MAIG 2008

Informe Mensual

NÚMERO 313

Estagflació: com es pot frenar Pandora? Pàg. 11
L'estancament amb inflació és un repte per a les polítiques macroeconòmiques

Bombolles financeres i immobiliàries: lliçons de l'experiència japonesa Pàg. 16
L'enfonsament de la borsa i de l'immobiliari cap al final dels vuitanta va submergir el Japó en una llarga crisi

Disminuir els tipus d'interès: un dilema per al BCE? Pàg. 28
Mentre la Fed ha retallat els tipus d'interès en tres punts, el BCE els manté inamovibles. Quant de temps resistirà?

Ben S. Bernanke: noves mesures per a nous problemes Pàg. 37
La Fed desplega un abundant arsenal de mesures per afrontar la crisi financera

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	2,5	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	1,5	3,2	2,5	2,7	2,2	1,7	1,5
Alemanya	*3,1*	*2,6*	*1,5*	*3,7*	*2,6*	*2,5*	*1,8*	*1,5*	*1,6*
França	*2,2*	*1,9*	*1,4*	*1,9*	*1,4*	*2,2*	*2,1*	*1,6*	*1,4*
Preus de consum									
Estats Units	3,3	2,8	3,4	2,5	2,5	2,4	4,0	4,2	3,5
Japó	0,2	0,1	0,5	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	1,0	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	3,0	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,3
Alemanya	*1,6*	*2,3*	*2,5*	*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	9,8	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	9,3
Índex de preus de consum	3,5	2,8	4,0	2,4	2,4	2,4	4,0	4,4	4,2
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	–9,3	–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	1,54	1,32	1,35	1,39	1,46	1,53	1,57

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Previsions FMI
8 Estats Units
11 Estagflació: com es pot frenar Pandora?
14 Japó
16 Bombolles financeres i immobiliàries: lliçons de l'experiència japonesa
20 Brasil
22 Argentina
24 Primeres matèries

26 Unió Europea
26 Zona de l'euro
28 Disminuir els tipus d'interès: un dilema per al BCE?
32 Alemanya
33 França
34 Itàlia
35 Regne Unit

36 Mercats financers
36 Mercats monetaris i de capital
37 Ben S. Bernanke: noves mesures per a nous problemes

49 Conjuntura espanyola
49 Activitat econòmica
55 Mercat de treball
58 Preus
63 Sector exterior
65 Sector públic
67 Estalvi i finançament

Gel i foc: torna l'estagflació?

«Ens trobem entre el gel i el foc. El gel és la desacceleració econòmica mundial i el foc és la inflació.» Dominique Strauss-Kahn, director gerent del Fons Monetari Internacional, no podia ser més gràfic en la seva conferència de premsa prèvia a les reunions de primavera del Fons i del Banc Mundial al començament d'abril. Després d'uns anys d'expansió internacional extraordinària, els analistes reconeixen que l'hora de la desacceleració ha sonat. Als Estats Units ja és dóna per descomptat que l'economia ha entrat en recessió. A Europa, la pèrdua d'embranzida és evident. A Espanya, el perfil descendent del creixement ha obligat a corregir a la baixa les previsions per al 2008.

D'altra banda, sembla que la inflació torna a ésser aquí. Factors estructurals i cíclics expliquen que, a l'abril, el barril de petroli hagi marcat nous màxims històrics. I que els preus dels aliments bàsics –soja, arròs, blat de moro o blat– s'hagin disparat en l'últim any. La taxa d'inflació a la zona de l'euro va assolir, al març, últim registre conegut, la cota més elevada des de la creació de l'euro el 1999. A Espanya, el creixement de l'índex de preus de consum va escalar fins al nivell més alt en tretze anys. El problema més preocupant, però, és als països en vies de desenvolupament. L'encariment dels aliments bàsics de la dieta empeny a una major pobresa extenses capes de població, fins i tot als països emergents que es beneficien de la globalització.

Gel i foc. Estancament econòmic combinat amb inflació elevada. Torna l'estagflació? Reculem ara en el temps fins al començament de la dècada dels setanta. En aquells moments, els economistes estaven convençuts que l'atur i la inflació evolucionaven en direccions oposades. És a dir, una pujada de l'atur i un excés de capacitat productiva duien a un descens dels salaris i de la taxa d'inflació. A la inversa, un increment de l'activitat i dels beneficis de les empreses es traduïen, tard o d'hora, en salaris més alts i en pujades de preus. Aquesta relació inversa es recollia en l'anomenada «corba de Phillips», un dels eixos analítics de l'enfocament macroeconòmic derivat de la teoria keynesiana dominant en aquella època.

De sobte, la corba es va espatllar. Quan els països àrabs exportadors de petroli van decidir cartel·litzar les vendes i van generar, així, la primera crisi del petroli, cap al final de 1973, les economies occidentals van frenar el creixement i, en alguns casos, van entrar en recessió, amb una ràpida pujada de l'atur i, al seu torn, un sostingut augment de la taxa d'inflació. Les polítiques restrictives amb prou feines aconseguien afectar les taxes d'inflació i acabaven amb pujades de l'atur. Les polítiques expansives amb prou feines incidien sobre la taxa d'atur i, en canvi, estimulaven les pujades de preus. Van haver de passar uns quants anys per entendre millor els mecanismes que relacionen l'atur i la inflació i per dissenyar les polítiques adequades per afrontar aquests desequilibris.

Es poden establir paral·lelismes entre l'estanflació dels setanta-vuitanta i la situació actual? En aquest exemplar de l'Informe Mensual, es planteja aquesta qüestió i s'apunten algunes de les claus que permeten diferenciar i distingir entre les dues realitats. A més a més, i en estreta relació amb els problemes de l'estagflació, es desgranen els dilemes que els bancs centrals tenen plantejats i es revisa el cas del Japó, encara un enigma des de l'enfonsament dels seus mercats d'actius a partir de les acaballes dels vuitanta. El veredicte no és fàcil, però el que es va aprendre arran de la dura època entagflacionista ha de servir per no caure de nou en els mateixos errors.

RESUM EXECUTIU

L'economia mundial es refreda, els Estats Units entren en una fase de baix o nul creixement, Europa pot resistir millor i els emergents salven la situació, ara com ara.

La crisi del bilió de dòlars

La desacceleració de l'economia mundial és un fet, i així ho constata l'informe de perspectives econòmiques dels Fons Monetari Internacional (FMI) fet públic aquest mes. Després de registrar avanços propers al 5% en els últims exercicis, s'espera que el 2008 l'economia mundial creixi el 3,7%, mig punt per sota de la previsió efectuada al desembre. Aquesta important correcció és conseqüència de l'enfosquiment de les expectatives, sobretot als Estats Units després de la constatació que la crisi hipotecària de la primera economia mundial ha derivat en una crisi financera d'ampli abast i que no es resoldrà fàcilment.

L'economia nord-americana bordeja la primera recessió d'ençà que, al començament de la dècada, esclatés la bombolla borsària i es produïssin els atacs terroristes de les Torres Bessones. Però s'estima que serà una recessió suau. El que fa que la situació sigui preocupant és que la sortida d'una eventual recessió serà lenta i treballosa, de manera que el 2009 també serà, econòmicament, un mal any. Europa resisteix una mica millor, ja que pateix una desacceleració apreciable, però no de gravetat extrema. I, si l'economia mundial encara manté ritmes de creixement acceptables, és gràcies al fet que les potències emergents, amb la Xina en un paper destacat, surten relativament indemnes de la crisi.

La pujada dels preus internacionals dels aliments i del petroli complica la conjuntura internacional.

Una altra preocupació internacional que l'informe del Fons recull és la inflació, que s'accelera fins a nivells inquietants, en especial als països en desenvolupament. No solament és el petroli. Ara una part del repunt deriva de l'evolució dels productes bàsics, més concretament d'aliments com l'arròs, la soja, el blat de moro o el blat. Es tracta d'aliments que constitueixen la base de la dieta de la població més pobra del planeta, població per a la qual alimentar-se és la principal prioritat.

L'FMI xifra la crisi financera en 945.000 milions de dòlars.

En efecte, la cotització de les primeres matèries continua sorprenent. Amb el petroli apuntant als 120 dòlars per barril i productes essencials com l'arròs en cotitzacions de vertigen, els ajustaments a la baixa de certs metalls han passat més desapercebuts. Darrere d'aquest moviment hi ha factors de demanda, en especial la continuada pressió compradora de les economies emergents, les restriccions d'oferta (inclosa la reacció política de limitar les exportacions en certs països productors) i les reverberacions de la crisi financera, que comporten que les primeres matèries es continuïn contemplant com una inversió atractiva en lloc d'altres alternatives.

Pel que fa a la crisi financera, a l'abril tant el Fons com l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic han donat a conèixer els nous càlculs sobre el seu abast. Amb totes les cauteles necessàries, lògiques en un exercici molt hipotètic, l'FMI xifra en 945.000 milions de dòlars el cost de la crisi, inclosos els efectes directes i els indirectes. Un bilió de dòlars en pèrdues no es digereix fàcilment. S'entén millor ara per què el Fons no creu que es tracti d'una crisi que se superi simplement en un any feble i que després es pugui tornar, sense més ni més, a les tendències dels últims exercicis.

En relació amb aquesta crisi, cal destacar un to una mica millor a les borses en les

últimes setmanes. Situació que cal interpretar com la presumpció que la situació, tot i que no millora, tampoc no empitjorarà de manera significativa. En aquest sentit, han estat valorades favorablement les últimes xifres conegudes de pèrdues i provisions dels grans bancs internacionals, ja que s'entén que reflecteixen que el gros del procés d'aflorament de pèrdues derivades de la crisi ja s'està substanciant.

De tota manera, en altres àmbits, es constata que els problemes són lluny d'haver estat conjurats. Persisteixen les restriccions de liquiditat, com ho evidencia el sensible tensionament dels tipus interbancaris, amb un euríbor a dotze mesos proper al 5% al final d'abril. Però sembla que els mercats entenen que la situació no empitjora. En aquest context, les accions dels bancs centrals són decisives per consolidar aquesta percepció, ja que eviten que la crisi de liquiditat s'intensifiqui.

En l'àmbit de l'activitat real, tot fa pensar que els Estats Units es troben a les portes d'una recessió. Els indicadors de consum febles i la persistent crisi immobiliària, que sembla que encara no s'ha acabat, ho confirmen. El que ningú no sap és quin serà el perfil de la caiguda del creixement. També es torna versemblant un escenari d'estancament prolongat.

La Xina, en canvi, està en una situació diametralment oposada. Si els Estats Units van punxar en el primer trimestre, el gegant asiàtic va créixer el 10,6% interanual en el mateix període. Altres països emergents han mantingut la seva dinàmica, la qual cosa ajuda a sostenir el ritme de l'activitat global.

El dinamisme dels països emergents beneficia la zona de l'euro. Sembla que l'economia de la moneda única ha transitat pels primers mesos del 2008 amb una relativa folgança. El superàvit comercial –i aquí destaquen els fluxos amb els països emergents– es continua ampliant i supera fins i tot l'escull d'un euro extremadament car (en màxims històrics enfront del dòlar). A més a més, països com Alemanya presenten una demanda interna que resisteix. Tot i que els indicadors avançats confirmen la tendència a la desacceleració, ara com ara no cal témer per una recessió de l'activitat a l'estil nord-americà en els propers mesos.

Ara mateix, el problema essencial de la zona de l'euro és més d'inflació que d'activitat. Amb l'avanç dels preus de consum en màxims des de l'inici de la Unió Econòmica i Monetària el 1999, el Banc Central Europeu difícilment podrà anar més enllà del seu missatge antiinflacionista. Mes rere mes, la inflació es constata en les dades, mentre que la desacceleració de l'economia és un escenari de futur. A més a més, amb una inflació del 3,6%, un tipus d'interès nominal del 4% no constitueix una restricció monetària gaire important, de manera que l'ancoratge de les expectatives inflacionistes continua essent indubtablement la prioritat del moment. Perquè cal recordar que no es tracta solament del petroli i dels aliments frescos, ja que, fins i tot si els descomptem, la inflació resultant repunta de forma consistent en els últims mesos.

Economia espanyola: la desacceleració s'intensifica

L'economia espanyola pateix també el final del llarg cicle expansiu, per bé que de forma més abrupta que els seus socis europeus. També preocupa la inflació, que, al març, es va situar en el màxim des del 1995. Però, en aquest cas, el paral·lelisme amb el que passa a la zona de l'euro –el diferencial d'inflació es manté– treu una mica de gravetat al fenomen.

En canvi, l'evolució de l'activitat a Espanya reflecteix una intensa pèrdua d'impuls. Els indicadors disponibles palesen que la

Tot i que la tempesta financera continua causant estralls, sembla que l'evolució de les borses indica que tampoc no empitjora.

La Xina creix gairebé l'11% en el primer trimestre, mentre que els Estats Units es desaccelera considerablement.

A Europa, amb una desacceleració incipient, la preocupació se centra en la pujada de preus.

A Espanya, s'acumulen evidències que indiquen que la desacceleració s'intensifica.

desacceleració es va intensificar en el primer trimestre. Aquesta tendència s'aprecia, en especial, en l'àmbit de l'activitat immobiliària i en el consum de béns duradors. Així, per exemple, ha sorprès el fort ajustament de les vendes d'automòbils, tot i que convé recordar que, en celebrar-se enguany la Setmana Santa al març (no a l'abril com l'any passat), la comparació interanual pot estar esbiaixada.

Immobiliària i consum de béns duradors pateixen el gros de l'alentiment.

La confirmació del canvi de tendència en el primer trimestre es constata en les dades del mercat laboral. Tant l'afiliació a la Seguretat Social com el nombre d'aturats registrats a les oficines d'ocupació verifiquen una frenada sobtada en la generació de llocs de treball en els tres primers mesos de l'any. L'enquesta de població activa que realitza l'Institut Nacional d'Estadística recull un resultat idèntic. Segons l'enquesta, en el primer trimestre del 2008, es van destruir 75.000 llocs de treball i la taxa d'atur va augmentar en més d'un punt percentual en relació amb el trimestre anterior, fins al 9,6%.

En aquesta tessitura, caldria esperar com un resultat beneficiós de l'actual desacceleració una certa correcció del desequilibri exterior. Fins al febrer, això no ha succeït. Les dades de comerç exterior de mercaderies reflecteixen un nou augment del dèficit comercial, derivat de l'acceleració de les importacions, que bat la millora de les exportacions. Per bé que es constata una incipient desacceleració de les importacions, coherent amb la demanda interior menys dinàmica, l'augment dels preus de les importacions energètiques i alimentàries compensa aquesta evolució.

El Govern revisa a la baixa les previsions de creixement i llança un programa d'estímul econòmic.

El repunt de l'índex de preus de consum dels últims mesos també s'explica per les pressions alcistes derivades de l'escalada dels preus del petroli i de les primeres matèries agràries alimentàries als mercats internacionals. La inflació va continuar pujant al març per setè mes consecutiu, en aquesta ocasió en una dècima, igual que en els dos mesos anteriors. El registre de l'índex de preus de consum del març del 2008, del 4,5%, doblava la taxa de variació anual del 2,2% anotada a l'agost del 2007.

Menys creixement amb més inflació és un escenari poc desitjable per als responsables de la política econòmica. Això explica que, en la primera reunió del Consell de Ministres de la legislatura, es presentessin les línies directrius d'un Pla d'acció per afrontar la crisi econòmica. A més de certes mesures ja anunciades durant la campanya electoral, com la deducció de 400 euros en l'impost sobre la renda de les persones físiques, s'ha optat per la supressió de l'impost sobre el patrimoni, l'allargament dels terminis d'amortització de crèdits hipotecaris en cas de famílies amb dificultats, els estímuls al finançament d'habitatge protegit, el reforç de l'activitat de construcció d'obra pública i les facilitats per a la recol·locació de treballadors.

Són mesures que haurien de contenir la desacceleració de l'activitat, però que no evitaran el canvi de cicle al qual es veu abocada l'economia espanyola. El mateix Ministeri d'Economia ha revisat a la baixa les previsions oficials de creixement i les ha situat en un avanç del 2,3% el 2008, una revisió apreciable en relació amb les mantingudes fins a la data i inferiors en una dècima percentual a les efectuades pel Banc d'Espanya al començament del mes.

28 d'abril de 2008

CRONOLOGIA

2007

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**.
	18	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,25%.
abril	**18**	El Govern aprova un **Pla de mesures d'estímul econòmic**.
	23	L'**euro** cotitza a 1,594 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
	25	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 117,18 dòlars per barril.

AGENDA

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).

Juny

- **3** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
- **5** Índex de producció industrial (abril). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **11** IPC (maig).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (maig).
- **17** Enquesta trimestral de cost laboral (primer trimestre).
- **24** Ingressos i pagaments de l'Estat (maig).
- **25** Preus industrials (maig). Comerç exterior (abril). Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **30** Balança de pagaments (abril).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'FMI redueix la previsió de creixement global per al 2008 al 3,7%, amb una desacceleració més intensa a les economies avançades.

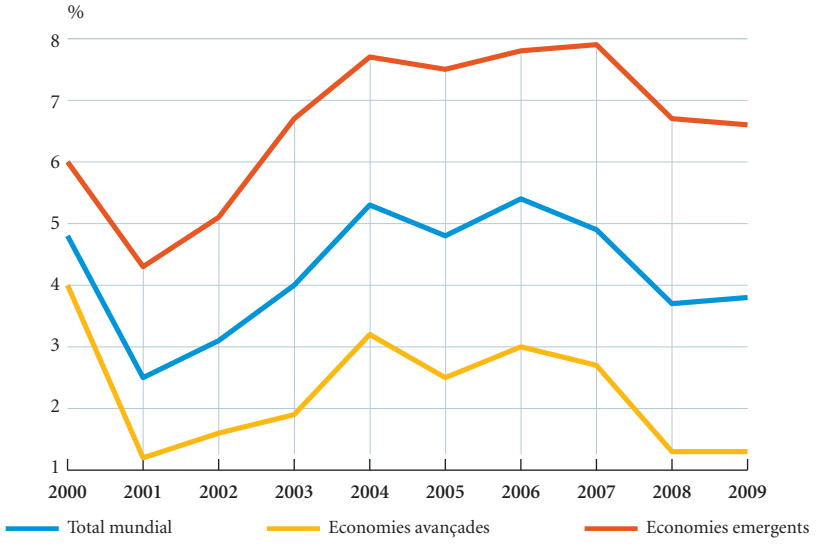
Previsions de l'FMI: l'activitat global perd embranzida

El Fons Monetari Internacional (FMI), a l'informe de perspectives de l'abril, rebaixa les previsions de creixement mundial per al 2008 del 4,8% al 3,7%, a causa d'una crisi financera que ha resultat més seriosa del que molts es pensaven. El 2009 s'espera una recuperació molt lleugera, amb un avanç del 3,8%. Les tensions, que inicialment es van considerar limitades al mercat de l'habitatge, tenen importants efectes sobre l'activitat econòmica en general, amb una morositat creixent, un deteriorament dels actius que serveixen de garantia i un enduriment de les condicions de crèdit.

La desacceleració ha estat més intensa a les economies avançades, el creixement esperat de les quals és de l'1,3% per al 2008 i 2009. Per la seva banda, les economies emergents, amb una projecció de creixement superior al 6,5% per al mateix període, han patit menys les turbulències del crèdit. Les conseqüències directes de la inestabilitat financera han estat més mitigades que en crisis passades, gràcies a la consolidació fiscal i a la vigorosa demanda interna. De manera simultània, hi ha hagut un augment generalitzat de la inflació. Els preus de les primeres matèries han continuat pujant, per la robusta demanda de les economies emergents i pel fet que han estat percebudes com a actiu refugi per part de de-

ELS EMERGENTS CONTINUEN ANANT PER DAVANT

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: 2008 i 2009 són previsions.
FONT: Fons Monetari Internacional.

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge

	2006	2007 (1)	2008 (1)	2009 (1)
PIB				
Estats Units	2,9	2,2	0,5	0,6
Japó	2,0	1,9	1,4	1,5
Alemanya	2,9	2,5	1,4	1,0
França	2,0	1,9	1,4	1,2
Itàlia	1,8	1,5	0,3	0,3
Regne Unit	2,9	3,1	1,6	1,6
Espanya	3,9	3,8	1,8	1,7
Zona de l'euro	**2,8**	**2,6**	**1,4**	**1,2**
Economies avançades	**3,0**	**2,7**	**1,3**	**1,3**
Total mundial	**5,4**	**4,9**	**3,7**	**3,8**
Països en desenvolupament	*7,8*	*7,9*	*6,7*	*6,6*
Amèrica Llatina	*5,5*	*5,6*	*4,4*	*3,6*
Europa de l'Est i Central	*6,6*	*5,8*	*4,4*	*4,3*
Rússia	*7,4*	*8,1*	*6,8*	*6,3*
Xina	*11,1*	*11,4*	*9,3*	*9,5*
Preus al consum				
Estats Units	3,2	2,9	3,0	2,0
Japó	0,3	0,0	0,6	1,3
Alemanya (2)	1,8	2,3	2,5	1,6
França (2)	1,9	1,6	2,5	1,7
Itàlia (2)	2,2	2,0	2,5	1,9
Regne Unit (2)	2,3	2,3	2,5	2,1
Espanya (2)	3,6	2,8	4,0	3,0
Zona de l'euro (2)	**2,2**	**2,1**	**2,8**	**1,9**
Economies avançades	**2,4**	**2,2**	**2,6**	**2,0**
Països en desenvolupament	*5,4*	*6,3*	*7,4*	*5,6*
Taxa d'atur (3)				
Estats Units	4,6	4,6	5,4	6,3
Japó	4,1	3,9	3,9	3,9
Alemanya	9,8	8,4	7,9	7,7
França	9,2	8,3	7,8	7,9
Itàlia	6,8	6,0	5,9	5,8
Regne Unit	5,4	5,4	5,5	5,4
Espanya	8,5	8,3	9,5	10,4
Comerç mundial en volum (4)	**9,2**	**6,8**	**5,6**	**5,8**
Preu del petroli ($/barril) (5)	**20,5**	**10,7**	**34,3**	**–1,0**

NOTES: (1) Previsions d'abril 2008.
(2) Índex de preus de consum harmonitzat.
(3) Percentatge de població activa.
(4) Béns i serveis.
(5) Mitjana de preus spot de les qualitats *Brent*, Dubai and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 95,5 el 2008 i 94,50 el 2009.
FONT: Fons Monetari Internacional.

Els riscos de l'escenari pintat per l'FMI són a la baixa.

terminats agents financers. El dòlar s'ha depreciat amb intensitat el 2007, a causa d'una menor confiança en els actius i de la desacceleració de l'economia nord-americana.

