ABRIL 2008

Informe Mensual

NÚMERO 312

Què mou el consum? Pàg. 18
El consum privat es mou en funció dels ingressos de les llars, actuals i futurs, i del seu patrimoni net

Casa, habitatge, família i llar: dinàmica de sinònims Pàg. 44
L'evolució del nombre de llars és un factor clau en la demanda d'habitatge

La despesa de les famílies: de la cuina al restaurant... i amb el mòbil Pàg. 58
La composició de la despesa de les famílies ha experimentat un profund canvi en les quatre últimes dècades

Les famílies espanyoles suporten el deute Pàg. 69
Tot i l'augment del deute, el balanç financer de les famílies continua essent sòlid

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	1,2	1,5	1,9	2,8	2,5	2,3	1,2
Japó	2,4	2,0	1,6	2,9	1,7	1,9	1,7	1,3	1,8
Regne Unit	2,9	3,0	2,1	3,0	3,2	3,1	2,8	2,5	2,1
Zona de l'euro	2,9	2,6	1,7	3,1	2,4	2,6	2,2	1,8	1,7
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*	*1,4*	*2,2*	*2,1*	*1,6*	*1,6*
Preus de consum									
Estats Units	3,3	2,8	3,3	2,5	2,5	2,4	4,0	4,1	3,4
Japó	0,2	0,1	0,5	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	0,8	0,3
Regne Unit	2,3	2,3	2,5	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,4
Zona de l'euro	2,2	2,1	2,9	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,2
Alemanya	*1,6*	*2,3*	*2,4*	*1,8*	*2,1*	*2,3*	*3,1*	*2,9*	*2,6*
França	*1,7*	*1,5*	*2,5*	*1,2*	*1,2*	*1,3*	*2,3*	*2,9*	*2,6*
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**	**2,8**	**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	9,6	8,5	8,0	8,0	8,6	8,9	9,3
Índex de preus de consum	3,5	2,8	3,9	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	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	2,0	5,3	5,3	5,1	4,5	2,8	1,9
Repo BCE	2,8	3,9	3,9	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	3,2	4,7	4,8	4,6	4,1	3,5	3,1
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	3,9	3,7
Tipus de canvi									
$/Euro	1,26	1,38	1,51	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,53

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
9 Japó
12 Xina
14 Mèxic
16 Primeres matèries
18 Què mou el consum?

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

30 Mercats financers
30 Mercats monetaris i de capital

39 Conjuntura espanyola
39 Activitat econòmica
44 Casa, habitatge, família i llar: dinàmica de sinònims
48 Mercat de treball
53 Preus
58 La despesa de les famílies: de la cuina al restaurant… i amb el mòbil
60 Sector exterior
63 Sector públic
65 Estalvi i finançament
69 Les famílies espanyoles suporten el deute

Llar, dolça llar

A Espanya es comptabilitzen més de 16 milions de llars, on es prenen les decisions de consum, estalvi i inversió que mouen l'economia. Per exemple, el consum de les famílies a Espanya arriba gairebé al 60% del producte interior brut, i el seu creixement transcorre paral·lel al del conjunt de l'economia. Com s'apunta en un dels requadres que il·lustren aquest Informe Mensual, no es tracta d'una casualitat. La capacitat de creixement del consum ve determinada per l'increment del producte interior brut, que, al seu torn, depèn, fonamentalment, de variables com l'augment de l'ocupació i les millores de la productivitat.

El consum de les famílies ha evolucionat molt al llarg dels anys. L'augment del nivell de vida, l'aparició de nous productes, el canvi de preferències i les variacions en els preus relatius han capgirat la composició del pressupost familiar. El canvi més notable en el patró de consum ha estat la disminució del pes relatiu dels béns de primera necessitat. Més folgats econòmicament, tendim a gastar en proporció més en oci, cultura, hotels, restaurants, pernil ibèric o roba de marca, per exemple. I també en telefonia mòbil, quelcom que fa uns anys ni tan sols s'havia inventat…

A més del consum, altres decisions familiars determinen en bona part el curs del cicle econòmic general. Es tracta de la compra de la casa o del pis, la principal inversió no financera que efectuen les famílies a la vida. Les estadístiques espanyoles mostren que la demanda d'habitatges està molt vinculada a la creació de llars. Molts altres factors ajuden a explicar l'evolució de l'immobiliari, no cal dir-ho, però, com es recull en un altre requadre d'aquest Informe, l'últim cicle expansiu del sector s'explica, sobretot, per l'important augment del nombre de llars: al voltant de quatre milions en els deu últims anys. L'explicació cal buscar-la, principalment, en l'emancipació de les generacions nascudes en els anys seixanta i començament dels setanta, el *baby boom* espanyol. Un altre factor que també ha actuat en la mateixa direcció ha estat la massiva arribada d'immigrants a partir del final dels noranta, un fenomen inesperat i imprevist de gran impacte i repercussió socioeconòmica.

Aquest intens ritme de compra d'habitatges ha generat un augment de l'endeutament de les llars. En els deu últims anys, el deute de les unitats familiars s'ha duplicat en relació amb la seva renda disponible i ha passat del 60% al 120%. Aquesta evolució ha despertat algunes alarmes, per la seva intensitat i rapidesa. No obstant això, la situació financera de les famílies continua essent sòlida. L'alça dels preus immobiliaris i la revaloració dels actius financers han comportat un augment de la riquesa de les llars més elevat que l'increment del seu endeutament. Més endeutats, però també més rics.

Es pot objectar que tot plegat són mitjanes que, a l'hora de la veritat, no tenen en compte totes les famílies que amb prou feines arriben al final del mes o que viuen en l'estretor per pagar la hipoteca. Descendint al detall, l'enquesta financera de les famílies que elabora el Banc d'Espanya indica que un alt percentatge de les llars amb un cap de família entre 35 i 44 anys estan endeutats. Els volums més importants de deute s'observen, com és d'esperar, entre els més joves, els empleats per compte propi i les llars amb dos membres que treballen. Però, en relació amb el total de les famílies espanyoles, el percentatge de llars endeutades és només la meitat, de manera que és d'esperar que les famílies continuaran essent el puntal del creixement de l'economia.

RESUM EXECUTIU

La crisi *subprime*, que va començar a l'estiu del 2007, continua generant maldecaps a les autoritats monetàries.

La Fed ha retallat els tipus d'interès, ha desenvolupat nombroses mesures per injectar liquiditat i fins i tot ha anat al rescat d'un banc privat.

L'economia nord-americana pot haver entrat en recessió.

De la crisi financera a la crisi real?

Tot va començar en plena canícula estival del 2007. Poca gent havia sentit a parlar de les hipoteques *subprime*, un segment del mercat hipotecari nord-americà orientat a clients d'escassa solvència creditícia. Ja abans, al febrer, s'havia encès algun senyal d'alarma, però aviat va ser descartat: com podia aquesta fotesa afectar la brillant embranzida de l'economia dels Estats Units? Una mica més de mig any després, és clar que el problema ha augmentat i s'ha estès, que s'ha convertit en una crisi de liquiditat i de solvència i que amenaça amb la possibilitat d'arrossegar l'economia nord-americana cap a la recessió, si no ho ha fet ja.

Cal reconèixer que les autoritats econòmiques i monetàries nord-americanes s'han esforçat per afrontar el problema amb rapidesa i contundència. Des de l'agost del 2007, la Reserva Federal ha retallat el tipus d'interès de referència en tres punts percentuals, fins al 2,25%, per pal·liar la manca de liquiditat del sistema monetari. Amb aquesta mateixa finalitat, ha injectat importants sumes de diners en efectiu mitjançant els instruments al seu abast. A més a més, ha creat nous instruments per facilitar liquiditat a les entitats financeres. Fins ara el resultat no ha estat brillant. Persisteixen els problemes de liquiditat al mercat interbancari, i els inversors prefereixen canalitzar els fons cap a actius segurs, com el deute públic, tot i que el rendiment sigui inferior al dels valors privats.

Totes aquestes actuacions amb prou feines han pal·liat el nerviosisme dels mercats, amb les borses marcant tendències a la baixa, el dòlar en caiguda lliure i una frenada en el crèdit bancari. La pitjor part correspon a les entitats financeres, que, ateses les pèrdues dels seus balanços, han hagut de fer enormes provisions, situació que s'ha traduït en importants retallades en els beneficis i en la capitalització borsària. Fins i tot la Reserva Federal s'ha vist obligada a sortir al rescat d'un dels principals bancs d'inversió de Wall Street, Bear Stearns. Una mesura inconcebible no fa pas gaire, però que parla clarament dels riscos sistèmics de la situació financera actual als Estats Units.

I, mentrestant, què passa a l'economia real? Els indicadors econòmics disponibles –encara endarrerits– no permeten certificar que ens trobem davant d'una recessió, però una bona part dels analistes ho dóna per descomptat. La crisi immobiliària fa ja dos anys que dura i, ara com ara, no afluixa. El consum privat, baluard de l'expansió dels últims anys, comença a defallir, pel que es veu als comerços al detall i als concessionaris de cotxes. L'índex de confiança del Conference Board ha caigut a mínims que no s'observaven des de feia molts anys. No és estrany, ja que l'ocupació va disminuir al febrer per primer cop des dels atacs terroristes de les torres bessones, el 2001, i els salaris no pugen. L'únic front optimista cal buscar-lo a les exportacions, que reben el suport d'un dòlar cada cop més feble, la qual cosa representa un cert suport a la inversió en equipament.

Més enllà del debat sobre si la recessió dels Estats Units ha començat ja, la qüestió més rellevant és com se superarà la sotragada. Les mesures de política monetària, juntament amb el pla de la Casa Blanca d'estímul al consum, poden pal·liar una mica la

caiguda, de manera que ens podem trobar davant d'una recessió suau, a l'estil de les del 1990-1991 o l'última del 2001. Però els desequilibris que arrossega l'economia nord-americana –dèficit exterior, deute de les famílies– són massa elevats per pensar que els bons temps tornaran, sense més ni més, un cop passada la tempesta. Tampoc no és probable que la laxitud de la política monetària després de la recessió del 2001, que va propiciar la bombolla immobiliària, s'hagi de repetir, atès el context inflacionista. La recomposició d'aquests desequilibris i l'estabilització de l'immobiliari apunten a una lenta recuperació a mitjà termini.

Fora dels Estats Units, l'economia mundial prossegueix la seva marxa, amb els països emergents polsant fort i la resta d'economies desenvolupades amb unes expectatives discretes. Els elevats preus de les primeres matèries permeten als països exportadors mantenir el flux d'ingressos i sostenir l'expansió. Al mateix temps, palesen que la desacceleració global, tot i l'ensopegada nord-americana, encara és suau. El petroli ha escalat a nous màxims històrics i ha superat clarament el nivell psicològic dels 100 dòlars per barril, fins als 106 el *Brent* i els 109 el *West Texas*, cap a la meitat de març. Cal apuntar, però, al component financer que mou els preus de les primeres matèries, ja que els factors fonamentals no expliquen determinats moviments, de manera que és probable que les cotitzacions recuperin nivells més coherents amb la conjuntura global.

En aquest context, la Xina s'ha quedat com el –únic– gran motor de l'economia mundial. Les últimes dades de creixement, corresponents al darrer trimestre del 2007, anoten un ritme encara superior a l'11%, en termes reals. Alguns indicadors apunten a una certa desacceleració, però l'avanç del gegant asiàtic encara és imparable. El problema cal buscar-lo en els preus. En els últims mesos, la pujada de l'índex de preus de consum s'ha doblat i ha assolit la taxa del 8,7% al febrer. Més rellevant és l'evolució del component d'aliments, que s'expandeix a un ritme del 23%, la qual cosa té una incidència especialment negativa. La Xina és importadora neta d'aliments, i el seu encariment als mercats mundials representa un risc que supera el marc purament econòmic. Les autoritats xineses han optat per apujar els tipus d'interès i el coeficient de caixa, per refredar una mica l'economia, però tenint cura de no empènyer a l'alça un tipus de canvi molt beneficiós per als seus exportadors.

Les economies exportadores de primeres matèries es beneficien dels alts preus, amb un petroli que ha superat la frontera dels 100 dòlars per barril.

A Europa, les preocupacions són diferents. A la zona de l'euro, els indicadors confirmen que la desacceleració continua, però la seva intensitat encara és limitada. El to del consum privat és feble i la moral del consumidor, expressada per l'índex de confiança, és més aviat discreta. Ara com ara, però, es crea ocupació i fins i tot la taxa d'atur disminueix. La inversió en equipament apunta a l'estabilitat o fins i tot a un cert creixement. La demanda exterior es veu afectada per l'apreciació de l'euro, que redueix el superàvit comercial. Però les exportacions alemanyes, un autèntic motor per a l'economia europea, es mostren resistents a l'efecte canviari, gràcies al seu alt nivell competitiu.

La Xina creix a l'11%, però presenta un augment important de la inflació.

La preocupació més important és ara la pujada dels preus de consum a la zona de l'euro. La dada preliminar del març s'ha enfilat fins a una taxa del 3,5%, la més alta des de la creació de la moneda única el 1999. Aquesta trajectòria ha reforçat el discurs antiinflacionista en què insisteix el Banc Central Europeu. S'entén que es tracta d'una alça causada per la combinació de les tensions als mercats de primeres matèries energètiques i d'alimentació. La intensitat d'aquestes tensions, però, fa improbable que, abans del final de l'any, la taxa de l'IPC s'apropi al 2%, que és el llindar desitjat per l'autoritat de Frankfurt. Per tant, i malgrat les tensions als mercats

La inflació també és una preocupació per al BCE, en un context de desacceleració moderada de l'activitat.

Després d'una prolongada etapa expansiva, l'economia espanyola entra en una fase de moderació del creixement...

monetaris i de crèdit, que també es donen a la zona de l'euro, el BCE ha mantingut inamovibles els tipus d'interès.

Economia espanyola: cau la confiança

L'economia espanyola, que ja a l'inici del 2007 va començar a mostrar senyals de desacceleració després de més de deu anys d'expansió continuada, ha accelerat aquesta tendència. Inevitablement, l'enduriment de la situació dels mercats financers internacionals afecta directament una economia amb un creixement vinculat a l'entrada de finançament exterior, que el 2007 va ascendir al 10% del PIB.

...que s'intensifica a causa dels efectes de les turbulències financeres internacionals.

En particular, el sector de la construcció, i més concretament l'immobiliari, s'ha vist especialment afectat per aquesta conjuntura. Al llarg de l'any passat, els senyals d'alentiment es van fer evidents després d'una fase expansiva que va arrencar cap a la meitat dels noranta i que ha estat, juntament amb el consum, el puntal del creixement fins ara. La desacceleració de l'immobiliari s'ha vist precipitada en els darrers mesos per les incerteses despertades per les turbulències als mercats financers i per l'enduriment de les condicions de concessió de crèdits. La demanda s'ha retret ateses les perspectives d'empitjorament de la conjuntura general i per les tensions de liquiditat que han encarit el crèdit.

El creixement del consum de les famílies també s'alenteix. En els dos primers mesos, les vendes al detall i les d'automòbils han mostrat resultats negatius. L'indicador de confiança dels consumidors va marcar al febrer la cota més baixa des del 1994, afectat pel deteriorament del mercat laboral, unes condicions financeres menys laxes i la laminació del poder adquisitiu que produeix el sobtat augment de les tensions inflacionistes.

La inflació escala en pocs mesos fins al 4,4%.

En efecte, d'una banda, l'ocupació continua creixent, tot i que a un ritme progressivament menor. Al final de febrer, el nombre d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social superava per poc els 19 milions, 65.179 afiliats més que en el mes anterior. No obstant això, la taxa de variació anual va continuar disminuint i es va situar en l'1,6%, enfront de l'augment del 3,0% del 2007, la qual cosa il·lustra la via d'alentiment en la creació d'ocupació en l'últim període.

D'altra banda, l'índex de preus de consum ha doblat en pocs mesos la taxa de creixement interanual i ha arribat al 4,4% al febrer. L'esmentada escalada del preu del petroli i l'encariment dels preus de determinats aliments són els causants d'aquesta evolució. El diferencial d'inflació en relació amb els nostres socis de la zona de l'euro es manté elevat, però no ha augmentat, ja que es tracta, fonamentalment, d'inflació importada. No obstant això, aquests elevats nivells inflacionistes creen preocupació pels eventuals efectes indirectes o de segona ronda, és a dir, per la repercussió sobre els salaris, les tarifes de transport o altres productes agrícoles i industrials.

L'activitat s'encamina, per tant, cap a un escenari de menys creixement i de menys creació d'ocupació. Les previsions dels analistes convergeixen en preveure un creixement situat al voltant del 2,5% el 2008, ritme que, de tota manera, encara superaria amb escreix la mitjana de la zona de l'euro. Atès aquest ajustament, l'economia espanyola té diversos actius, com l'elevat superàvit dels comptes públics o un sòlid sector financer. En qualsevol cas, el govern que ha de sorgir de les eleccions celebrades al començament de març probablement tindrà davant seu la tasca més complicada dels últims lustres.

31 de març de 2008

CRONOLOGIA

2007

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%.
març	**9**	El Partido Socialista Obrero Español guanya les **eleccions generals**.
	14	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja al màxim històric de 106,54 dòlars per barril.
	18	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,25%.
	31	L'**euro** cotitza a 1,581 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.

AGENDA

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).

Maig

- **6** Índex de producció industrial (març). Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
- **8** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **13** IPC (abril).
- **14** Avanç del PIB (primer trimestre). IPC harmonitzat de la UE (abril).
- **21** Comptabilitat Nacional Trimestral (primer trimestre). Comerç exterior (març).
- **26** Preus industrials (abril).
- **27** Ingressos i pagaments de l'Estat (abril).
- **30** Balança de pagaments (març).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'economia nord-americana té un peu a la recessió, però els riscos més grans deriven del retard de la recuperació.

Estats Units: la confiança desapareix

La paraula crèdit ve del llatí *credere*, que significa creure. Creure és assimilable a tenir confiança, i la confiança ha estat la primera víctima de la crisi de crèdit provocada per les hipoteques *subprime*. En la situació actual, als Estats Units uns indicadors de confiança i d'expectatives molt deprimits coexisteixen amb uns indicadors d'activitat que, tot i ser febles, presenten una imatge molt menys extrema a curt termini.

El producte interior brut (PIB) nord-americà es va desaccelerar en el quart trimestre i va créixer el 2,5% interanual, el 0,6% anualitzat, en relació amb el trimestre anterior. No es pot descartar que, en aquest primer trimestre del 2008, el creixement ja sigui negatiu, però els últims indicadors d'activitat no donen un veredicte clar en aquest sentit. No obstant això, la pregunta fonamental no té a veure tant amb la possibilitat de veure creixements negatius en la primera meitat del 2008 com amb la durada que pugui tenir aquest període de feblesa econòmica. En aquest aspecte, els indicadors marquen una clara tendència a la baixa que apunta que aquest període no serà breu. En tot cas, el consum privat marcarà la tònica i la recuperació de la confiança perduda serà l'element clau per a la sortida del túnel.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

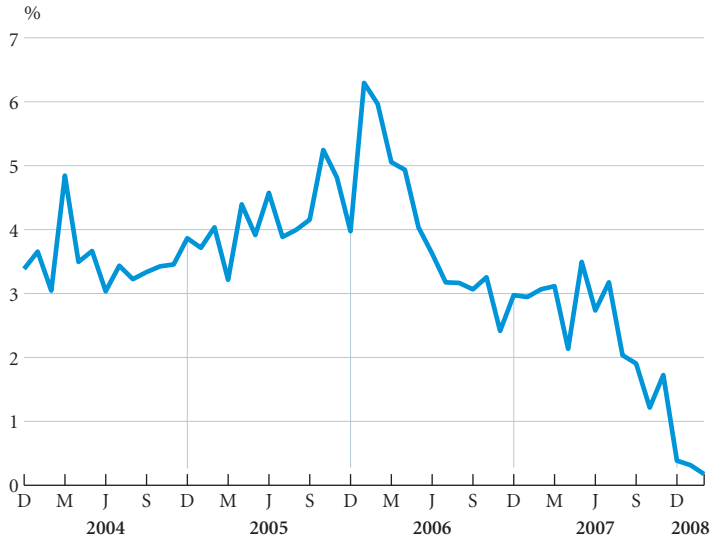
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	2,5	–	...	–
Vendes al detall	6,2	4,0	3,6	4,0	4,1	4,6	4,0	2,6	...
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	91,2	87,3	76,4	64,5
Producció industrial	4,0	1,9	2,5	1,7	1,6	1,8	2,3	1,0	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	49,6	50,7	48,3	...
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,3	–24,6	–21,2	–26,6	–33,5	–32,5	–29,8	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	4,8	...
Preus de consum	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	4,0	4,4	4,1	...
Balança comercial (3)	–758,5	–708,5	–747,4	–734,3	–707,6	–708,5	–709,4	...	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	3,1	3,1	...
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,3	73,1	72,6	...

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

ESTATS UNITS: ELS CONSUMIDORS FRENEN LA DESPESA

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



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

En aquest sentit, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board va continuar a la baixa al març i va passar dels 76,4 punts als 64,5, el nivell més baix des del 1993, un cop descomptat l'interval previ a la guerra d'Iraq. Entre els components de l'esmentat índex, el de la situació actual, tot i recular de forma nítida, no arriba a nivells dramàtics. Però les coses canvien radicalment en el component d'expectatives, que va baixar fins a nivells que no es freqüentaven des del final de 1973, quan el sobtat final de la presidència de Richard Nixon va coincidir amb l'inici de la crisi del petroli de la guerra del Yom Kippur. En comparació, sembla que la desacceleració de les vendes al detall del febrer és moderada. Les vendes al detall, sense incloure els fluctuants automòbils i el consum de benzina, es van incrementar el 2,0% interanual, la qual cosa, descomptant les variacions de preus, apunta a un estancament gairebé total amb una marcada tendència a la baixa.

La visió des del costat empresarial segueix un patró molt semblant, sense descensos intensos, però també amb una clara tendència a la baixa. L'índex d'activitat de l'Institut for Supply Management (ISM) del febrer per al sector manufacturer va baixar fins als 48,3 punts, un nivell inferior a 50 que indica un cert predomini de respostes pessimistes. En el cas de l'ISM de serveis, es va donar una recuperació fins als 50,8 punts, després del dràstic descens del mes anterior. En els dos casos destaca la pressió a l'alça del component de preus.

La confiança del consumidor se situa sota mínims, però les vendes al detall i l'ISM es desacceleren de forma moderada.

Els consumidors tenen raons objectives per ser pessimistes, tant al front laboral, que afecta els seus ingressos, com al front immobiliari, del qual depèn en gran part la seva riquesa. Al febrer, es van destruir 63.000 llocs de treball. Tot i que el mercat laboral s'alenteix amb relativa lentitud en termes de creació d'ocupació, en termes de salaris el procés ha estat més ràpid. El poder adquisitiu de la suma de salaris va acabar l'any 2006 amb uns guanys ben clars, però durant el 2007 la desacceleració va ser força més ràpida que en el període 1999-2002, quan va haver-hi l'última

El mercat de treball s'alenteix i els salaris perden poder adquisitiu.

L'habitatge continua sense tocar fons, amb els preus dels immobles baixant l'11%.

desacceleració. Això és degut a canvis en la tipologia dels llocs de treball i a l'efecte dels preus energètics. I és que, en el cas nord-americà, la conseqüència més clara de l'encariment del petroli no és la seva transmissió als preus dels altres sectors de l'economia, sinó la reducció dels pressupostos de les famílies.

Al segon front, el de la crisi immobiliària, la disminució de la despesa en construcció redueix gairebé un punt percentual de creixement econòmic i no hi ha indicis que s'hagi tocat fons. Els habitatges iniciats al febrer van caure el 28,4% 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 percentatge similar, el 36,1%. No obstant això, l'element clau per veure la durada de la crisi serà el preu dels immobles. El valor dels actius és, al mateix temps, mostra i causa de confiança per a consumidors i inversors, i, atesa l'evolució de l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge, les coses encara van per mal camí. Al gener, l'índex general va recular l'11,4% interanual, que l'apropa al 15% de pèrdua si s'hi afegeix la pujada de l'índex de preus de consum (IPC). Àrees com Las Vegas o Miami van experimentar descensos propers al 20%. La venda d'habitatges de segona mà del desembre va caure el 23,8% interanual i la d'habitatges nous, fent gala d'una major volatilitat, va cedir el 29,8%.

