment mitjà anual va ser decebedor el 2007, amb el 2,1%, en una perspectiva a llarg termini va superar amb escreix la inflació, amb una rendibilitat anual mitjana del 6,35% en els disset últims anys.

Ateses les caigudes borsàries, els estalviadors es refugien en els fons monetaris a curt termini i en els dipòsits.

Els fons de pensions assoleixen una rendibilitat mitjana del 6,35% en els disset últims anys.

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

Març 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 i investigació	32
TOTAL PRESSUPOST	**500**

CICLE DE CONFERÈNCIES – CAIXAFORUM

Com ens afecta la globalització de l'economia?

Obra Social
Fundació "la Caixa"

COMERÇ I CREIXEMENT ECONÒMIC: EVIDÈNCIES I IMPLICACIONS

David Weinstein, Universitat de Columbia

26 de març (Madrid) i 27 de març (Barcelona)

EL REPTE D'ÀFRICA EN EL SEGLE XXI

Paul Collier, Universitat d'Oxford

14 d'abril (Madrid) i 15 d'abril (Barcelona)

ÍNDIA: LA HISTÒRIA D'UN CREIXEMENT

Mohandas Pai, Infosys

5 de maig (Madrid) i 6 de maig (Barcelona)

ES POT ADAPTAR EL MODEL SOCIAL EUROPEU A LA GLOBALITZACIÓ?

Carlos Solchaga, ministre d'Economia i Hisenda, 1985-1993

19 de maig (Madrid) i 20 de maig (Barcelona)

Coordina: Servei d'Estudis de "la Caixa"

Més informació a: www.laCaixa.es/ObraSocial

Preu de l'entrada: 2 € sessió
Venda d'entrades:

ServiCaixa
902 33 22 11
servicaixa.com

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