Els perills per a aquest escenari central continuen essent a la baixa, amb possibilitats que el creixement mundial sigui inferior al 3% el 2008 i el 2009. El principal factor de risc és que una intensificació del deteriorament de les condicions financeres interaccioni amb l'economia real, en especial als Estats Units. També Europa pot seguir aquest camí, tot i que en menor grau. Al mateix temps, és possible un augment de les pressions inflacionistes.

S'espera que els Estats Units creixin només el 0,5% el 2008 i el 0,6% el 2009.

Per àrees geogràfiques, als Estats Units és on més a la baixa evolucionen les previsions, amb una rebaixa del creixement esperat per al 2008 de l'1,5% del gener al 0,5%. Per al 2009, la previsió passa de l'1,8% al 0,6%, de manera que la recuperació es deixa per a més endavant. Al Japó, la projecció de creixement també s'ha reduït lleugerament i ha quedat en l'1,4% el 2008 i en l'1,5% el 2009.

Els països emergents permeten mantenir el ritme de creixement econòmic mundial.

Per a Europa, també es revisen a la baixa les previsions de gairebé tots els països. Alemanya, després de créixer el 2,5% el 2007, redueix les expectatives d'avanç a l'1,4% per al 2008 i a l'1,0% per al 2009. La perspectiva de creixement per a França és molt similar, mentre que, per a Itàlia, es pronostica una situació de quasi estancament, amb avanços del 0,3% per als propers dos anys. Espanya, a causa de la importància del sector de la construcció, pateix un apreciable reajustament de previsions per al 2008 i passa d'esperar augments del 2,4% a un creixement de l'1,8%. La situació no canviarà gaire el 2009, amb un avanç esperat de l'1,7%.

Als Estats Units, la recuperació es pot fer esperar, ja que habitatge, crèdit, mercat de treball i petroli continuaran deteriorant el consum privat.

Per als països emergents, sense problemes de creixement, el principal repte serà el control de la inflació. Segons l'FMI, la Xina i altres països amb economies diversificades, en termes de relacions comercials, es beneficiaran d'una major fluctuació de les divises en relació amb el dòlar nord-americà i obtindran més llibertat per ajustar la política monetària a les seves necessitats. A la Xina i altres països de l'Àsia Oriental, els comptes públics sanejats permeten, en cas necessari, una política fiscal contracíclica. A l'Amèrica Llatina, els importants volums de deute limiten la capacitat dels estímuls fiscals.

Estats Units: quant durarà la crisi?

Els efectes de la crisi de les hipoteques *subprime* es fan notar sobre l'economia, i «recessió» és la paraula clau d'aquests dies. No obstant això, el terme més rellevant hauria de ser «durada», aplicat al període de feblesa econòmica. De forma simplista, podem dir que hi ha recessió quan l'activitat recula per un temps. Però no existeix una gran diferència entre un avanç mínim, sense recessió, i una reculada lleugera, amb recessió. En els 20 últims anys, el producte interior brut (PIB) ha crescut, de mitjana, el 2,9% anual. Així, des del final del 1987, si cada any s'hagués avançat a aquesta taxa constant, el PIB del final del 2007 seria el que és ara, al qual s'ha arribat amb alts i baixos.

La pèrdua de creixement acumulada d'un període de feblesa pot ser considerada com la diferència entre un creixement teòric acumulat al 2,9% anual i el realment registrat. Considerem les dues últimes recessions. Durant la primera, al començament de la dècada dels noranta, es van registrar set trimestres creixent per sota del 2,9%, de manera que el retard acumulat en relació amb la velocitat de creuer va ser del 4,5%. En la segona, el 2001, van ser tres trimestres alternatius amb creixement negatiu, però van haver

de passar 11 trimestres abans que l'increment del PIB assolís el 2,9%. En aquest cas, la pèrdua acumulada va ser del 5,3%. En l'actual situació de l'economia nordamericana, el creixement se situa per sota del 2,9% des del març del 2006. De llavors ençà, el creixement acumulat és del 3,9%, mentre que, a la velocitat de creuer, hauria estat del 5,1%. Per tant, la pèrdua acumulada fins ara és de l'1,2% del PIB, una xifra acceptable, però que anirà a més depenent del que es faci esperar la recuperació.

Què determinarà la durada d'aquesta crisi? La resposta és fàcil: el consum privat. En aquest sentit, la confiança del consumidor, en especial les seves expectatives, està baixa, i la desacceleració de les vendes al detall s'intensifica. Al març, les vendes, exclosos els automòbils i la benzina, es van incrementar un escàs 0,9% interanual, la qual cosa, descomptant les variacions dels preus no energètics, significa una reculada de l'1,4%. La situació haurà d'anar a menys abans de veure la llum al final del túnel, ja que quatre factors frenen el consum privat: la crisi immobiliària, la restricció del crèdit, el mercat laboral i els preus del petroli i dels aliments. Anem a pams.

Les vendes al detall, descomptant la inflació, reculen.

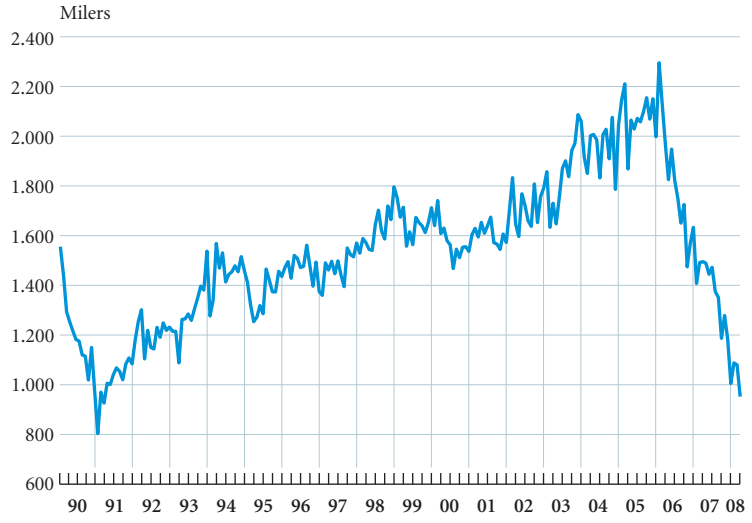
El mercat immobiliari no ha tocat fons. L'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge, l'element que més efectes directes té sobre els consumidors, es va situar al gener l'11,4% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats al març van caure el 36,5% interanual i van assolir un mínim al qual no s'havia arribat en 17 anys. Els permisos de construcció, que són un indicador avançat de l'anterior, van baixar un percentatge encara més contundent, el 40,9%. Pel que fa a la segona qüestió, l'accés al crèdit ha estat un suport cada cop més important del consum privat en un període en què els ingressos fluixejaven. Així, amb un accés fàcil al crèdit, l'estalvi de les famílies en relació amb la renda disponible de les llars ha anat disminuint fins a acabar el 2007 en no-res. Ara la caiguda de preus deixa moltes famílies amb deutes superiors al

Els habitatges iniciats cauen el 36% i els preus, l'11%.

Moltes famílies es troben amb deutes superiors al valor dels seus immobles.

ESTATS UNITS: LA CONSTRUCCIÓ, EN UN MÍNIM DE 17 ANYS

Habitatges iniciats en termes anuals



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

El mercat de treball intensifica la desacceleració i el petroli redueix el poder adquisitiu.

valor dels seus immobles, situació que incentiva la morositat. L'actitud de la banca en el futur, malgrat que acabi de conjurar tots els problemes, serà de més cautela en la concessió de crèdits, de manera que el consumidor haurà de recuperar el costum d'estalviar.

El tercer factor, que afecta, precisament, el poder adquisitiu dels consumidors, és el mercat laboral, la principal font d'ingressos. L'ocupació es continua afeblint: al març, es van destruir 80.000 llocs de treball i es van ampliar les reculades dels dos mesos anteriors. L'alentiment, encara relativament suau, es va intensificant. Així, l'ocupació va augmentar el 0,4% en els dotze últims mesos fins al març, mentre que, en el mateix període de l'any anterior, ho va fer l'1,2%.

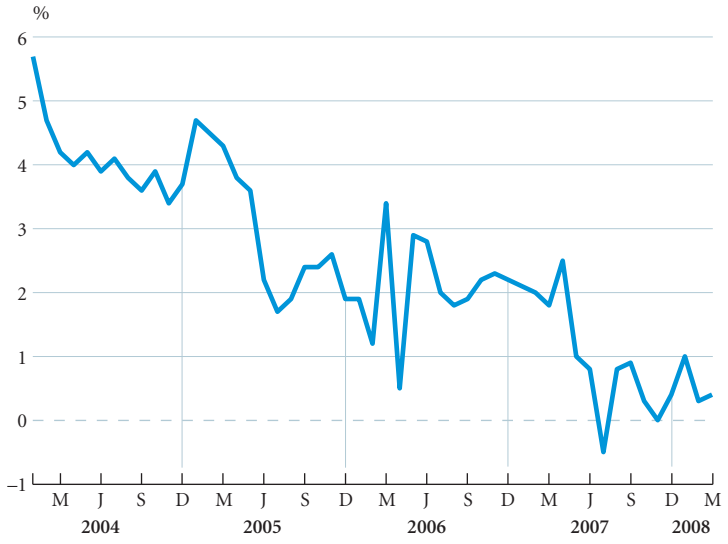
La inflació continua en el 4%, l'ISM es manté prop del 50 i la correcció del dèficit comercial és lenta.

El quart factor té a veure amb la inflació. L'índex de preus al consum (IPC) del març es va incrementar el 4,0% interanual. El component subjacent, el general sense aliments ni energia, va repuntar lleugerament fins al 2,4% interanual. L'increment de l'índex subjacent sense lloguers continua a la vora d'un raonable 2,0%, però el risc és que els aliments i el petroli puguin ser cars per un temps. La qüestió aquí és veure que, malgrat que la translació d'aquests preus als altres sectors és molt petita, el veritable inconvenient és la disminució que això representa per al pressupost de les famílies, és a dir, el que queda després de pagar la benzina.

La visió des del costat empresarial és una mica menys dramàtica. L'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management (ISM) del març per al sector manufacturer va augmentar lleugerament fins als 48,6 punts, un nivell inferior a 50 que indica un cert predomini de respostes pessimistes. En el cas de l'ISM de serveis, va prosseguir la recuperació des del fort descens del gener i es va arribar als 52,2 punts al març. En els dos casos, continua la pressió a l'alça dels preus i la feblesa de l'ocupació.

ESTATS UNITS: L'ESTALVI BRILLA PER LA SEVA ABSÈNCIA

Estalvi de les famílies en percentatge de la renda disponible



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	2,9	2,2	1,5	1,9	2,8	2,5	–	2,5	–
Vendes al detall	6,2	4,1	3,6	4,0	4,1	4,6	4,0	2,9	2,0
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	109,9	106,7	105,7	91,2	87,3	76,4	64,5
Producció industrial	2,2	1,7	1,3	1,4	1,8	2,2	2,6	1,1	1,6
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	50,5	53,0	51,3	49,6	50,7	48,3	48,6
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	5,1
Preus de consum	3,2	2,9	2,4	2,6	2,4	4,0	4,4	4,1	4,0
Balança comercial (3)	–758,5	–708,5	–747,4	–734,3	–707,6	–708,5	–710,1	–714,2	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	4,9	3,1	3,1	2,7
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	81,9	79,3	77,0	73,3	73,1	72,6	70,3

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.

Per la seva banda, la balança comercial de béns i serveis va presentar al febrer un dèficit de 62.321 milions de dòlars, netament superior al del gener a causa del repunt importador. La correcció del dèficit, que, sense el petroli, se situa el 31% del màxim de l'octubre del 2005, continuarà. Una altra qüestió és que el creixement de les exportacions, que representen el 12,5% del PIB, pot compensar la letargia del consum, que pesa el 71,5%.

Estagflació: com es pot frenar Pandora?

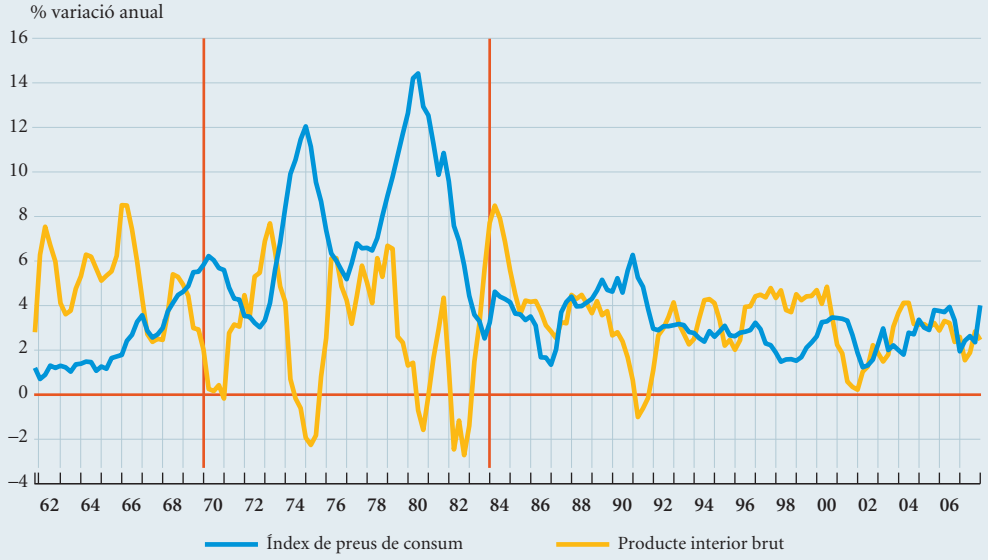
La mitologia explica que, fins que Pandora no va obrir la seva cèlebre àmfora –convertida en capsa pel Renaixement–, la humanitat havia gaudit de plena harmonia al món. En destapar-la, Pandora va alliberar totes les desgràcies humanes. Hi ha qui tem que, després d'un període de relativa tranquil·litat, el conjur entre la crisi *subprime* i els desajustaments als mercats de primeres matèries pugui alliberar un dels pitjors mals econòmics: el dimoni anomenat «estagflació».

L'origen del terme (de l'anglès *stagflation*) es remunta al 1965. Durant un discurs davant el parlament, Ian McLeod, que més tard seria ministre de finances britànic, va combinar els termes «estancament» i «inflació» per descriure una situació econòmica que aglutinava el pitjor de dos móns –alça de preus i estancament econòmic– i que va turmentar molts països durant més d'una dècada. El recent repunt de la inflació global i l'alentiment del creixement econòmic als Estats Units (vegeu el gràfic següent) i altres economies avançades –sense anar més lluny, l'espanyola– han despertat el record gairebé oblidat d'aquella època. Tot i

que les similituds entre els dos períodes són notables, les diferències existents poden aportar la clau per evitar el retorn a un nefast passat que tants –i, en especial, les autoritats monetàries– voldrien segellar per sempre més.

Poc després d'entrar als setanta, la coincidència d'un període d'elevat creixement econòmic amb un seguit de males collites va disparar els preus mundials de les primeres matèries. L'embargament de l'Organització de Països Exportadors de Petroli a l'octubre de 1973 va quadruplicar el preu del petroli i va agreujar una situació que va acabar repercutint sobre el poder de compra de les llars nord-americanes. Tot plegat va dur els Estats Units, i de rebot la resta de les principals economies, a una recessió el 1974-1975, al mateix temps que la inflació assolia cotes històriques. El 1979, per enfosquir encara més el panorama, la inestabilitat a l'Orient Mitjà va comportar noves restriccions de cru i el segon xoc del petroli en menys de deu anys.

ESTATS UNITS: CAP A UNA ALTRA ONADA D'ESTAGFLACIÓ?



NOTES: PIB a preus constants del 2000. Variació interanual, dades trimestrals.
FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

D'aquesta manera, i amb prou feines concebuda com a problema, l'estagflació es va convertir de sobte en una realitat que, segons les teories econòmiques del moment, era del tot anòmala. L'escola keynesiana tradicional –predominant des de la Segona Guerra Mundial– considerava molt improbable que estancament i inflació es donessin simultàniament. De fet, l'experiència històrica els havia dut a associar una caiguda de l'activitat econòmica (en concret, una alça en la taxa d'atur) a una reculada de la inflació, relació coneguda com la «corba de Phillips».

La magnitud i la durada de l'estagflació dels setanta va desmuntar l'estabilitat aparent de la corba de Phillips i, de retruc, els models econòmics keynesians en voga. Això va motivar un total replantejament de la teoria i de les fórmules habituals de política macroeconòmica. Els economistes Milton Friedman i Edmund Phelps, els dos premiats amb el premi Nobel, van ser els primers que van aportar una hipòtesi que explicava la desaparició de la

relació tradicional entre inflació i atur. La clau cal buscar-la en les expectatives d'inflació: quan l'autoritat monetària permet un nivell excessiu d'inflació durant massa temps, tant les empreses com els treballadors tendeixen a anticipar una inflació futura superior i a incorporar aquesta expectativa en les negociacions de preus i de salaris. En un entorn poc competitiu i amb un mercat laboral poc flexible, això pressiona els salaris i els preus a l'alça en un procés que, si no es conté, pot derivar en una espiral d'inflació.

Tot i que encara no hi ha consens absolut a l'hora d'assenyalar el principal responsable de l'estagflació dels setanta, dominen dues possibles causes: un xoc d'oferta negatiu i una aplicació errònia i recurrent de polítiques macroeconòmiques keynesianes tradicionals. La perspectiva predominant invoca les dues: l'alça en els preus de les primeres matèries va encendre la metxa i l'ús de polítiques monetàries expansives dirigides a frenar la recessió va fer la resta. La inflació resultant de la creació excessiva de diners hauria afectat les expectatives i, en un entorn més regulat i menys subjecte a la competència que l'actual, s'hauria traslladat fàcilment a preus i salaris i hauria generat una espiral d'inflació.

Tornant al present, hi ha qui veu notables semblances entre la situació econòmica actual als Estats Units i la que s'hi va viure als setanta. Certament, l'alentiment del creixement econòmic en els últims mesos –arran de la crisi *subprime* i del conseqüent desordre als mercats financers– és obvi i, malgrat això, la inflació es manté al voltant del 4%, és a dir, elevada en relació amb els últims anys (vegeu el gràfic següent). A més a més, la Reserva Federal ha retallat els tipus per intentar evitar la repercussió de la crisi financera sobre l'economia real. Tot plegat fa que molts es preguntin si som al llindar d'un nou brot d'estagflació, i no solament als Estats Units, sinó a escala mundial, com va acabar passant als setanta.

Tot i que les coincidències entre els dos períodes puguin semblar preocupants i una versió moderada d'estanflació als Estats Units sigui possible, el retorn d'un episodi tan sever, durador i global com el dels setanta és molt improbable. La gran diferència entre avui i els setanta cal buscar-la en les expectatives d'inflació. Per començar, el nivell actual d'inflació queda molt lluny de les xifres de dos dígits assolides llavors, tot i que les polítiques expansives recents podrien generar més inflació. En segon lloc, la regulació als Estats Units és més flexible i l'entorn econòmic és molt més competitiu, de manera que és més difícil generar espirals d'inflació. I, finalment, i raó principal, tant la teoria com les polítiques econòmiques han canviat radicalment de llavors ençà: la Reserva Federal, amb una millor comprensió de la seva capacitat d'influir sobre les expectatives d'inflació, ha demostrat la seva determinació d'evitar un episodi similar. En els últims anys, el creixent èmfasi de la majoria de bancs centrals en mantenir la inflació baixa i estable ha estat clau per guanyar credibilitat i disminuir així les pressions inflacionistes resultants dels xocs d'oferta. És impensable que es tolerin nivells d'inflació com els dels setanta que facin perillar aquesta reputació.

Així, doncs, tot i que l'estagflació continua plantejant un dilema a les polítiques macroeconòmiques convencionals –habituades a combatre un període recessiu amb fórmules expansives i un altre d'inflacionista amb fórmules restrictives–, les teories econòmiques d'avui en dia incorporen canvis en les expectatives d'inflació i ofereixen fórmules alternatives a les utilitzades pels bancs centrals dels setanta. Avui es parteix de la hipòtesi que l'estagflació a llarg termini és només conseqüència d'un mal ús d'aquestes polítiques i la clau és estimular l'economia sempre que les expectatives d'inflació es mantinguin ben ancorades. Mentre continuïn així (vegeu el gràfic següent), és possible entendre l'èmfasi actual de la Reserva Federal en prevenir la recessió, però, si arriba el moment en què l'estabilitat d'aquestes expectatives trontolla, no hi ha cap dubte que la política monetària tornaria a ser restrictiva per evitar una espiral d'inflació. És precisament l'atenció constant de la Fed a qualsevol factor que pugui avivar la inflació el que manté les expectatives controlades.

La llegenda diu que Pandora va tancar l'àmfora just abans que l'Esperança també en sortís. Esperem que les autoritats monetàries puguin frenar la seva Pandora abans que obri la capsa o que, com a mínim, puguin arribar a temps de deixar-hi dins la confiança en els bancs centrals, l'experiència passada i el que s'ha après de llavors ençà.

LES EXPECTATIVES D'INFLACIÓ ALS ESTATS UNITS ES MANTENEN ESTABLES, MALGRAT TOT

FONTS: Universitat de Michigan (Estats Units) i elaboració pròpia.

El Japó prossegueix la llarga expansió, però els consumidors no en participen i les arques públiques continuen en números vermells.

El final de la deflació és degut al petroli car i no a la demanda interna.

Japó: expansió amb les arques públiques esgotades

El passat 31 de març, l'oposició al primer ministre Yasuo Fukua va obtenir una pintoresca victòria parlamentària. Va aconseguir que es retirés un impost «temporal» sobre el consum de petroli que havia durat 30 anys. Una victòria pírrica, ja que l'erari públic japonès no es pot permetre gaires alegries. Amb les passades reduccions del consum públic, ja no queden gaires estalvis per fer, i, segons l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), el dèficit pressupostari del 2007 va arribar al 3,4% del PIB i el deute brut acumulat del sector públic va arribar al 180% del total de l'economia. Així, amb la capacitat per a expansions fiscals limitada i amb uns tipus d'interès del 0,5%, que no deixen marge per a gaires davallades, el que és realment sorprenent és que el Japó afronti el sisè any d'expansió, tot i que de perfil baix, creixent a l'1,7% interanual en el quart trimestre.

La deflació, la caiguda dels preus, ha estat una xacra de l'economia en els últims anys. Les previsions del Banc del Japó vaticinaven que el creixement de la demanda neutralitzaria el període deflacionista. No obstant això, el que ha neutralitzat temporalment les caigudes de preus ha vingut de fora: petroli i aliments cars. En aquest sentit, els preus de les importacions van créixer al març el 8,3% interanual, en contrast amb l'abaratiment de les exportacions, els preus de les quals van cedir el 6,8%. Gràcies a això, l'IPC del fe-

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	Març
PIB real	2,4	2,0	2,9	1,7	1,9	1,7	–	...	–
Producció industrial	4,2	2,9	3,6	2,4	3,1	2,7	2,9	4,0	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	23,0	19,0	–	11,0	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–1,9	–2,8	–36,9	–27,1	–5,7	–5,0	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	...
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	–0,1	–0,1	0,5	0,7	1,0	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	10,3	11,1	12,3	12,5	12,4	12,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,3	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	81,1	77,1	77,6	75,7	76,9	78,4	82,0	82,3	85,8

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

brer va pujar l'1,0% interanual i l'índex sense aliments frescos va avançar el mateix percentatge, la qual cosa representa l'increment més elevat dels 10 últims anys. No obstant això, un altre índex d'inflació 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.