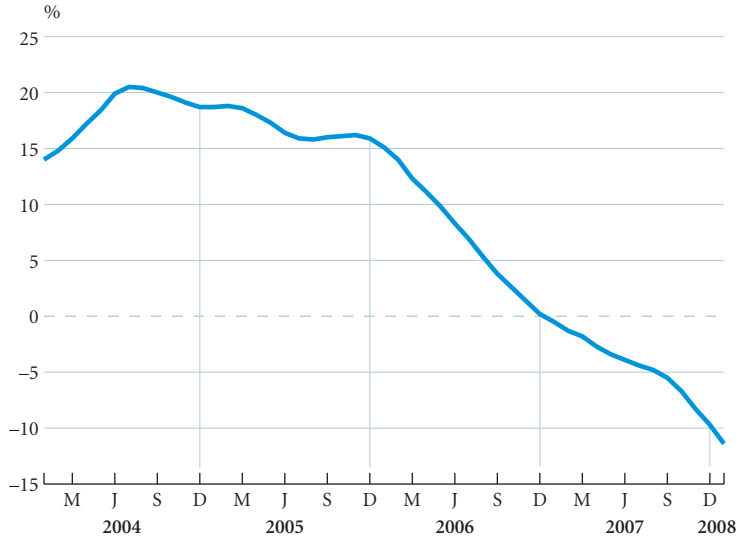
Es preveu una onada d'embargaments, i, atesa aquesta perspectiva, l'administració i la Reserva Federal consideren la possibilitat de modificar contractes per oferir un període de gràcia als deutors morosos o d'utilitzar fons públics. Les dues solucions plantegen seriosos perills a llarg termini, però la inacció també representa riscos importants. En tot cas, la utilització de fons públics, més afavorida per la Reserva Federal, sembla menys dràstica que la modificació de contractes.

La inflació es modera, però, malgrat la desacceleració, continua per damunt del 4%.

Per la seva banda, l'IPC del febrer va moderar el repunt del mes previ i es va incrementar el 4,1% interanual. El component

ESTATS UNITS: EL PREU DELS IMMOBLES BAIXA I BAIXA

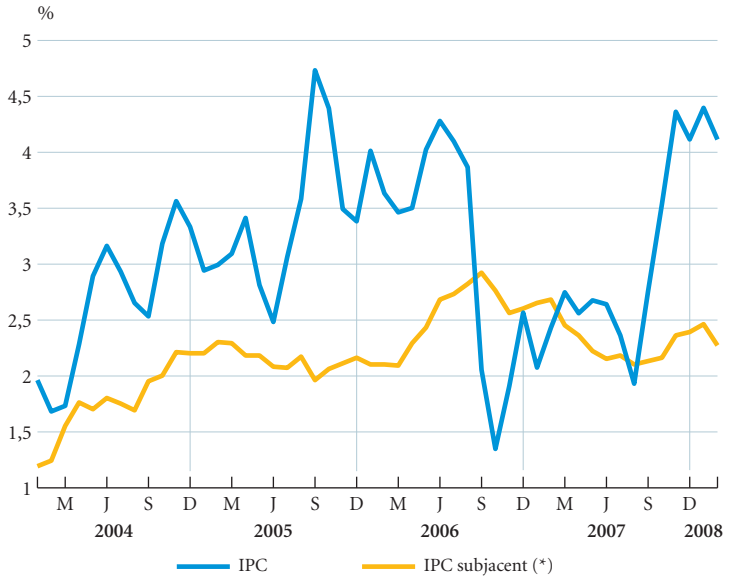
Variació interanual de l'índex Case-Shiller del preu de l'habitatge



FONTS: Standard & Poor's i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: LA INFLACIÓ ENSENYA LES DENTS

Variació interanual d'índexs de preus al consum



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

subjacent, el general sense aliments ni energia, també es va calmar lleugerament i va passar d'increments del 2,5% al 2,2% interanual, més en la línia de les expectatives de la Reserva Federal, properes al 2,0%. El risc de créixer menys és, així, més elevat que el risc inflacionista, però cal no oblidar que la relació creixement-inflació s'ha tornat menys favorable que en el passat, de manera que no s'ha d'esperar que aquest període de feblesa comporti importants moderacions de preus.

Per la seva banda, la balança comercial de béns i serveis va presentar al gener un dèficit de 58.200 milions de dòlars, una mica inferior al del desembre. Les exportacions es continuen accelerant. Al gener, van créixer el 16,6% interanual, mentre que les importacions van avançar l'11,9%. La millora és important, ja que el dèficit, un cop exclosos els productes petroliers, es va situar el 47% per sota del màxim de l'octubre del 2005. No obstant això, la correcció del dèficit no pot compensar la feblesa de la demanda interna, i el major risc del sector exterior cal buscar-lo en una de les causes de la millora, la pèrdua de valor del dòlar, que ens du, una altra vegada, a la qüestió de la confiança, confiança en els actius denominats en dòlars. Si el valor dels actius immobiliaris és qüestionat, un element positiu és que el deute públic nord-americà continua gaudint del favor dels inversors internacionals.

El dèficit comercial continua corregint, però el major risc és el dòlar.

Japó: la lleugeresa d'una llarga expansió

El PIB de l'economia japonesa va créixer l'1,7% interanual en el quart trimestre, gràcies a la força de la inversió en béns d'equipament, al consum públic i a l'augment de les existències. Continuen l'excessiva dependència del sector exterior i la feblesa del consum privat. Això deixa l'economia en una situació de feblesa que s'agreuja si tenim en compte que el Japó no disposa d'amortidors en política monetària o fiscal, ja que el deute del sector

El Japó prossegueix la llarga expansió, però els consumidors hi participen.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	2,4	2,0	2,9	1,7	1,9	1,7	–	...
Producció industrial	4,5	2,9	3,6	2,3	3,3	2,4	2,2	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	23,0	19,0	–	...
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–1,9	–2,8	–36,9	–27,1	–5,7	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	...
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	0,7	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	10,3	11,1	12,3	12,5	12,5	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	81,1	77,1	77,6	75,7	76,9	78,4	82,0	82,3

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.

La dependència de l'exterior i el fort endeutament del sector públic són un risc.

públic s'apropa al 160% del PIB i els tipus d'interès se situen en un baix 0,5%, que gairebé no ofereix possibilitats de baixades de tipus.

Els beneficis empresarials es concentren en les grans corporacions.

La recuperació japonesa ja arriba als 6 anys de durada, però té dues febleses manifestes. En primer lloc, la intensitat del creixement ha estat extremadament baixa. Segons l'última revisió efectuada pel Fons Monetari Internacional del pes dels diferents països en el total de l'economia mundial, el Japó continua perdent importància. Això no hauria de ser greu si es consideren els enormes avanços d'economies com la Xina o l'Índia. El problema sorgeix amb la comparació amb altres zones riques. Entre els anys 1997 i 2007, l'economia japonesa ha passat del 46% al 41% del total de l'economia de la zona de l'euro i del 37% al 31% de l'economia nord-americana. Si el càlcul s'efectua en termes corrents, la deflació japonesa fa que els descensos siguin encara més grans.

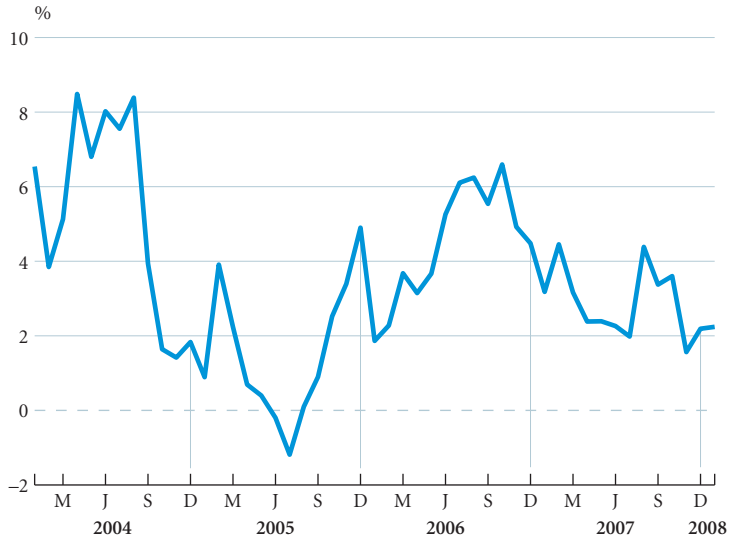
En segon lloc, els beneficis de l'expansió no es tradueixen en pujades salarials, tot i que la taxa d'atur continua en nivells molt baixos a causa de la demografia minvant: al gener, va romandre en el 3,8% de la població activa. La causa podria estar en l'estructura dual de les empreses japoneses. Si els grans fabricants van fer els deures en els anys noranta, i ara estan en forma, les empreses petites i mitjanes, que sumen el 70% de l'ocupació, guarden bosses d'ineficiència. Així, amb els salaris reculant el 0,4% interanual en l'últim trimestre del 2007, no és estrany que el consum privat continuï llanguint. La confiança del consumidor va acabar l'any en el nivell dels 38,9 punts, i les vendes al detall, tot i un tímid repunt, van créixer un magre 1,3% interanual al gener. La compra d'automòbils, tot i que lluny dels màxims del 2005, s'escapa d'aquesta imatge grisa amb una recuperació puntual mentre espera la continuïtat.

La producció industrial i les vendes al detall mantenen un perfil baix, però la inversió repunta.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial del gener va avançar el 2,2% interanual, per sota del 4,5% del 2006 i del 2,9% del 2007. Les comandes de maquinària, que són un indicador avançat de la

JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL MANTÉ UN PERFIL BAIX

Variació interanual de la producció industrial

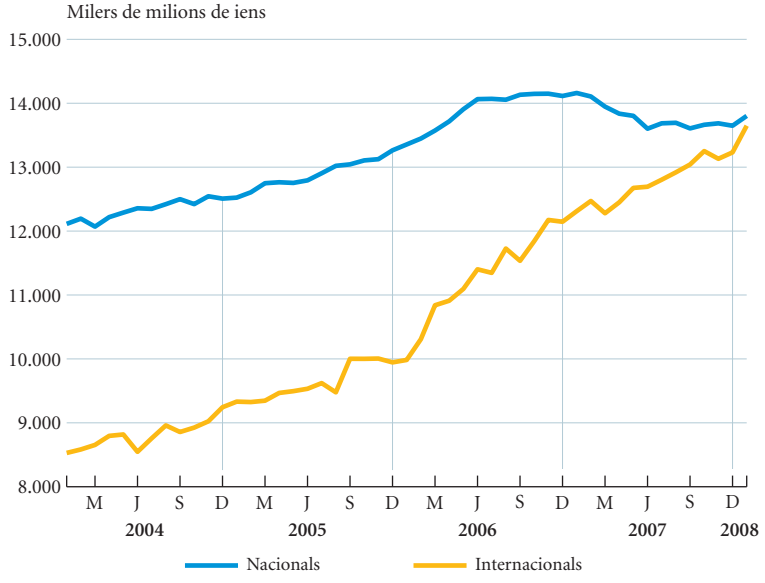


FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

demanda inversora, es van incrementar el 18,9% interanual en el mateix mes, gràcies a un fort repunt de les comandes destinades a la indústria exportadora, que ja representen el 49,7% del total, enfront del 40% del final del 2003, la qual cosa torna

JAPÓ: LA INVERSIÓ VA A TOTA MÀQUINA... CAP A L'EXTERIOR

Comandes de maquinària dels dotze últims mesos



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

Els preus creixen gràcies a l'encariment del petroli, però la deflació continua, i les exportacions reben el suport del creixement d'Àsia.

a il·lustrar la creixent dependència de la demanda externa.

Al mercat immobiliari, els habitatges iniciats al gener mostren signes de recuperació i han reduït la reculada del 19,0% al 5,7% interanual. No obstant això, el mercat, amb unes vendes que, al febrer, van recular el 44,1% a l'àrea de Tòquio, no acompanya. Els preus també es van desaccelerar i van passar d'un increment del 9,2% a un magre creixement del 3,2%. L'IPC del gener va pujar el 0,7% interanual, i l'índex sense aliments frescos, seguit tradicionalment, va avançar el 0,8%. No obstant això, la publicació de l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va tornar a registrar un descens del 0,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Així, qualsevol aparença de final de període deflacionista ve de fora, amb uns preus de les importacions que es continuen accelerant a causa de l'energia i dels aliments. La bona notícia va tornar a arribar de la balança comercial, el superàvit de la qual es va mantenir al gener, gràcies a les exportacions a Àsia, que van compensar la menor demanda dels Estats Units.

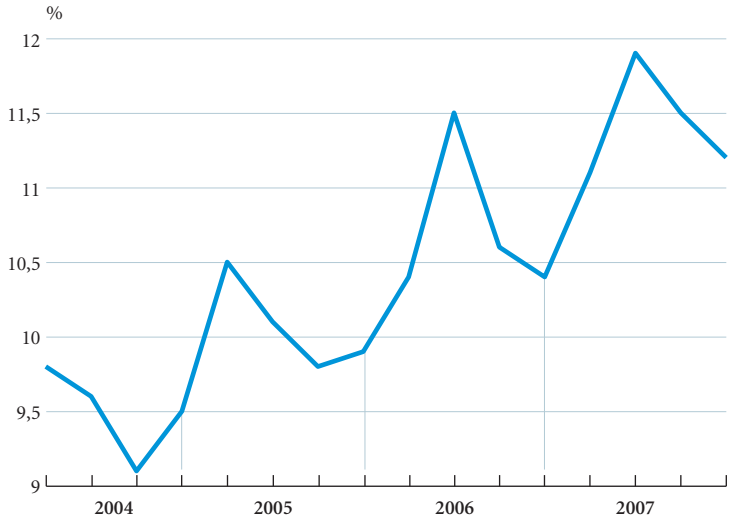
L'economia xinesa creix un robust 11,4%, però presenta signes d'una certa desaceleració.

Xina: a la recerca d'una lleugera desaceleració

L'economia xinesa va créixer, en el quart trimestre, l'11,2% interanual, que deixa l'increment per al total del 2007 en l'11,4%, la taxa més alta des del 1994. Tot i que cal considerar l'elevat ritme d'avanç, l'evolució de la segona meitat de l'any passat marca un lleuger alentiment, derivat dels esforços governamentals per controlar la inflació. Els indicadors d'activitat van seguir una evolució semblant a la dels comptes nacionals. La producció industrial del febrer va avançar el 15,4% interanual, resultat que, comparat amb els registres de sis mesos abans, també indica un cert refredament. Però el consum privat continua essent la part de l'economia que no creix el que hauria de fer-ho, en

XINA: UN CREIXEMENT PORTENTÓS

Variació interanual del PIB



FONTS: Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	10,7	11,4	11,1	11,9	11,5	11,2	–	...
Producció industrial	16,4	17,1	14,6	18,3	18,1	17,5	16,4	15,4
Producció elèctrica	14,7	15,7	12,4	17,7	16,3	16,1	12,7	18,8
Preus de consum	1,5	4,8	2,7	3,6	6,1	6,6	7,1	8,7
Balança comercial (*)	177,5	261,6	200,5	228,9	253,3	261,6	265,2	250,0
Tipus interbancari 3 mesos (*)	2,8	3,6	2,8	3,4	3,5	4,7	4,8	4,5
Renminbis per dòlar	8,0	7,6	7,7	7,7	7,5	7,4	7,2	7,1

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

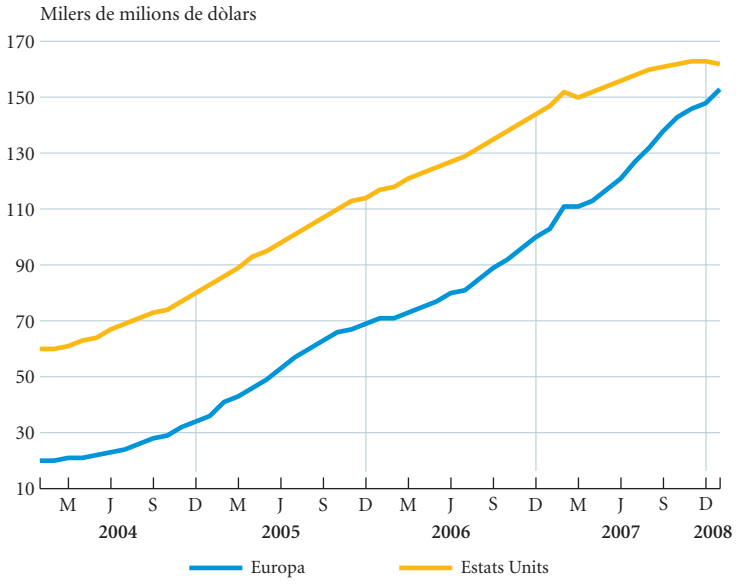
especial a la Xina rural. Així, les vendes al detall del febrer, un cop descomptats els increments de preus, es van desaccelerar fins a presentar un avanç del 9,6%, i les vendes al detall en l'àmbit rural, assumint una major participació dels aliments en el consum total, podrien estar en creixements negatius.

El principal risc de l'economia és, actualment, l'intens augment de la inflació. L'IPC general del febrer es va incrementar el 8,7% interanual i va doblar la taxa de vuit mesos enrere. La situació encara és més preocupant al sector de l'alimentació, els preus de la qual van pujar el 23,3%, de manera que va mantenir la

El principal risc és la inflació, que s'apropa al 9%, mentre que els preus alimentaris pugen el 23%.

XINA: L'APRECIACIÓ DE L'EURO AFECTA LES BALANCES COMERCIALS

Superàvit bilateral de la Xina amb els Estats Units i Europa



NOTA: (*) Suma dels dotze últims mesos.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El superàvit bilateral amb els Estats Units s'estabilitza, però continua creixent amb Europa.

tendència d'intensa acceleració. El sector representa el 14,4% del total de vendes al detall, però, a les zones rurals, on viuen més de 700 milions de persones, aquest percentatge augmenta de manera considerable. La Xina és un importador d'aliments, i el seu encariment als mercats mundials, unit a canvis en els hàbits alimentaris, representa un risc que supera el marc purament econòmic. L'administració és reticent a apujar els tipus d'interès per evitar perjudicar el mercat hipotecari. L'opció seguida és l'augment del coeficient de caixa, que, a partir del març, després d'un increment del 0,5%, el quinzè consecutiu des de mitjan 2006, va quedar fixat en el 15,5%. Amb aquestes mesures, el primer ministre Wen Jiabao espera acabar l'any 2008 amb un IPC del 4,8%, objectiu que no sembla fàcil d'assolir.

La Xina és, amb tots els seus riscos, el principal motor de l'economia mundial. De la continuïtat del creixement xinès depenen les fortunes de moltes economies de l'Extrem Orient, grans i petites, ja que el gegant groc combina importants superàvits comercials amb Europa i els Estats Units amb un fort dèficit amb molts països asiàtics. La preocupació de les autoritats se centra en la pèrdua de valor del dòlar nord-americà. Així, la depreciació del renminbi xinès enfront del bitllet verd, en baixar el dòlar, queda sense efecte enfront d'altres divises com l'euro.

El superàvit exterior dels dotze últims mesos fins al febrer es va moderar lleugerament fins als 250.000 milions de dòlars, però, mentre el saldo bilateral positiu amb els Estats Units al gener estava estancat en els 160.000 milions, el superàvit amb Europa arribava ja als 153.000 milions, el doble que cap a la meitat del 2006. En canvi, el dèficit combinat amb Taiwan, Corea del Sud i el Japó creixia fins als 159.000 milions de dòlars.

Mèxic: el sector exterior és el taló d'Aquil·les

Mèxic creix al 3,8%, amb el consum i la inversió forts, però el sector exterior recula.

L'economia mexicana va mantenir la tendència a l'alça i va créixer el 3,8% interanual en el quart trimestre. Això deixa l'increment per al total del 2007 en el 3,3%, una mica per sota del 4,8% de l'any anterior. El consum privat va intensificar el ritme, amb un avanç del 4,6%. Tot i que el registre del tercer trimestre fos revisat a la baixa, el component apunta cap amunt. La inversió privada també va donar mostres de vitalitat, amb una pujada del 8,9%. Però les febleses de l'economia mexicana continuen essent un sector públic que accelera i un sector exterior que encara evidencia problemes de competitivitat. Així, el repunt exportador, amb un avanç del 6,4% en el quart trimestre, va perdre una mica de força, mentre que les importacions van continuar accelerant amb un increment del 10,5%.

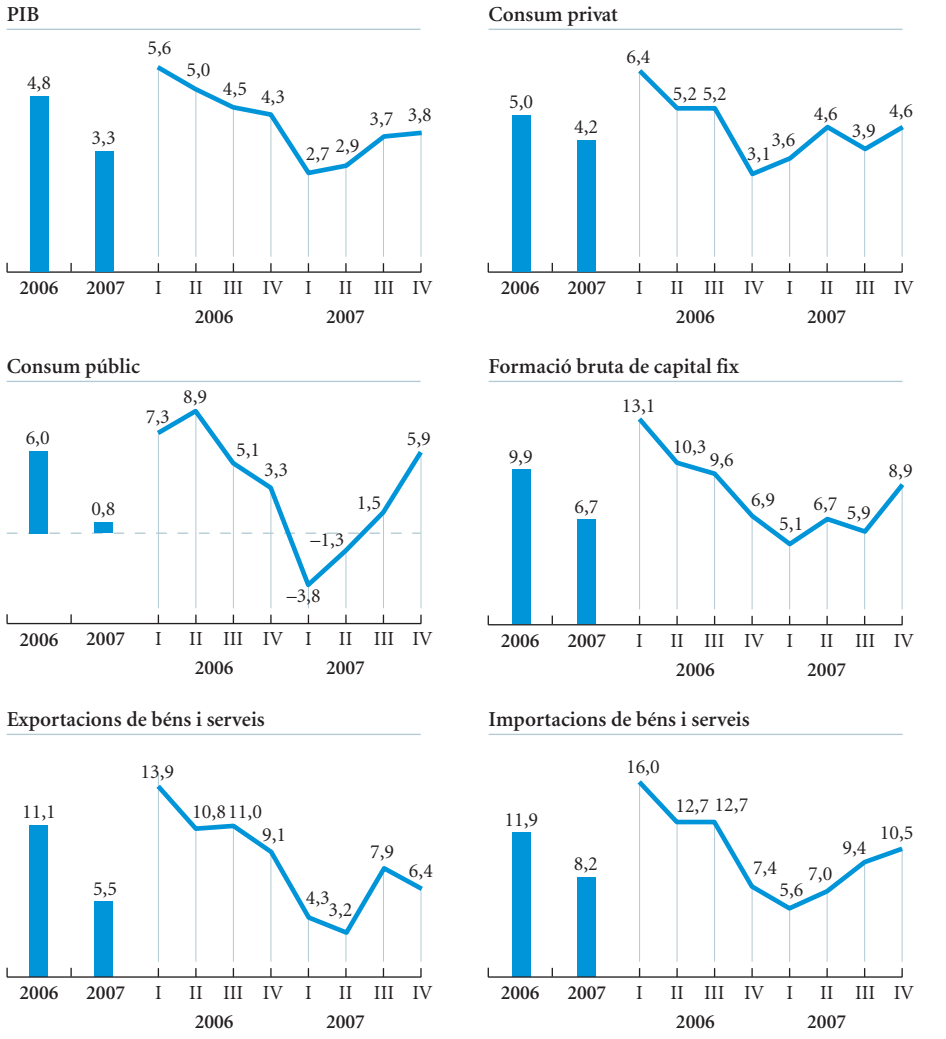
Entre els indicadors d'activitat més recents, les coses també continuen a l'alça. La producció industrial del gener va accelerar fins a créixer el 3,1% interanual, tot i que el creixement de l'1,4% del 2007 empal·lideix en comparació amb el 5,0% de l'any anterior. Les manufactures van anar una mica millor, amb un avanç del 3,7% al gener, mentre que la construcció, reflectint potser la situació del veí nord-americà, es va incrementar un modest 0,8%.

La indústria continua en l'atonia, però la inflació baixa del 4% i els costos laborals es continuen moderant.

La inflació continua estable. Al febrer, els preus van pujar el 3,7% interanual, i l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, es va incrementar el 4,0%. Gràcies als increments de productivitat del desembre, els costos laborals unitaris van continuar alentint la marxa, després de l'important repunt del maig i del juny del 2007. Per la seva banda, la taxa d'atur oficial del febrer va retallar la pujada del mes anterior i va quedar en un moderat 3,8% de la població activa.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

El deteriorament de la balança comercial es va intensificar, amb un dèficit comercial acumulat dels dotze últims mesos fins al gener que va augmentar fins als 11.700 milions de dòlars. Un deteriorament que, sense les exportacions de petroli, es torna més dramàtic. Evidenciant les conseqüències de la feblesa de l'economia nord-americana, les exportacions no petrolieres han baixat gairebé el 10% des de l'octubre, mentre que la disminució de les importacions ha estat molt menys intensa. Així, sense tenir en compte el petroli, el dèficit dels dotze últims mesos fins al gener va arribar als 56.161 milions de dòlars, una xifra propera al doble del saldo del no tan llunyà any 2004.

El deteriorament del sector exterior s'intensifica.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

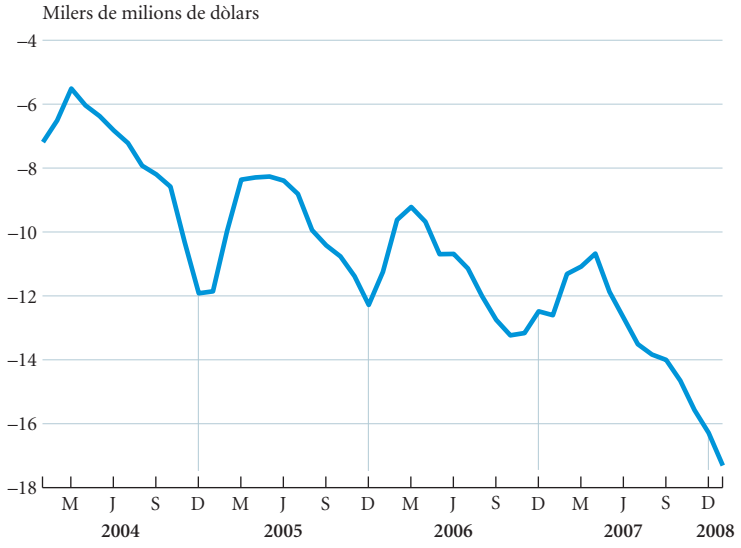
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB real	4,8	3,3	2,7	2,9	3,7	3,8	–	...
Producció industrial	5,0	1,4	0,8	1,1	1,6	1,8	3,1	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	3,6	4,1	3,8
Preus de consum	3,6	4,0	4,1	4,0	4,0	3,8	3,7	3,7
Balança comercial (**)	–6,1	–11,2	–9,4	–11,7	–11,8	–11,2	–11,7	...
Tipus interbancari 3 mesos	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicans respecte al dòlar	10,9	10,9	11,1	10,8	11,0	10,8	10,8	10,7

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

MÈXIC: EL DÈFICIT COMERCIAL EMPITJORA

Saldo acumulat de 3 mesos de la balança comercial sense incloure exportacions de petroli



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

Primeres matèries: nous màxims del petroli

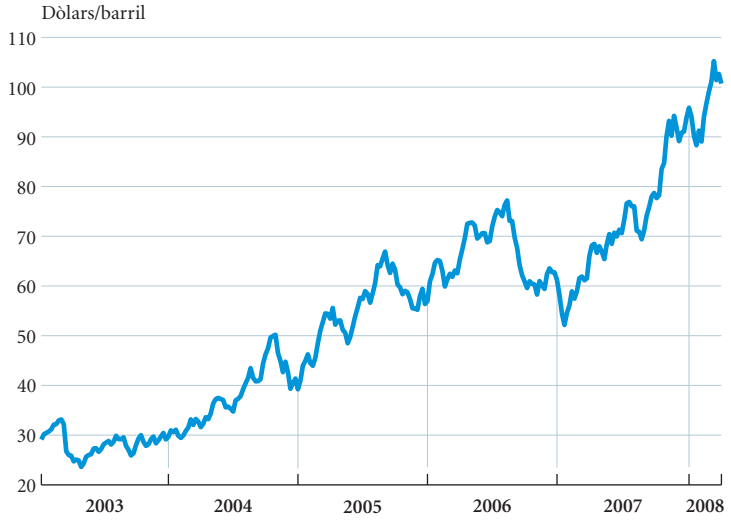
El petroli perfora a l'alça el valor psicològic dels 100 dòlars per barril...

Xifres de vertigen: el barril de qualitat *Brent* a un mes va cotitzar a 106,54 dòlars el passat 14 de març, seguint el deixant del barril de *West Texas*, que, un dia abans, havia registrat un preu de 108,96 dòlars. Aquests màxims històrics, que han deixat molt enrere la barrera psicològica dels 100 dòlars, han anat seguits d'unes jornades de fortes oscil·lacions. Cap al final de març, les cotitzacions eren lleugerament inferiors a aquests valors rècord. Què està passant?

No falten explicacions. En una recent presentació, l'agència de l'administració

EL PETROLI RESISTEIX EN ZONA DE MÀXIMS HISTÒRICS

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



FONT: Thomson Financial Datastream.

nord-americana que es dedica al seguiment dels temes energètics enumerava, ni més ni menys, 12 factors, des de la cotització del dòlar fins als colls d'ampolla de les refineries, passant per l'activitat especulativa dels *hedge funds*. El problema evident és que no els podem aïllar i que, a més a més, la seva capacitat explicativa serveix per a certs períodes i no per a altres.

En el primer trimestre, l'oferta mundial s'haurà situat en 86 milions de barrils diaris, mentre que la demanda haurà estat de 87 milions de barrils. Aquesta evolució explica la tendència clara de reducció d'estocs de productes petroliers evidenciada en els últims mesos. Per al conjunt de l'any 2008, s'espera que l'oferta superi marginalment la demanda. L'oferta podria créixer l'1,5% anual i la demanda, el 3,1%.

A aquest marge reduït s'afegeix que la capacitat extractiva ociosa és molt limitada i se centra, bàsicament, a l'Aràbia Saudita, la qual cosa permet entendre que la decisió de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) de mantenir les quotes de producció fins a l'estiu hagi generat notables pressions al mercat.

...pel fet que la demanda creix per damunt de l'oferta en el primer trimestre.

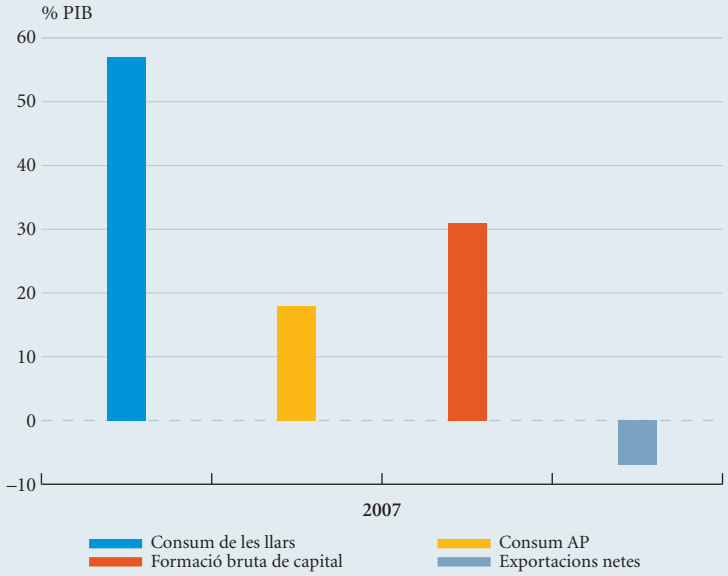
A diferència d'altres ocasions, la resta de primeres matèries s'han allunyat una mica de les tendències recents del petroli. Després d'anotar, al començament de març, diferents metalls valors màxims (històrics o de molts exercicis), han tendit a replegar-se. Alguns dels descensos mensuals més destacats han estat protagonitzats pel zenc (davallada del 15% mensual), el platí (caiguda del 5%) i l'alumini (reculada del 3%). Les primeres matèries agrícoles han seguit un camí similar. En aquest sentit, cal esmentar les correccions de la soja (caiguda del 12%), del cafè (superior al 16% mensual) i del cacau (descens del 13%).

Les primeres matèries reculen posicions al març.

Què mou el consum?

El consum de les famílies acostuma a representar una part molt important del PIB d'un país. En el cas d'Espanya, va arribar al 57% el 2007 (vegeu el gràfic següent) –en línia amb els països del nostre entorn–. En els deu últims anys, el seu creixement ha estat del 3,9% anual, similar al creixement mitjà del PIB, del 3,8% (vegeu el gràfic de la pàgina següent). A llarg termini, aquesta similitud no és casual: la capacitat de creixement del consum ve determinada pel creixement del PIB, que, al seu torn, depèn, fonamentalment, de variables com l'augment de l'ocupació i les millores de productivitat. A curt termini, però, la relació de causalitat també es dóna en sentit contrari: les variacions en el consum de les llars afecten el creixement del PIB. Vegem com.

EL CONSUM DE LES FAMÍLIES: ACCIONISTA MAJORITARI DEL PIB

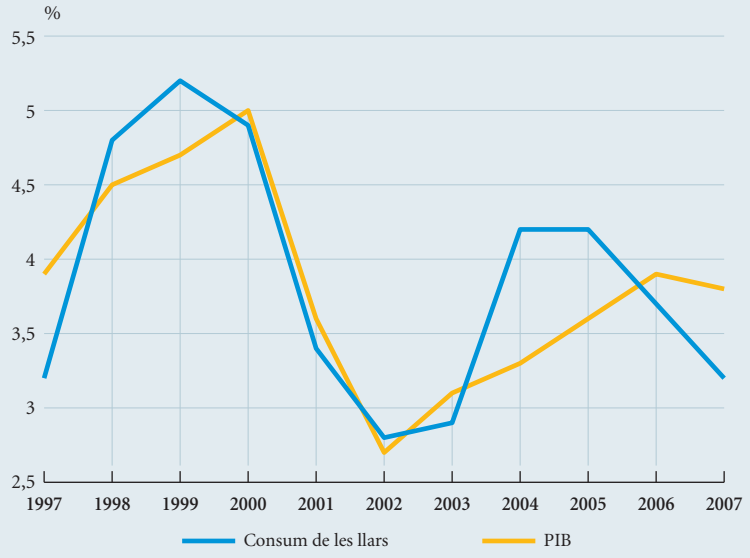


FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La teoria més estesa per tractar d'explicar les decisions d'estalvi i consum de les famílies és la Teoria de la Renda Permanent, desenvolupada per l'economista nord-americà Milton Friedman cap al final dels cinquanta. Segons aquesta teoria, el consum privat depèn de la riquesa –entesa en un sentit ampli– de les famílies. Aquest concepte de riquesa inclou el total d'ingressos de les llars, tant els corrents com els que percebran en el futur, i el valor dels seus actius net dels deutes adquirits.

La principal font d'ingressos de les llars són les rendes del treball. Per aquest motiu, l'evolució del mercat de treball és un determinant crucial del consum privat. Precisament, aquestes últimes setmanes, les dades de creació d'ocupació als Estats Units acaparen una bona part de l'atenció dels analistes de conjuntura de l'economia nord-americana, ja que poden donar pistes sobre el consum i la probabilitat que el país estigui en recessió.

CONSUM DE LES LLARS I PIB: CREIXENT JUNTS



NOTA: Volum encadenat referència 2000.
FONT: INE.

La capacitat adquisitiva de les llars també ve determinada pels tipus d'interès. En general, una disminució dels tipus d'interès reals incrementa la capacitat d'endeutament de les famílies i, conseqüentment, el seu consum. Precisament, estimular el consum privat i la inversió és un dels objectius que busca la Reserva Federal dels Estats Units amb les recents davallades dels tipus d'interès oficials.

Finalment, fluctuacions en els preus dels actius de les famílies influeixen en la decisió de consum en afectar el valor de la seva riquesa. Existeix evidència que aquest «efecte riquesa» és relativament petit en l'economia espanyola i, en especial, en el cas dels actius immobiliaris. Olympia Bover, per exemple, ha estimat que un augment en el valor de l'habitatge de cent euros comportaria un augment en el consum anual de les famílies de dos euros, efecte molt més modest que els que es troben per als casos nord-americà i britànic.[1]

D'altra banda, les expectatives d'ingressos futurs, igual que la capacitat de les famílies de traslladar al present una part d'aquests fluxos futurs, també impactaran sobre el consum present. Així, per exemple, en una fase a la baixa del cicle econòmic, les expectatives d'ingressos tendeixen a disminuir i les llars consumeixen menys. La capacitat de poder utilitzar una part dels ingressos futurs en el consum corrent és especialment important per als joves, ja que, amb la compra de béns duradors, com un automòbil, tenen més necessitat de gastar per damunt dels ingressos corrents. Les institucions financeres, amb la concessió de crèdits, juguen un paper clau en la capacitat de traslladar aquestes rendes del futur al present. En aquest sentit, els canvis en els criteris de concessió de crèdits al llarg del cicle econòmic tenen efectes sobre el consum familiar.

(1) O. Bover (2005), «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», *Boletín Económico del Banco de España*.

Però no solament el nivell dels ingressos futurs és important. També ho és la incertesa sobre aquest nivell. En general, un major grau d'inseguretat fa augmentar l'estalvi de les famílies per afrontar situacions imprevistes, com la pèrdua de la feina. Algunes polítiques públiques, però, poden reduir aquesta incertesa, com, per exemple, els subsidis d'atur.

Una altra política pública que pot afectar el consum i que és de màxima actualitat és la d'una transferència puntual a les llars. Aquesta mesura s'ha posat en pràctica recentment als Estats Units, i la seva aplicació també s'estudia a Espanya. Si totes les famílies es comportessin seguint la Teoria de la Renda Permanent, només una petita proporció d'aquesta transferència es convertiria en consum corrent, però no totes les llars es comporten d'acord amb l'esmentada teoria.[2] Així, doncs, si la família que rep la transferència no té accés a crèdit, o, si més no, no en la mesura que voldria, llavors la transferència permetrà un augment en el consum al qual abans no podia optar. Com més elevada sigui la proporció de llars amb restriccions al crèdit, més intens serà l'efecte de la transferència sobre el consum agregat. A la pràctica, també hi ha llars que consumeixen tota la renda, sigui perquè els agrada viure al dia o perquè arriben tot just a cobrir les necessitats bàsiques. Per a aquest grup, la transferència representarà un augment del consum.

D'altra banda, també cal tenir en compte que una part del consum és importat i que, com més alta sigui aquesta proporció, menys intens serà l'efecte sobre el creixement, ja que les importacions no es comptabilitzen en el PIB en no produir-se al propi país. En una economia amb plena ocupació, és més probable que augments en el consum es tradueixin en augments de les importacions. Algunes estimacions per als Estats Units mostren que una transferència per valor de 100 dòlars incrementa el consum privat al voltant de 50 dòlars, uns deu cops més del que implicaria la Teoria de la Renda Permanent.[3] Aquest tipus de resultats ha esperonat, per raons òbvies, la recerca de teories del consum alternatives.

En definitiva, el consum privat és demandant de gairebé el 60% del PIB espanyol, tot i que això no significa que sigui el causant del creixement econòmic a llarg termini. No obstant això, a curt termini, el consum sí afecta el creixement. Per aquest motiu, la confiança del consumidor, la disponibilitat de crèdit o certes polítiques públiques són variables que apareixen al radar de l'analista de la conjuntura econòmica.

(2) L'anomenada teoria de l'equivalència ricardiana, estretament vinculada a la Teoria de la Renda Permanent, prediu fins i tot que una transferència tindria un efecte nul sobre el consum, perquè les llars anticiparien un augment d'impostos per pagar l'esmentada transferència.
(3) N.S. Souleles (1999), «The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds», *American Economic Review*, vol. 89(4).

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: desacceleració econòmica ordenada

Atesa la gravetat que revesteix el moment econòmic als Estats Units, la zona de l'euro resisteix de forma admirable. Ara com ara. Els problemes, que també els té, apunten més aviat a una inflació massa alta. Aquesta és la conclusió que es desprèn de la bateria d'informes econòmics i de les previsions que, en els últims mesos, han publicat els organismes econòmics de referència (Fons Monetari Internacional, Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic, Comissió Europea). Tots ells coincideixen a indicar que el 2008 serà un any de cert alentiment econòmic, acompanyat d'una acceleració apreciable dels preus.

L'últim a posicionar-se en aquesta línia ha estat el Banc Central Europeu (BCE). En les últimes previsions semestrals, l'autoritat monetària ofereix un escenari macroeconòmic que ratifica aquesta visió de consens. Segons el BCE, ens esperen dos anys complicats. El 2008 el creixement de la zona de l'euro se situarà, d'acord amb la previsió central, en l'1,7%, gairebé un punt menys que el ritme d'avanç registrat el 2007. En el següent exercici, el del 2009, la millora serà molt petita, ja que el producte interior brut (PIB) de la zona de l'euro creixerà l'1,8%.

El fet que, en aquests dos exercicis, la zona de l'euro creixi per sota del seu potencial no impedirà que les tensions en preus siguin marcades. Així, el 2008 el BCE espera que els preus, en mitjana anual i en la predicció central, augmentin el 2,9% en relació amb el 2007. El Banc entén que aquest repunt tindrà un caràcter puntual, ja que és degut a la combinació del tensionament d'energia i aliments, una tendència que espera que es moderi a mesura que avanci el 2008. Així i tot, l'alentiment de la inflació serà progressiu, de manera que el 2009 encara es mantindrà per damunt de l'objectiu de preus a mitjà termini, que és del 2%. Comparat amb el que el BCE esperava al desembre del 2007, data

A la zona de l'euro, el problema més apressant és el tensionament de preus i no l'alentiment econòmic.

PROJECCIONS MACROECONÒMIQUES DEL BCE PER A LA ZONA DE L'EURO

Percentatge de variació mitjana interanual (*)

	2007	2008	2009
IPCH	**2,1**	**2,6-3,2**	**1,5-2,7**
PIB real	**2,6**	**1,3-2,1**	**1,3-2,3**
Consum privat	1,6	1,1-1,7	1,0-2,4
Consum públic	1,9	1,1-2,1	1,0-2,0
Formació bruta de capital fix	4,6	0,5-3,1	0,2-3,4
Exportacions de béns i serveis	5,7	2,6-5,6	3,1-6,3
Importacions de béns i serveis	4,9	2,0-5,4	2,9-6,3

NOTA: (*) Les projeccions per al PIB real i els seus components fan referència a dades ajustades per dies laborals. Les projeccions per a exportacions i importacions inclouen el comerç intra-zona de l'euro.
FONT: Banc Central Europeu.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	2,9	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2	–	...
Vendes al detall	1,5	0,9	1,7	1,1	1,4	–0,6	0,2	...
Confiança del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–5,4	–2,6	–3,9	–7,7	–11,5	–12,0
Producció industrial	4,0	3,5	4,0	2,9	4,0	3,2	3,6	...
Sentiment econòmic (*)	106,3	108,4	109,4	111,0	108,7	104,3	101,7	100,1
Taxa d'atur (**)	8,3	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	...
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,3
Balança comercial (***)	–10,4	20,1	–0,9	15,6	31,4	34,3	25,3	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,7	4,7	4,4
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,6	107,7	105,5	107,1	107,6	110,5	112,1	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.

EL BCE espera que la desacceleració de l'economia coincideixi amb una inflació puntualment elevada el 2008 i el 2009.

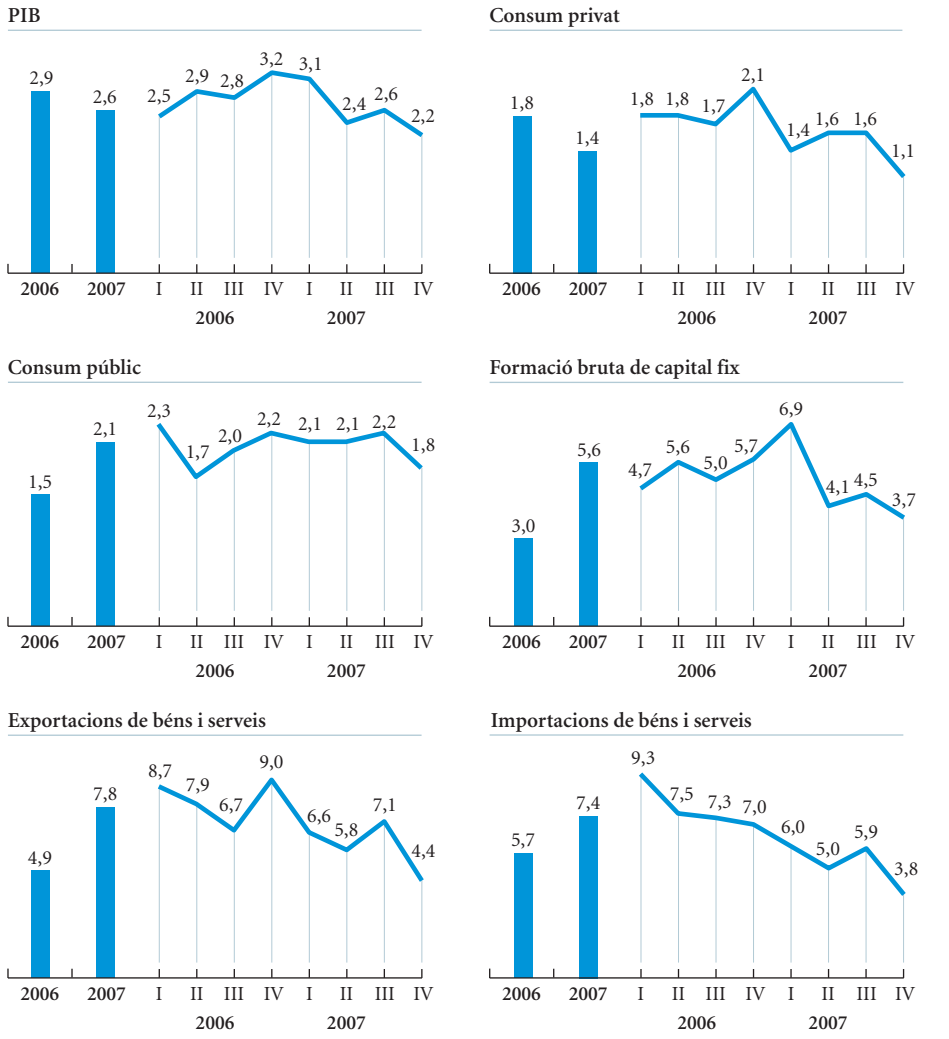
de les previsions anteriors, el nou escenari es caracteritza per menys creixement esperat i més inflació prevista, una combinació incòmoda per als gestors de la política monetària.

És versemblant aquest escenari? Amb les dades disponibles fins ara, sembla que la realitat discorre per les vies que indica el BCE. D'entrada, les xifres de comptabilitat nacional del quart trimestre ens permeten caracteritzar clarament el punt d'arrencada del procés de desacceleració del creixement. L'alentiment econòmic en aquest període –el PIB va passar de créixer el 2,6% interanual en el tercer trimestre al 2,2% en el quart– va ser degut a la combinació d'un menor avanç de la demanda interna i d'una aportació del sector exterior sensiblement més reduïda. Concretament, els components que mostren més símptomes de pèrdua de ritme són el consum privat i la inversió, dues variables que creixen, respectivament, cinc i vuit dècimes percentuals menys que en el trimestre precedent. Pel que fa a la contribució positiva del sector exterior a la variació del PIB, passa del 0,5% del tercer trimestre al 0,3% del quart. Com es pot apreciar, les previsions del BCE (vegeu el quadre adjunt) mostren que seran precisament aquests els canals de la desacceleració: menys consum i inversió i alentiment exportador.

Si aquesta era la situació al final del 2007, els últims indicadors certifiquen que la desacceleració continua. Però ofereixen també una indicació clara que la seva intensitat encara és limitada. Un component de la demanda que atreu gran part de l'atenció és el consum. La feblesa exhibida en el quart trimestre va ser superior al que s'esperava, de manera que ara es tracta de precisar en la seva justa mesura l'estat de forma d'aquesta variable. Els indicadors disponibles, en conjunt, apunten a un to feble, no gaire diferent al del quart trimestre.

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

Així, les vendes al detall no van créixer en termes interanuals al gener, la confiança del consumidor va perdre més de tres punts entre gener i febrer i les matriculacions d'automòbils van caure al gener però es van recuperar al febrer. La lleugera reducció de la taxa d'atur, una dècima percentual al gener, fins al 7,1%, pot ajudar a evitar un enfonsament de la despesa de les famílies, però la tendència de fons apunta clarament al refredament en aquest front. Una mica més satisfactòria és l'evolució de la inversió, els principals indicadors de la qual (producció industrial de béns d'equipament, grau d'utilització de la capacitat productiva) apunten a l'estabilitat o a una certa recuperació.

Els indicadors d'oferta permeten ampliar lleugerament el quadre. En termes generals, el seu comportament ha estat millor del que s'esperava, fet que cal interpretar com una evidència que el ritme d'ajustament del creixement econòmic és suau, sense cap enfonsament.

Ara com ara, la frenada econòmica té una intensitat moderada.

Les exportacions perden força.

Alguns indicadors, com la producció industrial, fins i tot van sorprendre amb una acceleració al gener, símptoma clar que la inflexió cíclica encara és a les etapes inicials.

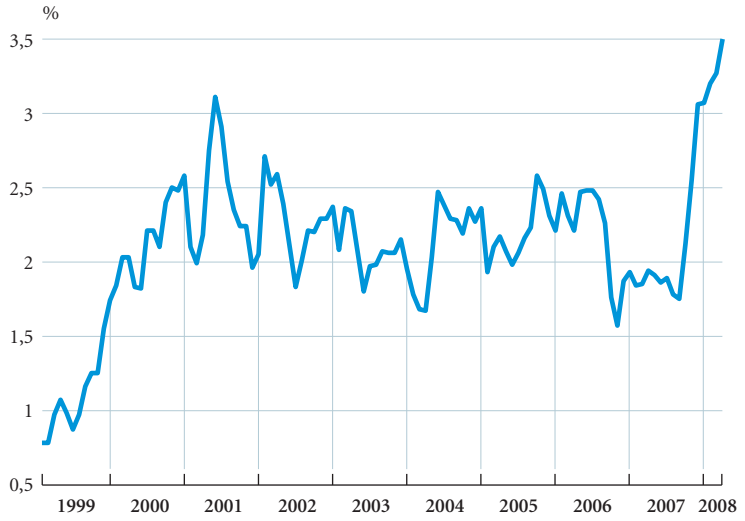
No obstant això, no hi ha lloc per a la complaença. Dues tendències negatives per a la zona de l'euro que han emergit fa un cert temps s'estan intensificant. La demanda externa continua perdent impuls mes rere mes. Al desembre, les exportacions van créixer, en termes de saldo de dotze mesos, el 8,5% interanual, dos punts percentuals menys del nivell registrat amb prou feines un any abans. Amb el tipus de canvi efectiu nominal de l'euro el 7% més alt que un any abans, la competitivitat dels exportadors es ressent i les xifres de vendes a l'exterior poden estar reflectint aquest peatge. El creixement de les importacions, en canvi, es mostra més estable, situació que ha comportat que el superàvit comercial se situés al desembre en 28.300 milions d'euros (en saldo acumulat de dotze mesos), enfront dels 35.900 milions d'euros del novembre.