La taxa d'atur continua en nivells molt baixos, a causa de la demografia minvant: al febrer, va quedar en el 3,9% de la població activa. Això no es tradueix en increments salarials, i la confiança del consumidor continua en nivells baixos. No obstant això, en el mateix mes, les vendes al detall van continuar repuntant i van créixer el 3,2% interanual. La compra d'automòbils també va estabilitzar els descensos al març, tot i que continua el 15% per sota dels màxims del 2005. Pel costat de l'oferta, la producció industrial del febrer va avançar el 4,0% interanual i es va apropar als nivells del 2006. Destaca, en aquest apartat, el vigor de la producció de béns de consum, que es va accelerar i va arribar a taxes de creixement del 6,9% interanual. No obstant això, les comandes de maquinària, indicador avançat de la demanda inversora, es van incrementar un magre 2,7% interanual en el mateix període, gràcies, com ja és habitual, a les comandes destinades a la indústria exportadora, el pes de la qual continua augmentant i arriba ja al 49,9% del total.

La producció industrial repunta i l'atur és baix...

La publicació de l'índex Tankan d'activitat empresarial elaborat pel Banc del Japó corresponent al primer trimestre del 2008 va aigualir aquests tímids repunts. L'índex per a grans empreses manufactureres va baixar de 19 fins al nivell dels 11 punts i l'índex per a grans empreses no manufactureres va passar de 16 a 12. Les expectatives per als propers mesos són de disminució en la formació de capital, un capítol que ha estat, precisament, un dels principals motors de l'activitat en els últims temps.

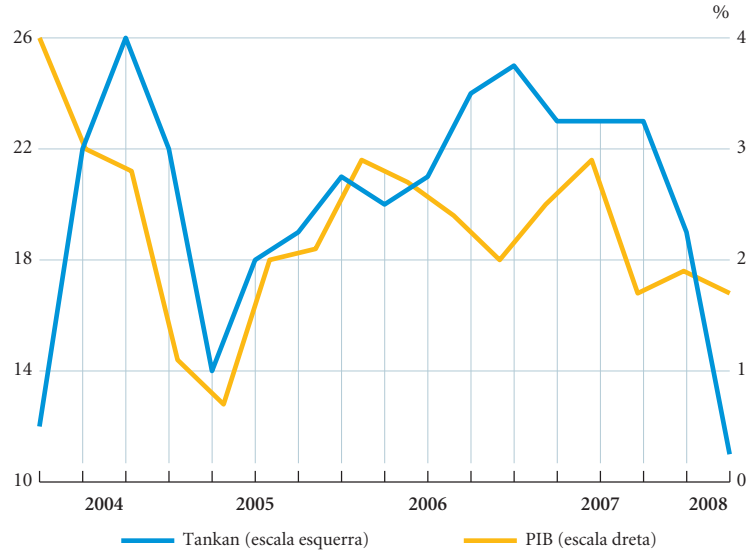
...però els empresaris ho veuen negre i no semblen disposats a invertir.

Per la seva banda, el mercat immobiliari assisteix a un descens de l'activitat que no afecta els preus. Al març, les vendes d'immobles van recular el 33,3% interanual a l'àrea de Tòquio, i, no obstant això, els preus van continuar avançant, amb un increment del 6,2% interanual.

El mercat immobiliari s'estanca, però el superàvit comercial es manté, gràcies a les exportacions a Àsia.

JAPÓ: EL TANKAN NO PORTA BONS AUGURIS

Índex Tankan de grans empreses manufactureres i variació interanual del PIB



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

També va prosseguir l'alça del preu del sòl a les sis ciutats més grans, amb una pujada del 8,8% interanual en el tercer trimestre del 2007, el 21,6% per damunt del mínim del començament del 2005. Per la seva banda, els habitatges iniciats van recular al febrer el 5,0% interanual, però, en termes absoluts, es van iniciar 95.866 habitatges, el 58% per damunt del mínim del setembre.

Al costat positiu es va tornar a situar el superàvit comercial, que, en els dotze mesos fins al febrer, va arribar fins als 12,2 bilions de iens, gràcies al vigor exportador. Així, considerant les xifres del febrer, la disminució del 6,0% interanual de les exportacions destinades als Estats Units va ser compensada per un increment del 13,8% de les destinades a la resta d'Àsia, on destaca el creixement dels fluxos dirigits a l'Índia, als països de l'Associació de Nacions del Sud-est Asiàtic (ASEAN) i a la Xina, circumstància que evidencia que, ara com ara, Àsia conserva la vitalitat, tot i la feblesa de l'economia nord-americana.

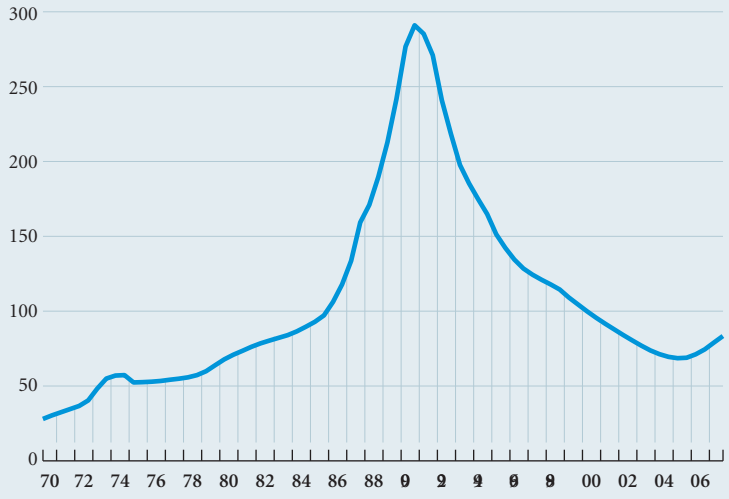
Bombolles financeres i immobiliàries: lliçons de l'experiència japonesa

Al final de la dècada dels vuitanta, l'ascensió econòmica del Japó semblava imparable. En termes de paritat de poder de compra, el país del sol naixent era la segona economia del planeta, amb un pes en l'economia global que va passar del 8,4% el 1980 al 9,3% el 1991. Si la marxa econòmica era portentosa, més ho era el valor que van assolir els seus actius. El 1989, a l'abric d'una divisa en contínua apreciació, la capitalització del mercat borsari, mesurada en dòlars, va superar la meitat del total mundial. El valor dels immobles tampoc no semblava tenir límit, i molts especulaven amb el moment en què el Japó agafaria el relleu dels Estats Units al capdavant de

l'economia global. No obstant això, el Japó estava a punt d'entrar en la seva dècada perduda. Des de l'inici de 1991, la sòlida promesa va entrar en una llarga letargia de la que no és clar que hagi despertat. Durant la dècada dels vuitanta, el creixement acumulat del PIB en termes reals havia estat del 43%, però, en el decenni següent, l'avanç es va situar en un escàs 9,6%. La seva quota de l'economia mundial ha baixat i s'ha col·locat poc per damunt del 6%. Molts es pregunten fins a quin punt l'esclat de la bombolla borsària i immobiliària japonesa s'assembla al que està succeint ara als Estats Units. O si el prolongat període d'estancament econòmic, com el travessat pel Japó, és el que ens espera ara, després dels fasts dels últims anys. Es pot aprendre alguna lliçó de l'experiència japonesa?

EL SÒL JAPONÈS: UN ESCARPAT CAMÍ D'ANADA I TORNADA

Índex del preu del sòl a les sis ciutats més grans



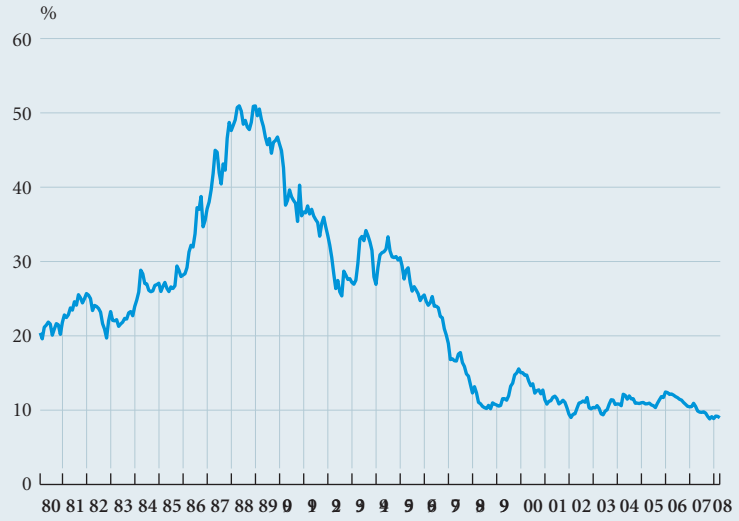
FONTS: Japan Real Estate Institute, Thomson Datastream i elaboració pròpia.

La resposta no és gens fàcil. El primer que caldria esbrinar és per què el Japó va patir una interrupció tan dràstica de la seva ascensió. Quina va ser la causa de la feblesa de la demanda interna i del llarg període deflacionista? Una primera resposta caldria buscar-la en la combinació de dos elements que formen part de la mateixa idiosincràsia o manera de ser del Japó, és a dir, una demografia estancada amb propensió a l'envelliment i una cultura que tendeix a l'excés d'estalvi.

No obstant això, la hipòtesi dels factors idiosincràtics és molt incompleta. La causa principal de la «dècada perduda» va ser la forma com es va gestionar l'enorme bombolla financera i immobiliària. És en aquest punt, tot i que sigui en diferent grau, on hi ha el risc de similituds amb la crisi de crèdit originada al mercat hipotecari nord-americà. Des del màxim del desembre de 1988, quan la capitalització de la borsa japonesa va arribar a un increïble 51% del total mundial, va començar un llarg període de descensos que, justament deu anys més tard, la deixaria en l'11%. L'índex Nikkei 225 va tocar sostre al desembre de 1989 en gairebé 40.000 punts. Menys de tres anys després, a l'agost de 1992, no superava els 15.000. El 2003 va arribar a baixar dels 7.500.

JAPÓ: VENTURES I DESVENTURES DE LA BORSA

Quota de la capitalització de la borsa japonesa en relació amb el total mundial



FONTS: Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

Més espectaculars serien fins i tot les pèrdues al sector immobiliari. Els preus, simplement, es van enfonsar després d'una alça que havia estat espectacular. Entre el començament de 1991 i el segon trimestre del 2005, el preu del sòl al conjunt de les sis principals ciutats va caure el 75,9%, i, a la propietat comercial, les reculades van arribar al 86,9%. Al conjunt del país, els descensos van ser una mica menys dràstics, però això no va ser un consol, perquè, el 2006, la pèrdua va arribar al 55,9% del valor assolit el 1991.

Aquests descensos en el valor dels actius van tenir importants efectes en els balanços comptables dels qui els tenien en abundància: empreses i bancs. Les empreses japoneses, mitjançant un sistema d'estretes relacions amb els bancs que generava baixes primes de risc, havien tingut, tradicionalment, uns alts nivells d'endeutament per afrontar una forta inversió. Amb la pèrdua de valor dels actius, les ràtios d'endeutament es van disparar fins a nivells extrems i van deixar en molts casos el valor net comptable, el valor dels actius menys el dels deutes, en negatiu. No obstant això, i malgrat el deteriorament dels balanços, moltes empreses japoneses continuaven sabent fer bé els seus negocis. Electrònica de consum, instruments de mesurament, ordinadors o automòbils continuaven i continuen essent altament competitius als mercats internacionals.

Per tant, moltes empreses que es trobaven en aquesta tessitura van continuar funcionant. Però hi havia un canvi crucial. Per sanejar a poc a poc els malmesos balanços, amb uns actius disminuïts i uns deutes desmesurats, el primer objectiu va passar a ser la reducció del deute. La conseqüència d'això va ser el descens de l'endeutament empresarial[1]. Més enllà dels balanços, aquest fenomen també s'observa en el pes descendent de la inversió sobre el PIB.

Seguint, en part, el raonament de l'economista nord-americà Irving Fisher (que ja va anticipar fa un segle situacions de despalanquejament com l'actual), la liquidació dels deutes va comportar una allau de vendes d'actius.

(1) Richard C. Koo, *Balance Sheet Recesion*, 2003. John Wiley & Sons (Asia) Ltd. Capítol I.

L'escassetat d'inversions i l'excés d'estalvi van dur el país a una situació de deflació. El Banc Central del Japó va augmentar la massa monetària i els tipus d'interès nominals van baixar, però el problema no estava en la falta de liquiditat, sinó en la falta d'empreses disposades a assumir crèdits i a invertir.

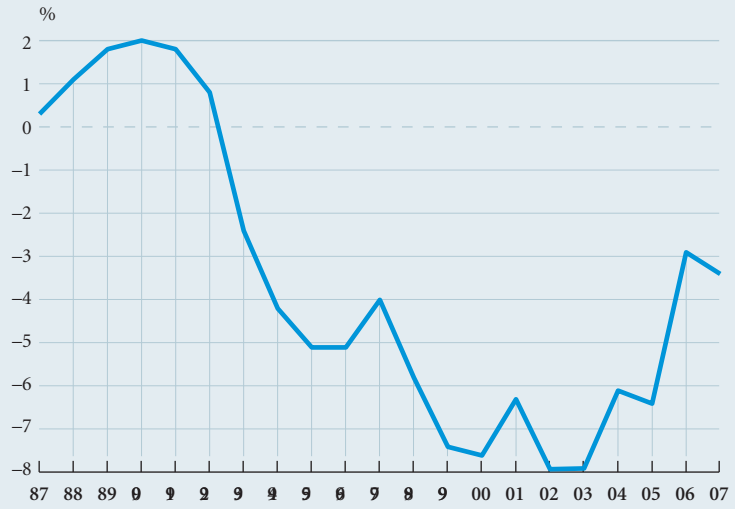
Al sector bancari, el panorama no era millor. Segons Anil Kashyap,[2] els bancs japonesos, sense productes rendibles a escala internacional, tenien avantatges comparatius en l'empresariat japonès, però, com aquest empresariat estava poc disposat a endeutar-se, no quedaven gaires opcions. A més a més, els seus balanços estaven plens de deutes de cobrament dubtós. Les injeccions de liquiditat del Banc del Japó servien per recompondre el balanç, però no per concedir crèdits i reactivar el creixement econòmic. A més a més, amb els tipus d'interès nominals a llarg termini en nivells de l'1% o del 2% com a molt, la corba de tipus va quedar gairebé plana, i, sense una diferència entre l'interès a llarg i a curt termini, la recuperació dels bancs es va fer més difícil. El trencaclosques s'acabava de complicar perquè, amb deflació, els baixos tipus d'interès nominals es convertien en tipus reals relativament alts, més elevats generalment que als Estats Units o a Europa, la qual cosa desincentivava definitivament la inversió.

Només quedava un camí per provar: forçar un augment de la demanda agregada mitjançant la despesa pública i el dèficit públic. El pitjor risc era generar inflació, però, en aquestes circumstàncies, la pujada dels preus hauria estat considerada una benedicció. Però tampoc no va donar resultat. En pocs anys, es van succeir enormes dèficits, i el deute públic es va enfilar fins a taxes siderals amb un resultat, en termes de creixement, decebedor. És com si els ciutadans japonesos, anticipant els futurs impostos que acabarien sufragant les despeses públiques, haguessin contrarestat l'increment del dèficit del seu govern amb un major estalvi privat.

En els últims anys, sembla que la situació de l'economia japonesa ha tornat a poc a poc a una situació de normalitat. De la seva llarga crisi es deriven algunes lliçons per a la situació actual. En primer lloc, la necessitat de reac-

JAPÓ VA ACABAR RECORRENT A L'EXPANSIÓ FISCAL

Saldo pressupostari del sector públic en relació amb el PIB



FONTS: Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

(2) Anil Kashyap, «Japan's route to safety», *Financial Times* (5-desembre-2001).

cionar amb rapidesa i contundència contra l'esclat de les bombolles immobiliàries i financeres. En segon lloc, el paper clau que juga un sanejament ràpid del sector bancari, per establir així amb rapidesa els mecanismes de finançament de l'economia.

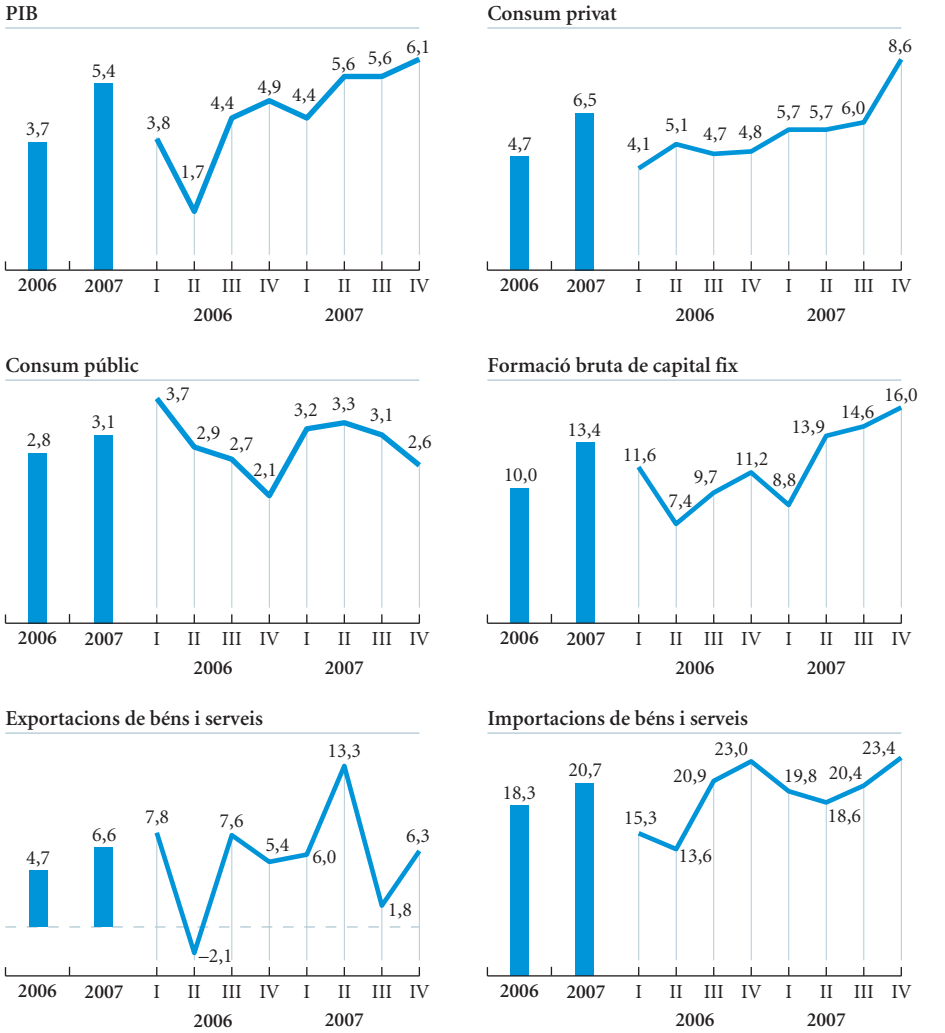
El Brasil creix el 6,1%, amb el suport del consum privat i de la inversió, però el sector exterior continua feble.

Brasil: demanda interna a l'alça i superàvit comercial a la baixa

El PIB brasiler va prosseguir el robust avanç amb un increment del 6,1% interanual en el quart trimestre, la qual cosa deixa el creixement per al total del 2007 en el 5,4%, el ritme més alt des del 1990, llevat del 2004. El principal protagonisme de l'activitat cal atribuir-lo a la demanda

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

interna. Així, el consum privat va avançar al 8,6%, mentre que la inversió, que continua accelerant, es va incrementar el 16,0%. No obstant això, el sector exterior, vigorós fins no fa pas gaire, va continuar evidenciant un perfil de certa crisi. El lleuger repunt de les exportacions, que les va dur a créixer el 6,3% interanual, va ser contrarestat, en primer lloc, per l'avanç del 23,4% de les importacions. També cal considerar que, en abaratir-se els preus, les exportacions van continuar baixant en termes nominals en relació amb el mateix període de l'any anterior.

Entre els últims indicadors d'activitat, la producció industrial va prosseguir el repunt de l'inici de l'any i, al febrer, va avançar el 9,7% interanual. Per la seva banda, la producció industrial de béns de capital, crucial per a la continuïtat de l'expansió, va conservar la força que va prevaler el 2007 i, al febrer, va créixer el 25,0% interanual. Tot i el repunt de la indústria, la utilització de la capacitat productiva va tenir un augment gairebé imperceptible i es va situar en el nivell dels 81,7 punts.

Pel que fa a la demanda, les vendes al detall van créixer el 12,2% interanual al febrer i van mantenir el to robust del 2007. No obstant això, les compres d'automòbils del març es van incrementar el 9,9%, una taxa netament inferior a l'habitual. Amb aquesta puixança de la demanda interna, l'IPC va continuar la tendència a l'alça i va arribar a un increment del 4,7% al març, quan, al començament del 2007, s'havia arribat a un mínim del 3,0%. Aquests nivells continuen essent acceptables en una economia com la brasilera. No obstant això, la tendència alcista es podria incrementar, atesa l'evolució dels preus a l'engròs, que es van continuar accelerant i van pujar el 10,6% interanual al febrer.

El descens de l'atur perd força, tot i que el creixement de la demanda continua essent robust. Així, al febrer, la taxa d'atur del districte de São Paulo va quedar en el 13,6% de la població activa, estancada per tercer mes consecutiu, tot i que el valor continua essent netament inferior al predominant fa només un parell d'anys. La frugalitat continua al terreny fiscal, i, en els dotze mesos fins al febrer, l'estalvi del sector públic va continuar compensant en més de dues terceres parts els pagaments d'interessos del deute extern i va deixar el dèficit del període en el 2,1% del PIB, en línia amb el procés de correcció

La indústria avança amb força, en especial en béns de capital, però la inflació repunta fins al 4,7%.

Les finances públiques segueixen el camí de l'austeritat, però el descens de l'atur s'estanca i el superàvit comercial es dilueix amb rapidesa.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

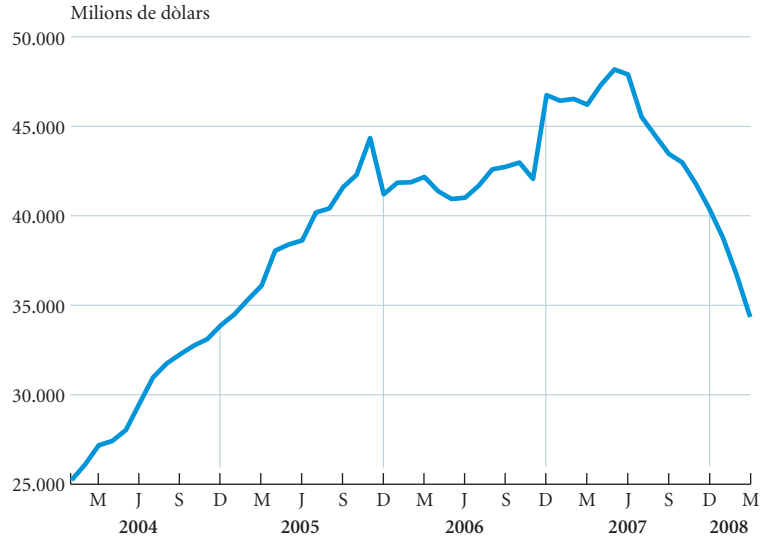
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB real	3,7	5,4	4,4	5,6	5,6	6,1	–	...	–
Producció industrial	2,8	6,0	3,8	,8	6,3	7,9	8,7	9,7	...
Taxa d'atur São Paulo (*)	15,9	15,0	15,2	15,6	15,0	14,0	13,6	13,6	...
Preus de consum	4,2	3,6	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	4,6	4,7
Balança comercial (**)	46,3	40,0	45,7	47,4	43,1	40,0	38,5	36,4	34,1
Tipus SELIC del banc central (***)	15,1	12,0	12,9	12,3	11,4	11,3	11,3	11,3	11,3
Rals per dòlar	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7

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

BRASIL: EL SUPERÀVIT COMERCIAL ES REDUEIX AMB RAPIDESA

Saldo comercial acumulat dels dotze últims mesos



FONTS: Instituto da Pesquisa Económica Aplicada i elaboració pròpia.

L'Argentina creix el 9,1%, gràcies a la demanda interna, mentre que el sector exterior evoluciona a la baixa.

dels últims anys. Al sector exterior, sembla que el real ha trobat una certa estabilitat, però prossegueix el ràpid deteriorament del superàvit comercial, el qual, en els dotze últims mesos fins al març, va ser de 34.100 milions de dòlars, 10.600 milions menys que en el mateix període de l'any anterior. Aquí la desacceleració de les exportacions coexisteix amb l'embranzida de les importacions, les quals, en el mateix període, van créixer el 35,9% interanual.

Argentina: creixement amb inflació

L'expansió manté un to elevat, amb un PIB que, en el quart trimestre de l'any, va créixer el 9,1% interanual. L'activitat continua dominada per la demanda interna, amb un consum privat que es va incrementar el 9,3% i una inversió que es va accelerar notablement i que va assolir un ritme d'avanç del 17,7%, de manera que la seva contribució al creixement econòmic s'apropa a la meitat del total. El sector exterior, per la seva banda, va continuar detraient forces a l'avanç, l'1,6% del 9,1% total, amb unes importacions que creixen molt per damunt de les exportacions, que, malgrat tot, van repuntar cap al final de l'any.

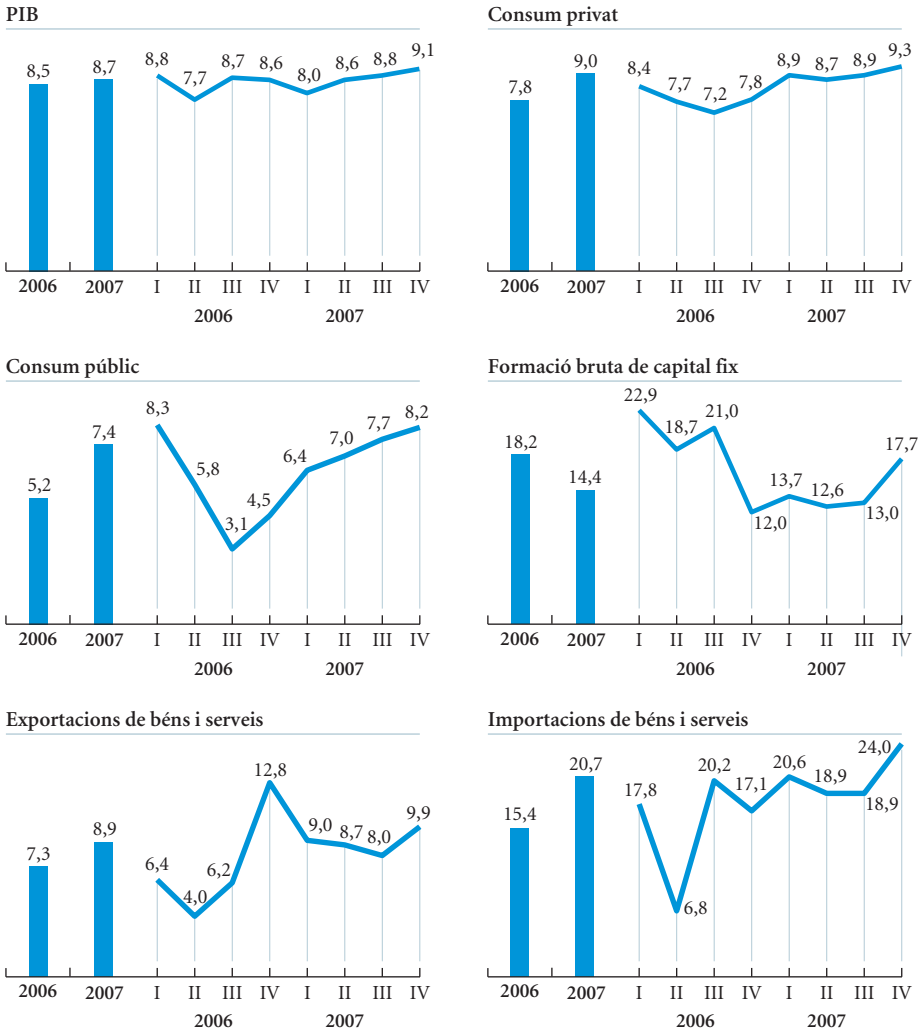
La inflació, propera al 9%, és el risc més important de l'economia.

El gran perill de l'economia argentina, però, continua essent el control de la inflació. L'avanç de l'IPC al març es va situar en el 8,8% interanual. Els preus dels aliments, que van pujar el 7,7%, semblen relativament moderats, atesa la conjuntura global, i els preus a l'engròs, amb increments del 13,1%, es van desaccelerar lleugerament. No obstant això, la inflació real podria estar molt per damunt de les estadístiques oficials. La comparació amb les inflacions relativament moderades d'altres països de la zona representa una clara limitació de la competitivitat argentina.

Aliens, en aparença, als problemes de preus, els indicadors de demanda més recents continuen apuntant a la continuïtat del cicle expansiu. Les vendes al detall van

EVOLUCIÓ DEL PIB DE L'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) i elaboració pròpia.

créixer al febrer el 28,1% interanual a la regió de Buenos Aires i un espectacular 43,1% en el total dels grans magatzems, tot i que caldria considerar aquí que la pujada dels preus infla les xifres. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins al març es va desaccelerar, tot i que va conservar un respectable ritme del 18,6% interanual. El nivell queda el 14,7% per sota del màxim històric, que sembla una mica més difícil d'assolir del que ho semblava uns mesos enrere. Al costat de l'oferta, la producció industrial, amb un avanç del 8,5% interanual, va donar continuïtat al repunt iniciat a l'octubre.

Per sectors, l'automòbil es va prendre un respir després d'uns mesos de creixement explosiu, però va agafar el relleu l'acceleració de la indústria química, que, al febrer, es va incrementar el 7,3% interanual, i dels metalls en general, que van avançar el 36,6%, i de l'acer en particular, amb una pujada del 12,2%. Per la seva

El consum al detall continua vigorós i la indústria manté el to.

ARGENTINA: 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	8,5	8,7	8,0	8,6	8,8	9,1	–	...	–
Producció industrial	6,8	6,1	7,9	5,9	3,0	7,7	8,6	8,5	...
Taxa d'atur (*)	10,2	8,5	9,8	8,5	8,1	7,5	–	...	–
Preus de consum	10,9	8,8	9,5	8,8	8,6	8,5	8,2	8,4	8,8
Balança comercial (**)	12,3	11,2	11,8	11,5	10,5	11,2	11,9	12,1	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	9,9	11,3	9,7	9,4	12,6	13,7	11,1	10,2	10,9
Pesos argentins per dòlar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2

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

La taxa d'atur se situa en el 7,5%, i el superàvit comercial es manté momentàniament, gràcies als increments dels preus.

El petroli anota nous màxims.

Les primeres matèries alimentàries registren importants ascensos a l'abril, amb l'embranzida de l'arròs com a protagonista.

banda, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció, amb un increment del 13,9% al febrer, va intensificar el repunt dels mesos anteriors, mentre que l'Indicador de l'Activitat Industrial del mateix període, amb un avanç del 5,9%, perdia una mica de força.

Al mercat laboral, amb l'ajut de la fortalesa de la demanda, la taxa d'atur del quart trimestre va baixar al 7,5% de la població activa, tot i que la revisió periòdica de l'Enquesta Permanent de les Llars la va deixar per damunt de les xifres publicades anteriorment. Per la seva banda, el superàvit comercial del febrer va continuar repuntant fins als 12.100 milions de dòlars, el valor més alt des del 2004. És significatiu que l'increment coincideixi amb la puixança de la demanda interna. No obstant això, aquest increment és degut a la pujada del preu de les exportacions després d'un període d'abaratiment, situació que planteja dubtes sobre la seva continuïtat.

Primeres matèries: el petroli trenca els seus màxims

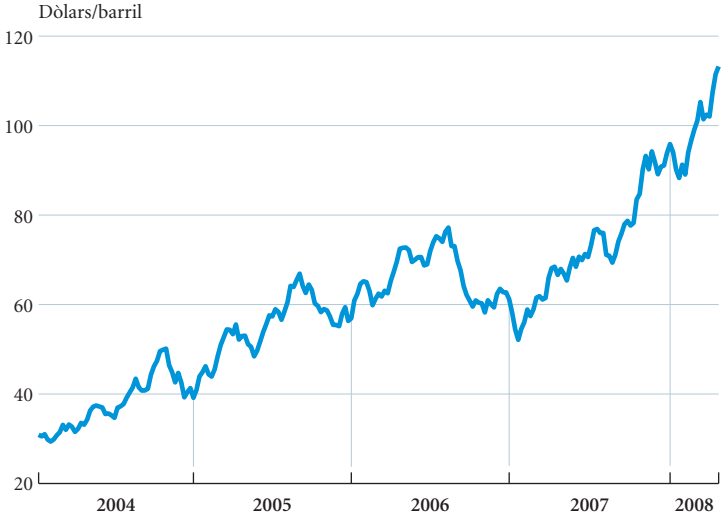
El petroli ha registrat nous màxims històrics a l'abril. Va iniciar el mes en la zona dels 99,8 dòlars per barril (cru de qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes) i, després d'una escalada gairebé sense interrupcions, va acabar-lo creuant la cota dels 117 dòlars. En un procés paral·lel, el barril de *West Texas* cotitzava l'1 d'abril a 100,6 dòlars i gairebé a 120 en els últims dies del mes.

Algunes de les primeres matèries restants segueixen camins similars. En particular, les primeres matèries alimentàries repliquen de forma força ajustada el patró de demanda en creixement, limitacions d'oferta (en aquest cas amb decisions polítiques de restringir les exportacions de productes com l'arròs o el blat en certs països productors) i entrada d'inversors.

Tot plegat ha impulsat les cotitzacions del conjunt de les primeres matèries agrícoles, que, segons l'índex CRB, han augmentat el 5% a l'abril. Entre els productes que componen aquest índex, cal destacar el creixement dels preus de la soja (15,9% a l'abril), el cacau (10,4%) i el blat de moro (5,8%). No obstant això, amb un creixement del 26,7%, ha estat l'arròs, un producte no inclòs en aquest indicador, el protagonista del mes.

EL PETROLI PUJA EN VERTICAL DURANT L'ABRIL

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



FONT: Thomson Financial Datastream.

En canvi, el grup dels metalls, que fins ara havia protagonitzat un ascens molt dinàmic, va corregir a l'abril una part de la seva tendència recent. Per productes, cal esmentar les caigudes del níquel (descens del 3,9% a l'abril) i del zenc (reculada del 3,6%) i, en sentit contrari, l'ascens de l'alumini (4,1%).

UNIÓ EUROPEA

La zona de l'euro ha resistit la crisi, però les defenses són cada cop més febles...

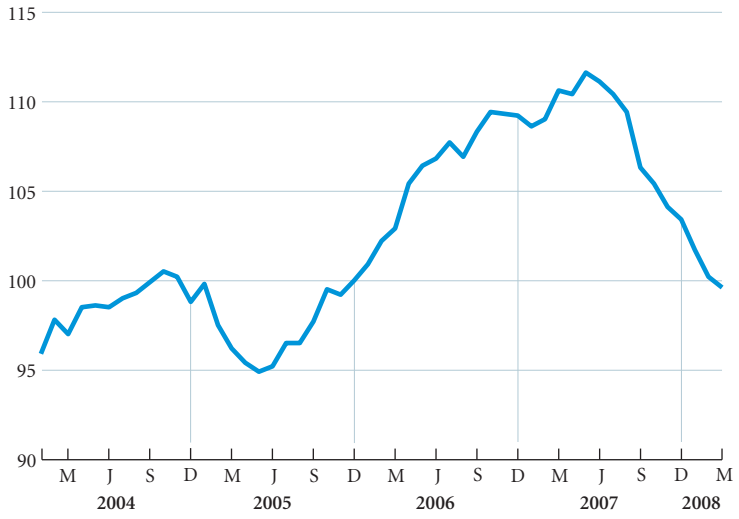
Zona de l'euro: a més d'inflació, desacceleració

Fins a la data, l'economia de la zona de l'euro havia sorprès en resistir, amb un to millor del que s'esperava, la situació d'incertesa global derivada de la crisi financera. En particular, els primers mesos del 2008 han presentat uns indicadors d'activitat més bons del que estava previst. No obstant això, a mesura que avançava el primer trimestre, es van començar a percebre incipients senyals d'empitjorament. Un dels més significatius, pel seu caràcter sintètic, ha estat el progressiu deteriorament de l'indicador de sentiment econòmic. Al març, aquest indicador es va situar per sota del nivell dels 100 punts per primer cop des del novembre del 2005. La reculada des del gener és d'un parell de punts.

On es reflecteix aquesta pèrdua d'activitat? D'entrada, en els components que ja venien arrossegant una feblesa més intensa. L'exemple paradigmàtic és el del consum privat, els principals indicadors del qual (vendes al detall i confiança del consumidor) han empitjorat. Concretament, les vendes al detall es van situar, al febrer, el 0,5% per sota del nivell d'un any abans. Per la seva banda, la confiança del consumidor va perdre mig punt al febrer i una dècima addicional al març. Si les famílies no ho veuen clar, difícilment es podrà esperar una contribució apreciable del consum. I això malgrat que el mercat de treball continua donant suport a la despesa de les llars en forma d'una taxa d'atur relativament reduïda (7,1% al febrer) i d'una creació d'ocupació encara positiva.

PRÒXIMA PARADA: DESACCELERACIÓ

Valor de l'índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro



FONT: Comissió Europea.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
PIB	2,9	2,6	3,2	2,5	2,7	2,2	–	…	–
Vendes al detall	1,5	0,8	1,8	0,9	1,3	–0,5	0,4	–0,5	…
Confiança del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–5,4	–2,6	–3,9	–7,7	–11,5	–12,0	–12,1
Producció industrial	4,0	3,5	3,9	2,9	4,0	3,2	3,3	3,2	…
Sentiment econòmic (*)	106,3	108,4	109,4	111,0	108,7	104,3	101,7	100,2	99,6
Taxa d'atur (**)	8,3	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	…
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,3	3,6
Balança comercial (***)	–10,4	20,1	–0,9	15,6	31,4	34,3	25,1	26,8	…
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,7	4,7	4,4	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	…

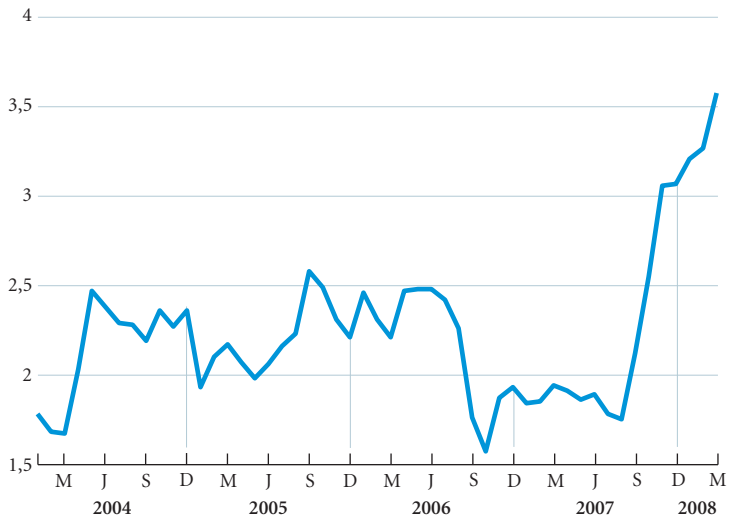
NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Quan centrem la nostra atenció en la dimensió de l'oferta, s'observen dues tendències relativament contraposades. Tot i que la tònica és de feblesa, la indústria mostra una inesperada resistència, mentre que els serveis i la construcció apunten més clarament cap avall. Així, la producció industrial va créixer un 3,2% interanual al febrer, una xifra només lleugerament pitjor que el 3,3% del gener i en línia

...com ho reflecteixen l'atonia del consum i la feblesa dels serveis i de la construcció.

LA ZONA DE L'EURO PRESENTA UN SERIÓS PROBLEMA D'INFLACIÓ

Variació interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

L'escalada inflacionista alarma per la seva intensitat.

amb la mitjana del quart trimestre. Tot i que l'evolució de les comandes industrials suggereix que el sector secundari perdrà ritme en el futur, el seu bon moment actual no l'hauríem anticipat uns mesos enrere. En canvi, com s'ha dit més amunt, les reculades en més d'un punt de la confiança dels serveis i de la construcció al març indiquen que, en aquests dos sectors, l'ajustament ja s'està produint.

Tot i aquests símptomes de desacceleració, la principal preocupació continua centrada en la inflació més que en l'activitat. No és gens estrany, ja que, mentre que l'alentiment és una novetat que només ara es comença a albirar, el tensionament de preus ens acompanya des de fa uns mesos. Al gener, el repunt inflacionista va empènyer l'índex de preus de consum (IPC) per damunt del 3% interanual, i aquí es manté. Al març, l'IPC harmonitzat va créixer el 3,6% interanual, una taxa que no s'havia assolit durant els gairebé deu anys de moneda única. A l'embranzida del petroli s'afegeixen altres components, com l'alimentació i certs serveis. Atès aquest enquistament de les tensions en múltiples grups, i no solament en els més volàtils, s'entén que la inflació subjacent anotés un avanç del 2,7% al març (2,4% al febrer).

El sector exterior exhibeix una tendència de fons de menor creixement.

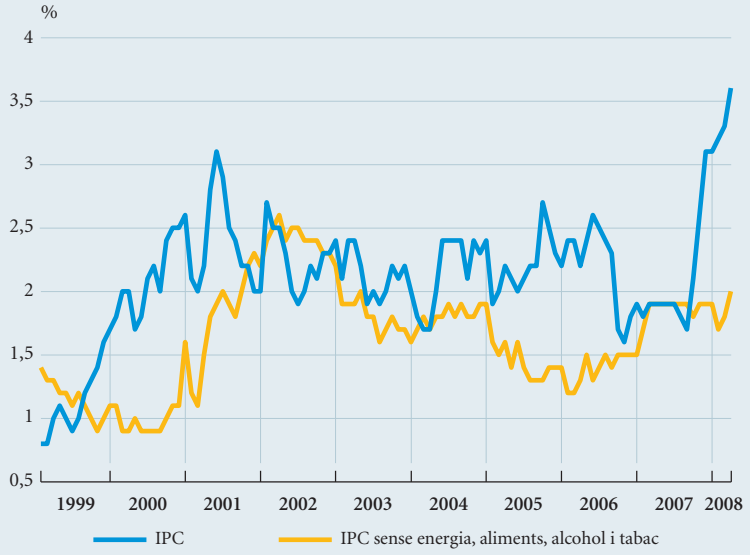
Un altre front que preocupa, tot i que certament menys, és la resistència de la demanda externa al peatge que representa un euro molt car. Les xifres apunten que, en termes de tendència, el sector exterior pateix ja la pèrdua de competitivitat en preus. En aquest sentit, la constatació més evident és la disminució del ritme de les exportacions. No obstant això, en l'evolució a curt termini, les xifres del febrer van sorprendre favorablement en reflectir una petita acceleració del creixement de les exportacions i un lleuger augment del superàvit comercial (fins als 26.800 milions d'euros). No creiem que es tracti d'un moviment estrictament conjuntural, i, en aquest sentit, cal esperar que la reculada es torni a imposar en els propers mesos.

Disminuir els tipus d'interès: un dilema per al BCE?

No gaires voldrien estar en la cruïlla en què es troba Jean-Claude Trichet. La inflació a la zona de l'euro s'ha disparat molt per damunt de l'objectiu del Banc Central Europeu i l'activitat econòmica s'està desaccelerant. Atès aquest panorama, el BCE ha mantingut els tipus invariables en el 4% des de l'estiu passat, mentre que, a l'altre costat de l'Atlàntic, en resposta a una economia al llindar de la recessió, la Reserva Federal ha rebaixat els tipus d'interès del 5,25% al 2,25%. Aquest augment en el diferencial de tipus entre Europa i els Estats Units ha estat, en part, responsable de l'apreciació de l'euro enfront del dòlar (15% des de l'agost). En aquest context, les pressions de polítics, exportadors i molts altres perquè el BCE abaixi els tipus d'interès s'han intensificat, tot i que, amb un banc gelós de la seva independència, aquests esforços no serveixin de gaire o puguin ser, fins i tot, contraproduents. De tota manera, cal preveure que, a mesura que la inflació i el ritme de creixement econòmic disminueixin, el BCE s'inclini per relaxar la política monetària. El més probable és que això passi abans del final de l'any, tot i que la incertesa és molt elevada, ja que les pressions inflacionistes coexisteixen amb la inestabilitat associada a la crisi dels mercats financers internacionals.

LA INFLACIÓ ASSOLEIX NIVELLS RÈCORD

Variació interanual a la zona de l'euro



FONT: Eurostat.