La inflació escala fins al 3,5% al març.

Encara és més preocupant l'evolució dels preus. Al febrer, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va enfilar fins al 3,3% interanual, una dècima més que la dada del gener i una xifra 2,4 punts percentuals superior a la registrada un any abans. Els responsables no són nous –energia i aliments–, però, fins i tot descomptades aquestes partides volàtils, el tensionament és intens (la inflació subjacent es va situar al febrer en el 2,4%). La dada preliminar del març, amb un creixement del 3,5% interanual, reforça aquest diagnòstic. En definitiva, amb preus a l'alça i activitat a la baixa però amb un fons de resistència, la zona de l'euro amb prou feines comença a recórrer la via de la desacceleració. I ho fa seguint els camins que els organismes econòmics internacionals han traçat. Potser la realitat no trigui a mostrar-se menys disciplinada.

LA INFLACIÓ MÉS ALTA EN LA HISTÒRIA DE LA MONEDA ÚNICA

Variació interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

Alemanya paga el peatge d'un euro massa fort

Quant costa un euro? És fàcil dir que un euro cotitzava, per exemple, a 1,58 dòlars el passat 17 de març. En canvi, és més complicat saber què li costa un euro tan fort a la molt exportadora economia alemanya. Al seu últim informe mensual, el Bundesbank, el banc central alemany, calcula que el 2007 l'apreciació de l'euro va reduir en mig punt percentual el creixement del PIB, que va ser del 2,5%. Tot i que el mateix Bundesbank reconeix que hi ha altres determinants de les exportacions més importants que el tipus de canvi (com, per exemple, el creixement dels mercats de destinació i l'atractiu de l'oferta comercial germànica), amb l'euro en nous màxims històrics enfront del dòlar i la conjuntura internacional progressivament més feble, creixen les preocupacions sobre el paper de la demanda externa en un any complicat.

Per aquest motiu, les dades de comerç exterior del gener s'han llegit amb alleujament. En el primer mes de l'any, les exportacions germàniques van créixer el 8,8% interanual i gairebé van doblar el ritme d'un mes enrere. L'avanç de les importacions també es va accelerar. Arran d'aquesta evolució, el superàvit comercial, en saldo acumulat de dotze mesos, es va situar en els 199.900 milions d'euros i va batre el resultat del desembre, ja prou bo. No obstant això, una visió a més llarg termini, considerant, per exemple, el ritme de creixement de les exportacions en saldo acumulat de dotze mesos, constata que l'apreciació de l'euro té una intensitat i assoleix uns nivells que penalitzen les vendes al detall (vegeu el gràfic següent).

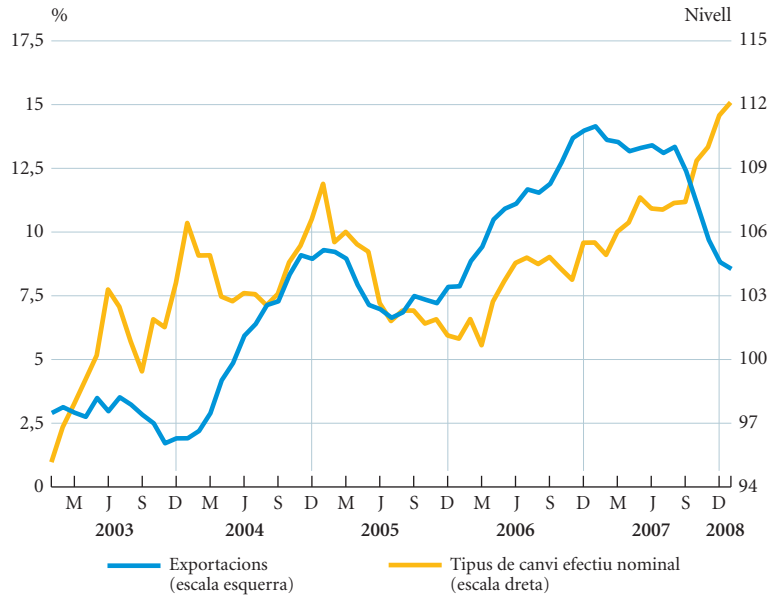
El Bundesbank quantifica en mig punt de creixement el cost de l'encariment de l'euro el 2007...

La importància de la resistència exportadora es torna evident quan repassem altres indicadors de demanda. Les vendes al detall van créixer un magre 0,6% interanual, resultat que, combinat amb el tercer descens consecutiu de la confiança del consu-

...un peatge que augmenta al començament del 2008.

L'EURO FORT JA PESA EN LES EXPORTACIONS

Variació interanual de la mitjana mòbil de 12 mesos de les exportacions i tipus de canvi efectiu nominal



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques, Comissió Europea i elaboració pròpia.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	3,1	2,6	3,7	2,6	2,5	1,8	–	...
Vendes al detall	6,1	–7,6	–6,5	–7,5	–7,3	–8,8	0,6	...
Producció industrial	6,0	5,8	7,5	5,3	5,5	5,2	7,0	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	107,5	108,0	105,4	103,7	103,4	104,1
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	9,5	9,2	8,9	8,5	8,1	8,0
Preus de consum	1,6	2,3	1,8	2,1	2,4	3,1	2,9	2,8
Balança comercial (***)	151,5	183,5	165,5	178,3	192,0	198,1	199,9	...

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

L'inici de l'any ha estat millor del que s'esperava, com ho reflecteix el bon to industrial.

midor, fa pensar que difícilment el consum privat exercirà de puntal de resistència contra la desacceleració. Aquesta combinació de menor aportació del sector exterior i afebliment del consum privat deixa molt sola la inversió, la qual, tot i mantenir, certament, el to –al gener, la producció industrial de béns d'equipament va créixer l'11,4% interanual–, sembla un motor insuficient per a l'economia germànica.

Així i tot, el moviment a l'alça del gener del component de béns d'equipament també l'ha experimentat la producció industrial en conjunt (avanç interanual del 7,0%), situació que indica un inici d'any raonablement dinàmic. En la mateixa línia apuntava l'indicador IFO d'activitat empresarial, que, tot i els vaivens recents, se situava al març en el nivell dels 104,8 punts, set dècimes per damunt del registre del febrer.

La resta de variables claus han aportat menys novetats. La inflació s'allunya de forma progressiva dels màxims assolits al novembre passat, quan es va enfilar al 3,4% interanual. Així, al febrer, l'IPC va créixer el 2,8% interanual, una dècima menys que l'observada al gener. També es mou a la baixa la taxa d'atur, que va caure al 8% de la població activa. Un any enrere, la xifra era del 9,5%. Aquesta millora és molt oportuna, ja que pot contribuir a evitar que les famílies continguin excessivament les despeses.

França: nous esforços de reforma econòmica

França arrenca el 2008 en millor forma del que s'esperava...

L'inici del 2008 ha estat relativament benigne a França des del punt de vista econòmic. El consum de les llars es va recuperar i va créixer el 3,7% interanual al febrer. La confiança del consumidor, en aquest mateix mes, va repuntar quatre dècimes. La producció industrial va créixer al gener el 2,7% interanual, el registre més positiu des de l'octubre de l'any passat. Fins i tot les exportacions, el creixement de les quals s'havia estabilitzat entre setembre i desembre, van repuntar una mica al gener. Els preus han deixat d'accelerar el creixement (al febrer, l'IPC va repetir en el 2,8% interanual). Finalment, la taxa d'atur manté la tònica a la baixa i es va situar en el 7,8% de la població activa al gener, mínim de 12 anys.

Llavors, tot va bé? El cert és que aquesta bateria d'indicadors, tot i fer referència a

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	2,2	1,9	1,9	1,4	2,2	2,1	–	...
Consum de les llars	2,7	3,4	3,6	2,8	4,2	3,2	2,3	3,7
Producció industrial	1,0	1,5	1,0	0,2	2,2	2,4	2,7	...
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,6	8,4	8,2	7,9	7,8	...
Preus de consum	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,8	2,8
Balança comercial (**)	–27,0	–32,6	–29,0	–30,7	–33,2	–37,6	–40,5	...

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

l'hivern, té molt de flor d'estiu. En pocs mesos, s'espera que la conjuntura es torni menys satisfactòria. El conjunt dels analistes espera un creixement el 2008 de només l'1,6%, és a dir, per sota de l'1,9% del 2007. Però fins i tot aquesta xifra sembla massa optimista. L'institut estadístic francès, l'INSEE, preveu que el creixement sigui només de l'1,4% el 2008, arran de l'empitjorament de la demanda interna i del sector exterior. A més a més, l'escenari de l'INSEE té un possible risc: el fet de basar-se en un ajustament mínim de la despesa de les llars.

Tot i que les coses no pinten gaire bé en el terreny conjuntural, el president gal, Nicolas Sarkozy, manté la idea d'aprofundir en la reforma econòmica. En aquest sentit, Sarkozy va encomanar a un grup liderat per Jacques Attali un informe sobre mesures per millorar el creixement econòmic. Els resultats d'aquest grup de treball formen un ventall de propostes –316, ni més ni menys– que van des de liberalitzar les llicències de taxi fins a la creació de 10 pols d'excel·lència investigadora. Després de la seva presentació al final de gener, i un cop superat el petit *impasse* polític que han representat les eleccions municipals, ara s'espera que el president francès comenci a implementar una part significativa d'aquestes mesures.

Itàlia: magra herència econòmica per al nou govern

...però la resta de l'any pot presentar una tònica menys esperançadora.

L'economia italiana continua travessant una època complicada. Tot i que les bones dades de l'inici del 2008 que han registrat la resta de les grans economies de la zona de l'euro no han passat totalment de llarg, en el cas italià han tingut una intensitat menor. Certament, les vendes al detall van repuntar al gener, però la confiança del consumidor va caure més d'un punt al febrer. En un sentit similar s'han mogut els indicadors d'oferta. El més significatiu, la producció industrial, va caure al gener l'1,3% interanual, una xifra que millora ostensiblement la dada del desembre (reculada interanual del 4,1%). Però amb les comandes industrials reculant el 12% al febrer i la confiança de la indústria sumant tres mesos consecutius en descens en aquest mateix mes de febrer, sorprendria que el sector secundari pogués consolidar la millora.

S'espera una nova ronda de reforma econòmica estructural.

Tampoc no s'acaben de replicar a Itàlia les bones dades laborals dels seus socis de la moneda única. En el quart trimestre del 2007, el creixement de l'ocupació, tot i mantenir-se en la zona dels avanços, amb prou feines va ser de l'1,1% interanual, sis dècimes percentuals menys que

El to econòmic italià és feble i sensiblement inferior al de la resta de grans economies de la zona de l'euro.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	1,9	...	2,4	1,8	1,9	...	–	...
Vendes al detall	1,2	0,5	1,0	0,1	0,2	0,5	1,0	...
Producció industrial	2,6	–0,1	1,2	0,7	0,8	–2,9	–1,3	...
Taxa d'atur (*)	6,8	6,1	6,2	6,1	6,0	6,0	–	...
Preus de consum	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	2,4	3,0	2,9
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–19,1	–15,4	–11,3	–8,9	–10,0	...

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

La previsió de creixement per al 2008 del Ministre de Finances és del 0,6%.

en el tercer trimestre. D'altra banda, la taxa d'atur va repetir, en aquest quart trimestre, en el 6,0% de la població activa. Pel que fa als preus, aquí les similituds sí són més aparents: al febrer, l'IPC es va desaccelerar una dècima percentual fins al 2,9%.

Aquesta és l'herència que rebrà el futur govern que surti de les eleccions legislatives del 13 i 14 d'abril. No cal fer-se gaires il·lusions per a la resta de l'any. Les previsions apunten a un creixement reduït. El mateix informe econòmic del Ministre de Finances apunta que el 2008 es creixerà un magre 0,6%, lluny de l'1,5% del 2007, ja prou moderat. Segons el ministre Tommaso Padoa-Schioppa, la dependència de l'entorn exterior, el qual tendirà a deteriorar-se de forma apreciable, repercutirà de forma molt negativa sobre l'economia italiana.

No obstant això, els mals italians no acaben a l'exterior. Segons Confcommercio, l'associació d'empreses de comerç, l'estat de forma de la demanda interna també és delicat, amb el consum privat vorejant la zona del creixement negatiu. Tot i que el seu escenari central s'assembla al del govern (avanç del PIB del 0,7% el 2008), el de risc apunta a un creixement del 0,2%, és a dir, a un pas de la recessió.

Els indicadors recents del Regne Unit no reflecteixen encara l'impacte de la crisi financera internacional...

Regne Unit: el consumidor resisteix, però la incertesa creix

La situació econòmica del Regne Unit no deixa de ser paradoxal. Els últims indicadors disponibles no permeten albirar senyals clars de la incidència de la crisi financera internacional. No obstant això, tots els analistes coincideixen a assenyalar que l'impacte de la restricció creditícia global afectarà de forma especialment intensa l'economia britànica. El temps, com sempre, els donarà o no la raó.

Ara com ara, però, sembla que la conjuntura britànica transita amb certa folgança per les turbulències financeres. Les famílies continuen gastant amb una certa alegria, com ho evidencia l'evolució alcista de les vendes al detall (creixement proper al 6% en la mitjana de gener i febrer, un parell de punts percentuals més que en el quart trimestre). Tot i que la confiança del consumidor segueix una tendència a la baixa, ara com ara sembla relativament ordenada. No és estrany, ja que la taxa d'atur es va mantenir en el 2,5% entre octubre i febrer, mínim des del 1975, la qual cosa proporciona un coixí addicional a la despesa de les llars.

Altres indicadors apunten a desaceleració, però sense cap enfonsament. Així, la

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
PIB	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1	2,8	–	...
Vendes al detall	3,2	4,4	4,6	4,1	4,9	3,9	5,9	5,5
Producció industrial	0,3	0,3	–0,4	0,8	0,1	0,7	0,5	...
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Preus de consum	2,3	2,3	2,9	2,6	1,8	2,1	2,2	2,5
Balança comercial (**)	–74,1	–82,2	–78,4	–80,1	–83,2	–87,0	–88,56	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos (***)	4,6	5,3	5,3	5,6	6,0	6,3	6,0	5,6
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	98,0	103,9	103,9	104,0	104,3	102,2	97,6	95,3

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.

producció industrial va avançar el 0,5% interanual al gener, lleugerament per sota del 0,9% del desembre. Una mica més alarmant és l'evolució de l'indicador de sentiment econòmic, ja que es va situar en el nivell dels 95 punts al febrer (que cal comparar amb els 104 punts del gener). Si es consolida aquesta tendència –una situació que encara no es pot afirmar–, seríem davant d'un dels primers indicadors tangibles de la dentegada financera en la conjuntura econòmica.

Els problemes més apressants es mantenen, per tant, al front dels preus. Aquí els desequilibris han estat persistents en els últims mesos, ja que, des de l'octubre, s'està per damunt de l'objectiu d'inflació del Banc d'Anglaterra, fixat en el 2%. El repunt del febrer, fins al 2,5% interanual, ha ratificat que la inflació és lluny d'estar controlada. No obstant això, sembla que el banc central anglès, que va abaixar el tipus d'interès de referència al desembre i al febrer, està més preocupat pel previsible alentiment econòmic que per un repunt inflacionista que espera que sigui puntual. Probablement, tingui raó, i el perill sigui més salvar l'economia d'un enfonsament que mantenir estabilitzades les expectatives d'inflació.

...tot i que s'espera que la crisi refermi en els propers mesos, diagnòstic implícit en el relaxament monetari del Banc d'Anglaterra.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

La crisi no dóna treva als bancs centrals

La crisi financera iniciada a l'agost de l'any passat als Estats Units s'extén a la resta del món.

A l'agost de l'any passat, es va iniciar la que s'ha anomenat crisi hipotecària *subprime*. L'origen del problema va ser la concessió de crèdit hipotecari als Estats Units a clients d'escassa solvència i sense haver realitzat els controls de risc adequats. Aquestes hipoteques eren titulitzades i, d'aquesta forma, transmeses a una gran varietat d'agents financers, els quals amb prou feines eren conscients del risc que assumien. El sobtat augment de la morositat d'aquests productes va desencadenar una crisi de confiança entre les institucions financeres que va provocar una restricció en la concessió de crèdits, problemes de liquiditat i elevades pèrdues en el balanç. Les turbulències, que no han respectat mercats ni fronteres, continuen des d'aleshores.

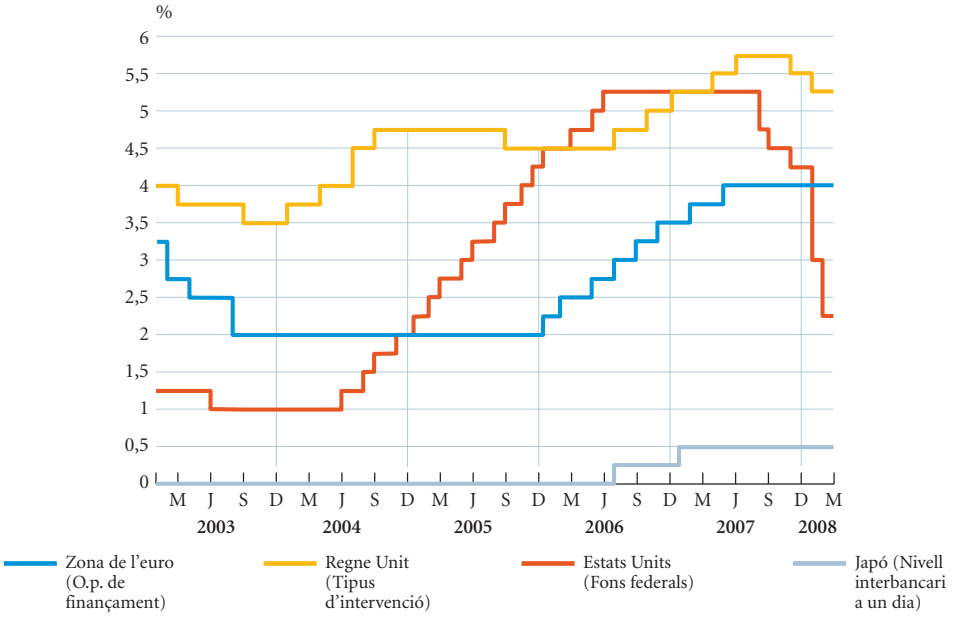
Als Estats Units, l'augment de la morositat i el deteriorament de les ràtios de capital dels bancs s'han traduït en una reducció de l'oferta de crèdit per part de la banca. Als mercats interbancaris, on els bancs es presten diners els uns als altres, s'han traduït en pujades del tipus d'interès.

La Reserva Federal adopta una bateria de mesures per injectar liquiditat.

Atès el caire que ha adoptat la crisi de liquiditat, que, finalment, s'ha convertit en una crisi bancària, la Reserva Federal, el banc central dels Estats Units, va decidir el 18 de març, a la reunió de política mo-

LA RESERVA FEDERAL TORNA A RETALLAR EL TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

netària, retallar de nou el tipus de referència, aquest cop en 75 punts bàsics, fins al 2,25%. En el comunicat posterior a la reunió, els membres de la Fed van insistir en el fort deteriorament de l'activitat econòmica.

Abans d'aquesta baixada del tipus oficial, la Fed va adoptar una bateria de mesures per intentar pal·liar-ne els afectes. L'objectiu final d'aquestes mesures és incrementar la liquiditat, sobretot al mercat interbancari i, també, al mercat d'actius que tenen el suport dels actius hipotecaris.

Així, al començament de març, es va crear una nova finestra de liquiditat a la qual poden acudir els bancs d'inversió nord-americans que no tenien accés a la finestra de descompte, com la resta de bancs de dipòsits. En segon lloc, la Reserva Federal va decidir acceptar com a col·lateral o garantia d'aquesta liquiditat no solament bons del Tresor, sinó també bons de les agències federals Freddie Mac i Fannie Mae i fins i tot títols amb el suport d'hipoteques emeses per empreses privades amb qualificació creditícia elevada.

D'altra banda, la Fed va anunciar l'increment de les línies d'*swap* amb el BCE i amb el banc central de Suïssa. Un *swap* és una permuta financera, a través de la qual la Fed posa a disposició d'aquests dos bancs centrals europeus dòlars perquè els puguin facilitar als bancs comercials europeus. Com a contrapartida, la Fed rep actius en euros.

La liquiditat aportada per totes aquestes mesures puja a uns 336.000 milions de dòlars. És una quantitat suficient? Representa, aproximadament, el 2% del producte interior brut dels Estats Units i és gairebé el doble del pla fiscal aprovat per l'administració, que puja a uns 170.000 milions de dòlars. Per tant, és una injecció de liquiditat extraordinària que reflecteix les dificultats que travessa el sistema financer nord-americà.

Les mesures es mostren insuficients i la Fed es veu obligada a rescatar un banc privat.

Així i tot, totes aquestes actuacions no van evitar els rumors sobre la insuficient liquiditat del cinquè banc d'inversió més gran dels Estats Units, el Bear Stearns. Diverses de les seves contrapartides al mercat interbancari van decidir tallar les línies que tenien amb aquest banc. Atesa la problemàtica de la seva viabilitat financera, la Fed va instrumentalitzar la compra del Bear Stearns mitjançant el banc comercial JP Morgan.

A la zona de l'euro, ara com ara, les preocupacions són diferents. El Banc Central Europeu (BCE), al Consell de Govern celebrat el 6 de març, va mantenir el tipus d'interès oficial en el 4%. La informació econòmica coneguda des de l'anterior reunió confirmava l'existència de fortes pressions en preus a curt termini, que es van reflectir en la revisió a l'alça de la previsió d'inflació del banc emissor. També apuntava a un augment de la incertesa sobre la trajectòria futura de l'activitat econòmica.

En canvi, el BCE manté el tipus d'interès en el 4% i adverteix del risc d'inflació.

A la conferència de premsa posterior a la reunió del Consell, el president del BCE, Trichet, va fer referència al risc de l'impacte de les turbulències financeres sobre la concessió de crèdit a empreses i famílies. Pel que fa a les empreses no financeres, va esmentar l'increment de crèdit del 14,6% anual, que representa, segons les seves pròpies paraules, un creixement molt dinàmic. I, pel que fa a les famílies, la desacceleració en la concessió de crèdit és coherent amb la pujada del tipus d'interès de referència iniciada al desembre del 2005. Finalment, va descartar que s'hagi de produir un fort deteriorament del crèdit en els propers mesos.

El crèdit a empreses i famílies de la zona de l'euro creix notablement.

A més a més, Trichet va confirmar que, tot i la crisi financera, el BCE, a diferència de la Fed, no ha modificat la llista col·la-

La Xina augmenta de nou el coeficient de reserva dels bancs per lluitar contra la inflació.

teral o de valors de garantia admissibles per obtenir liquiditat. Aquesta llista no s'ha modificat des del llançament de l'euro l'1 de gener de 1999. D'altra banda, va afegir que el BCE fa un seguiment molt estricte de la qualitat creditícia d'aquestes garanties.

El banc emissor de la zona de l'euro va tornar a recordar a tots els agents econòmics la seva preocupació pels increments salarials que representin un deteriorament de les expectatives d'inflació. El BCE ha comunicat que està realitzant un seguiment de les negociacions salarials, i li preocupen els esquemes en què els sous nominals s'indexen a l'índex de preus de consum.

Al Japó el banc central espera que li sigui assignat un nou governador.

D'altra banda, a la Xina, la preocupació per l'increment de la inflació ha impulsat el banc central a moure fitxa, de manera que va ordenar l'increment del coeficient de reserva en mig punt percentual, del 15,0% al 15,5%. Aquesta acció segueix l'avís del primer ministre xinès, Wen, en la seva conferència de premsa anual, després de l'Assemblea Popular Nacional a Pequín, en què va indicar que el govern combatria la inflació de forma decidida.

En aquest sentit, el governador del banc central xinès, Zhou, va mostrar la seva predisposició a apujar el tipus d'interès de referència. Ara com ara, durant enguany el banc central ha evitat incrementar el tipus d'interès després dels sis increments realitzats durant l'any passat, que van deixar el tipus oficial en el 7,47%. Però la inflació ha arribat al 8,7%, de manera que els tipus d'interès reals són negatius a la Xina. Per què no puja ràpidament el tipus d'interès? El motiu és el risc d'una forta apreciació de la divisa, que faria que les empreses perdessin competitivitat. I és que l'estabilitat social xinesa exigeix la creació d'entre 2 i 4 milions de llocs de treball a l'any per absorbir la immigració des de les zones rurals cap a les ciutats.