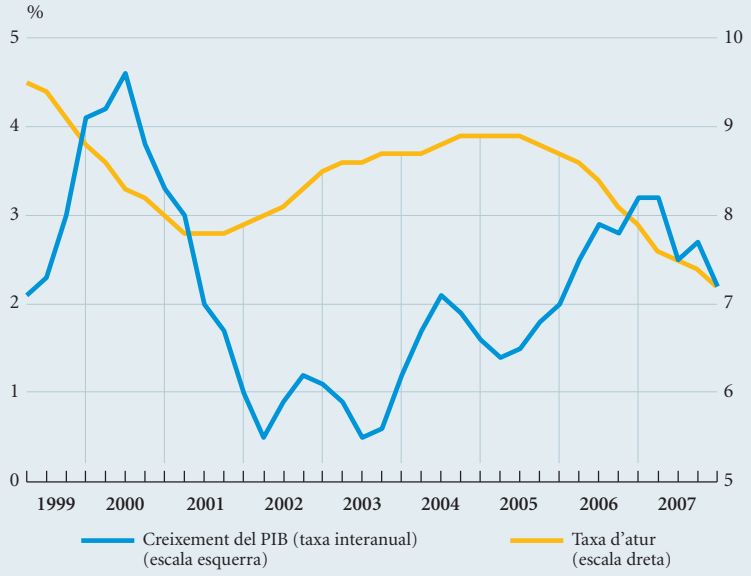
El passat mes de març, la inflació va assolir, a la zona de l'euro, el nivell més alt des del naixement de la nova moneda (el 3,6%). La raó principal és de sobres coneguda: el fort augment en els preus dels aliments i de l'energia. Dotze mesos enrere, la situació era molt diferent, amb una taxa d'inflació de l'1,9%, just per sota de l'objectiu del 2% del BCE. Mai abans la inflació havia pujat tant en tan poc temps. Una xifra més positiva, tot i que no tan comentada, és la de la inflació subjacent (que exclou els aliments, l'energia, l'alcohol i el tabac), que s'ha mantingut força estable en l'últim any i que només ha augmentat una dècima, fins al 2,0% (vegeu el gràfic anterior). Sembla, doncs, que, ara com ara, la transmissió dels xocs de preus de l'energia i dels aliments a la resta de l'economia ha estat modesta. En aquests moments, la principal preocupació del BCE és garantir que continuï així.

El BCE tem els anomenats efectes de segona ronda. Aquests efectes es donen quan un augment temporal de la taxa d'inflació, per exemple arran d'un xoc en el preu del petroli, es trasllada de manera generalitzada al preu dels béns i dels serveis produïts en l'economia, bé perquè les empreses apugen els preus en resposta a l'augment dels costos o bé perquè els salaris es fixen tenint en compte la inflació passada, i això acaba repercutint sobre el preu final dels béns i dels serveis. Eventualment, aquests efectes poden desencadenar una espiral de preus i salaris perjudicial per al creixement de l'activitat econòmica i de l'ocupació. En general, els efectes de segona ronda tendeixen a agreujar-se quan una economia opera amb poca capacitat ociosa i la taxa d'atur és baixa.

Quina és la situació a la zona de l'euro? Les últimes dades disponibles revelen que la taxa de creixement del PIB va ser del 2,2% en el quart trimestre del 2007, en línia amb el creixement potencial de la zona, i que la taxa d'atur es troba, en aquests moments, en el nivell més baix dels vint-i-cinc últims anys (vegeu el gràfic següent). En definitiva, una situació que tendeix a justificar l'estat d'alerta del BCE.

CREIXEMENT ENCARA SÒLID I ATUR RELATIVAMENT BAIX

PIB i taxa d'atur a la zona de l'euro



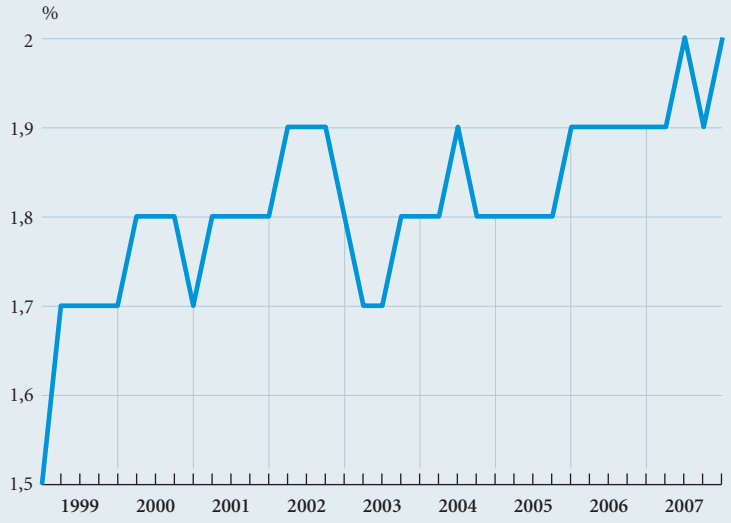
FONT: Eurostat.

La millor estratègia per minimitzar els efectes de segona ronda sobre la inflació és ancorar les expectatives d'inflació a mitjà i a llarg termini –en el cas del BCE, en el 2%–. No en va l'avanç més important en la teoria macroeconòmica dels trenta últims anys ha estat, segurament, reconèixer el paper crucial de les expectatives en el funcionament de l'economia i les seves implicacions per a la política econòmica, en particular la política monetària. Si els agents econòmics estan convençuts que la inflació tornarà aviat al 2%, no és tan probable que s'iniciï un procés de renegociació de preus i salaris. Convèncer els agents socials que l'augment és temporal és la principal tasca d'un banc central, quelcom que s'aconsegueix amb una bona comunicació i una bona reputació. Això explica, segurament, la duresa del discurs actual del BCE –no descartant, per exemple, una pujada de tipus si es detecten efectes de segona ronda–. Pel que fa a la reputació del BCE, podem apuntar que, essent rigorosos, la inflació ha estat per sota del 2% poc més d'un de cada tres mesos des del naixement de l'euro (el 36% del temps per ser exactes), la qual cosa no sembla un tasca gaire brillant. Sota un criteri menys estricte, el BCE ho ha fet força millor: la inflació de la zona de l'euro ha estat per sota del 2,3% dos de cada tres mesos. Gràcies a aquesta reputació, les expectatives d'inflació a la zona de l'euro s'han mantingut força estables a la vora del 2% (vegeu el gràfic següent).

Què passarà llavors amb els tipus d'interès en els propers mesos? El més probable és que es mantinguin en el 4% fins que les pressions inflacionistes amainin, situació prevista per a després de l'estiu: la disminució del creixement global hauria de frenar l'alça dels preus de les primeres matèries; la desacceleració econòmica prevista per a la zona de l'euro també reduirà les pressions pel costat de la demanda i al mercat laboral, i les turbulències financeres tendiran a moderar l'expansió de les variables monetàries que vigila el BCE. L'experiència suggereix que no serà necessari que la inflació arribi al 2% perquè el BCE redueixi els tipus d'interès. Al maig del 2001, per exemple, després de l'esclat de la bombolla tecnològica, el tipus d'interès de referència va disminuir tot i que la inflació es trobava en el 2,8% i l'última dada disponible de creixement era del 3% (vegeu la taula següent). L'evidència que l'economia es desaccelerava va ser suficient perquè el BCE decidís actuar.

LES EXPECTATIVES D'INFLACIÓ A MITJÀ TERMINI ROMANEN BEN ANCORADES

Previsions d'inflació a dos anys vista



NOTA: Enquesta del BCE a professionals experts.
FONT: BCE.

En suma, el comportament del BCE en els últims mesos sembla lògic. Amb una inflació molt alta i atesa la falta de dades que confirmin l'abast de la desacceleració econòmica, el BCE ha adoptat un discurs dur per mantenir sota control les expectatives d'inflació. Però la rebaixa de tipus segurament arribarà, tot i que alguns mesos més tard del que molts haurien desitjat.

EN QUINES CIRCUMSTÀNCIES HA DISMINUÏT EL BCE ELS TIPUS D'INTERÈS?

	▼ Tipus de referència BCE (punts bàsics)	Inflació (%)	Creixement del PIB (%)	Creixement d'M3 (%)	Creixement del crèdit al sector privat (%)
Abril 1999	50	1,1	2,1	5,6	7,0
Maig 2001	25	2,8	3,0	3,9	8,6
Setembre 2001	75	2,4	2,0	5,9	7,2
Novembre 2001	50	2,2	1,7	7,3	6,4
Desembre 2002	50	2,3	1,2	7,0	3,2
Març 2003	25	2,4	1,1	8,1	3,6
Juny 2003	50	1,9	0,9	8,7	3,2
Mitjanes		*2,2*	*1,7*	*6,6*	*5,6*
Últimes dades disponibles a l'abril 2008:		3,6	2,2	11,3	11,5

NOTA: Les dades d'inflació i de creixement d'M3 i del crèdit al sector privat fan referència al mes anterior a la davallada del tipus d'interès. La xifra de creixement del PIB fa referència al trimestre anterior.
FONTS: Eurostat, BCE i elaboració pròpia.

Alemanya: resistint les envestides de la crisi

L'economia alemanya sorprèn positivament en el primer trimestre.

L'economia alemanya continua defugint força bé l'empitjorament internacional de l'activitat. Tot i que això és sorprenent en una economia tan integrada en la globalització, no per això deixa de ser una bona notícia. La primera nota positiva l'ofereix el consum de les famílies. Enfront d'un descens de les vendes al detall del 9% interanual en el quart trimestre del 2007, la mitjana del gener-febrer presenta un avanç del 0,2% interanual.

La indústria resisteix, però l'euro no ajuda.

A més a més, la confiança del consumidor, tot i que amb notables oscil·lacions, ha estat capaç de sumar un increment d'un punt al març, la qual cosa indica unes perspectives del consum no gaire negatives. Aquesta evolució del consum es pot vincular, indubtablement, al fet que l'economia alemanya continua rebaixant la taxa d'atur, la qual, al març, es va situar en el 7,8% de la població activa, una reducció de dues dècimes en relació amb el febrer i d'1,5 punts percentuals en relació amb un any abans.

Tensionament en preus de consum i a l'engròs.

Un altre front que evoluciona millor del que estava previst és l'industrial. Tot i que la producció industrial va cedir lleugerament al febrer, en créixer el 5,9% interanual (que cal comparar amb el 6,4% del gener), el seu ritme d'avanç confirma que el dinamisme del 2007 s'estén al present exercici. Si, a aquesta situació, afegim l'inesperat rebot de l'indicador IFO d'activitat empresarial al febrer i al març, es constata que tant la situació actual com les perspectives considerades pels industrials són bones.

Si tenim en compte que l'exportació cedeix impuls progressivament, sembla que aquesta situació és temporal. Al febrer, les exportacions, en saldo acumulat de dotze mesos, van avançar el 8,2% interanual, una xifra encara important, però que no resisteix la comparació amb el ritme del 10% de tres mesos enrere. Aquesta evolució és deguda, com a mínim en part, a una cotització de l'euro que resta competitivitat a les exportacions germàniques. Així i tot, el fet que les importacions creixin menys permet que el superàvit comercial es continuï ampliant en els dotze mesos que acaben al febrer.

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	Març
PIB	3,1	2,6	3,7	2,6	2,5	1,8	–	…	–
Vendes al detall	6,1	–7,7	–6,2	–7,7	–7,5	–9,0	0,7	–0,3	…
Producció industrial	6,0	5,8	7,6	5,4	5,4	5,2	6,4	5,9	…
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	107,5	108,0	105,5	103,7	103,4	104,1	104,8
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	9,5	9,2	8,9	8,5	8,1	8,0	7,8
Preus de consum	1,6	2,3	1,8	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,0
Balança comercial (***)	151,5	183,5	165,5	178,3	192,0	198,1	199,9	202,0	…

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.

Tot plegat permet concloure que la preocupació a Alemanya, com a gairebé totes les economies europees, se situa més en l'àmbit de la inflació que en el de l'activitat. El principal indicador de preus, l'IPC, va repuntar al març fins al 3% interanual (2,8% al febrer). Això implica que fa mig any que es manté en taxes d'avanç de l'ordre del 3%, una situació que es comença a considerar massa prolongada. A més a més, els preus que paguen els consumidors no recullen tota la pressió inflacionista. Així, per exemple, els preus a l'engròs es van disparar al març fins al 7,1% interanual, enfront del 6,0% del febrer. Massa per a una economia que depèn críticament de mantenir-se competitiva enfront dels rivals internacionals.

França: arques buides i motor en frenada

En iniciar la seva presidència, Nicolas Sarkozy va afirmar, en una expressió que va fer fortuna, que s'havia trobat amb les arques buides. Amb les dades de tancament del 2007 a la mà, es podria dir que les arques públiques encara estan més buides. Així, en el passat exercici, el dèficit públic va arribar al 2,7% del producte interior brut, un empitjorament de tres dècimes percentuals en relació amb el desequilibri del 2006. Així mateix, el deute públic, en percentatge del producte interior brut (PIB), es va situar en el 64,2%, que cal comparar amb el 63,6% del 2006.

A França, mala situació de les finances públiques...

La reacció immediata del govern ha estat proposar una retallada de la despesa de 7.000 milions d'euros mitjançant la no substitució de la meitat dels funcionaris que es jubilin, la limitació dels ajuts per a habitatges socials i la reducció de les subvencions per a inversió i desenvolupament en empreses. Aquest pedaç, segurament, serà insuficient, ja que no sembla que l'any hagi de seguir el camí traçat al pressupost de l'Estat. D'entrada, la previsió de creixement del Govern, del 2,25% el 2008, sembla inassolible. Tot i que es quedi per damunt de l'1,4% que espera el Fons Monetari Internacional (FMI), difícilment els ingressos fiscals avançaran en línia amb les previsions.

...i amb perspectives d'empitjorament, atès el baix creixement esperat per al 2008.

Tot plegat, però, amb prou feines es comença a detectar en els últims indicadors. El consum de les llars es va accelerar al febrer, situació que, combinada amb l'alentiment del descens de la confiança dels consumidors, pot estar apuntant a un cert suport de la despesa de les famílies en el primer trimestre. Igualment, els indicadors d'oferta mostren una economia que es desaccelera de forma només parcial.

El primer trimestre, així i tot, mostra senyals de deterioament només moderats.

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	Març
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	2,9	2,0	…
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,7	8,5	8,2	7,9	7,8	7,8	…
Preus de consum	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	2,3	2,8	2,8	3,2
Balança comercial (**)	–26,9	–32,4	–29,0	–30,4	–32,8	–37,3	–40,1	–40,1	…

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

El nou executiu de Berlusconi haurà de bregar amb una economia en fase d'extrema feblesa...

Per la seva banda, la taxa d'atur va repetir en el 7,8% al febrer, un registre que, malgrat tot, se situa un punt per sota del nivell d'un any enrere, mentre que la inflació, que es va accelerar fins al 3,2% interanual al març, no defuig les tendències globals de la zona de l'euro. En definitiva, l'inici de l'any pot ser enganyós, ja que, mentre que els indicadors encara apunten a una activitat que resisteix, amb tota probabilitat la situació es deteriorà en pocs mesos.

...com ho palesen uns mals indicadors d'oferta i de demanda.

Itàlia: una herència poc atractiva

La folgada victòria de la coalició de centredreta liderada per Silvio Berlusconi a les legislatives de l'abril pot proporcionar al país una estabilitat política impensable uns mesos enrere. No obstant això, ni l'economia que trobarà el futur primer ministre és bona per a la seva acció de govern ni la implementació del seu programa econòmic serà senzilla. Així, el moment conjuntural italià és de més feblesa que el dels seus veïns de la zona de l'euro i, a més a més, amb perspectives d'empitjorament futur.

Tot plegat sembla incompatible amb la realització d'un programa econòmic basat en la rebaixa fiscal i en l'augment de la inversió.

Per esmentar uns pocs indicadors significatius de demanda, la confiança del consumidor es va enfonsar al març fins als 25,1 punts negatius, mínim històric dels 14 últims anys, i les matriculacions d'automòbils van caure el 19% interanual en aquest mateix mes. Des de la perspectiva de l'oferta, la situació no sembla millor. La producció industrial del febrer es va situar l'1,1% per sota dels nivells existents un any abans. La confiança dels serveis es va situar al març en nivells negatius per primer cop des del juny del 2005. Com a síntesi, l'indicador de sentiment econòmic va perdre cinc punts en el primer trimestre. Més enllà d'aquesta feblesa actual, les previsions de creixement per al 2008 són magres i oscil·len entre el 0,6% que esperava el govern sortint i el 0,3% que preveu l'FMI.

En aquesta tessitura, el programa econòmic que, pel que sembla, impulsarà Silvio Berlusconi, basat en una combinació de rebaixes fiscals, millora de les pensions i més inversió pública en infraestructures, topa amb les dificultats d'una situació pressupostària poc esperançadora. Algunes estimacions xifren en 63.000 milions d'euros la quantia necessària per desenvolupar el programa econòmic de la coalició guanyadora, gairebé equivalent als interessos que anualment merita el deute públic italià.

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	Març
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	2,4	0,0	1,3	0,7	0,8	–3,0	–1,6	–1,1	…
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	3,3
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–19,1	–15,4	–11,3	–8,9	–9,9	–8,4	…

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

Regne Unit: lluny dels bons temps

L'abast últim de l'etapa d'inflexió cíclica en què està immersa l'economia britànica encara és una incògnita. Així, tot i que les vendes al detall van créixer fins al febrer un dinàmic 5,5% interanual, cal contrastar aquest fet amb l'enfonsament de la confiança del consumidor, que es va situar al març en el nivell dels 10 punts negatius. Per bé que el mercat de treball continua rebent el suport de la despesa de les famílies (al març la taxa d'atur es va mantenir en el 2,5% per quart mes consecutiu), sembla que no n'hi haurà prou per salvar el consum.

Igualment, i ara des de l'òptica de l'oferta, la suau recuperació de la producció industrial (avanç de l'1,3% interanual al febrer, que cal comparar amb el 0,4% del gener) pot acabar essent de curt abast si es té en compte el deteriorament de les comandes industrials. Així i tot, el sector de la construcció és el que registra més clarament el canvi de cicle de l'economia britànica, segons es desprèn de l'enfonsament dels indicadors d'activitat i de preus, els quals, d'acord amb certs mesuraments, creixen al ritme més baix dels 12 últims anys.

En aquesta situació, sembla que la preocupació per la inflació ha passat a un segon pla. Tot i que el ritme actual d'avanç dels preus de consum (augment del 2,4% interanual al març) excedeix l'objectiu del Banc d'Anglaterra, situat en el 2%, el banc central britànic ha optat per un descens de 0,25 punts percentuals del seu tipus de referència, fins al 5,0%, en un intent de donar suport a una economia que està entrant en una etapa de menor ritme d'activitat.

L'economia britànica presenta unes perspectives fosques...

...reflectides especialment en els indicadors avançats.

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	Març
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	0,4	1,3	…
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5	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	2,4
Balança comercial (**)	–74,1	–82,2	–78,4	–80,1	–83,2	–87,0	–88,9	–89,3	…
Tipus d'interès Líbor 3 mesos (***)	4,6	5,3	5,3	5,6	6,0	6,3	6,0	5,6	5,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	98,0	103,9	103,9	104,0	104,3	102,2	97,6	95,3	94,3

NOTES: (*) 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.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

La Fed reconeix que la mala gestió del risc ha estat una de les principals causes de la crisi.

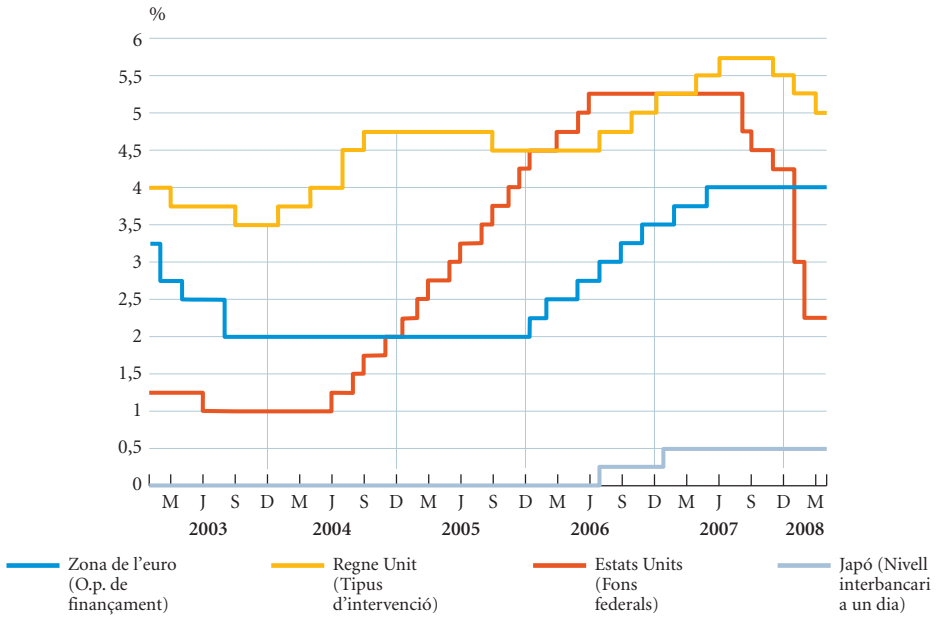
Fed: *mea culpa*?

La crisi *subprime*, iniciada cap a la meitat de l'any passat, és lluny de resoldre's. Mentrestant, els principals actors reflexionen. Aquest mes, el Fons Monetari Internacional ha difós la seva estimació sobre les pèrdues potencials, directes i indirectes, de la crisi: gairebé un bilió de dòlars. Qui és el culpable? Com és que ningú no ho va veure venir? Cap a la meitat del mes, el vicepresident de la Reserva Federal va reconèixer la seva part de culpa en concloure que no hi havia hagut diligència a l'hora de valorar el risc assumit per les entitats de crèdit. Segons el portaveu de la Fed, tres factors van provocar aquest error. El primer va ser no creure que els preus de l'habitatge als Estats Units podien arribar a caure tant com ho estan fent. El segon va ser que els bancs van basar la seva decisió d'arriscar-se en les anàlisis de les agències de *rating*, que s'han demostrat errònies. Finalment, en alguns casos, sorprèn el desconeixement del risc assumit en alguns productes financers de gran complexitat.

Però el mal ja està fet. A l'acta de l'última reunió de política monetària de la Fed, publicada el 8 d'abril, es va reflectir el pessimisme del banc central en indicar que l'economia dels Estats Units es podria contreure en el primer trimestre d'enguany, situació que ja no sorprèn ningú. Preocupa la possibilitat d'una recessió

EL BANC D'ANGLATERRA RETALLA EL TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

Ben S. Bernanke: noves mesures per a nous problemes

Ben S. Bernanke va ser nomenat president de la Reserva Federal dels Estats Units al febrer del 2006. El repte al qual s'enfrontava era provar que l'excel·lència demostrada en l'àmbit acadèmic era un bon aval per a un càrrec que exigeix prendre decisions amb rapidesa i, sovint, amb molta incertesa. Però, sobretot, Bernanke havia de sobreviure al mite d'Alan Greenspan, que va ocupar el càrrec durant dues dècades i que, per a molts, va saber liderar l'economia nord-americana durant un dels períodes més pròspers de la seva història. El president sortint havia demostrat amb celeritat la seva capacitat de lideratge, ja que, pocs mesos després d'assumir el càrrec, es va haver d'enfrontar al que avui en dia es coneix com a *dilluns negre*, dia en què els parquets més importants del món es van enfonsar. Amb la crisi *subprime* i els riscos d'estagflació, ha arribat l'hora que Ben S. Bernanke demostri del que és capaç. Vegem, doncs, el que ha fet fins ara, el que ha aconseguit i la capacitat de maniobra que li queda.

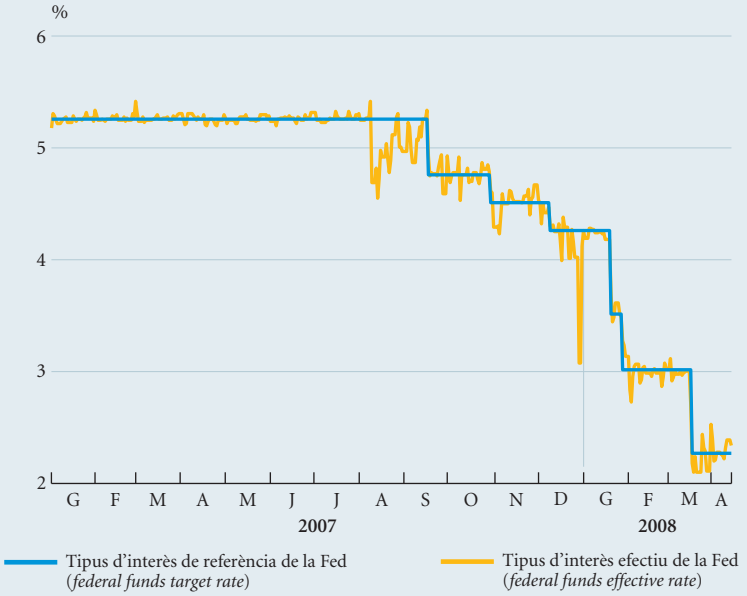
MESURES ADOPTADES PER LA FED DES DE L'INICI DE LA CRISI *SUBPRIME* A L'AGOST DEL 2007

17 d'agost	Abaixa el tipus d'interès del Crèdit Primari, *Primary Credit*, de 100 punts bàsics a 50 punts bàsics per damunt del tipus d'interès de referència i allarga el termini màxim a 30 dies.
18 de setembre	Abaixa en 50 punts bàsics el tipus d'interès de referència.
31 d'octubre	Abaixa en 25 punts bàsics el tipus d'interès de referència.
11 de desembre	Abaixa en 25 punts bàsics el tipus d'interès de referència.
12 de desembre	Crea una línia de crèdit a mitjà termini, la *Term Auction Facility*, dotada amb 60.000 milions de dòlars i en la qual tots els bancs comercials, però no els d'inversió, poden obtenir finançament de forma anònima. Crea una línia de crèdit amb el Banc Central Europeu, dotada amb 20.000 milions de dòlars, i una altra amb el Banc Nacional Suís, dotada amb 4.000 milions de dòlars.
22 de gener	Abaixa en 75 punts bàsics el tipus d'interès de referència.
30 de gener	Abaixa en 50 punts bàsics el tipus d'interès de referència.
7 de març	Augmenta la dotació de la *Term Auction Facility* de 60.000 a 100.000 milions de dòlars.
11 de març	Crea una línia de crèdit a mitjà termini (repo), la *Term Securities Lending Facility*, per als bancs d'inversió. Augmenta la dotació de les línies de crèdit amb el BCE i amb el BNS a 30.000 i 6.000 milions de dòlars, respectivament.
14 de març	Aprova un préstec a JP Morgan Chase perquè compri el banc d'inversió Bear Stearns (29.000 milions de dòlars).
16 de març	Abaixa el tipus d'interès del Crèdit Primari de 50 punts bàsics a 25 punts bàsics per damunt del tipus d'interès de referència. Crea una línia de crèdit a mitjà termini, la *Primary Dealer Credit Facility*, per als bancs d'inversió.
18 de març	Abaixa en 75 punts bàsics el tipus d'interès de referència.

Per entendre bé les accions dutes a terme per la Fed i la seva capacitat d'influir en el curs de l'economia, és útil analitzar quina era la situació del seu balanç abans que es desencadenés la crisi i com ha evolucionat de llavors ençà. El passiu estava compost, principalment, per la base monetària: els diners en circulació i els dipòsits (o reserves) que els bancs tenen a la Fed. L'actiu el constituïen actius d'alta qualitat i molt líquids, principalment deute del Govern. A més a més, la Fed donava dos tipus de préstecs. El primer era a molt curt termini, un dia, i totalment garantit amb la cessió d'actius d'alta qualitat. Aquesta és la principal eina de política monetària: mitjançant les anomenades operacions de mercat obert, unes subhastes de liquiditat, la Fed injecta fons en el siste-

ma bancari. El preu resultant en aquestes subhastes és l'anomenat *federal funds effective rate*, el tipus d'interès efectiu de la Fed. El segon tipus de préstec que oferia la Fed és el Crèdit Principal, o *Primary Credit*. Aquest préstec és també a curt termini, però la varietat d'actius que es poden oferir com a garantia és molt més àmplia. No obstant això, el tipus d'interès cobrat era una mica més alt: el de referència més l'1%. Aquest segon instrument és el que la Fed tenia preparat per ajudar els bancs comercials amb problemes puntuals de liquiditat, però el seu ús ha estat relativament escàs per l'estigma que representa acudir a aquesta finestreta d'emergència. Paga la pena recordar que el que fa que la Fed sigui especial, o qualsevol banc central, és que la seva oferta de crèdit pot arribar a ser il·limitada, ja que sempre pot augmentar el passiu imprimint més diners. No cal dir que els augments de la dimensió del balanç generen un increment de la base monetària que pot comprometre l'objectiu d'inflació.

LA INESTABILITAT DIFICULTA LA IMPLEMENTACIÓ DE LA POLÍTICA MONETÀRIA



FONTS: Reserva Federal dels Estats Units i elaboració pròpia.

Abans que es desencadenés la crisi financera, la Reserva Federal aconseguia amb facilitat que el tipus d'interès resultant de les seves operacions de mercat obert fos gairebé idèntic a l'objectiu fixat (vegeu el gràfic anterior). Però, a partir de l'agost del 2007, quan alguns bancs van començar a anunciar problemes relacionats amb la crisi *subprime*, el mercat interbancari va deixar de funcionar normalment i les necessitats de liquiditat del sector financer van passar a ser més impredictibles. La Reserva Federal va respondre amb una disminució del tipus d'interès del Crèdit Primari de 50 punts bàsics i va allargar el termini màxim d'aquest préstec a 30 dies. A més a més, la Fed va abaixar el tipus d'interès de referència del 5,25% al principi de setembre al 4,25% al desembre. L'objectiu era clar: esperonar el sector financer rebaixant-li el cost de finançament.

No obstant això, al desembre tot indicava que les mesures adoptades no eren suficients per retornar la normalitat al mercat interbancari. Hi havia, principalment, tres motius: l'estigma associat al Crèdit Primari en limitava

l'ús; la liquiditat injectada mitjançant les operacions de mercat obert no arribava a tots els bancs, perquè molts dels bancs amb problemes eren europeus, i la volatilitat dels mercats feia difícil valorar alguns actius financers, situació que generava desconfiança entre els participants al mercat interbancari.

Per solucionar aquests problemes, Bernanke va adoptar mesures més innovadores. Va crear la Term Auction Facility (TAF), un instrument a través del qual, anònimament, tots els bancs podien obtenir un crèdit de la Fed per un termini aproximat d'un mes. A més a més, podien oferir com a garantia un ampli ventall d'actius valorats a un preu que, en alguns casos, superava el de mercat. D'altra banda, va tancar un acord amb el Banc Central Europeu i amb el Banc Nacional de Suïssa per injectar liquiditat en dòlars als seus mercats i va abaixar el tipus d'interès de referència en 125 punts bàsics addicionals. Els efectes van ser immediats (es van reduir les tensions al mercat interbancari i va millorar la implementació de la política monetària), però temporals. Al març va crear dos nous instruments de crèdit, la Term Securities Lending Facility i la Primary Dealer Credit Facility, que permeten injectar liquiditat directament als bancs d'inversió. En aquest mateix mes, la Fed va aprovar un préstec a JP Morgan per rescatar el Bear Stearns, un dels bancs d'inversió més grans dels Estats Units amb greus problemes de liquiditat que n'amenaçaven la solvència. Amb aquesta acció, no solament va evitar la fallida, sinó també el possible contagi a la resta d'entitats.

Aquestes mesures van aconseguir disminuir les necessitats de liquiditat del sistema financer nord-americà, i així ho reflecteixen la moderació gradual de les tensions al mercat interbancari i la menor volatilitat del tipus d'interès efectiu en les operacions de mercat obert. No obstant això, també és cert que aquestes variables encara són lluny dels seus valors habituals. A més a més, les dades recents d'inflació limiten la capacitat de la Fed de continuar abaixant els tipus d'interès. Quin és el marge de maniobra que li queda? La resposta la trobem en la composició actual del seu balanç. Com ens mostra la taula següent, els nous instruments posats en marxa han representat un profund canvi en la composició del balanç. No obstant això, com han anat acompanyats d'una

LES MESURES IMPULSADES PER LA FED REDUEIXEN MOLT GRADUALMENT LES TENSIONS AL MERCAT INTERBANCARI

Diferència entre el tipus interbancari a tres mesos i el bo del Tresor a tres mesos

FONTS: Datastream i elaboració pròpia.

LES MESURES ADOPTADES PER LA FED CANVIEN PROFUNDAMENT LA COMPOSICIÓ DEL SEU BALANÇ

Milions de dòlars

Actiu	4 de juliol de 2007	9 d'abril de 2008	**Passiu**	4 de juliol de 2007	9 d'abril de 2008
Deute del Govern	790.531	560.817	Diners en circulació	814.826	815.160
Actius cedits pels bancs	27.179	99.179	Reserves dels bancs	10.888	6.801
Crèdit Principal	18	10.182	Altres passius i capital	83.385	96.866
Crèdit a termini					
A bancs comercials *(term auction facility)*	–	100.000			
A bancs d'inversió *(primary dealer credit)*	–	32.562			
Or	11.041	11.041			
Altres actius	80.330	105.046			
Total	**909.099**	**918.827**	**Total**	**909.099**	**918.827**

FONTS: Reserva Federal dels Estats Units i elaboració pròpia.

disminució del deute del Govern en cartera, la dimensió del balanç no ha augmentat de manera significativa. Això és molt important: són mesures que no expandeixen la base monetària i que, gràcies a això, no generen pressions inflacionistes. Així, doncs, per bé que la política monetària tradicional via canvis dels tipus d'interès sembla estar limitada per un nivell d'inflació massa alt per a les preferències de la Reserva Federal, les altres mesures adoptades per la Fed, orientades a garantir la liquiditat en terminis intermedis, encara tenen un ampli recorregut abans que requereixin una expansió de la massa monetària.

Durant el sopar de celebració del 90è aniversari de Milton Friedman, Ben S. Bernanke els va dir a ell i a Anna Schwartz, coautors del llibre de referència sobre la Gran Depressió, que, «pel que fa a la Gran Depressió, teniu raó, vam crear-la nosaltres (la Fed). Ho sentim molt. Però, gràcies a vosaltres, no ho tornarem a fer». Tot i que alguns s'afanyin a comparar l'estrès pel qual està passant el sector financer nord-americà amb el de llavors, la rapidesa i la capacitat de resposta de Bernanke indiquen que els errors del passat no s'estan tornant a cometre i que, ara com ara, sembla que Bernanke ha après la capacitat de liderar del mestre Greenspan. Només el temps ens dirà si les mesures innovadores són o no són suficients per tornar a una situació de normalitat, malgrat que tot sembla indicar que el camí enfilat és el correcte.

El Banc d'Anglaterra retalla els tipus i implementa un nou pla per augmentar la liquiditat.

llarga i intensa de la primera economia mundial. Per aquest motiu, el mercat descompta una nova davallada del tipus de referència en la propera reunió del banc emissor, el 30 d'abril.

Un altre protagonista que, pel que sembla, està venint a la raó és el Banc d'Anglaterra. El 10 d'abril va retallar el tipus de referència en 25 punts bàsics i va deixar-lo en el 5%. L'autoritat monetària, tot i reconèixer el risc d'inflació, justificava el moviment per l'empitjorament de l'accés al crèdit per part dels agents econòmics. Sobretot, però, destaca que el Banc d'Anglaterra ha donat la volta a l'enfocament inicial amb què va afrontar la crisi financera i que va ser, en certa manera, responsable de la crisi del banc Northern Rock.

Així, el banc central del Regne Unit ha llançat un pla de 50.000 milions de lliures esterlines per atorgar liquiditat al mercat interbancari. Per aquest valor, les institucions de crèdit podran bescanviar temporalment hipoteques per bons del Tresor. L'objectiu, segons el governador King, és millorar la liquiditat del sistema bancari. El pla anunciat el 21 d'abril té algunes condicions, entre les quals s'inclou que l'intercanvi serà vàlid per un període d'un any, tot i que renovable en un total de tres anys. Però només es podrà aplicar a hipoteques firmades abans del final del 2007, i els bons no es poden utilitzar per concedir més préstecs. Per evitar que el contribuent anglès acabi assumint les pèrdues en aquestes hipoteques, s'exigeix als bancs un col·lateral superior al valor que obtindran pels bons del Tresor lliurats a canvi.

La història és diferent a la zona de l'euro, on el Banc Central Europeu (BCE), al Consell de Govern celebrat el 10 d'abril, va tornar a mantenir el tipus d'interès oficial en el 4,00% per novè mes consecutiu. La posició del BCE continua essent la mateixa: riscos a la baixa en creixement però a l'alça en inflació. I aquest últim risc impedeix que el BCE retalli el tipus de referència. El vigorós creixement de la massa monetària M3, l'11,3% anual, i dels préstecs concedits al sector privat és esmentat pel banc central com una prova que, actualment, no hi ha un problema greu de restricció d'oferta de crèdit.

Per al banc emissor, té molta importància el creixement del crèdit a empreses no financeres, l'última dada de les quals, del 14,8% anual, representa tres cops el creixement nominal del producte interior brut de la zona de l'euro. En definitiva, des de l'òptica del BCE, la crisi hipotecària *subprime* iniciada a l'agost de l'any passat encara no ha perjudicat sensiblement el dinamisme del creixement en la concessió de crèdit empresarial per al conjunt de la zona de l'euro.

El governador del BCE, Jean-Claude Trichet, en la compareixença a la roda de premsa posterior al Consell, va comentar que la inflació se situarà per sota del 2% en un horitzó temporal d'un any i mig. Cal recordar que el mandat d'estabilitat de preus del BCE està quantificat com una inflació propera però per sota del 2% a mitjà termini.

En canvi, el BCE continua preocupat per la inflació...

Fins i tot alguns membres del Consell del BCE, atès l'increment de la inflació a la zona de l'euro, han parlat obertament d'una possible pujada del tipus oficial. Per exemple, Weber, president del Bundesbank, va afirmar que el BCE s'ha de plantejar si el tipus d'interès actual és prou alt per controlar una inflació en un nivell que considera intolerable. Aquest és el segon membre que fa aquestes reflexions, ja que Mersch, president del Banc Central de Luxemburg, també va afirmar que el BCE no pot retallar el tipus d'interès si la perspectiva és que la inflació a la zona de l'euro sigui superior al 2% el 2009. Un altre membre, Liikanen, governador del banc central de Finlàndia, va comentar que el BCE té l'obligació, com a principal objectiu, d'aconseguir abaixar la inflació per sota del 2% en els propers 18 mesos. En definitiva, tots els comentaris apunten que, ara com ara, el BCE no pensa abaixar el tipus d'interès de referència en els propers mesos, llevat que sorgeixi algun imprevist.

Passant a Àsia, el 9 d'abril el parlament japonès va nomenar un nou governador per al Banc Central del Japó. Shirakawa, de 58 anys, és un tecnòcrata expert en política monetària que ha format part del comitè decisori del banc des del 2002. Es va ocupar de forma interina de la direcció de l'entitat en finalitzar el mandat de Fukui, l'anterior governador. La seva experiència internacional serà un actiu important en mig de les turbulències actuals. El nou governador ha afirmat que potser seran necessàries injeccions de capital públic per

...i fins i tot alguns membres del Consell parlen de la possibilitat d'apujar el tipus de referència.

La Xina torna a incrementar el coeficient de reserva, i el Banc del Japó estrena nou governador.

solucionar el problema del sistema bancari als Estats Units. Una situació que considera que té similituds amb el que va succeir en el sistema financer japonès després de l'esclat de la bombolla financera de les acaballes dels anys vuitanta al Japó.

A la Xina, el banc central va tornar a decidir un nou increment, de mig punt percentual, en el coeficient de reserva, que ha passat del 15,5% al 16,0%. Des de mitjan 2006, és la setzena vegada que s'adopta una mesura similar. Ara com ara, no ha servit per controlar una inflació que es manté per damunt del 8% en una economia resistent a la forta tempesta de neu del mes de març i en la qual tant les vendes al detall com la producció industrial creixen a un ritme de dos dígits. En la nota en què comunica la seva decisió, el banc central xinès indica la continuïtat de la seva política de restricció monetària per guiar el crèdit cap a creixements més moderats.

A la zona de l'euro, el mercat interbancari continua sense normalitzar-se: pugen els tipus d'interès, la qual cosa complica la vida a empreses i consumidors.

Els tipus d'interès repunten a causa de la menor liquiditat i del risc inflacionista

El mercat interbancari de la zona de l'euro s'ha tornat a tensionar i ha assolit els nivells de l'inici de la crisi hipotecària *subprime* a l'agost de l'any passat. Per exemple, el tipus d'interès euríbor a 3 mesos cotitza el 4,79%, el mateix ni-

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5) Tres mesos	Euríbor (5) Un any	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)
2007									
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	4,00	4,73	4,73	2,25	2,69	0,91	5,25	6,00	2,78
Abril (1)	4,00	4,79	4,80	2,25	2,91	0,92	5,00	5,89	2,85

NOTES : (1) Dia 21.

(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%), 22-01-2008 (3,50%), 30-01-2008 (3,00%), 18-03-2008 (2,25%).

(4) Últimes dates de variació: 10-5-07 (5,50%), 5-7-7 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%), 10-4-08 (5,00%).

(5) Tipu d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

vell que al setembre de l'any 2007. Per la seva banda, l'euríbor a un any ha assolit un màxim des de l'inici d'enguany del 4,80%.

Per què no es normalitzen els tipus? Una primera raó és que, malgrat tot l'esforç per injectar liquiditat per part del BCE, encara no s'ha aconseguit normalitzar la situació. La incertesa fa que les institucions de crèdit continuïn mostrant-se poc inclinades a prestar-se entre elles. És a dir, el BCE haurà de continuar injectant liquiditat. La segona conclusió és que l'encariment del crèdit s'haurà de repercutir als clients, siguin empreses o famílies. Les empreses veuran augmentar les línies de despesa financera als comptes de resultats. Les famílies continuaran observant un panorama de major dificultat per endeutar-se, per l'encariment dels préstecs, i de reducció de la capacitat de consum en els propers mesos.

En el cas dels mercats interbancaris dels Estats Units i del Regne Unit, pot semblar que els bancs centrals han aconseguit el seu objectiu, normalitzar els mercats financers. Però, tot i que és cert que els nivells de tipus d'interès són inferiors als d'uns mesos enrere, aquesta situació és deguda a les davallades del tipus de referència, ja que els alts diferencials persisteixen, reflex dels problemes de liquiditat.

Als Estats Units, si un banc vol demanar un préstec a tres mesos al mercat interbancari, ha de pagar un tipus d'interès del 2,91%, mentre que, actualment, el tipus d'interès lliure de risc a aquest termini, és a dir, les lletres del Tresor nord-americà a tres mesos, cotitza l'1,34%. El diferencial entre els dos tipus d'interès és de l'1,57%, que és assimilable a la prima de risc addicional per la percepció de la possibilitat d'impagament de la contrapartida a la qual es deixa els diners. El mateix comentari es pot fer en el cas britànic.

Els mercats interbancaris del Regne Unit i dels Estats Units tampoc no han resolt el problema.

L'excepció ha estat el Japó, on, des de l'inici de la crisi, el tipus interbancari a tres mesos es mou en un rang estret entre el 0,87% i l'1,03%. Potser el motiu sigui que, tot i la publicació de les pèrdues als bancs japonesos, aquestes pèrdues han estat molt reduïdes en comparació amb les dels bancs europeus i nord-americans.

En canvi, els tipus d'interès del deute públic a llarg termini han repuntat de forma generalitzada. Diversos motius expliquen aquest moviment, però el més important és el canvi en la percepció de la inflació. Cal recordar que, amb una inflació del 3,3% a la zona de l'euro al febrer, el tipus d'interès real a 10 anys, és a dir, el tipus que paga un bo de deute públic en euros a 10 anys menys la inflació, oferia una rendibilitat real de només el 0,6%. Després de la pujada de la inflació

També pugen els tipus d'interès del deute públic a llarg termini per compensar la inflació.

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	Març	21 abril
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,41	3,77
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,28	1,46
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,33	4,33	3,9	4,13
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	4,35	4,73
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	2,92	3,18

FONT: Bloomberg.

ELS INVERSORS DEMANEN UN TIPUS D'INTERÈS MÉS ALT

Tipus d'interès del deute públic a deu anys

FONT: Bloomberg.

La rendibilitat del deute a llarg termini al Regne Unit supera amb escreix la taxa d'inflació.

al 3,6% al març, si s'hagués mantingut el mateix tipus d'interès del bo, la rendibilitat real s'hauria reduït al 0,3% per any. Sense cap mena de dubte, una rendibilitat insuficient, de manera que els inversors han exigit una major rendibilitat empenyent el tipus d'interès del bo a 10 anys a la zona de l'euro al 4,13%.