Finalment, al Japó, el que semblava una fàcil transició al banc central s'ha complicat per l'absència de consens entre el govern i l'oposició sobre el successor de l'actual governador, Fukui, que va cessar un cop expirat el seu mandat. La crisi s'ha desenvolupat després de la negativa del partit a l'oposició d'acceptar el segon candidat proposat pel govern, Tanami, president del Banc Japonès per a la Cooperació Internacional i antic ministre d'economia. L'oposició ha indicat que les seves credencials són similars a les del primer candidat proposat, Muto, vicepresident del Banc del Japó però amb 37 anys d'exercici al Ministeri d'Economia, i que fan que sigui massa proper al govern, la qual cosa en qüestiona la independència. Aquesta situació de punt mort obre un buit de lideratge al Banc del Japó en un moment crític, amb risc de deteriorar la credibilitat del banc central i del govern en mig de fortes turbulències financeres internacionals.

Els tipus d'interès pateixen les turbulències financeres

Els tipus d'interès reflecteixen de forma intensa l'augment de les incerteses. Les fluctuacions de la volatilitat són induïdes per l'augment o la disminució de la intensitat de la crisi hipotecària *subprime* dels Estats Units, que s'ha convertit en una crisi que afecta la solvència i l'estabilitat del sistema financer.

Els tipus d'interès reflecteixen la reducció del crèdit, el deteriorament de les expectatives de creixement i la fugida cap a la qualitat.

En l'últim mes, les corbes de tipus d'interès han estat subjectes a la influència de diversos factors. Els tipus a curt termini han patit una nova reducció de l'oferta de crèdit als mercats interbancaris. Com es pot observar al següent quadre, l'euríbor a un any a la zona de l'euro ha tornat a escalar fins a nivells superiors al 4,6%, quan semblava que els màxims dels últims mesos de l'any passat, del 4,78%, ja havien quedat enrere. Així, després de les injec-

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subastes 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									
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	4,00	4,38	4,38	3,00	3,06	0,96	5,25	5,74	2,72
Març (1)	4,00	4,66	4,65	2,25	2,60	0,97	5,25	5,98	2,80

NOTES: (1) Dia 19.
(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 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: 11-12-07(4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%).
(4) Últimes dates de variació: 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%), 5-7-07 (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.

cions de liquiditat del BCE, els tipus d'interès es van anar moderant i van arribar al gener a uns nivells que podrien ser qualificats de certa normalització.

El mes de febrer va ser de transició, però al març va disminuir la liquiditat, la qual cosa va tensionar de nou els mercats interbancaris. Aquesta evolució és el reflex de la intensa reducció de l'oferta creditícia bancària davant de la necessitat d'augmentar la liquiditat en el balanç dels bancs per afrontar el potencial deteriorament de les ràtios de capital. Les institucions de crèdit tracten d'acumular liquiditat i estan menys disposades a prestar al mercat interbancari. Conseqüentment, la menor oferta de crèdit fa que pugi el preu del diner, és a dir, els tipus d'interès del mercat interbancari.

En canvi, els tipus d'interès a mitjà i a llarg termini s'han vist afectats pel fort deteriorament de les expectatives de creixement als Estats Units i per la fugida cap a la qualitat, dos factors difícils de deslligar i que actuen conjuntament des de l'esclat de la crisi *subprime*, però que, al març, han tornat a polsar amb força. En el cas de les expectatives de creixement nord-americà, si un inversor creu que l'activitat econòmica es frenarà, esperarà que la inflació acabi baixant. En aquest context, confiarà que la retallada del tipus de referència del banc central es traslladi a la corba de tipus d'interès del deute públic.

L'euríbor a un any puja de nou, quan semblava que consolidava una tendència a la baixa.

Els tipus d'interès del deute públic a llarg termini es mantenen deprimits.

Amb aquestes perspectives, augmenta la demanda de bons públics i, per tant, les rendibilitats baixen, ja que preu i rendibilitat es mouen en sentit invers.

En aquest context, a més a més, es produeix un moviment de compra de deute públic d'elevada qualitat, el qual actua de valor refugi en una situació de crisi. Atesa la forta caiguda experimentada a les borses mundials, els inversors prefereixen reduir el risc de les carteres d'inversió venent els actius amb més risc i sobreponderant la posició de renda fixa pública d'elevada qualitat.

Al gràfic següent es pot observar la tendència a la baixa experimentada per la cotització del deute públic amb venciment a 10 anys dels Estats Units. Tenint en compte que la inflació als Estats Units és del 4% i que un bo de deute públic ofereix un tipus d'interès del 3,3%, actualment hi ha tipus d'interès reals negatius a llarg termini que descompten una situació econòmica de recessió. Els bons del deute públic a llarg termini de la zona de l'euro també han caigut en rendibilitat, però ofereixen uns 40 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) més que el deute nord-americà.

Els inversors diferencien el deute públic dels emissors en funció de la qualificació creditícia.

Això es pot observar en la caiguda generalitzada de les rendibilitats del deute públic a llarg termini que s'ha estès no solament als Estats Units i a la zona de l'euro, sinó també al Japó, el Regne Unit i Suïssa. Però les caigudes no han estat de la mateixa magnitud, ja que els inversors han distingit la qualitat de crèdit dels bons. Per exemple, un bo de deute públic a 10 anys emès per Itàlia paga un tipus d'interès del 4,32%, és a dir, 55 punts bàsics més que el bo alemany. El bo alemany té un *rating* màxim, AAA/Aaa, mentre que l'italià té una qualificació creditícia inferior, d'Aa2/A+.

És normal que un risc més gran impliqui una exigència de més rendibilitat, però el diferencial de 0,55% és un màxim històrica de recessió. Els bons del deute públic a llarg termini de la zona de l'euro també han caigut en rendibilitat, però ofereixen uns 40 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) més que el deute nord-americà.

EL DETERIORAMENT DE L'ACTIVITAT ECONÒMICA ES REFLECTEIX EN LES COTITZACIONS DEL DEUTE PÚBLIC

Tipus d'interès del deute públic a deu anys

FONT: Bloomberg.

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	Febrer	19 març
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,51	3,42
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,37	1,28
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,33	4,33	3,89	3,77
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	4,47	4,33
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	2,96	2,81

FONT: Bloomberg.

ric des del llançament de l'euro. Cap a la meitat de l'any passat, el diferencial era només del 0,2%. Dos factors ajuden a explicar l'augment d'aquest diferencial. En primer lloc, la incògnita sobre el nou govern italià i els seus plans pressupostaris. En segon lloc, quan es produeix una fugida cap a la qualitat, els inversors es refugien en el bo alemany per la profunditat i la liquiditat del seu mercat. No obstant això, cal recordar que no hi ha un risc de divises, ja que els dos bons cotitzen en euros, i pagar més de mig punt percentual cada any durant 10 anys implica una intensa aversió al risc.

Cal parar la caiguda del dòlar?

El Fons Monetari Internacional (FMI) ha advertit que s'ha incrementat el risc a la baixa del creixement, ja que la volatilitat als mercats de divises pot provocar un ajustament més sobtat dels desequilibris comercials. Per exemple, des de l'1 de gener, el dòlar s'ha depreciat el 7,2% en relació amb l'euro i el 12,4% enfront del ien japonès.

En la mateixa línia, i després de la forta depreciació del dòlar, el president del BCE i el primer ministre de Luxemburg es van referir públicament a Brussel·les a la política dels Estats Units del dòlar fort. Trichet va repetir el missatge de forma més intensa a la conferència de premsa del 6 de març i un altre cop el 10 de març. No obstant això, el resultat d'aquestes intervencions verbals va ser nul, ja que el mercat de divises no va fer cas de les indicacions dels màxims responsables de la política monetària i de l'euro.

No obstant això, hi ha veus discordants. El Bundesbank, el banc central alemany, creu que les exportacions alemanyes depenen del creixement dels mercats als quals exporta i de l'atractiu del producte, més que del pur preu. A més a més, el director gerent de l'FMI, Strauss-Kahn, tot i que va destacar el risc per al creixement de l'enfonsament del dòlar, va considerar que, en la situació actual, no és necessària una intervenció concertada dels bancs centrals per frenar la caiguda.

Potser sigui aquesta absència de consens institucional el motiu que ha frenat el president del BCE a l'hora de realitzar més comentaris sobre la situació de l'euro en relació amb el dòlar. O potser sigui el nul resultat d'aquests comentaris, ja que el dòlar finalment va accelerar el declivi enfront de l'euro i va arribar a cotitzar un 1,59 durant la sessió del 17 de març.

La reflexió més interessant sobre el mercat va provenir del sotsgovernador del Banc d'Anglaterra, en què va partir de l'observació objectiva que el dòlar s'ha depreciat menys enfront de les divises de països amb superàvits comercials més ele-

Trichet i Junker es mostren preocupats per la cotització del dòlar...

...però no hi ha unanimitat sobre què fer per frenar l'enfonsament del dòlar.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

19-03-08

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	99,4	–8,4	–12,4	–18,2
Lliura esterlina	0,504	–1,9	0,0	–2,1
Franc suís	1,001	–9,3	–13,2	–21,1
Dòlar canadenc	1,004	–1,3	0,6	–17,3
Pes mexicà	10,698	–0,6	–2,0	–4,1
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,564	6,2	7,2	17,6
Ien japonès	155,4	–2,1	–4,6	–0,6
Franc suís	1,566	–2,8	–5,3	–2,9
Lliura esterlina	0,788	4,2	7,2	15,1
Corona sueca	9,402	0,9	–0,4	1,2
Corona danesa	7,459	0,1	0,0	0,2
Zloty polonès	3,535	–1,2	–1,9	–8,6
Corona txeca	25,44	0,4	–4,1	–8,3
Forint hongarès	256,4	–3,2	1,3	4,3

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

EL DÒLAR S'ENFONSA ENFRONT DE L'EURO

Tipus de canvi euro-dòlar

FONT: Bloomberg.

vats, la qual cosa planteja riscos. Per exemple, que la reducció del dèficit comercial dels Estats Units no iguali la caiguda del superàvit comercial de països com la Xina, però que, en canvi, es tradueixi en un increment del dèficit comercial amb altres països. En realitat, amb el control de les seves divises, la Xina i la resta d'Àsia reexporten el dèficit comercial dels Estats Units a la zona de l'euro.

Un altre moviment espectacular al mercat de divises ha estat la cotització del ien enfront del dòlar, en què s'ha trencat el sòl dels 100 iens per dòlar. Això crea un greu problema a les empreses exportadores nipones. El banc central del Japó realitza l'enquesta industrial més important del país, coneguda amb el nom de Tankan. L'última enquesta va ser realitzada en els mesos de novembre i desembre de l'any passat, i van participar-hi més de 10.000 companyies, a les quals es va preguntar quina era la seva previsió de tipus de canvi ien-dòlar per a l'any 2008. La mitjana de les respostes va ser de 116,1. Per tant, la cotització actual de 99,4 se situa el 17% per sota del nivell esperat per l'empresariat japonès.

La cotització del ien complica la situació de les empreses exportadores nipones.

Vertigen als mercats de renda variable

Els dubtes creats sobre el futur de l'economia mundial s'han traslladat a les cotitzacions de les borses. Si al febrer les borses, després de la forta caiguda del mes anterior, estaven en situació d'esperar i veure, al març els inversors van girar l'esquena als actius de renda variable.

Caigudes mensuals del 9% a la borsa alemanya o del 10,9% a la japonesa no es produeixen tots els mesos i reflecteixen bé el sentiment de desànim dels inversors internacionals, que veuen com les notícies negatives econòmiques s'acumulen una rere l'altra, tot i els esforços dels bancs centrals i dels governs per controlar els perniciosos efectes de la crisi financera actual. Algunes borses, des de l'inici de l'any, han caigut més del 20%, nivell a partir del qual els operadors de borsa consideren que s'ha entrat en un mercat a la baixa.

L'estabilitat de les borses dependrà del creixement als Estats Units i de la normalització dels mercats interbancaris.

LA BORSA MANTÉ LA TENDÈNCIA A LA BAIXA

Índex de borsa europeu DJ Eurostoxx50

FONT: Bloomberg.

L'IBEX 35 es comporta millor que la resta d'indicadors del seu entorn.

Cal esmentar el moviment de l'índex de borsa de referència espanyol, l'IBEX 35, que ha tingut un comportament relatiu més positiu que la resta d'índexs del seu entorn. Dos elements expliquen aquesta diferència. En primer lloc, l'increment del preu d'algunes companyies per rumors d'operacions corporatives de fusions o adquisicions. En segon lloc, en l'entorn actual, els inversors perceben la banca espanyola com una de les més sòlides del continent europeu pel seu ferri control dels riscos, per les seves elevades provisions i per la seva forta capitalització.

Ara, la pregunta interessant que s'obre és si els preus actuals ja han descomptat el pitjor escenari o si, tot i que es genera una oportunitat de compra, encara no s'ha tocat fons. Tot dependrà de la resposta a dues preguntes. Primera, si l'economia nordamericana es pot recuperar a partir de la segona meitat d'enguany i pot mantenir aquesta recuperació durant el 2009. Segona, el temps necessari perquè els mercats interbancaris tornin a la normalitat. El risc de mantenir la situació actual durant molts mesos més és un major deteriorament de les condicions per obtenir finançament per part de les empreses i de les famílies.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

19-03-08

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.370,4*	*0,3*	*–6,7*	*1,2*
Standard & Poor's	*1.330,8*	*–1,3*	*–9,4*	*–5,1*
Nasdaq	*2.262,3*	*–1,9*	*–14,7*	*–5,5*
Tòquio	12.260,4	–10,9	–19,9	–27,9
Londres	5.555,9	–6,9	–14,0	–10,2
Zona de l'euro	3.531,9	–7,2	–19,7	–12,9
Frankfurt	*6.373,8*	*–9,0*	*–21,0*	*–4,5*
París	*4.566,3*	*–6,5*	*–18,7*	*–16,4*
Amsterdam	*427,4*	*–4,8*	*–17,1*	*–13,2*
Milà	*30.789,0*	*–9,8*	*–20,1*	*–23,9*
Madrid	*12.970,6*	*–2,3*	*–14,6*	*–9,0*
Zuric	7.078,4	–5,2	–16,6	–19,9
Hong Kong	21.866,9	–9,4	–21,4	13,5
Buenos Aires	2.050,2	–0,6	–4,7	1,0
São Paulo	60.462,4	–2,9	–5,4	38,3

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.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Notable deteriorament de les expectatives econòmiques

Al començament del 2008, els indicadors disponibles indiquen una intensificació de la desacceleració econòmica de l'últim període. La disminució del ritme de creixement afecta tant el consum com la inversió. Des del costat de l'oferta, destaca la pèrdua d'impuls de la construcció. Les perspectives a curt o a mitjà termini apunten a la continuïtat d'aquestes tendències.

Les vendes del comerç al detall van continuar caient en el primer mes de l'exercici. Així, al gener, van experimentar un descens del 2,4% en preus constants en relació amb el mateix mes de l'any anterior, una de les caigudes interanuals més intenses de la Unió Europea. No obstant això, el decrement es va frenar una mica al febrer. D'altra banda, les vendes d'automòbils van baixar el 5,9% en el primer bimestre de l'any. Aquesta disminució està influïda per l'eliminació del Pla Prever, que incentivava la substitució de turismes amb més de deu anys d'antiguitat, i per l'escalada del preu dels carburants. No obstant això, també reflecteix la degradació de la confiança dels consumidors.

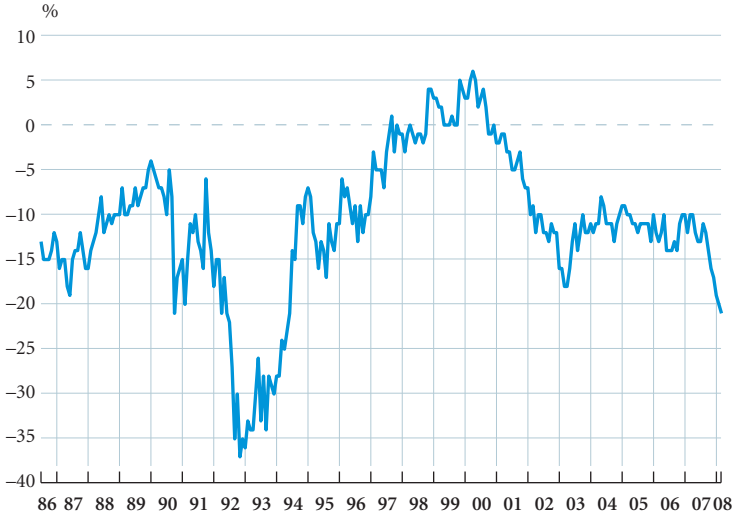
En efecte, l'indicador de confiança dels consumidors ha marcat al febrer la cota més baixa des del 1994, afectat per un deteriorament del mercat laboral, unes condicions financeres menys laxes i un endeutament relativament elevat. No obstant això, es col·locava lluny del mí-

El creixement de l'economia espanyola es desaccelera ràpidament.

Cauen les vendes al detall i d'automòbils al començament de l'any.

ELS CONSUMIDORS ES DESANIMEN

Saldo net de l'indicador de confiança dels consumidors



NOTA: Sèrie corregida d'estacionalitat.
FONT: Comissió Europea.

INDICADORS DE DEMANDA

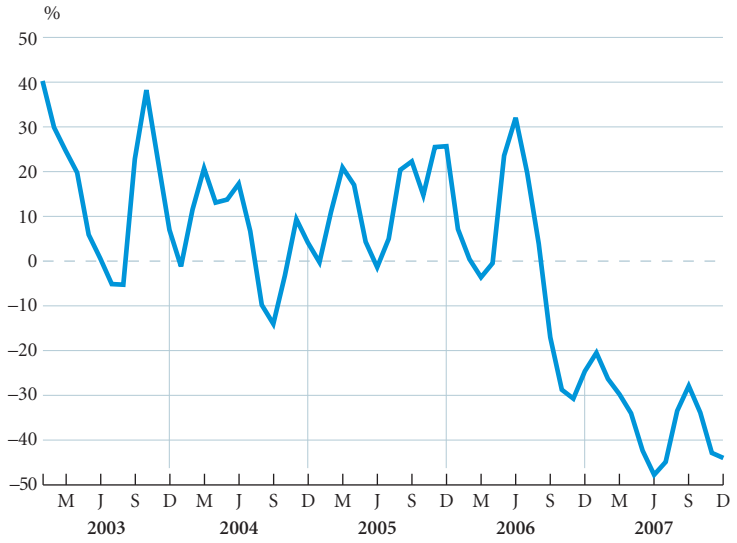
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Consum								
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,9	–2,7	1,8	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	–1,1	5,6	8,4	7,7	–2,6	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–0,7	–2,4	–2,9	1,3	–12,7	0,7
Crèdit al consum de béns duradors	14,5	10,0	13,8	9,6	6,9	9,9	–	...
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–12,3	–13,3	–10,7	–12,7	–12,3	–17,3	–20,0	–21,0
Inversió	8,4	5,9	9,0	5,3	6,3	3,3	4,6	...
Producció de béns d'equipament (*)	3,2	9,8	20,1	11,0	–0,6	9,0	–18,3	...
Importació de béns d'equipament (**)	1,5	0,3	1,7	–2,2	–3,0	4,7	–31,0	–13,8
Matriculació de vehicles industrials								
Comerç exterior (**)	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	7,5	2,4	...
Importacions no energètiques	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	4,6	3,0	...
Exportacions								

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.

INTENSA CAIGUDA DELS VISATS D'OBRA NOVA D'HABITATGES

Variació intermensual anualitzada de la tendència dels visats d'obra nova



FONTS: Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

nim anotat el 1992. D'altra banda, la producció industrial de béns de consum va experimentar una certa recuperació al gener, amb un augment interanual de l'1,8%.

La desacceleració del consum interior i l'empitjorament de les perspectives internacionals arran de l'extensió de la crisi dels mercats financers internacionals incideixen en la demanda d'inversió. Així, les vendes de vehicles de càrrega van registrar fortes caigudes en els primers mesos de l'any. Les vendes interiors de béns d'equipament i de *software* a les grans empreses van anotar, al començament d'aquest any, les davallades interanuals més importants des de l'any 2002. La producció de béns d'equipament, però, va experimentar un repunt al gener, amb un ascens interanual del 4,6%, resultat que mostra un cert vigor.

La inversió en construcció, per la seva banda, continua sota mínims. El consum de ciment es va reduir el 7,0% en el primer bimestre en relació amb dotze mesos abans. Un altre indicador avançat, els visats d'obra nova d'habitatges, va caure el 24,7% el 2007 en relació amb el rècord de l'any 2006 i es va situar en 651.427, xifra relativament alta. La tendència d'aquest índex indica que prossegueix una considerable caiguda.

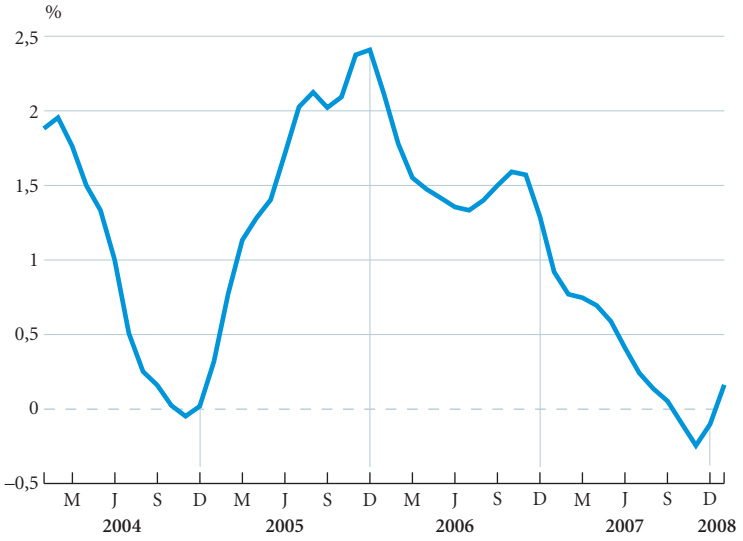
Els visats d'obra nova d'habitatges baixen el 25% el 2007.

Des de l'òptica de l'oferta, la producció industrial es va recuperar al gener després de les caigudes anteriors. Així, l'índex general de producció industrial va pujar el 0,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, resultat que permet qualificar de modest el ritme d'avanç manufacturer. Els béns d'equipament han estat els que han presentat una evolució més positiva en els dotze últims mesos, amb un ascens del 4,6%, seguits pels béns de consum no durador, amb un augment anual del 2,3%. Les branques més dinàmiques van ser la fabricació de material electrònic, la indústria del tabac, el cuir, l'alimentació, el tèxtil, el paper i la fabricació de vehicles de motor. Les caigudes més im-

Dinamisme de la fabricació de material electrònic, tabac, cuir i alimentació.

LLEUGERA RECUPERACIÓ DE LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL

Variació intermensual anualitzada de la tendència de l'índex general de producció industrial



NOTA: Sèrie corregida de diferències de calendari.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Les transaccions d'habitatges baixen el 14% el 2007.

portants van correspondre a la fabricació de màquines d'oficina, l'extracció de productes energètics i la fusta i el suro.

Pel que fa a les perspectives industrials, l'indicador de confiança a la indústria va continuar davallant al febrer fins a col·locar-se en el nivell més baix des de mitjan 2005, influït negativament per l'encariment de les primeres matèries. No obstant això, les xifres de noves comandes del gener, amb un increment del 6,2% en relació amb el mateix mes del 2006, sostenen una visió moderadament optimista.

Quant a la construcció, el segment residencial pateix un procés d'ajustament a causa de l'atonia del mercat immobiliari. El 2007 van continuar disminuint les transaccions d'habitatges, amb un descens interanual del 13,9%, segons les dades del Col·legi de Registradors de la Propietat i Mercantils d'Espanya. Al gener del 2008, la davallada interanual es va intensificar fins al 27,1%.

Pel que fa al sector serveis, els turistes estrangers entrats en el primer bimestre van representar un increment del 3,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Les pernoctacions als hotels nacionals han experimentat un augment del 2,3% en els dotze últims mesos, increment lleugerament superior a l'anotat al

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007				2008	
			I	II	III	IV	Gener	Febrer
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	3,9	4,1	5,2	4,2	1,9	5,0	3,5	3,3
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,5	1,1	–0,2	0,7	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	2,3	0,7	–0,7	–3,3	–4,0	–8,0
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	7,1	9,6	...
Construcció								
Consum de ciment	8,5	0,3	5,5	–1,3	–1,3	–1,5	–7,9	–6,1
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	–1,3	–6,0	–18,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	8,0	–15,0	–50,7	–33,6	...	...
Licitació oficial	31,3	–15,2	13,3	–2,2	–30,3	–32,7	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista	2,0	2,4	4,3	2,9	3,1	–0,3	–2,4	–2,7
Turistes estrangers	4,1	1,7	5,2	0,1	1,4	1,6	0,9	6,5
Ingressos turisme	5,6	3,5	5,8	2,0	3,2	4,1	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–4,1	–6,5	–1,4	–5,3	–0,8	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,6	6,9	10,1
Consum de gasoil automoció	5,5	4,5	5,8	3,3	4,2	4,7	...	...