Fins i tot en el cas dels Estats Units, amb la inflació en el 4%, el tipus d'interès real que s'aconsegueix invertint en el deute públic d'aquest país és negatiu. A més a més, per a un inversor estranger, inclou el risc de divisa, és a dir, que el dòlar es depreciï i perdi diners per aquest motiu. Situació, en canvi, compensada al Regne Unit amb una inflació del 2,5%, mentre que el deute a llarg termini ofereix una rendibilitat nominal del 4,73%. Fins i tot al Japó, on el fort increment del preu del petroli i de les primeres matèries agrícoles ha permès abandonar la deflació, presenta rendibilitats molt ajustades, ja que, amb la inflació en l'1%, el seu bo de referència paga l'1,46% anual.

El G7 intenta frenar el dòlar verbalment, però sense èxit.

El canvi euro-dòlar toca l'1,60

El grup del G7, format pels països més rics del món, reunit durant el segon cap de setmana d'abril, va publicar un comunicat en què destacava les dificultats actuals motivades per la crisi financera. Un dels apartats clau va ser la inclusió de l'afirmació sobre la preocupació generada per les intenses fluctuacions de les divises i les seves possibles implicacions per a l'estabilitat econòmica i financera. Fins i tot felicitava la Xina per permetre una major apreciació de la seva divisa, tot i que l'animava a accelerar el procés.

Els governadors dels bancs centrals i els ministres d'economia del G7 van fer una advertència sobre la rapidesa de la depreciació del dòlar enfront de l'euro. No obstant això, el mercat de divises no va fer cabal del comunicat. La posició de lluita antiinflacionista del BCE impedeix, a curt termini, abaixar els tipus de referència. A més a més, una depreciació de la seva divisa afavoreix els Es-

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-04-08

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	103,3	3,6	–8,2	–14,9
Lliura esterlina	0,505	0,0	0,2	1,0
Franc suís	1,010	0,0	–12,3	–19,8
Dòlar canadenc	1,006	–1,7	0,8	–11,5
Pes mexicà	10,528	–1,9	–3,6	–4,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,592	3,1	9,1	17,2
Ien japonès	164,4	7,0	0,8	2,0
Franc suís	1,607	3,2	–2,8	–2,2
Lliura esterlina	0,803	3,1	9,3	18,4
Corona sueca	9,364	–0,6	–0,8	1,9
Corona danesa	7,461	0,0	0,0	0,1
Zloty polonès	3,415	–3,4	–5,2	–9,7
Corona txeca	25,10	–1,3	–5,4	–10,4
Forint hongarès	252,5	–1,9	–0,2	3,0

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

tats Units, ja que, així, les exportacions guanyen competitivitat. Tot plegat afavoreix la tendència actual de depreciació del dòlar enfront de l'euro, que ha arribat a assolir una cotització d'1,60 dòlars al final d'abril.

L'euro no solament s'ha apreciat enfront del dòlar, sinó que també ho ha fet enfront d'altres monedes. Enfront del ien japonès, s'ha apreciat el 7% en l'últim mes. El motiu és que un increment de l'aversió al risc impulsa els inversors a desfer les posicions d'endeutament en iens per adquirir actius en altres divises, aprofitant el diferencial de tipus d'interès. L'euro també s'ha apreciat el 3,1% enfront de la lliura esterlina en l'últim mes, però és una tendència persistent, ja que la divisa britànica ha perdut el 9,3% del seu valor enfront de l'euro des de l'inici d'enguany. El mercat de divises creu que el problema immobiliari al Regne Unit comportarà noves davallades per part del Banc d'Anglaterra.

Les divises que s'han apreciat enfront de l'euro són les de l'Europa de l'Est, com l'zloty polonès, la corona txeca i el forint hongarès. El motiu principal és una política monetària més restrictiva en aquests països. Per exemple, el 31 de març, el banc central d'Hongria va apujar el tipus de referència del 7,75% al 8%. També al març, el banc central polonès va incrementar el tipus oficial del 5,50% al 5,75%. El motiu d'aquestes pujades és la inflació, que va del 4,1% de Polònia al 7,1% de la República Txeca.

L'euro s'aprecia enfront del dòlar, el ien japonès i la lliura esterlina.

Recuperació a les borses

Després de la caiguda del mes de gener, de l'estabilització del febrer i de la nova caiguda al març, els inversors han tornat a

UN EURO COMPRA MÉS PENICS

Tipus de canvi euro-lliura esterlina

FONT: Bloomberg.

Les divises de l'Est d'Europa s'aprecien enfront de l'euro perquè els bancs centrals de la zona apugen els tipus de referència.

comprar renda variable. Dos factors han ajudat a aquest canvi de tendència. El primer i més important ha estat la ràpida publicació de les pèrdues bancàries provocades per la crisi hipotecària *subprime*. A més a més, moltes entitats han aprofitat per anunciar i implementar recapitalitzacions per reforçar les ràtios dels seus balanços.

Totes aquestes recapitalitzacions són un fort senyal de confiança en les possibilitats de reconducció de la situació per part de les entitats afectades. En definitiva, s'inverteix en instruments emesos per una institució de crèdit, siguin accions o bons, perquè es considera que la rendibilitat potencial de la inversió compensa el risc.

Les recapitalitzacions bancàries i el baix preu de les accions impulsen els inversors a tornar a les borses.

El segon factor és la forta caiguda des de l'inici d'enguany. Els preus mínims assolits durant el mes de març per nombroses companyies que cotitzen als índexs de borsa descomptaven un escenari extremadament negatiu. Escenari que, pel que sembla, després de les intervencions dels bancs centrals i d'altres organismes públics, es pot evitar. És a dir, les expectatives dels inversors s'han tornat més optimismes pel que fa als pitjors escenaris de risc per als beneficis de les companyies.

La recuperació ha estat intensa a les borses europees. Per exemple, les borses de Milà, Amsterdam i Londres han pujat més del 10% en l'últim mes. En canvi, l'índex selectiu espanyol, l'IBEX 35, ha pujat només el 5,9% en el mateix període. En realitat, però, cal tenir en compte que la borsa espanyola i la d'Amsterdam són les dues que, des de l'inici de l'any, han retallat menys en comparació amb la resta d'índexs europeus.

En el cas de l'IBEX 35, no es pot parlar de sectors que ho hagin fet millor que altres, ja que els inversors, sense menystenir la sobreponderació dels sectors més defensius, han distingit les companyies que consideren que gestionen de forma més brillant aquest moment de dificultat econòmica.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

22-04-08

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.825,0*	*3,8*	*–3,3*	*–1,1*
Standard & Poor's	*1.388,2*	*4,4*	*–5,5*	*–6,5*
Nasdaq	*2.408,0*	*6,6*	*–9,2*	*–4,7*
Tòquio	13.547,8	8,5	–11,5	–22,4
Londres	6.053,0	10,2	–6,3	–6,7
Zona de l'euro	3.769,9	7,5	–14,3	–14,6
Frankfurt	*6.786,6*	*7,4*	*–15,9*	*–7,6*
París	*4.894,5*	*8,0*	*–12,8*	*–17,6*
Amsterdam	*469,3*	*10,2*	*–9,0*	*–12,5*
Milà	*33.663,0*	*10,8*	*–12,7*	*–22,7*
Madrid	*13.728,9*	*5,9*	*–9,6*	*–9,0*
Zuric	7.358,2	5,0	–13,3	–21,7
Hong Kong	24.641,2	16,7	–11,4	19,8
Buenos Aires	2.201,6	9,3	2,3	–0,7
São Paulo	64.922,7	10,1	1,6	31,4

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.

RECUPERACIÓ A LA BORSA

Índex de borsa europeu DJ Eurostoxx50

FONT: Bloomberg.

El mercat interbancari, la inflació i el mercat laboral són variables clau per seguir l'evolució de les borses.

Un indicador avançat del que podria passar en els propers mesos és el mercat interbancari. El tipus d'interès euríbor a un any sol ser utilitzat com a nivell de referència per fixar el preu de molts préstecs, hipotecaris, empresarials, etc. Una normalització d'aquest mercat seria desitjable per evitar que tant les empreses com els consumidors hagin de mantenir costos financers del seu endeutament més alts durant un llarg període de temps. En definitiva, la cotització d'una acció de qualsevol companyia reflecteix les expectatives de beneficis futurs. Si les despeses de les empreses augmenten i la renda disponible per consumir dels seus clients disminueix, els beneficis només poden caure.

Per bé que les dades econòmiques proporcionen informació fonamental, en els propers mesos caldrà fixar-se amb més atenció en tres variables clau per poder entendre les decisions que puguin prendre els inversors: en primer lloc, els tipus d'interès del mercat interbancari als dos costats de l'Atlàntic; en segon lloc, l'evolució de la inflació a tot el món, i, en tercer lloc, el dinamisme del mercat laboral als Estats Units.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Marcada desacceleració econòmica en el primer trimestre

Tot i que els indicadors econòmics disponibles del primer trimestre d'aquest exercici són incomplets, es constata que la desacceleració econòmica dels darrers períodes s'ha intensificat. A més a més, la tendència apunta a una continuïtat de l'alentiment de l'activitat econòmica, a causa, sobretot, de l'evolució de la inversió en construcció i del consum de les famílies.

El Ministeri d'Economia, d'acord amb aquestes tendències, ha retallat les previsions de creixement per al 2008 i per als propers anys. Per a aquest exercici, s'espera un avanç del producte interior brut del 2,3%, enfront del 3,1% esperat al desembre. Aquesta desacceleració alentirà la creació d'ocupació i durà la taxa d'atur fins al 10,0% el 2009.

Però, com afecta les empreses l'alentiment del ritme de creixement econòmic? L'avanç de la central de balanços del Banc d'Espanya referit al conjunt del 2007 permet una primera valoració. Les despeses de personal van augmentar menys que l'any anterior, fins al 4,4%, arran de la desacceleració de la creació d'ocupació i d'un moderat ritme d'increment de les remuneracions mitjanes. No obstant això, l'excedent d'explotació es va alentir fins a un creixement anual del 5,5%, superior, però, a l'anotat el 2005.

La construcció i el consum de les famílies expliquen l'alentiment econòmic.

ESCENARI MACROECONÒMIC DEL MINISTERI D'ECONOMIA I HISENDA PER AL PERÍODE 2008-2011

Variació real en %

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB real	**3,8**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**3,1**
PIB nominal	7,0	5,5	5,0	5,6	6,0
Consum final privat	3,2	2,2	2,2	2,3	2,4
Consum final AP	5,1	4,8	3,8	3,6	3,4
Formació bruta capital fix	5,9	1,5	1,5	3,1	4,0
Demanda nacional (*)	4,6	2,6	2,4	2,9	3,2
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	3,9	5,6	5,9
Importació de béns i serveis	6,6	4,1	3,7	4,7	5,0
Sector exterior (*)	–0,7	–0,3	–0,2	–0,1	0,0
Ocupació (**)	3,0	1,2	1,1	1,6	1,8
Taxa d'atur (***)	8,3	9,8	10,0	9,6	8,9
Productivitat	0,8	1,0	1,2	1,2	1,3

NOTES: (*) Contribució al creixement en punts percentuals.
(**) Equivalent temps complet.
(***) Sobre població activa.
FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Lleugera desacceleració de l'excedent d'explotació de les empreses...

Els ingressos financers es van accelerar a conseqüència de la pujada dels tipus d'interès fins a un augment anual del 22,8%. Les despeses financeres van experimentar un ascens superior, del 33,6%, a causa també d'un augment de l'endeutament, en part per les importants operacions de compra d'accions efectuades al llarg del 2007. Així i tot, les despeses financeres van augmentar menys que el 2006. D'aquesta manera, el resultat ordinari net va créixer el 5,7% en relació amb el 2006, augment superior al registrat el 2006. Les plusvàlues van experimentar un elevat augment anual del 95,3%, però les provisions i impostos van créixer un elevat 84,2%. D'aquesta manera, el resultat net va pujar el 14,9% en relació amb el 2006, per bé que va ser inferior a l'increment de l'any precedent.

...però les rendibilitats es mantenen en nivells alts.

Arran d'aquesta evolució, les ràtios de rendibilitat de les empreses no financeres es van mantenir en nivells elevats. La rendibilitat ordinària de l'actiu net (abans d'impostos) va ser del 8,6%. El diferencial de rendiment en relació amb el cost financer va ser clarament positiu.

Tornant als indicadors d'activitat més recents, i des de l'òptica de l'oferta, en els primers mesos del 2008, la producció industrial s'ha recuperat en certa manera. Els sectors industrials més dinàmics en el primer bimestre van ser l'energia, els béns d'equipament i els de consum no durador, mentre que els béns de consum durador i els intermedis van experimentar una contracció en termes anuals. No obstant això, la fabricació de material i d'equips electrònics va registrar una gran expansió. D'altra banda, les entrades de comandes a la indústria van augmentar el 5,8% entre gener i febrer en relació amb el mateix període del 2007. Aquest indicador avançat suggereix un ritme moderat d'activitat industrial en els propers mesos.

Modesta recuperació de la producció industrial.

Pel que fa a la construcció, els indicadors disponibles apunten a un alentiment de l'activitat, a causa, sobretot, del mercat de l'habitatge. Així, el consum aparent de ciment en el primer trimestre del 2008 va baixar el 14,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

Taxes de variació anual

	2005	2006	2007
Valor de la producció	12,2	10,4	5,9
Consums intermedis	17,2	12,3	6,3
Valor afegit brut (VAB)	**3,4**	**6,7**	**5,1**
Despeses de personal	4,0	5,3	4,4
Resultat econòmic brut d'explotació	**3,0**	**7,8**	**5,5**
Ingressos financers	24,7	13,3	22,8
Despeses financeres	5,0	39,8	33,6
Amortitzacions i provisions	–0,4	2,0	–1,3
Resultat ordinari net	**11,6**	**4,4**	**5,7**
Plusvàlues i ingressos extraordinaris	26,5	50,1	95,3
Minusvàlues i despeses extraordinàries	61,1	–27,4	26,3
Provisions i impostos	–41,9	61,6	84,2
Resultat net	**40,7**	**18,0**	**14,9**

FONT: Banc d'Espanya.

En el primer trimestre, el preu mitjà per metre quadrat dels habitatges va augmentar el 3,8% en relació amb el mateix període del 2007. D'aquesta manera, el preu real dels habitatges, és a dir, descomptant la inflació, va ser negatiu per primer cop des del final del 1997. Tot plegat va ser el resultat d'una davallada de la demanda després dels alts preus assolits. Així, al gener, el nombre de compravendes d'habitatges va baixar el 27,1% en relació amb el mateix mes del 2007. Així mateix, el nombre d'hipoteques sobre habitatge va baixar el 25,7% en relació amb el mateix mes de l'any passat. En aquest entorn, el nombre de visats d'obra nova d'habitatge va caure el 50,1% al gener en relació amb un any abans, la qual cosa indica una forta caiguda de la inversió en la construcció residencial en el futur pròxim.

La conjuntura va millor als serveis. La xifra de negocis als serveis al gener-febrer del 2008 va augmentar el 6,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Les branques que van polsar amb més vigor van ser els serveis a empreses, com la publicitat, i el transport. Pel que fa al turisme, el nombre de turistes estrangers es va incrementar el 5,3% en els tres primers mesos de l'exercici en relació amb el mateix període del 2007.

Dinamisme dels serveis a les empreses.

INDICADORS D'OFERTA

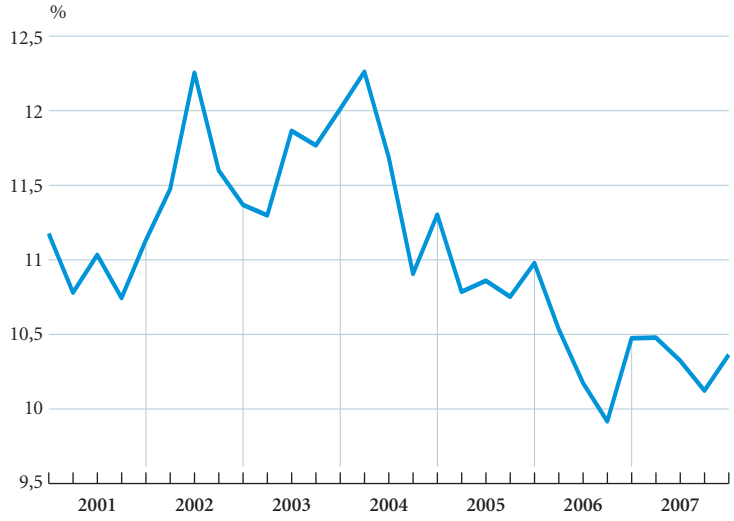
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	3,9	4,2	5,3	4,4	2,1	4,9	3,5	3,3	2,9
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	4,2	2,5	1,1	–0,2	0,3	1,8	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	2,3	0,7	–0,7	–3,3	–4,0	–8,0	–9,0
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	16,5	...
Construcció									
Consum de ciment	8,5	0,4	5,5	–1,3	–1,0	–1,5	–7,9	–6,1	–27,4
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	10,7	15,7	12,0	–1,3	–6,0	–18,0	–20,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	8,0	–15,0	–50,7	–33,6	–50,1	...	...
Licitació oficial	31,3	–15,2	13,3	–2,2	–30,0	–33,1	0,0	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	4,3	2,9	3,1	–0,3	–2,5	–2,7	...
Turistes estrangers	4,1	1,6	4,7	0,1	1,4	1,6	0,9	6,5	7,4
Ingressos turisme	5,6	3,7	5,8	2,0	3,2	4,5	3,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–4,1	–6,5	–1,4	–5,3	–0,8	6,3	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	9,5	7,1	10,5	8,6	6,9	10,1	6,8
Consum de gasoil automoció	5,5	4,6	6,1	3,3	4,2	4,7	2,1	...	...

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

LLEUGERA RECUPERACIÓ DE L'ESTALVI EN L'ÚLTIM TRIMESTRE DEL 2007

Estalvi brut sobre la renda disponible de les famílies i institucions sense ànim de lucre al servei de les llars (*)



NOTA: (*) Mitjana dels quatre últims trimestres mòbils.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
Consum									
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	4,8	2,1	0,9	–2,7	1,8	1,4	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	–1,1	5,6	8,4	7,7	–2,6	8,8	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–0,7	–2,4	–2,9	1,3	–12,7	0,7	–28,2
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	–19,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	9,0	5,3	6,3	3,3	2,9	5,0	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	20,1	11,0	–0,6	9,0	–18,3	–4,1	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	1,7	–2,2	–3,0	4,7	–31,0	–13,8	–39,8
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	9,0	7,3	6,4	7,7	7,6	7,5	2,4	11,8	...
Exportacions	5,6	4,2	3,0	2,8	6,7	4,6	3,0	7,3	...

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.

Des de la perspectiva de la demanda, s'observa l'alentiment del consum, en especial de béns duradors. Així, les vendes d'automòbils es van reduir el 15,3% en el primer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior. Tot i que aquesta xifra està distorsionada per l'eliminació del pla Prever, que estimulava la renovació del parc automobilístic fins al 2007, i per altres factors, constata la feblesa de la demanda. Les vendes de motocicletes van registrar una davallada anual del 22,3% al gener-març. Igualment, les vendes d'electrodomèstics de línia blanca van caure el 17,5% en el primer trimestre del 2008 en termes interanuals, segons l'associació sectorial Anfel. Aquesta evolució s'explica, sobretot, pel deteriorament de la confiança dels consumidors, que, al febrer, va anotar el nivell més baix des del 1994. No obstant això, al març va millorar lleugerament.

Cal destacar que, com a lògica contrapartida a la tendència a l'alentiment del consum, l'estalvi de les famílies ha donat senyals de frenar el seu descens en relació amb la renda disponible. Així, després d'haver marcat mínims històrics el 2006, la taxa d'estalvi de les famílies es va recuperar lleugerament en el quart trimestre del 2007 en percentatge de la renda bruta disponible.

Pel que fa a la inversió en equipament, la producció d'aquests béns va pujar el 4,0% en els dos primers mesos de l'any en relació amb el mateix període de l'any anterior, taxa inferior a la registrada en el tercer trimestre del 2007, però superior a la del quart. La matriculació de vehicles de càrrega, però, va recular, amb una caiguda interanual del 29,5% en el primer trimestre del 2008. D'altra banda, les vendes interiors a les grans empreses d'equipament i software van anotar una pujada interanual del 3,0% al febrer, després d'una davallada del 2,5% al gener.

El Govern aprova un pla d'estímul econòmic.

En aquest context, el 18 d'abril de 2008, el govern espanyol va aprovar un pla de mesures d'estímul econòmic. Les principals decisions inclouen una deducció de 400 euros en l'impost sobre la renda de les persones físiques, l'eliminació del gravamen en l'impost sobre el patrimoni, l'allargament dels terminis d'amortització dels crèdits hipotecaris en cas de famílies amb dificultats, l'estímul al finançament de l'habitatge protegit, el reforç de l'activitat de construcció d'obra pública i les facilitats per a la recol·locació de treballadors.

Totes les comunitats autònomes creixen per damunt del 3,5% el 2007

Totes les comunitats autònomes van experimentar un fort creixement econòmic l'any passat, sensiblement per damunt de la mitjana de la Unió Europea, situada en el 2,9%. Aragó va liderar l'expansió econòmica el 2007, amb un robust augment del 4,5%, 7 dècimes per damunt de la mitjana nacional. Aquesta situació va ser propiciada per una intensa activitat constructiva, afavorida pels treballs de preparació de l'Exposició Internacional del 2008 i per la bona marxa del sector manufacturer. També es van situar per damunt de la mitjana Castella-la Manxa, Galícia i La Rioja, entre d'altres. Al costat oposat, els increments més baixos van ser anotats per Astúries, la Comunitat Valenciana i Catalunya.

Aragó lidera el creixement econòmic el 2007 gràcies, en part, a l'Expo.

Des de l'any 2000, la comunitat autònoma amb un creixement mitjà anual més alt és Múrcia, del 3,9%, 5 dècimes més que la mitjana. Tot seguit figura Andalusia, amb el 3,7%. Al pol contrari, se situen les Balears i Astúries, amb increments del 2,3% i del 2,9%, respectivament.

Set comunitats autònomes presenten un PIB per capita superior a la mitjana de la Unió Europea.