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.

gener del 2007. El tràfic aeri de passatgers va mostrar una considerable pujada interanual del 8,5% en el primer bimestre, per bé que va presentar un perfil de desacceleració. El transport de passatgers per carretera va mostrar un ascens interanual del 2,8%, lleugerament inferior al registrat el 2007. El sector del comerç va patir l'alentiment del consum privat. En aquest context, en els primers mesos de l'any, l'indicador de confiança del sector serveis va assolir les cotes més baixes dels últims anys.

L'alentiment de les vendes de béns i serveis per part de les societats ha incidit en un augment de la morositat empresarial, un altre signe del canvi de fase cíclica. Així, el nombre d'efectes vençuts i impagats va augmentar el 3,9% al gener en relació amb el mateix mes de l'any anterior i va representar el 4,2% del total, mentre que el seu import va pujar el 48,7%. En aquest marc, el dinamisme empresarial s'ha ressentit i la creació de societats mercantils ha caigut el 21,3% al gener en relació amb dotze mesos abans, mentre que el nombre d'empreses dissoltes s'ha incrementat el 42,5% en el mateix període.

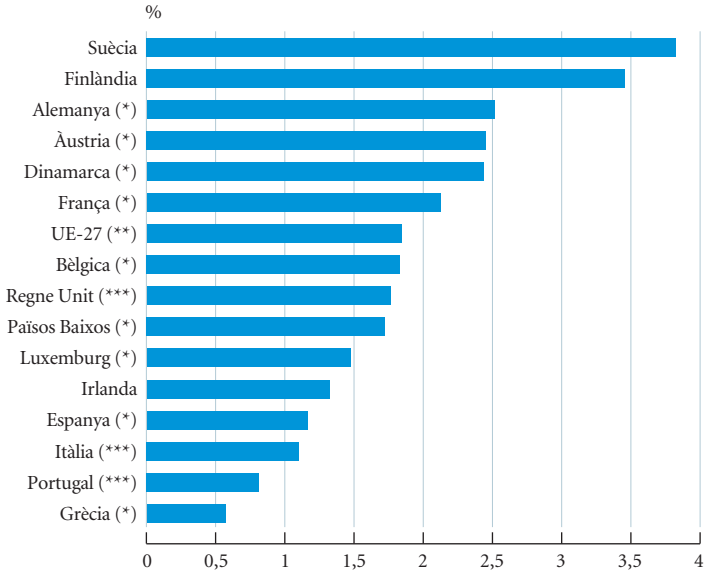
L'import dels efectes de comerç impagats creix el 49% al gener en relació amb el mateix mes del 2007.

En aquesta tessitura, l'indicador de sentiment econòmic va davallar fins al nivell més baix dels últims anys, atès l'empitjorament de les perspectives econòmiques globals amb l'ampliació de la crisi dels mercats financers internacionals. Així, el nou govern que sorgeixi de les eleccions de l'inici de març es trobarà amb la situació conjuntural més complicada dels dos últims lustres. Per afrontar-la, s'han apuntat ja algunes mesures, en general de caràcter anticíclic, com una rebaixa en les retencions de l'impost sobre la renda de les persones físiques per revifar el consum, l'impuls de la construcció d'habitatges protegits i un increment de la despesa

S'apunten un seguit de mesures anticícliques per afrontar la situació...

LA DESPESA EN R+D D'ESPANYA, ENCARA SENSIBLEMENT PER SOTA DE LA MITJANA EUROPEA

Despesa en R+D en percentatge del PIB el 2006



NOTES: (*) Provisional.
(**) Estimació.
(***) Any 2005.
FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

...però cal no oblidar que és necessari augmentar la despesa en R+D per assolir el nivell europeu.

en obres públiques, el foment del lloguer d'habitatges, les ajudes per a la recol·locació d'aturats i la intensificació de la competència empresarial.

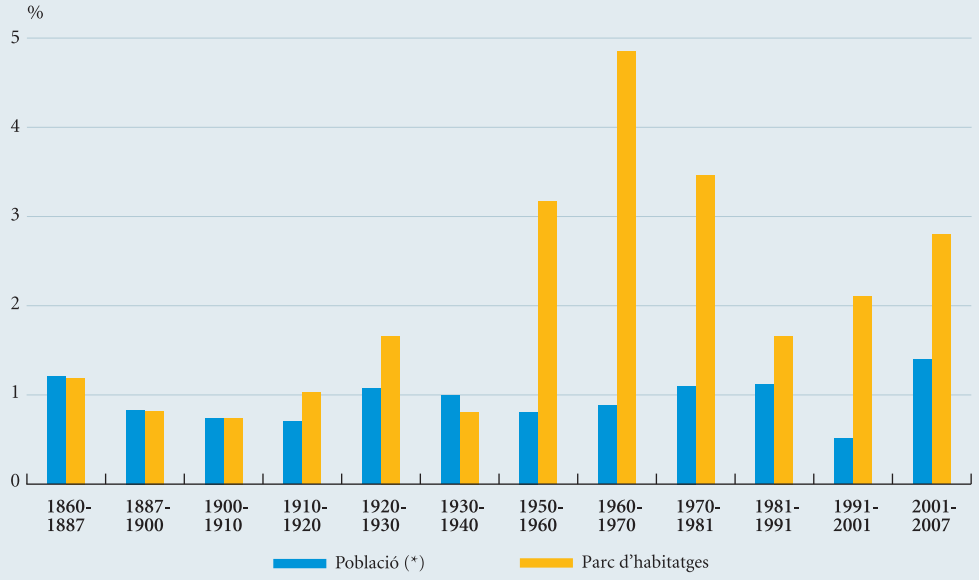
Aquestes mesures i d'altres que segurament s'adoptaran són, sens dubte, convenients. Ara bé, no es pot oblidar que és necessari un augment de la productivitat per assegurar un major benestar futur sostingut. Un aspecte important és la recerca i desenvolupament (R+D). En aquest sentit, les xifres publicades recentment per Eurostat, com es pot observar a la gràfica anterior, indiquen que cal redoblar els esforços per assolir la mitjana europea. En efecte, la despesa en R+D d'Espanya el 2006 va ser de l'1,2% del producte interior brut (PIB), sensiblement per sota de la mitjana del conjunt dels vint-i-set països que formen actualment la Unió Europea, situada en l'1,8%, i menys d'un terç de la despesa relativa de Suècia, situada en el 3,8% del PIB.

Casa, habitatge, família i llar: dinàmica de sinònims

D'ençà que l'home va deixar de ser nòmada, una de les principals preocupacions de l'espècie humana ha estat aconseguir un refugi adequat després de les jornades de treball o de caça. En aquests refugis primitius, l'element primordial era el foc, el lloc on s'oferia calor, claror i aliments i on els humans convivien amb els seus semblants. Etimològicament, llar prové de *lar*, denominació dels déus protectors de les famílies, que solien tenir una capelleta damunt del fogar de la casa. Sovint, en els sistemes fiscals primitius, el recaptador sabia on podia exigir el tribut per l'existència d'un foc. Llar, família i habitatge, per tant, són conceptes que se solen utilitzar com a sinònims.

EL PARC D'HABITATGES CONTINUA CREIXENT SENSIBLEMENT MÉS QUE LA POBLACIÓ

Taxa de creixement mitjà anual de la població i del parc d'habitatges a Espanya



NOTA: (*) Població urbana (en municipis de més de 5.000 habitants) entre el 1860 i el 1900. Població total a partir del 1900.
FONTS: J. Leal (2002), INE, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

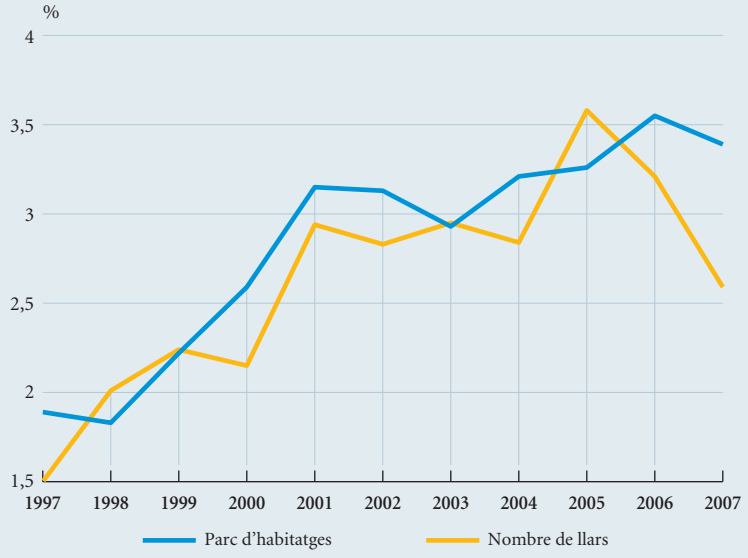
Les necessitats d'habitatge han canviat al llarg dels temps. En la primitiva casa familiar, convivien diverses generacions, i, fins i tot, en l'antiguitat, els esclaus eren considerats membres de la família. Per tant, el creixement de les necessitats d'habitatge es compassava amb el de la població. En els temps recents, però, aquesta paritat s'ha trencat. L'increment de la renda per càpita, el descens del nombre de persones per família i el fenomen de la segona residència han aconseguit que l'increment del parc d'habitatges superi el de la població. A la gràfica següent, es constata que el creixement demogràfic i l'augment del nombre d'habitatges a Espanya entre el 1860 i el 1990 van evolucionar al mateix ritme.[1] No obstant això, a partir del canvi de segle, el parc tendeix a créixer una mica més que la base demogràfica. Però és a partir de la meitat del segle XX quan la construcció d'habitatges comença a créixer a taxes que superen de manera considerable les de la població, un fenomen que s'ha prolongat fins als primers anys del segle actual.

No obstant això, la principal peculiaritat de la societat espanyola en relació amb l'habitatge és el règim jurídic del seu gaudi. És a dir, l'afany de tenir en propietat la casa o el pis. Per un seguit de circumstàncies d'ordre jurídic (regulació dels contractes de lloguer), fiscal (estímul a la compra d'habitatge) o financer (escàs desenvolupament dels mercats i de la cultura financera), la compra d'habitatge, mitjançant una hipoteca, s'ha convertit, en les últimes dècades, en la principal forma d'estalvi de les famílies espanyoles. Una bona part del creixement del parc d'habitatges, en l'última fase expansiva d'aquest cicle de la construcció, s'explica per aquest afany socioeconòmic d'estalviar per la via de la compra d'habitatge. Un afany al qual, pel que sembla, s'ha afegit la població immigrant i que ha reforçat també el dinamisme del mercat.

D'acord amb els últims censos de població, el fort creixement del nombre de llars a Espanya es va correspondre amb l'augment dels habitatges existents, en augmentar aproximadament el 20% entre els anys 1991 i 2001 les

EL PARC D'HABITATGES AUGMENTA AL RITME DE LA CREACIÓ DE LLARS

Percentatge de variació interanual

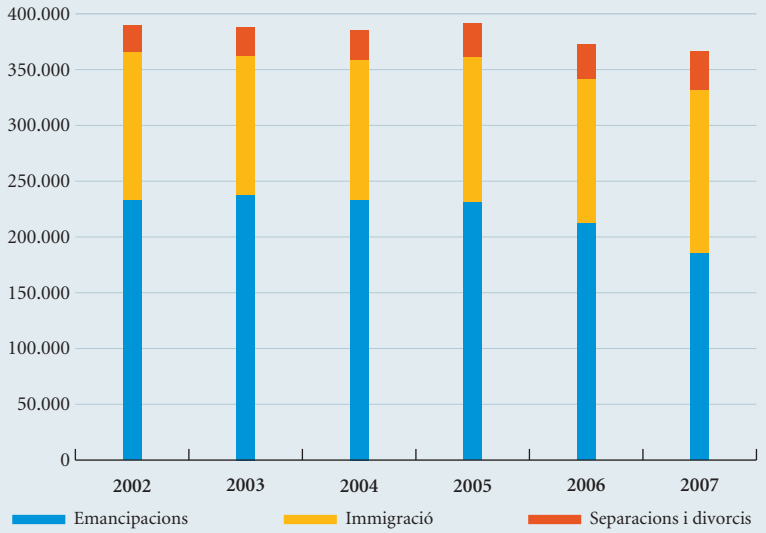


FONTS: INE, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

(1) Vegeu, en particular, J. Leal Maldonado (2002), «Cambio familiar y necesidades de vivienda en España», Revista Mexicana de Sociología, vol. 64, núm. 4 (oct.-des. 2002), pp. 207-232.

L'EMANCIPACIÓ, PRINCIPAL CAUSA DE LA FORMACIÓ DE LLARS, TOT I QUE VA A LA BAIXA

Nombre de llars formades



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

dues variables. Les estimacions d'anys posteriors apunten en la mateixa direcció. Per tant, la formació de llars és una de les variables que explica millor la demanda d'habitatges en aquest últim cicle expansiu del sector, per bé que, des del 2006, es percep una divergència entre el parc d'habitatges i el nombre de llars, com es comprova a la gràfica anterior. En tot cas, el ritme de formació de llars a Espanya és un element rellevant. De què depèn? El procés de formació d'una llar pot ser degut a diferents motius. Aquí considerarem els tres factors principals: emancipació dels fills, immigració i divorci o separació.

La creació de llars per motiu d'emancipació depèn de diferents factors econòmics, però també d'un factor estrictament demogràfic: el volum de població en l'edat d'emancipació teòrica (25 a 34 anys). Entre els anys 2002 i 2007, aquest grup de població ha continuat augmentant, però, de manera significativa, a un ritme progressivament menor a mesura que passaven els anys. La pressió, per tant, dels *baby boomers* comença a remetre. Així i tot, segons estimacions pròpies, continua essent el primer factor de creació de llars, ja que el 58% del total de llars formades en el període 2002-2007 són degudes a l'emancipació.

El segon factor en importància és la immigració. Les xifres de l'INE mostren que les entrades netes d'immigrants, tot i que subjectes a una notable volatilitat en funció de l'any, tendeixen a créixer entre els anys 2002 i 2007. Quan s'estima el nombre de llars que s'han format arran d'aquesta arribada de nous residents, els resultats indiquen que, aproximadament, el 34% de les llars creades són degudes a aquest factor. Finalment, la resta de llars, i, per tant, en un ordre de magnitud clarament inferior, són degudes a processos de divorci o separació. Segons les estimacions realitzades, aproximadament el 8% de les llars formades durant el període 2002-2007 són degudes a aquest tercer factor.

En definitiva, al nostre país continuem assistint a una certa revolució de la població, tot i que tendeix a perdre embranzida. En els quinze últims anys, han aparegut els *baby boomers*, tot i que, en un procés que només és a la

fase inicial, ja han començat a perdre pes. La immigració ha jugat també un paper important. A partir d'aquí, les incògnites s'obren, en especial pel que fa a l'evolució immigratòria en un context de menor creixement de l'economia espanyola. El filòsof social francès Auguste Comte deia, al segle XIX, que «la demografia és el destí». Si aquesta afirmació és, en nombroses ocasions, excessiva, com a mínim per a les qüestions relatives a l'habitatge i a les famílies, i en una perspectiva a no gaire llarg termini, té la seva validesa.

Mercat de treball

Els serveis contraresten la pèrdua de llocs de treball a la construcció.

La creació d'ocupació continua perdent vigor

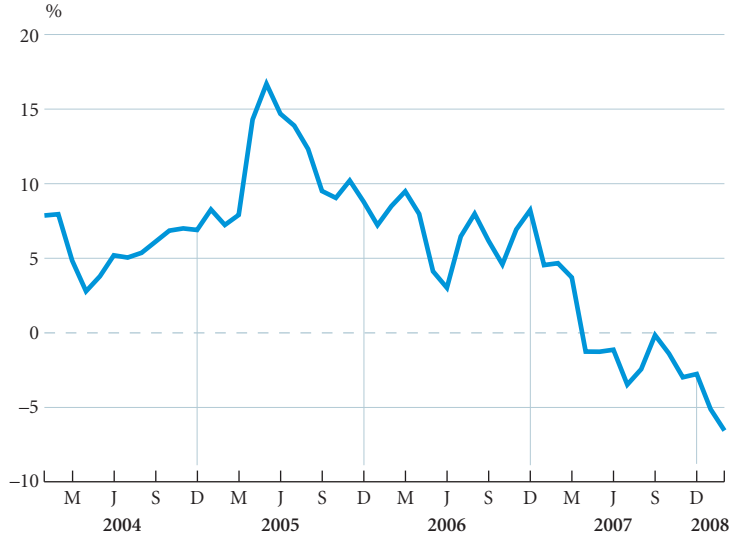
L'economia espanyola continua generant ocupació, però a un ritme sensiblement inferior al registrat en l'exercici passat. Al final de febrer, el nombre d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social pujava a 19.176.237, 65.179 més que en el mes anterior. No obstant això, la taxa de variació anual va continuar disminuint i es va situar en l'1,6%, enfront d'un augment del 3,0% el 2007, la qual cosa il·lustra la tònica d'alentiment en la creació d'ocupació en l'últim període.

Per sectors, a la indústria l'ocupació es va alentir al febrer fins a presentar un augment interanual del 0,1%. A la construcció es va accelerar el ritme de destrucció d'ocupació, amb una davallada dels llocs de treball del 2,5% en els dotze últims mesos, a causa de l'atonia del sector residencial. Afortunadament, els serveis, amb un augment anual del 2,9%, van contrarestar aquesta pèrdua de llocs de treball.

Les branques d'activitat del sector serveis amb més creació d'ocupació al febrer van ser l'hoteleria, les activitats sanitàries i serveis socials i l'educació. En els dotze últims mesos, els subsectors més dinàmics van ser les activitats sanitàries i serveis socials, l'educació, la intermediació financera i el servei domèstic, amb creixements sensiblement superiors a la mitjana.

S'ACCELERA L'EXPULSIÓ D'OCUPACIÓ A LA CONSTRUCCIÓ

Variació intermensual anualitzada del nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social a la construcció (*)



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

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

NOTES: (*) Estimació de l'enquesta de població activa.
(**) 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.

Com ja és habitual, des de l'estiu el creixement interanual dels autònoms va superar el del total d'afiliats al sistema de la Seguretat Social, la qual cosa constitueix un altre indicador del canvi de fase cíclica al mercat laboral. És notable que, mentre els treballadors afiliats al règim general de la construcció s'havien reduït el 5,4% en l'últim any, els autònoms d'aquest sector han augmentat el 8,4%.

L'alentiment en la creació d'ocupació afecta, sobretot, els homes. Així, en els dotze últims mesos fins al febrer, el total d'afiliats masculins només va augmentar el 0,2%, mentre que el nombre d'afiliades creixia el 3,6%. D'aquesta manera, la proporció de dones va continuar augmentant fins a representar el 42,2% del total.

D'altra banda, la desacceleració en la generació d'ocupació no afecta el conjunt de la població estrangera, ja que el nombre d'afiliats estrangers va pujar el 8,8% en els dotze últims mesos, dues dècimes més que al desembre. L'increment més intens d'afiliats prové de països de la Unió Europea, sobretot dels nous països membres, amb una alça del 19,4%, mentre que els treballadors extracomunitaris afiliats augmentaven el 3,9%.

Al febrer, el nombre de contractes registrats a través dels serveis públics d'ocupació va experimentar una recuperació, i van augmentar tant el total com els indefinits en relació amb el mateix mes del 2007. No obstant això, la contractació del primer bimestre del 2008 se situava per sota del nivell anotat un any abans.

L'alentiment en la creació d'ocupació afecta, sobretot, els homes.

El ritme de creixement de l'ocupació entre la població estrangera manté un ritme elevat.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Febrer 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	84.219	15.407	22,4	21.117	33,5	3,6
Indústria	290.985	11.004	3,9	10.147	3,6	12,6
Construcció	305.263	21.396	7,5	81.007	36,1	13,2
Serveis	1.406.114	121.864	9,5	126.882	9,9	60,7
Primera ocupació	228.750	16.113	7,6	903	0,4	9,9
Per sexes						
Homes	964.233	79.094	8,9	170.031	21,4	41,6
Dones	1.351.098	106.690	8,6	70.025	5,5	58,4
Per edats						
Menors de 25 anys	271.323	30.940	12,9	15.986	6,3	11,7
Resta d'edats	2.044.008	154.844	8,2	224.070	12,3	88,3
TOTAL	**2.315.331**	**185.784**	**8,7**	**240.056**	**11,6**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

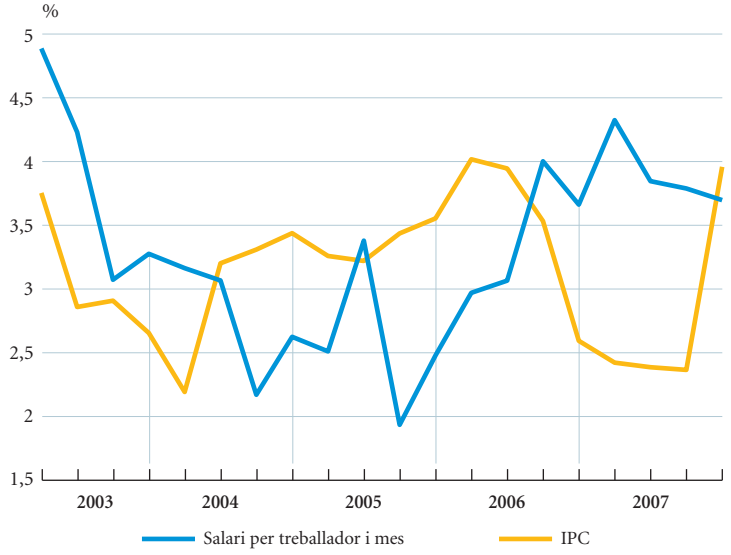
La taxa d'atur espanyola, la segona més alta de la Unió Europea després del deteriorament del mercat laboral en els últims mesos.

Forta pujada de l'atur registrat a la construcció

El nombre d'aturats inscrits a les oficines dels serveis públics d'ocupació arribava a 2.315.331 persones al final del mes de febrer. Aquesta xifra era la més alta de la dècada i representava un increment interanual de l'11,6%. Coherent amb l'evolució de l'ocupació comentada més amunt, l'a-

LA INFLACIÓ TORNA A SUPERAR ELS SALARIS EN EL QUART TRIMESTRE DEL 2007

Variació interanual



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2006	2007	2007				2008
			I	II	III	IV	I
Increment pactat en convenis (*)	**3,3**	**2,9**	**2,9**	**2,9**	**2,9**	**2,9**	**3,3**
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (**)	**3,0**	**3,6**	**3,4**	**3,4**	**3,5**	**3,8**	**...**
Enquesta trimestral de cost laboral							
Costos salarials							
Total	3,4	3,9	4,3	3,8	3,8	3,7	...
Indústria	*3,6*	*3,0*	*3,7*	*3,1*	*2,3*	*2,8*	...
Construcció	*3,7*	*4,8*	*5,5*	*3,9*	*4,8*	*5,1*	...
Serveis	*3,7*	*4,2*	*4,5*	*4,3*	*4,2*	*3,8*	...
Guanys mitjans per hora treballada	4,2	4,4	4,6	4,2	4,6	4,1	...
Altres costos laborals	3,6	4,4	3,2	4,0	5,2	5,3	...
Jornada laboral (***)	–0,6	–0,4	–0,2	–0,3	–0,9	–0,3	...
Jornals agraris	**2,8**	**3,1**	**3,1**	**2,5**	**3,3**	**3,5**	**...**
Cost laboral a la construcció	**4,4**	**2,4**	**2,5**	**2,4**	**2,3**	**2,5**	**...**

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

tur va afectar més els homes que les dones, amb variacions interanuals del 21,4% i del 5,5%, respectivament.

Per edats, el nombre d'aturats més grans de 25 anys havia augmentat gairebé el doble que el de joves. Per sectors, destaca la pujada de l'atur del 36,1% a la construcció en els dotze últims mesos. En canvi, entre els aturats sense feina anterior, l'atur amb prou feines ha augmentat el 0,4% des del febrer del 2007. En canvi, el nombre d'aturats registrats estrangers ha augmentat el 53,8% en els dotze últims mesos.

D'altra banda, el deteriorament del mercat laboral en els últims mesos ha propiciat que, al gener, la taxa d'atur espanyola fos la segona més alta de la Unió Europea, en pujar una dècima fins al 8,8%, segons les dades d'Eurostat. La tendència creixent de l'atur a Espanya contrastava amb el manteniment de la taxa d'atur de la zona de l'euro, en el 7,1%.

Els salaris guanyen poder adquisitiu el 2007 per primer cop des del 2003

El 2007 els salaris van pujar el 3,9%, força per damunt de l'augment mitjà de la inflació, del 2,8%. D'aquesta manera, els treballadors van recuperar poder adquisitiu, ja que, en els tres anys anteriors, la inflació havia pujat més que les remuneracions dels treballadors, segons les dades de l'enquesta trimestral de cost laboral de l'Institut Nacional d'Estadística. Les dades de la comptabilitat nacional presenten un resultat similar, amb un increment anual del salari per lloc de treball equivalent a temps complet el 2007 superior al de l'any anterior i al de la inflació.

En tots els grans sectors, els costos salarials per treballador i mes van augmentar més que la inflació mitjana. El sector que va registrar les alces salarials més intenses va ser la construcció, del 4,8%, se-

El nombre d'aturats registrats estrangers puja el 54% des del febrer del 2007.

Els costos laborals continuen creixent més a Espanya que al conjunt de la zona de l'euro.

guida pels serveis, amb un augment anual del 4,2%. De tota manera, els salaris mitjans més alts corresponien a la indústria, 2.072 euros en el quart trimestre. El guany mitjà per hora treballada va pujar més, el 4,4%, a causa d'una lleugera disminució de les hores efectives de treball.

En els primers mesos d'enguany, s'aprecia que el rebot de la inflació en els últims mesos té un cert impacte sobre els salaris. Així, al febrer, l'augment salarial pactat en convenis col·lectius va ser del 3,36%, sense incloure les clàusules de revisió salarial, per damunt del 2,9%, del primer trimestre de l'any anterior.

En comparació amb els països europeus, els costos laborals es van continuar incrementant a un ritme superior. Així, en el quart trimestre del 2007, els costos laborals nominals per hora van pujar a Espanya el 4,5%, sensiblement per damunt de l'augment del 2,7% de la zona de l'euro. Aquest increment superior, juntament amb un avanç mediocre de la productivitat, és un llast per a la competitivitat de l'economia espanyola.

Preus

La remuntada de l'IPC ja fa sis mesos que dura

Al febrer va continuar el rebot de l'índex de preus de consum (IPC) iniciat en l'últim quadrimestre del 2007 arran de l'escalada dels preus del petroli i de les primeres matèries alimentàries. D'aquesta manera, la taxa d'inflació anual de l'IPC es va enfilar fins al 4,4% i va marcar la cota màxima des del novembre de 1995. En aquest mes, però, el cru no va ser el culpable directe del nou repunt de l'IPC, sinó que l'increment va ser degut a l'anomenada inflació subjacent, el nucli més estable, que va passar del 3,1% al 3,3% en termes interanuals.

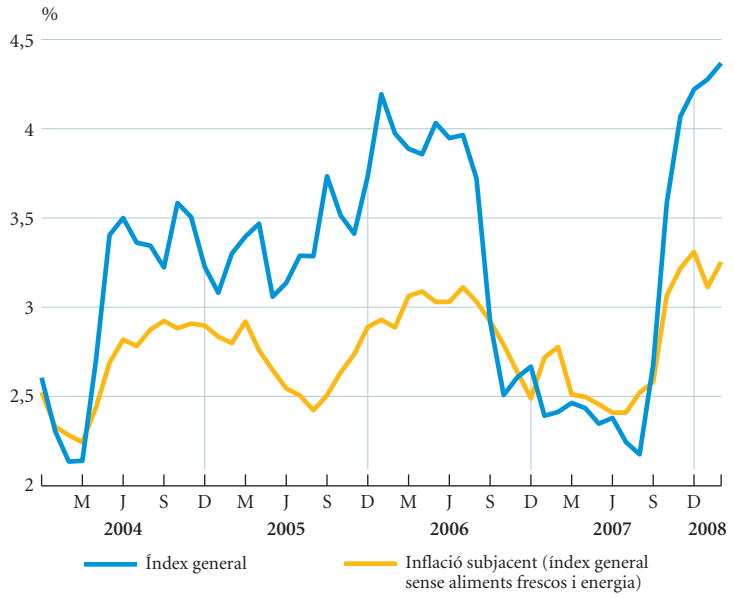
Un dels components que més va contribuir a l'augment del febrer van ser els aliments elaborats, que van aportar més de mitja dècima, inclòs el tabac. Va ser notable l'impacte dels olis i dels productes lactis, a part del tabac. En canvi, el preu de la llet va flexionar lleugerament a la baixa al febrer, tot i que presentava una alça del 27,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. La variació interanual del pa, un altre aliment bàsic, també va baixar en el segon mes de l'any, per bé que es col·locava en un elevat 11,6%. Els aliments frescos, per la seva banda, també van experimentar un notable descens al febrer, i la seva taxa de variació interanual va passar del 5,5% al 5,2%.

La inflació dels preus de consum marca la cota més elevada des del novembre de 1995.

Notable impacte alcista al febrer d'oli, tabac i productes lactis...

REPUNT DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

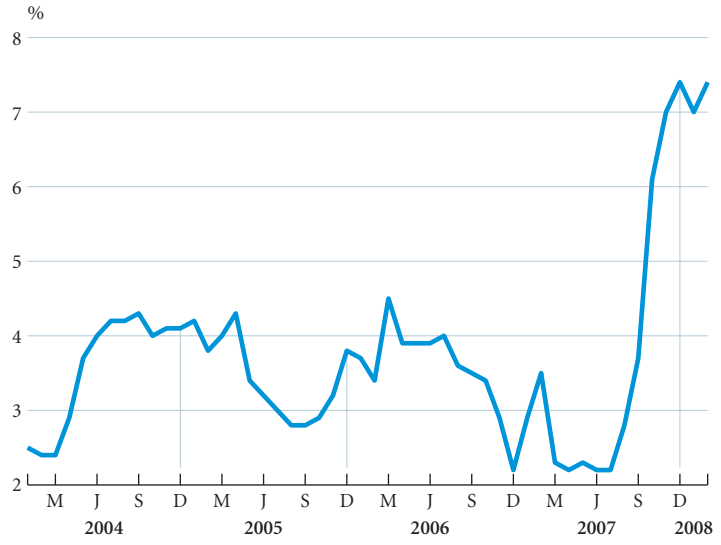
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	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	0,2	–0,5	4,4
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.

REBOT DELS PREUS DELS ALIMENTS ELABORATS AL FEBRER

Variació interanual del preu dels aliments elaborats



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

...i de les assegurances.

Un altre grup que, al febrer, va tenir un notable efecte alcista van ser els serveis, que, en mantenir-se arrecerats en general de la competència internacional, continuen presentant una persistència inflacionista. Així, la seva taxa de variació interanual va pujar una dècima fins al 3,8%. Aquesta pujada s'explica per les assegurances, en especial les de l'automòbil, les quals, malgrat tot, només mostraven una alça de l'1,3% en els dotze últims mesos, a causa de la intensa competència en aquest segment del mercat.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Febrer

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,5	–0,2	–0,1	0,0	0,4	2,5	7,0
Begudes alcohòliques i tabac	110,8	0,2	1,0	5,2	3,1	12,4	3,9
Vestit i calçat	94,2	–1,2	–1,3	–12,7	–13,0	1,0	0,8
Habitatge	107,6	0,3	0,3	1,5	2,0	3,8	5,3
Parament	103,8	0,0	0,1	–0,2	–0,1	2,6	2,6
Medicina	99,3	0,3	0,4	0,5	0,8	1,5	–1,8
Transport	105,8	0,4	0,3	0,3	0,4	–0,1	7,3
Comunicacions	100,2	–0,3	–0,1	0,2	0,3	–1,4	0,9
Oci i cultura	98,3	0,4	0,3	–1,4	–1,1	–0,7	–0,5
Ensenyament	107,4	0,1	0,0	0,4	0,2	4,6	3,8
Hotels, cafès i restaurants	107,6	0,6	0,6	1,4	1,3	4,6	4,8
Altres	105,7	0,2	0,8	1,6	1,7	3,7	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	109,4	0,4	0,7	1,5	1,5	3,5	7,4
Aliments sense elaboració	107,4	–1,3	–1,6	–1,2	–1,0	3,7	5,2
Conjunt no alimentari	103,7	0,1	0,2	–1,0	–0,8	2,0	3,6
Béns industrials	101,3	–0,2	–0,1	–2,9	–2,6	0,3	3,4
Productes energètics	*109,1*	*0,2*	*0,0*	*–0,2*	*1,5*	*–1,8*	*13,3*
Carburants i combustibles	*109,8*	*0,2*	*0,1*	*–1,1*	*0,9*	*–3,5*	*16,7*
Béns industrials sense productes energètics	*98,7*	*–0,3*	*-0,2*	*–3,8*	*–3,9*	*1,0*	*0,2*
Serveis	106,2	0,4	0,5	1,0	1,1	3,8	3,8
Inflació subjacent (**)	104,1	0,2	0,3	–0,6	–0,6	2,8	3,3
ÍNDEX GENERAL	**104,9**	**0,1**	**0,2**	**–0,6**	**-0,5**	**2,4**	**4,4**

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

Els preus dels béns industrials no energètics han pujat el 0,2% en els dotze últims mesos, una dècima més que al gener, però han tingut una influència molt escassa en l'alça de l'IPC general. L'impacte a la baixa en el vestit i calçat, a causa d'unes rebaixes de febrer més intenses que l'any anterior, va ser contrarestat per lleugers increments dels preus d'altres productes, com els de parament de la llar.

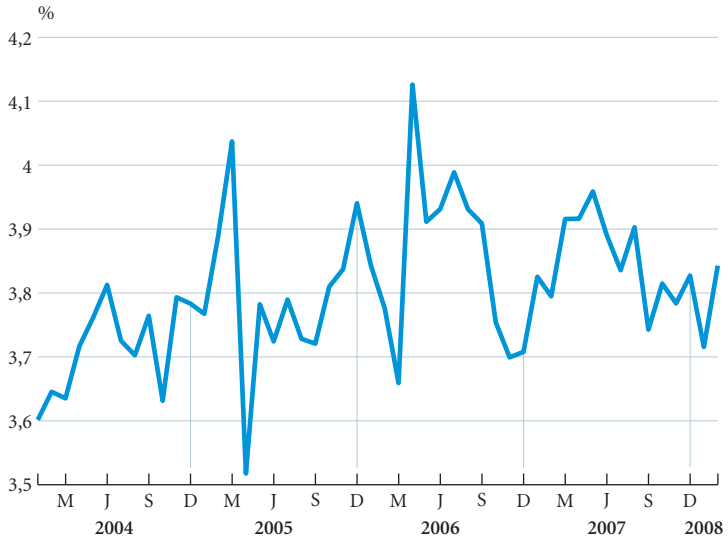
Com s'ha comentat més amunt, els productes energètics no es van afegir a l'alça de l'IPC al febrer, i el seu impacte va ser lleugerament negatiu. Això s'estén als carburants i als combustibles en general, ja que la seva lleugera pujada va ser inferior a la registrada en el mateix mes del 2006.

La taxa d'inflació en termes harmonitzats amb la Unió Europea es va mantenir en el 4,4% al febrer. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro també va romandre en l'1,2%, sensiblement per sota del màxim del començament del 2006, però notablement per damunt del nivell de la primera meitat del 2007.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es manté en 1,2 punts percentuals.

PERSISTÈNCIA DE LES PRESSIONS INFLACIONISTES DELS SERVEIS

Variació interanual dels preus dels serveis



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La remuntada del petroli i d'altres primeres matèries al març empitjora les perspectives inflacionistes.

La remuntada del preu del petroli i d'altres primeres matèries fins a nous rècords al març ha empitjorat el pronòstic per a la inflació en els propers mesos. Les pressions provinents de les primeres matèries alimentàries segurament continuaran a curt termini, a causa d'un increment de la demanda mundial superior a l'oferta. Així, la inflació dels preus de consum probablement augmentarà una mica més al març i possiblement no baixarà del 4% fins entrat l'estiu. No obstant això, posteriorment la desaceleració econòmica l'hauria de moderar fins al voltant del 3%.

Les primeres matèries pressionen els preus a l'engròs

Els preus de la indústria de productes alimentaris i begudes pugen l'11% en relació amb el febrer del 2007.

La recent escalada dels preus del petroli i d'altres primeres matèries als mercats internacionals de primeres matèries continua pressionant sobre els preus a l'engròs. D'aquesta manera, s'aprecia una certa translació d'aquestes tensions als preus dels béns finals.

La taxa de variació anual dels preus industrials es va mantenir en el 6,6% al febrer, la cota més elevada des del 1995. L'alça anual més intensa va correspondre als béns energètics, amb un increment del 13,3% en els dotze últims mesos, una dècima més que en el mes precedent. La taxa de variació interanual dels béns intermedis també va pujar en una dècima fins al 6,0% al febrer, a causa de l'increment dels metalls i de les primeres matèries agràries. Els béns de consum també es van encarir un considerable 5,4% en el mateix període, a causa, sobretot, de la remuntada de les primeres matèries alimentàries. Així, els preus de la indústria de productes alimentaris i begudes van augmentar l'11,0% en relació amb el febrer del 2007. En canvi, la inflació anual dels béns d'equipament es va reduir en dues dècimes fins al 2,5%, gràcies a la forta competència global, a l'apreciació de l'euro i a les millores de productivitat.

Pel que fa als preus d'importació, al gener van experimentar un notable increment fins al 7,1%, tot i la fortalesa de l'euro, im-

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											
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	0,5	–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	0,1	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	5,8	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	1,0	–0,1	4,1	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,5	0,4	3,9	2,9
Setembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,0	–
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,7	0,1	2,0	–
Novembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,9	–0,1	0,9	2,9
Desembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	5,1	1,2	–0,1	1,0	–
2008											
Gener	...	6,6	5,4	2,7	5,9	13,2	7,1	1,1	0,3	2,0	–
Febrer	...	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	...	...	...	...	...

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

pulsats per la remuntada dels preus energètics, que han pujat el 41,4% en l'últim any. En canvi, la resta de components no superaven el 2% d'inflació interanual.

Pel que fa als preus agraris en origen, els preus percebuts pels agricultors van augmentar el 17,6% el 2007, en contrast amb la caiguda del 5,8% anotada l'any anterior.

No obstant això, s'apreciava una notable diversitat en funció de les diferents classes. Així, mentre la llet augmentava el 39,8%, el bestiar d'escorxador baixava el 0,7%. No obstant això, al febrer els preus del bestiar van pujar l'11% als mercats internacionals en relació amb el gener, la qual cosa presagia futurs augments al mercat interior.

Els preus agraris majoristes pugen per l'encariment als mercats internacionals.

La despesa de les famílies: de la cuina al restaurant... i amb el mòbil

La composició de la despesa de les famílies espanyoles ha experimentat un profund canvi en les quatre últimes dècades (vegeu la taula següent). Espanya s'ha consolidat com una economia avançada, i l'augment del nivell de vida s'ha reflectit en la cistella de la compra –no solament en el que paguem, òbviament, sinó en com ho gastem–. L'aparició de nous productes, el desenvolupament del sector financer, els canvis socioeconòmics i les variacions de preus relatius són factors que, juntament amb l'augment de la renda, han contribuït a la transformació de la despesa de les llars.

COMPOSICIÓ DEL CONSUM DE LES LLARS

Percentatge del consum total

	1965	2006
Aliments, begudes i tabac	43,2	17,4
Vestit i calçat	11,3	5,8
Habitatge (lloguers, aigua, electricitat i gas)	16,1	17,5
Mobiliari i despeses corrents conservació habitatge	9,0	5,5
Salut	3,2	3,6
Transport	6,5	12,5
Comunicacions	0,3	2,7
Oci i cultura	3,6	9,4
Educació	1,8	1,5
Hotels i restaurants	3,0	14,1
Altres béns i serveis	2,0	9,7

FONT: Elaboració pròpia a partir de dades de la Comptabilitat Nacional d'Espanya, INE.

El canvi més notable en el patró de consum ha estat la disminució del pes relatiu de la despesa en menjar i vestit, béns de primera necessitat. Mentre més de la meitat del consum anava dirigit a aquest tipus de béns el 1965, el seu pes era del 23% el 2006, l'últim any per al qual hi ha dades disponibles. El pes de l'altre bé de primera necessitat per excel·lència, l'habitatge, ha augmentat, però de manera no gaire significativa. Rere d'aquesta caiguda de la importància del consum en béns de primera necessitat, hi ha, principalment, l'augment de renda de les famílies.

Efectivament, des del 1965, la renda per capita en termes reals s'ha triplicat amb escreix, i, en general, una millora dels ingressos no es tradueix en augments uniformes en la demanda de tots els béns de consum. Existeix el que els economistes anomenen béns superiors: els béns en què gastem proporcionalment més a mesura que augmenta la renda. Un exemple típic és la categoria d'hotels i restaurants, que ha passat de representar el 3% del consum de les famílies el 1965 al 14% en l'actualitat. Els sectors de l'oci i la cultura i el de transport també s'han beneficiat molt de l'augment en el nivell de vida. Els aliments i el vestit, en canvi, no són categories de béns superiors, i, per aquest motiu, el seu pes relatiu en el consum ha disminuït notablement, tot i que hi ha hagut béns d'aquesta categoria que sí han guanyat pes, com segurament el pernil ibèric i els vestits de més qualitat. Tot i que pot semblar estrany que la proporció de la despesa en educació no hagi augmentat, això és degut al fet que, en ser un bé produït, sobretot, per les administracions públiques, es comptabilitza com a consum públic i no privat (per la mateixa raó, l'augment del pes de la despesa en salut no és gaire significatiu).

A més de la renda, els canvis sociològics i demogràfics també han contribuït a variar la composició de la despesa. Per exemple, la progressiva incorporació de la dona al mercat laboral ha reduït la importància de la despesa en aliments frescos i ha augmentat, en contrapartida, la despesa en restaurants. L'envelliment de la població també ha empès a l'alça la despesa en salut, una tendència que s'accentuarà en els propers anys i decennis.

El progrés tecnològic ha permès l'aparició de nous béns i ha reduït el preu de molts altres. En alguns casos, aquesta reducció del preu ha multiplicat la demanda de tal forma que la despesa total en aquest bé ha crescut de manera significativa. La invenció del telèfon mòbil explica una bona part de l'augment en despeses de comunicació; la reducció de preus relatius, el major protagonisme de la despesa en transport. Un Seat 600, per exemple, costava, cap a la meitat dels anys seixanta, unes 75.000 pessetes, valor que, ajustat per la inflació acumulada fins avui, equivaldria a més de 10.000 euros, molts diners en aquells dies… i per un cotxe que podia arribar als 120 km/h només en baixada i amb el vent a favor! La disminució del preu relatiu dels automòbils, la millora de la seva qualitat i la major varietat de models disponibles són factors que expliquen l'expansió del parc automobilístic i, conseqüentment, una part de l'augment de la importància de la despesa en transport. Una altra part de l'augment és deguda a la pujada del preu del combustible.

Finalment, cal notar que la disminució dels tipus d'interès per als préstecs i l'increment de la disponibilitat del crèdit per al consum també han facilitat el creixement de la despesa en béns duradors. Aquesta categoria inclou, per exemple, vehicles, mobiliari i electrodomèstics. No és estrany, doncs, que la despesa en béns duradors hagi crescut a una taxa mitjana anual del 4,1% (en termes reals) des del 1965, per damunt de la taxa a la qual ho han fet els béns no duradors (el 3,3%).[1]

En definitiva, consumim molt més que fa quaranta anys, però també la composició de la cistella de consum és molt diferent. El gran repte és imaginar quina serà la composició del consum d'aquí a quaranta anys més. Protagonitzaran el canvi els serveis mèdics per a una població cada cop més envellida o serà un nou producte amb prestacions que avui encara no podem intuir?

(1) Aquestes xifres de creixement s'han calculat utilitzant estimacions d'Estrada i Buisán (Estudi Econòmic del Banc d'Espanya, número 65) per al 1965-1996 i dades de l'INE per al període més recent.

Sector exterior

Nova acceleració del dèficit comercial

El dèficit comercial continua creixent i ho fa a un ritme més intens.

Darrere d'aquest major desequilibri hi ha el dèficit de la balança energètica.

En l'acumulat dels dotze mesos que acaben al gener del 2008, el dèficit exterior es va situar en els 100.481 milions d'euros, una xifra el 10,8% superior a la registrada un any abans. Aquesta evolució implica que, en relació amb un mes enrere, l'ampliació del desequilibri comercial s'ha accelerat lleugerament, de manera que, pel que sembla, el procés de menor creixement del dèficit anotat entre maig i novembre del 2007 s'ha aturat. La taxa de cobertura va ser, en aquest mateix període de gener del 2007 a gener del 2008, del 64,5%.

El responsable de l'augment en 1.528 milions d'euros del dèficit comercial dels dotze mesos fins al gener és el dèficit energètic, ja que ha empitjorat en 1.833 milions d'euros (en suma de dotze mesos) en relació amb el mes precedent. En

COMERÇ EXTERIOR

Acumulat 12 últims mesos fins gener de 2008

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	43.873	7,9	15,5	8.169	9,6	4,5	–35.703	18,6
Béns de consum	76.778	5,8	27,1	65.003	2,3	35,6	–11.775	84,7
Alimentaris	*15.937*	*8,5*	*5,6*	*21.086*	*4,9*	*11,6*	*5.150*	*132,3*
No alimentaris	*60.841*	*4,8*	*21,5*	*43.917*	*–2,7*	*24,1*	*–16.924*	*72,2*
Béns de capital	29.320	3,4	10,4	16.867	0,1	9,2	–12.453	57,5
Béns intermedis no energètics	132.948	10,6	47,0	92.399	11,0	50,6	–40.550	69,5
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	165.940	7,8	58,7	127.713	5,1	70,0	–38.227	77,0
Zona de l'euro	*138.880*	*8,6*	*49,1*	*102.466*	*5,4*	*56,2*	*–36.414*	*73,8*
Altres països	116.979	8,4	41,3	54.725	10,4	30,0	–62.253	46,8
Rússia	*8.131*	*9,9*	*2,9*	*2.140*	*36,9*	*1,2*	*–5.991*	*26,3*
Estats Units	*10.179*	*18,6*	*3,6*	*7.522*	*–0,1*	*4,1*	*–2.658*	*73,9*
Japó	*6.063*	*2,9*	*2,1*	*1.324*	*–2,0*	*0,7*	*–4.739*	*21,8*
Amèrica Llatina	*14.874*	*1,3*	*5,3*	*9.983*	*–3,6*	*5,5*	*–4.891*	*67,1*
OPEP	*22.693*	*–0,3*	*8,0*	*5.624*	*18,7*	*3,1*	*–17.069*	*24,8*
Resta	*55.039*	*13,2*	*19,5*	*28.133*	*17,1*	*15,4*	*–26.906*	*51,1*
TOTAL	**282.919**	**8,1**	**100,0**	**182.438**	**6,6**	**100,0**	**–100.481**	**64,5**

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

canvi, el conjunt de béns energètics ha presentat una reducció del dèficit de 305 milions d'euros. Per tant, l'encariment del cru, fins i tot en un moment que un euro fort abarateix la factura energètica exterior, passa factura a l'economia espanyola.

En termes més generals, cal destacar que, en els dotze últims mesos, les exportacions i les importacions s'han continuat mostrant molt dinàmiques. En valor, les exportacions van créixer el 6,6% interanual, mentre que les importacions ho van fer el 8,1%. Això representa un lleuger alentiment exportador i una certa acceleració de les importacions en relació amb un mes abans.

Per grups de productes, els que van exhibir més dinamisme exportador van ser els béns intermedis no energètics, una categoria que representa més de la meitat de l'exportació espanyola. En franc contrast, les exportacions de béns de consum no alimentaris van caure el 2,7% interanual. Aquesta tendència no deixa de ser preocupant, ja que aquest grup és gairebé el 25% de les vendes exteriors espanyoles. Pel que fa a les importacions, béns de consum alimentaris i productes energètics van oferir augments de l'ordre del 8% interanual, reflex del fort encariment en origen del petroli i dels aliments.

La distribució geogràfica dels fluxos comercials exteriors no ha ofert canvis de consideració. La Unió Europea continua essent el nostre mercat de referència, ja que és la destinació del 70% de les exportacions espanyoles i l'origen del 60% de les importacions. Pel que fa als mercats extracomunitaris, destaca el progressiu augment de la importància de l'Amèrica Llatina, de Rússia i dels membres de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP). De manera similar, Rússia i l'OPEP també veuen incrementada la seva importància com a compradors dels béns espanyols.

Europa manté el paper de mercat de referència.

Balança de pagaments: fort augment del dèficit corrent el 2007

La balança per compte corrent va registrar un dèficit de 9.304 milions d'euros al desembre, un nivell que triplica el d'un any abans. Aquest sensible augment del desequilibri corrent va ser degut, fonamentalment, a l'increment del dèficit de la balança corrent i de rendes. Menys importància van tenir l'augment del dèficit de la balança de transferències corrents i la reducció del superàvit de serveis. En aquest context, la millora del superàvit de la balança de transferències es va quedar curta per compensar els empitjoraments anteriors.

El dèficit corrent escala posicions de forma imparable.

Quan passem a una perspectiva a més llarg termini, la proporcionada per les xifres acumulades de dotze mesos, es constata que el ritme de creixement del dèficit corrent s'accelera i trenca la tendència recent, que era de desacceleració. En els dos últims mesos, el gros de l'ampliació del dèficit de la balança corrent ha estat degut a l'augment del dèficit de rendes, seguit a distància pel major dèficit comercial. Així, tot i que el dèficit de rendes representa, aproximadament, el 37% del desequilibri comercial, el seu augment anual és superior en un 43% al registrat per la balança comercial.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, la nota destacada és que continua un altre mes la disminució (en termes d'acumulat de dotze mesos) de les entrades d'inversió en cartera, que, en termes interanuals, se situen el 48% per sota de les de l'any anterior. Per la seva banda, les sortides netes d'inversió directa es van situar en els 40.894 milions d'euros, una

Els fluxos financers es frenen, reflex de l'enduriment de les condicions financeres globals.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Any 2007

	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
		Absoluta	%
Balança corrent			
Balança comercial	–88.459	–8.317	10,4
Serveis			
Turisme	*27.841*	*396*	*1,4*
Altres serveis	*–5.470*	*–168*	*3,2*
Total	22.371	228	1,0
Rendes	–32.913	–11.930	56,9
Transferències	–7.200	–1.446	25,1
Total	**–106.201**	**–21.465**	**25,3**
Compte de capital	**4.812**	**–1.363**	**–22,1**
Balança financera			
Inversions directes	–40.894	14.637	–26,4
Inversions de cartera	103.094	–95.220	–48,0
Altres inversions	25.347	60.859	–
Total	**87.547**	**–19.724**	**–18,4**
Errors i omissions	–480	2.429	–83,5
Variació d'actius del Banc d'Espanya	14.322	40.122	–

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.

xifra que es col·loca el 26% per sota de la d'un any abans. Aquestes tendències reflecteixen les dificultats de finançament extern de l'economia espanyola en el context de la crisi financera global.

Sector públic

Reducció del superàvit de l'Estat en el primer bimestre

La desacceleració econòmica comença a fer-se notar en els comptes públics. Després d'un brillant resultat en l'exercici 2007, impulsat per l'expansió dels ingressos tributaris, les entrades no financeres a les arques de l'Estat només van pujar l'1,2% en els dos primers mesos del 2008 en relació amb el mateix període de l'any anterior, inclosos els ingressos cedits a les administracions autonòmiques i locals segons el sistema de finançament actual. Així, en el primer bimestre, els ingressos de l'Estat van créixer a un ritme inferior al del producte interior brut (PIB) nominal i, fins i tot, a la inflació.

Els impostos directes van experimentar un avanç notable, amb un ascens interanual de l'acumulat fins al febrer del 10,5%, per bé que va resultar sensiblement inferior al registrat el 2007. L'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF) va augmentar el 9,5%, a causa del creixement de les retencions del treball i, sobretot, del capital. L'impost sobre societats es va incrementar encara més, el 25,2%.

La desacceleració econòmica comença a fer-se notar en els comptes públics...

Però on més es va apreciar l'alentiment econòmic va ser en els impostos indirectes, que van caure el 6,1% al gener-febrer en relació amb el mateix període de l'any anterior. La recaptació de l'impost sobre el valor afegit (IVA) va baixar el 8,2%. Aquest

...en especial en els impostos indirectes, que cauen el 6% al gener-febrer en relació amb el mateix període de l'any anterior.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Febrer 2008

	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	**18.801**	**–5,3**	**31.634**	**–1,3**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	4.968	9,4	16.495	9,5
Impost de societats	6	–	1.252	25,2
IVA	15.768	–7,6	16.924	–8,2
Impostos especials	1.788	19,4	3.333	5,6
Resta	774	–6,4	2.636	4,7
Total	**23.304**	**–2,6**	**40.640**	**1,2**
Pagaments no financers	**9.680**	**–2,0**	**27.803**	**7,7**
Saldo de caixa	**9.121**	**–8,5**	**3.831**	**–38,5**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***7.947***	***–20,8***	***9.381***	***–27,5***

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.

descens s'explica per la contracció de l'activitat als sectors de la construcció i de la promoció immobiliària, per l'alentiment del ritme de creixement del consum i per l'impacte de la introducció, a partir del gener del 2008, del règim de consolidació fiscal per a grups d'entitats, segons la Llei 36/2006, del 29 de novembre, de mesures per a la prevenció del frau fiscal.

En canvi, els impostos especials van pujar el 5,6%, taxa només lleugerament inferior a l'anotada el 2007. L'augment interanual més intens, del 18,3%, va correspondre als productes del tabac. La partida més important d'aquest grup, els hidrocarburs, però, va baixar el 2,2%, a conseqüència de l'efecte negatiu sobre el consum de l'increment dels preus dels carburants. Els impostos sobre alcohol i begudes alcohòliques van pujar el 2,4%, menys que la inflació.

Pel que fa a la resta dels ingressos de l'Estat, van experimentar una alça moderada del 4,7% en els dos primers mesos de l'any en relació amb el mateix període del 2007. Cal destacar que el capítol de les taxes va pujar el 49,8%. No obstant això, els interessos del compte corrent del Tresor es van reduir el 5,6%, i els ingressos procedents de les transferències de capital de la Unió Europea van arribar a un ritme menor.

Els pagaments no financers de l'Estat acumulats fins al febrer van augmentar a un ritme significativament superior al dels ingressos, amb un increment interanual del 7,7%. De tots, els corrents van pujar el 8,7%. Així, les despeses de personal es van incrementar el 9,9%; els pagaments per béns i serveis, el 4,0%, i els financers, el 12,6%.

Per la seva banda, les despeses de capital només van pujar el 0,8% en el primer bimestre en relació amb el mateix període de l'any precedent. No obstant això, la inversió civil, sobretot en carreteres, va augmentar el 13,9%. En canvi, la inversió militar va disminuir el 17,5%, i les transferències de capital, el 2,1%.

El resultat de l'evolució dels ingressos i de les despeses de l'Estat va ser un superàvit, que, en termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats, va sumar 9.381 milions d'euros, el 27,5% menys que en el mateix període de l'any anterior. Aquesta xifra representa el 0,84% del PIB, 0,39 punts percentuals menys que en el mateix període del 2007.

Els pagaments no financers pugen a un ritme més intens que els ingressos, a causa de les operacions corrents.

La capacitat de finançament de l'Estat es redueix al 0,8% del PIB en el primer bimestre.

Estalvi i finançament

La demanda de crèdit es modera, però encara creix al 15%

Els tipus d'interès dels préstecs i crèdits a les empreses i les famílies van flexionar lleugerament a la baixa al gener després de pujar en els dos anys anteriors. Així, de mitjana, els tipus d'interès del finançament al sector privat es van col·locar en el 6,0%, 3 punts bàsics per sota del desembre. Per la seva banda, l'euríbor a un any, àmpliament utilitzat com a referència, va baixar al febrer per segon mes consecutiu i es va situar en el 4,35% de mitjana mensual, per bé que al març ha tornat a pujar i ha assolit la cota del 4,7%.

L'evolució dels tipus d'interès interbancaris i crediticis en els dos últims mesos reflecteix les tensions als mercats financers en un període de turbulències desencadenades a l'estiu arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc dels Estats Units. També incorpora expectatives, per a més endavant, d'una retallada del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu, el qual, però, ha mantingut un discurs antiinflacionista.

L'euríbor a un any torna a pujar al març.

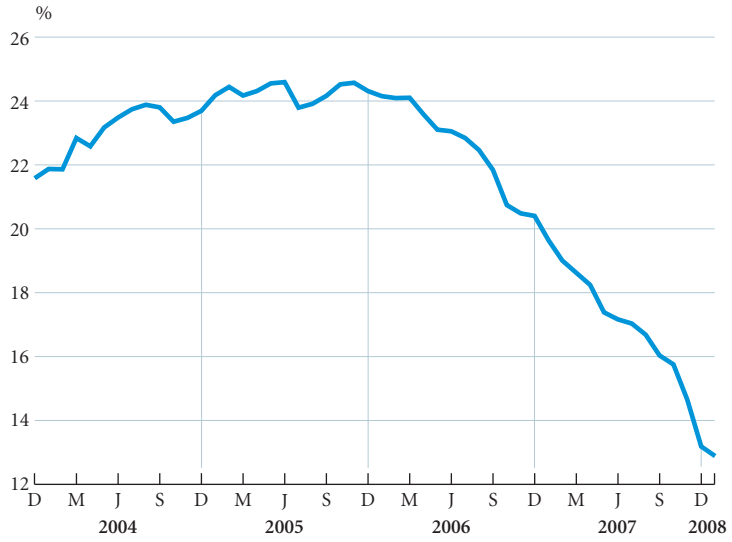
En aquest marc, la desacceleració del finançament al sector privat va perdre intensitat al gener del 2008, i la taxa de variació anual es va col·locar en el 15,1%, una dècima menys que en el mes anterior. No obstant això, aquest creixement continua essent superior al del conjunt de la zona de l'euro.

El finançament a les empreses no financeres va moderar lleugerament el ritme de creixement al febrer fins al 16,9%, d'acord amb la conjuntura econòmica. Els

Les empreses continuen recorrent al crèdit bancari...

CONTINUA L'ALENTIMENT DELS PRÉSTECS PER A HABITATGE

Variació interanual del finançament a les famílies per a habitatge



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Gener 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	89.281	–1.537	–1,7	6.523	7,9	5,0
Deutors amb garantia real (*)	1.071.831	3.458	0,3	137.771	14,7	60,6
Altres deutors a termini	502.107	4.186	0,8	79.284	18,8	28,4
Deutors a la vista	41.155	580	1,4	7.494	22,3	2,3
Arrendaments financers	46.658	365	0,8	6.452	16,0	2,6
Crèdits dubtosos	18.338	2.102	12,9	6.862	59,8	1,0
TOTAL	**1.769.369**	**9.154**	**0,5**	**244.386**	**16,0**	**100,0**

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

...tot i la forta frenada del finançament a les activitats immobiliàries al llarg del 2007.

arrendaments financers, que es destinen a la inversió empresarial, van augmentar el 16,0% en els dotze últims mesos fins al gener, 2,3 punts més que al desembre. El crèdit comercial, utilitzat per al finançament del capital circulant, mostrava un ritme d'expansió molt més baix, del 7,9%.

Es pot realitzar una anàlisi per sectors econòmics amb les dades publicades recentment pel Banc d'Espanya del crèdit per finalitats, tot i que només arriben fins al desembre. El 2007 va destacar la desacceleració del crèdit a la construcció, que va passar de créixer el 33,3% el 2006 al 14,2% el 2007. Els serveis també es van alentir, per bé que a causa, principalment, del finançament a les activitats immobiliàries, el qual va passar d'un augment anual superior al 50% el 2006 al 24% al desembre del 2007. En canvi, el crèdit a la indústria es va incrementar el 18,5% el 2007, 4,4 punts més que un any abans.

Lleuger repunt de la taxa de morositat, per bé que es manté sensiblement per sota de la mitjana europea.

L'endeutament de les famílies va frenar l'alentiment al gener i va mantenir un ritme d'expansió del 12,7%, resultat d'una menor desacceleració dels préstecs per a la compra d'habitatge i d'un cert impuls de la resta de finançament a les llars, que va créixer el 12,0% en els dotze últims mesos. El canalitzat a béns de consum durador, com automòbils, motocicletes, mobles, etc., que constitueix, aproximadament, un terç d'aquest finançament, va pujar el 9,9% el 2007, una mica menys que l'any precedent, afectat per l'alça dels tipus d'interès.

D'altra banda, s'aprecia un lleuger repunt de la morositat, coherent amb el canvi de fase del cicle econòmic. La ràtio de dubtositat es va col·locar al gener en l'1,04%, 0,28 punts per damunt del nivell de dotze mesos enrere. No obstant això, es manté en una cota reduïda i sensiblement inferior a la mitjana europea. A més a més, les entitats financeres espanyoles ostenten un nivell elevat de provisions. Amb més detall, tot i que amb dades fins al desembre, s'observa que la taxa de morositat dels préstecs per a l'adquisició d'habitatge amb hipoteca es col·locava en un nivell inferior, en el 0,72% al final del 2007.

El 2007 el nombre d'hipoteques constituïdes disminueix el 5%.

D'altra banda, el 2007 es van constituir 1.768.198 hipoteques sobre finques rústiques i urbanes, amb una davallada del 5,1% en relació amb l'any anterior, d'acord amb les dades de l'Institut Nacional d'Estadística. L'import mitjà per hipoteca sobre un habitatge va ser de 149.007 euros, amb un augment del 6,2% en relació amb el 2006. Les caixes d'estalvis van ser

les entitats que van concedir més préstecs hipotecaris el 2007, amb el 59,2% del total, seguides pels bancs, amb el 31,7%. El termini mitjà registrat de les hipoteques va ser de 26 anys, un més que l'any anterior. La major part de les hipoteques es van firmar a un tipus d'interès variable i només el 2% a un tipus fix.

Pel que fa a la distribució geogràfica de les hipoteques, les comunitats autònomes amb més hipoteques constituïdes per habitant el 2007 van ser Múrcia i les Balears. No obstant això, els creixements més importants van tenir lloc a Extremadura, el 18,6%, i a Castella-La Manxa, el 8,2%.

Els estalviadors prefereixen els dipòsits d'alta remuneració

Pel que fa als actius financers del sector privat, es constata que, al gener del 2008, els dipòsits bancaris van anotar una variació anual igual a la del desembre del 2007, el 15,6%. Es tracta d'una expansió considerable, superior a la registrada a la zona de l'euro. Així i tot, és insuficient per finançar el volum de crèdits concedit per les institucions financeres, de manera que han hagut de recórrer també a l'emissió de valors i al Banc Central Europeu. Ateses les tensions als mercats de capitals desencadenades a partir de l'últim estiu arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc nord-americanes, les entitats financeres es van abocar a obtenir dipòsits del sector privat, de manera que els tipus d'interès passius van experimentar una tendència alcista, sobretot els dels comptes a termini, que van pujar fins al 4,5% al gener i van superar la taxa d'inflació.

D'aquesta manera, les imposicions a termini fins a dos anys van ser la modalitat de dipòsit que va experimentar l'increment anual més important al gener,

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Quart trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	25.245	2.231	9,7	2.231	9,7
Indústria	141.571	22.083	18,5	22.083	18,5
Construcció	153.453	19.136	14,2	19.136	14,2
Serveis	622.818	117.993	23,4	117.993	23,4
Total	**943.086**	**161.443**	**20,7**	**161.443**	**20,7**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	618.212	73.823	13,6	73.823	13,6
Adquisició de béns de consum durador	56.576	5.115	9,9	5.115	9,9
Altres finançaments	114.462	10.017	9,6	10.017	9,6
Total	**789.250**	**88.955**	**12,7**	**88.955**	**12,7**
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	**6.089**	**384**	**6,7**	**384**	**6,7**
Resta sense classificar	**21.788**	**805**	**3,8**	**805**	**3,8**
TOTAL	**1.760.213**	**251.587**	**16,7**	**251.587**	**16,7**

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

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Gener 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	422.853	–15.204	–3,5	–3.322	–0,8	32,1
A termini fins a 2 anys	367.083	14.377	4,1	109.411	42,5	27,8
A termini a més de 2 anys	398.421	–3.553	–0,9	59.139	17,4	30,2
Cessions temporals	86.369	758	0,9	4.295	5,2	6,6
Total	**1.274.725**	**–3.623**	**–0,3**	**169.522**	**15,3**	**96,7**
Dipòsits en monedes no euro	**43.536**	**–308**	**–0,7**	**8.762**	**25,2**	**3,3**
TOTAL	**1.318.261**	**–3.931**	**–0,3**	**178.284**	**15,6**	**100,0**

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

Al febrer continua la ratxa de reemborsaments nets de participacions de fons d'inversió mobiliària.

del 42,5%. En canvi, els comptes a la vista i d'estalvi van patir una lleugera reculada, afectats per les baixes remuneracions.

Pel que fa a altres productes financers, les participacions en fons d'inversió mobiliària van continuar al febrer la ratxa de retirades netes de diners, tot i que inferiors a les del mes anterior. Es va apreciar aversió al risc entre els estalviadors, i van destacar les subscripcions netes positives dels garantits de renda fixa. La rendibilitat mitjana anual dels fons d'inversió mobiliària va ser lleugerament negativa al febrer, a conseqüència de les minusvàlues dels fons de renda variable. No obstant això, els fons de renda variable dels mercats emergents lluïen uns guanys anuals del 14,2%. Al pol oposat, la renda variable japonesa tenia unes pèrdues del 26,1%.

Per la seva banda, els *hedge funds*, fons alternatius o lliures, continuen incrementant el seu patrimoni. En la seva curta vida al mercat espanyol, acumulaven actius per valor de 1.194 milions d'euros al final de febrer, tot i la inestabilitat als mercats financers internacionals.

Dinamisme del ram d'assegurances de salut el 2007.

Finalment, en l'àmbit de les assegurances, les primes del ram de vida van sumar 22.934 milions d'euros el 2007, amb un increment del 2,1% en relació amb l'any anterior. Les dels altres rams de l'assegurança directa van arribar als 31.714 milions d'euros, amb un augment anual del 5,3%. El ram més dinàmic va ser el de salut, amb un augment de les primes del 9,6%, seguit pel de multiriscos, amb un ascens del 7,9%. El ram més important per volum, l'automòbil, només va pujar el 2,7%, pel fet que la forta competència va pressionar els preus de les primes.

Les famílies espanyoles suporten el deute

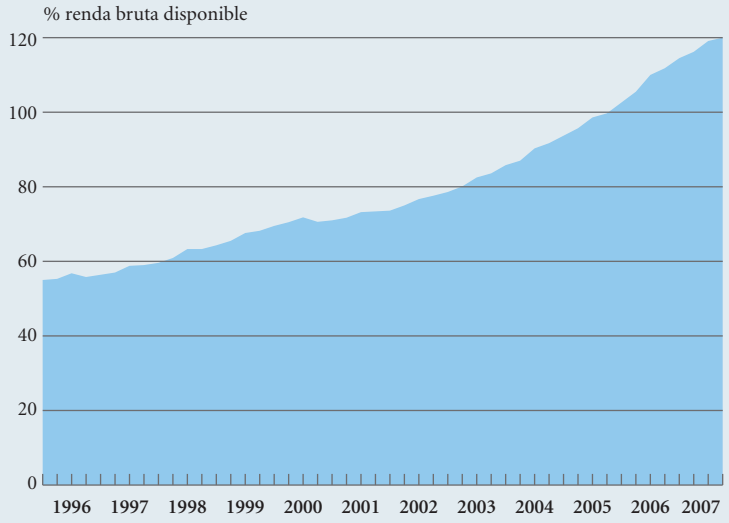
El deute de les llars espanyoles ha crescut de manera significativa en els deu últims anys i s'ha més que duplicat en proporció a la renda disponible (vegeu el gràfic següent). Aquest fort augment ha estat degut, fonamentalment, a la disminució dels tipus d'interès reals, gràcies, en bona part, a l'adopció de l'euro; a l'expansió del parc immobiliari i a l'augment del preu de l'habitatge, i, també, al desenvolupament del sector financer en un context altament competitiu. Tot i aquesta evolució, la ràtio entre deute i renda a Espanya, que va arribar al 120% el 2007, se situava encara per sota dels nivells en altres economies avançades, com Canadà (127%), els Estats Units (138%) o el Regne Unit (164%). A més a més, la situació financera de les famílies és, en conjunt, més sòlida del que podria semblar, tot i que és cert que ha patit l'augment dels tipus d'interès en els dos últims anys.

Una de les característiques més significatives de l'endeutament de les famílies espanyoles és, sens dubte, la seva principal finalitat: la compra d'immobles, majoritàriament primer habitatge. Així, gairebé el 80% del deute familiar té com a propòsit l'adquisició de béns immobiliaris, un percentatge superior al dels Estats Units o al de Canadà, on el deute per finançar béns de consum té més pes. Resulta curiós que, a Espanya, és més probable que una llar sigui propietària de l'habitatge on viu que d'un automòbil. Segons l'última Enquesta Financera de les Famílies (EFF), elaborada pel Banc d'Espanya el 2005, els immobles van representar al voltant del 90% dels actius totals de les llars.

El fet que el deute s'hagi destinat a adquirir béns immobiliaris, en combinació amb l'alça dels preus i amb la revaloració d'altres actius com la borsa, ha contribuït a l'augment de la riquesa neta de les llars en l'últim decenni. La riquesa neta no és més que la suma de la riquesa financera neta –el valor dels actius financers menys el deute– i la riquesa immobiliària. Pel que fa a la riquesa financera, tot i que el deute ha augmentat, el valor dels actius

EL DEUTE DE LES FAMÍLIES HA CRESCUT AMB FORÇA

Deute de les llars



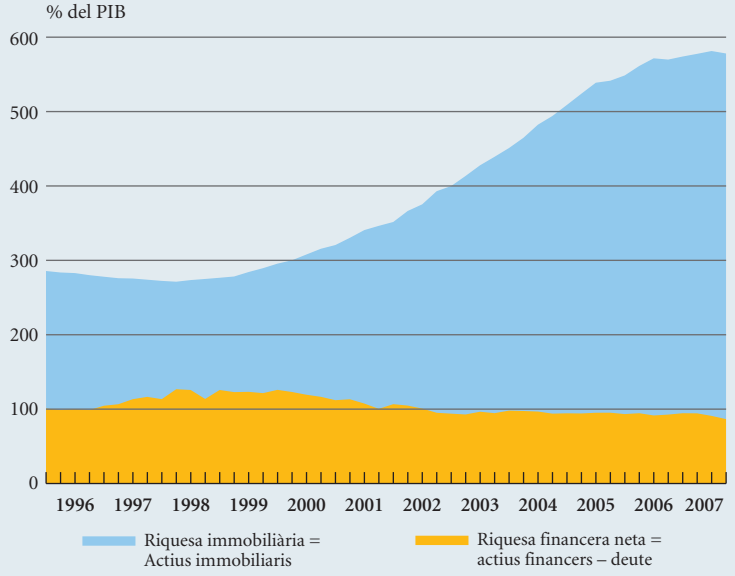
FONT: Banc d'Espanya.

financers (dipòsits bancaris, accions, fons de pensions, etc.) també ho ha fet, i, per aquest motiu, la riquesa financera neta no ha caigut tant com ha augmentat el deute. D'altra banda, la riquesa immobiliària ha augmentat de manera molt significativa, gràcies a l'augment del parc immobiliari i a l'apreciació del preu de l'habitatge. De fet, la riquesa immobiliària ha pujat tant que la riquesa neta total també ho ha fet. Tot i que pugui semblar una contradicció, no ho és: ens hem endeutat més, però també som més rics.

Les dades agregades sintetitzen, però, situacions molt diverses. En aquest sentit, l'EFF indica que la meitat de les llars no tenia cap deute. Els grups amb menys probabilitat de tenir deutes eren les llars amb rendes més baixes i els més grans de 64 anys. En canvi, més del 70% de les llars amb un cap de família entre 35 i 44 anys estaven endeutades. Els volums més importants de deute s'observaven, típicament, entre els més joves, els empleats per compte propi i les llars amb dos membres treballant. Entre les llars que en tenien algun, el deute representava el 17% del valor dels seus actius; només l'11% de les llars tenia deutes per un valor superior al 75% dels seus actius. En general, es pot afirmar que la major part de les llars tenen un balanç financer relativament sòlid.

A més a més, tot i l'augment del passiu, la càrrega financera no ha augmentat en la mateixa mesura. Segons les estimacions del Banc d'Espanya, el 2007 la càrrega per interessos representava una mica més del 6% de la renda bruta disponible de les llars, en comparació amb el que hi dedicaven deu anys enrere, poc més del 4%. Els pagaments per amortitzacions, al seu torn, absorbien l'11% de la renda el 2007, quatre punts per damunt del 1997. En alguns casos, però, l'esforç que requereix l'endeutament és més gran: segons l'EFF del 2005, el 12% de les famílies endeutades destinen més del 40% de la renda bruta al pagament dels deutes. En general, dos factors han contingut l'alça en la càrrega financera: d'una banda, la disminució dels tipus d'interès, d'un rang entre el 5,5% i el 10% el 1995-1997 a un altre entre el 2% i el 5% el 2005-2007; de l'altra, l'allargament en els terminis típics d'amortització. A tall d'exemple, el termini mitjà d'amortització al qual es contractava una hipoteca fa deu anys era d'uns 18 anys, mentre que l'any passat s'apropava als 28 anys.

TOT I QUE EL DEUTE AUGMENTA, LA RIQUESA TAMBÉ



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Una mostra addicional de la relativa solidesa de la situació financera de les famílies és la baixa taxa de morositat. Tot i que és cert que aquesta taxa ha repuntat en els últims trimestres, coincidint amb l'augment dels tipus d'interès, ho ha fet des de nivells extremadament baixos. En el cas dels crèdits a les llars per a l'adquisició d'habitatge, la taxa de morositat per al conjunt del sistema financer espanyol ha passat del 0,43% el 2006 al 0,73% al final del 2007. Tot i que cal esperar que aquesta ràtio continuï augmentant una mica més durant aquest any, a conseqüència d'un menor ritme de creixement econòmic, l'estabilització dels tipus d'interès per sota dels nivells assolits al final de l'any passat, i fins i tot la possibilitat d'una rebaixa de tipus durant el 2008, hauria de contribuir a limitar aquest deteriorament.

En suma, l'augment del deute de les famílies en els últims anys ha estat molt fort, però la major part s'ha utilitzat per acumular riquesa en forma d'actius immobiliaris. Això ha contribuït a mantenir relativament sòlid el balanç financer de les famílies. Per bé que és cert que l'alça dels tipus d'interès ha incrementat la pressió sobre les llars més endeutades, sembla que els tipus van tocar sostre al final del 2007. Sens dubte, tot un respir.

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

■ "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

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
Abril 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