El 2007 el PIB per capita de l'economia espanyola va equivaler al 94,7% de la Unió Europea de 27 estats membres. No obs-

PRODUCTE INTERIOR BRUT PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Any 2007

	Producte interior brut (*)		% variació real		PIB per habitant
	Milions d'euros corrents	% sobre total	2007	2000-2007	Euros corrents
Andalusia	146.093	13,9	3,8	3,7	18.298
Aragó	32.601	3,1	4,5	3,5	25.361
Astúries	22.431	2,1	3,6	2,9	21.200
Balears	25.944	2,5	3,8	2,3	25.238
Canàries	42.386	4,0	3,8	3,4	21.004
Cantàbria	13.248	1,3	3,9	3,4	23.377
Castella-la Manxa	36.202	3,4	4,2	3,6	18.564
Castella i Lleó	56.256	5,4	3,7	3,2	22.589
Catalunya	196.546	18,7	3,7	3,3	27.445
Comunitat Valenciana	102.403	9,8	3,7	3,4	21.239
Extremadura	17.302	1,6	3,9	3,6	16.080
Galícia	53.995	5,1	4,0	3,2	19.800
Madrid	183.032	17,4	3,9	3,6	29.965
Múrcia	27.237	2,6	3,8	3,9	19.574
Navarra	17.698	1,7	3,8	3,3	29.483
País Basc	65.147	6,2	3,9	3,1	30.599
La Rioja	7.642	0,7	4,0	3,0	24.717
Ceuta	1.578	0,2	3,9	3,4	21.994
Melilla	1.441	0,1	3,7	3,3	21.089
Total	**1.049.848**	**100,0**	**3,8**	**3,4**	**23.396**

NOTA: (*) El total no coincideix amb la suma de comunitats autònomes perquè inclou PIB no regionalitzable.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

tant això, segons les dades d'Eurostat, set comunitats autònomes (el País Basc, Madrid, Navarra, Catalunya, Aragó, Balears i La Rioja) van superar la mitjana europea del PIB per capita l'any passat, situada en 24.700 euros.

Mercat de treball

La taxa d'atur puja al 9,6%

Les xifres de l'enquesta de població activa del primer trimestre han constatat el deteriorament del mercat de treball. La creació d'ocupació s'ha continuat desaccelerant fins a una taxa de variació interanual de l'1,7%. Atès que, en el primer trimestre, es van destruir 74.600 llocs de treball i que la taxa d'activitat va continuar augmentant fins al 59,4%, les files dels aturats es van incrementar amb 246.000 persones més. D'aquesta manera, la taxa d'atur va pujar més d'un punt percentual, fins al 9,6%.

Si tenim en compte les xifres d'afiliació a la Seguretat Social, al març es va continuar alentint la creació de llocs de treball. Així, al final del primer trimestre, el nombre d'afiliats en alta era de 19.230.480 persones. Aquesta xifra recollia un augment mensual de 54.243 afiliats, però només representava un increment interanual del 0,8%, enfront d'una taxa de variació anual del 2,4% en el quart trimestre del 2007, la qual cosa il·lustra l'alentiment del ritme de generació d'ocupació.

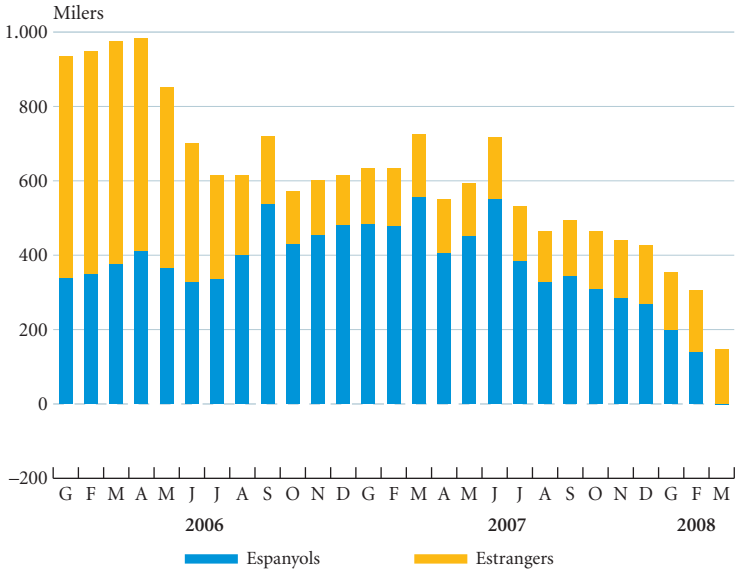
En efecte, el creixement anual relatiu del març va ser el més baix des del 1994, tot i que el còmput del març inclou per primer cop, arran de la Llei de la Dependència, uns milers de cuidadors de persones dependents. Tot plegat reflecteix la desaceleració econòmica, intensificada per les recents turbulències als mercats financers internacionals.

L'augment interanual dels afiliats a la Seguretat Social es redueix fins al 0,8% al març, el nivell més baix des del 1994.

Els estrangers afiliats a la Seguretat Social pugen el 8% en l'últim any.

DISMINUEIX EL NOMBRE DE TREBALLADORS ESPANYOLS AFILIATS A LA SEGURETAT SOCIAL

Variació interanual del nombre de treballadors en alta laboral a la Seguretat Social



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

S'intensifica la destrucció de llocs de treball a la construcció.

De fet, el nombre d'espanyols afiliats en alta al final de març ja era inferior al de dotze mesos abans. El nombre de treballadors estrangers es va desaccelerar molt menys i va presentar un increment del 7,6% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. De tots, els de la Unió Europea van augmentar el 17,4%, procedents, sobretot, dels nous països membres, mentre que els extracomunitaris van mostrar un creixement del 3,0%. La construcció i l'hoteleria van concentrar al voltant d'un terç dels afiliats estrangers. El comerç, l'agricultura i el servei domèstic també van ocupar una bona part d'aquest col·lectiu.

Primera caiguda interanual dels afiliats masculins a la Seguretat Social des de, com a mínim, mitjan anys noranta.

Per sectors, cal destacar la intensificació de la destrucció d'ocupació a la construcció, amb una pèrdua de llocs de treball del 4,9% en relació amb el març del 2007. El descens hauria estat superior si una bona part dels treballadors acomiadats de les empreses del sector no s'haguessin convertit en autònoms per dedicar-se, principalment, a tasques de reformes. Així, mentre els afiliats de la construcció en el règim general van disminuir el 8,1% des del març del 2007, els afiliats en el règim especial de treballadors autònoms van augmentar el 7,1%.

Els serveis també pateixen l'alentiment, per bé que el nombre d'afiliats era el 2,1% superior al d'un any abans. La branca que va crear més llocs de treball al març va ser l'hoteleria, gràcies al període de vacances de Setmana Santa. No obstant això, si considerem els dotze últims mesos, els subsectors més dinàmics van ser les activitats sanitàries i socials, l'educació i la intermediació financera. Per la seva banda, la indústria va perdre el 0,6% dels efectius en relació amb dotze mesos

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2006	2007	2007				2008		
			I	II	III	IV	Gener	Febrer	Març
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*	*–0,6*
Construcció	*8,7*	*3,3*	*6,1*	*4,4*	*2,3*	*0,5*	*–1,1*	*–2,5*	*–4,9*
Serveis	*5,2*	*3,5*	*4,1*	*3,7*	*3,0*	*3,0*	*2,8*	*2,9*	*2,1*
Situació professional									
Assalariats	*4,7*	*3,0*	*3,9*	*3,5*	*2,6*	*2,2*	*1,7*	*1,5*	*0,5*
No assalariats	*2,2*	*2,8*	*2,5*	*2,7*	*2,9*	*2,9*	*2,5*	*2,3*	*2,1*
Total	**4,3**	**3,0**	**3,6**	**3,3**	**2,7**	**2,4**	**1,9**	**1,6**	**0,8**
Població ocupada (*)	**4,1**	**3,1**	**3,4**	**3,4**	**3,1**	**2,4**	**–**	**1,7**	**–**
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	–13,0
Temporals	4,7	0,3	2,6	–1,9	–0,5	1,2	–0,9	0,7	–18,5
Total	**7,9**	**0,5**	**5,3**	**–0,1**	**–0,7**	**–2,1**	**–4,3**	**1,3**	**–17,8**

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.

abans. En canvi, el sector agrari va augmentar el 0,9%, 6 dècimes més que al febrer.

L'alentiment va afectar els dos sexes, però van patir-lo més els homes. Així, el nombre d'homes afiliats s'ha reduït el 0,7% en els dotze últims mesos, la primera taxa de variació interanual negativa des de, com a mínim, mitjan anys noranta. D'aquesta manera, la proporció de dones va arribar al 42,3%.

Fort augment de l'atur registrat en els dotze últims mesos

El total d'aturats registrats als serveis públics d'ocupació va arribar a 2.300.975 persones al final de març, 14.356 menys que al febrer. No obstant això, continua creixent tendencialment de manera notable. Així, la taxa de variació interanual va pujar fins a l'11,7%, la més alta de la dècada.

Destaca, sobretot, l'ascens de l'atur a la construcció. Al final del primer trimestre, el nombre d'aturats en aquest sector, 316.990 persones, representava un increment del 44,2% en relació amb el mateix mes de l'any passat. L'atur també es va incrementar als altres sectors, tot i que amb menys intensitat. D'altra banda, el nombre d'efectius que busquen una primera feina només s'ha ampliat el 0,4% en els dotze últims mesos.

Per nacionalitats, cal destacar el fort increment del nombre d'estrangers inscrits a les oficines públiques d'ocupació. Així, l'atur registrat estranger va augmentar el 47,8% en els dotze últims mesos fins al març, per bé que aquesta taxa és inferior en 6 punts percentuals a la del febrer.

L'atur registrat anota al març la taxa més alta de variació anual de la dècada.

El nombre d'aturats a la construcció puja el 44% en els dotze últims mesos.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

March 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	75.692	6.880	10,0	11.691	18,3	3,3
Indústria	292.313	12.332	4,4	12.698	4,5	12,7
Construcció	316.990	33.123	11,7	97.194	44,2	13,8
Serveis	1.384.009	99.759	7,8	119.085	9,4	60,1
Primera ocupació	231.971	19.334	9,1	856	0,4	10,1
Per sexes						
Homes	968.485	83.346	9,4	187.331	24,0	42,1
Dones	1.332.490	88.082	7,1	54.193	4,2	57,9
Per edats						
Menors de 25 anys	270.261	29.878	12,4	18.156	7,2	11,7
Resta d'edats	2.030.714	141.550	7,5	223.368	12,4	88,3
TOTAL	**2.300.975**	**171.428**	**8,0**	**241.524**	**11,7**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

L'IPC anota la pujada més alta des del 1995

La inflació puja una dècima al març, fins al 4,5%, i dobla la taxa de set mesos enrere...

La inflació va continuar pujant al març per setè mes consecutiu, en aquesta ocasió en una dècima, igual que en els dos mesos anteriors. El registre de l'índex de preus de consum (IPC) del març del 2008, del 4,5%, doblava la taxa de variació anual del 2,2% anotada a l'agost del 2007. El repunt de l'IPC dels últims mesos ha estat provocat, sobretot, per les pressions alcistes derivades de l'escalada dels preus del petroli i de les primeres matèries agràries alimentàries als mercats internacionals. En el mes de març, les tensions en l'IPC van provenir dels productes energètics i d'altres components. Així, el nucli de la inflació, l'anomenada subjacent, que exclou els productes energètics i els aliments no elaborats, va augmentar també una dècima, fins al 3,4% anual.

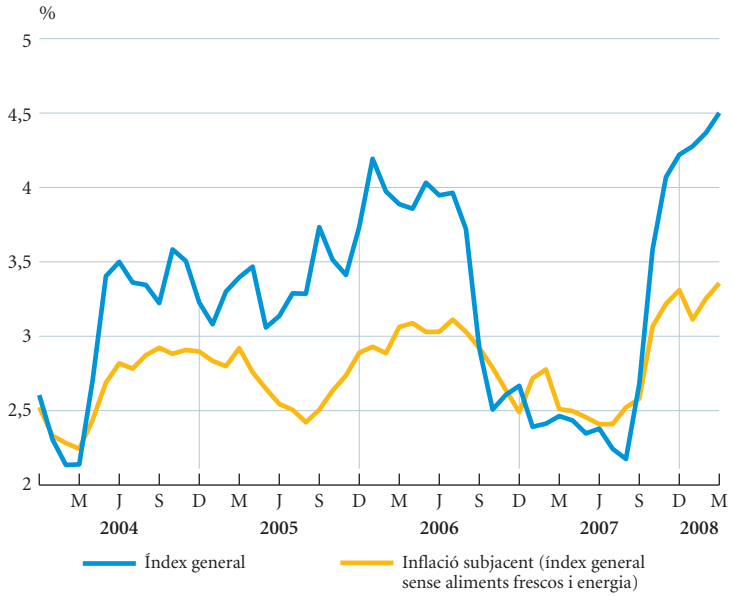
...a causa de l'encariment dels carburants...

La major part de l'increment de la taxa de variació interanual de l'IPC al març s'explica per l'encariment dels carburants i lubricants, la taxa interanual dels quals va pujar fins al 19,0%. L'increment anual del conjunt dels productes energètics va ser una mica inferior, del 14,1%.

També va tenir un important impacte en l'augment de la inflació anual al març l'evolució dels medicaments, perquè la davallada mensual del 4,4% va ser menys intensa que en el mateix mes del 2007, per

PUJADA DE LA INFLACIÓ ANUAL PER SETÈ MES CONSECUTIU

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	0,9	0,4	4,5
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			

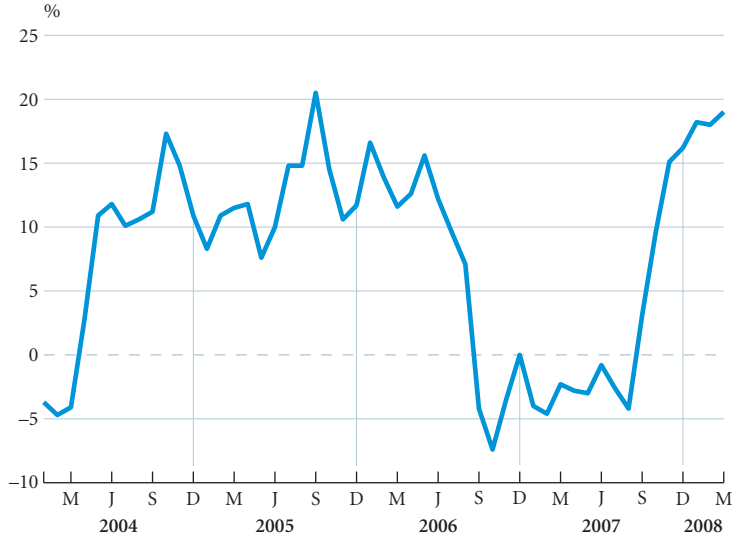
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

bé que la seva taxa de variació interanual presenta un descens del 4,2%. Un altre component que va tenir una marcada incidència en l'augment de la inflació al març van ser els serveis turístics. Pel fet que la Setmana Santa es va celebrar en la tercera setmana de març, l'habitual pujada dels preus del viatge organitzat i dels hotels amb motiu del període vacacional es va avançar en relació amb altres anys. Així, els preus dels viatges organitzats, que també van reflectir l'escalada dels carburants, van augmentar el 7,8% en els dotze últims mesos fins al març i els hotels, el 9,4%.

...i d'altres components...

ESCALADA DEL PREU DELS CARBURANTS

Variació interanual dels preus dels carburants i lubricants



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Març

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	108,8	0,4	0,3	0,4	0,6	2,9	6,9
Begudes alcohòliques i tabac	111,0	0,1	0,2	5,4	3,3	6,5	4,0
Vestit i calçat	97,4	3,4	3,4	–9,8	–10,0	1,0	0,8
Habitatge	108,3	0,6	0,7	2,1	2,8	3,9	5,4
Parament	104,2	0,5	0,5	0,3	0,4	2,6	2,5
Medicina	98,1	–3,8	–1,2	–3,4	–0,4	–2,1	0,9
Transport	107,6	1,4	1,7	1,7	2,1	0,8	7,5
Comunicacions	100,3	1,4	0,1	1,6	0,3	0,3	–0,5
Oci i cultura	99,5	0,5	1,2	–0,9	0,0	0,1	0,2
Ensenyament	107,4	0,0	0,0	0,4	0,2	4,6	3,8
Hotels, cafès i restaurants	108,6	0,7	1,0	2,0	2,3	4,7	5,2
Altres	106,1	0,4	0,4	2,0	2,1	3,5	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	109,8	0,3	0,3	1,7	1,8	2,3	7,4
Aliments sense elaboració	107,5	0,6	0,1	–0,7	–0,9	5,2	4,7
Conjunt no alimentari	104,8	0,9	1,1	–0,1	0,3	2,2	3,8
Béns industrials	102,7	1,1	1,4	–1,8	–1,2	0,6	3,7
Productes energètics	*112,2*	*2,0*	*2,8*	*1,9*	*4,3*	*–0,3*	*14,1*
Carburants i combustibles	*113,9*	*2,7*	*3,7*	*1,6*	*4,7*	*–1,6*	*17,8*
Béns industrials sense productes energètics	*99,6*	*0,8*	*0,9*	*–3,0*	*–3,1*	*0,8*	*0,3*
Serveis	107,0	0,6	0,8	1,7	1,8	3,9	4,0
Inflació subjacent (**)	104,9	0,6	0,7	0,0	0,1	2,5	3,4
ÍNDEX GENERAL	**105,8**	**0,8**	**0,9**	**0,1**	**0,4**	**2,5**	**4,5**

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

...mentre que la pressió dels aliments es frena momentàniament.

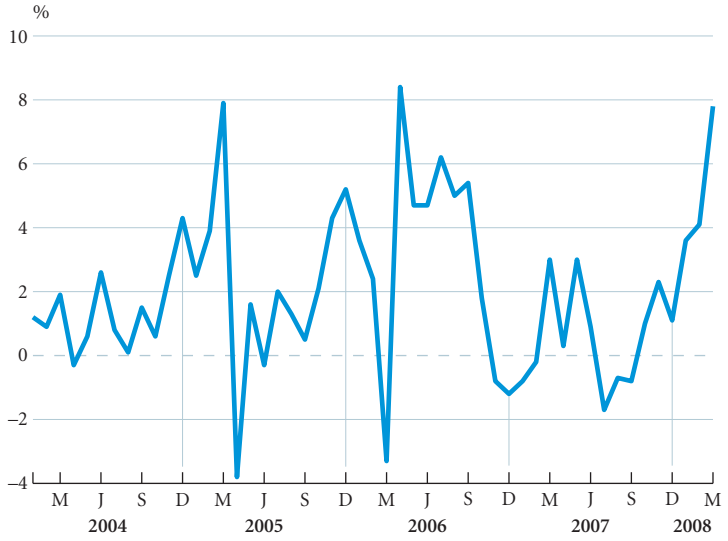
Els aliments, en canvi, es van prendre un respir al març. La taxa de variació interanual dels preus dels aliments frescos fins i tot va disminuir en mig punt fins al 4,7%, ja que els descensos interanuals de la carn d'oví, de pollastre i de boví i del peix van contrarestar els increments dels ous i de la fruita fresca. Per la seva banda, les patates han baixat el 10,1% en els dotze últims mesos.

La variació anual dels aliments elaborats es va mantenir en el 7,4%. El preu de la llet va baixar per tercer mes consecutiu, però la seva taxa interanual es va situar en un elevat 27,8%. Els cereals i derivats, en canvi, han pujat el 8,7% en l'últim any, gairebé un punt més que al febrer, arran de l'ascens dels preus mundials. Així, el preu de la pasta alimentària es va situar el 18,1% per damunt del març del 2007. No obstant això, el preu del pa, tot i col·locar-se en un alt 11,2%, va baixar en taxa interanual.

L'índex de preus de consum harmonitzat amb la Unió Europea va situar la taxa

FORTA ALÇA DELS VIATGES ORGANITZATS

Variació interanual del preu del viatge organitzat



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

anual en el 4,6%, amb un augment d'una dècima i mitja en relació amb el mes anterior. No obstant això, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va reduir en dues dècimes fins a 1,0 punts percentuals.

Tot i la recent remuntada dels preus del petroli, que s'han situat per damunt dels 100 dòlars per barril, la taxa d'inflació de l'IPC es podria moderar a partir del mes vinent. No obstant això, les tensions latents als mercats de primeres matèries, a causa d'un augment considerable de la demanda per part dels països emergents i d'algunes distorsions en l'oferta, comportaran que la taxa d'inflació se situï per damunt del 4% durant algun temps, per tendir cap al 3% al final de l'exercici.

La inflació dels preus industrials s'eleva fins el nivell més alt des del 1995

L'escalada del preu del petroli i d'altres primeres matèries va continuar pressionant els preus a l'engròs al març. D'altra banda, s'aprecia una certa translació de l'encariment dels costos als preus dels béns de consum.

La taxa de variació anual dels preus industrials va arribar al 6,9% al març, el nivell més alt des del juny de 1995. Aquesta pujada va ser deguda, sobretot, al component energètic, que s'ha incrementat el 14,6% en els dotze últims mesos. Els béns intermedis també es van tensar, amb una alça del 6,3% en relació amb el març del 2007. Els preus de la metal·lúrgia van repuntar fins a registrar un augment interanual del 4,1%. Els preus dels béns de consum van pujar lleugerament fins al 5,5% en relació amb un any abans, a causa del component durador. No obstant això, els productes alimentaris i begudes eren els que presentaven un increment interanual més intens, del 10,9%.

Els preus d'importació van moderar lleugerament la trajectòria alcista al febrer,

Disminució del diferencial d'inflació amb la zona de l'euro fins a un punt percentual.

Possiblement la inflació de l'IPC ja ha tocat sostre, però es mantindrà per damunt del 4% durant alguns mesos.

L'escalada del preu del petroli pressiona els preus a l'engròs.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2007											
Gener	–6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	–1,1	0,6	0,6	–0,3	7,7	–
Febrer	–6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	–2,5	0,3	0,3	–0,3	8,1	3,4
Març	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	–1,6	0,4	0,3	–0,2	7,2	–
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	–2,6	0,2	0,6	0,1	6,3	–
Maig	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	–2,8	0,9	1,5	0,1	5,9	3,2
Juny	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	–1,4	1,3	1,0	–0,1	6,1	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	0,9	–0,1	4,3	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,5	0,3	3,9	2,9
Setembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,2	3,1	–
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,0	0,6	0,0	1,9	–
Novembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,0	0,8	–0,1	0,7	2,9
Desembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,2	–0,2	0,7	–
2008											
Gener	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,8	1,1	0,5	1,7	–
Febrer	...	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,7	1,6	0,4	1,7	...
Març	...	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	...	...	...	...	–

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

L'apreciació de l'euro modera la trajectòria dels preus d'importació.

gràcies a l'apreciació de l'euro. D'aquesta manera, la seva taxa de variació anual va baixar una dècima fins al 6,7%. Aquesta inflació, relativament alta, era producte de l'encariment energètic, del 38,6% anual, ja que la inflació dels altres components no superava el 2%. Els preus dels béns d'equipament només han augmentat el 0,4% en els dotze últims mesos, situació que reflecteix també la forta competència als mercats internacionals i les millores de productivitat.

Pel que fa als preus agraris en origen, els preus percebuts pels agricultors es van incrementar l'11,1% al gener en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No obstant això, aquesta taxa va ser inferior en 6,5 punts a l'anotada al desembre del 2007, gràcies a l'alentiment dels preus dels productes agrícoles i ramaders, els quals, però, presentaven taxes de variació anuals elevades. El preu del bestiar d'escorxador va tendir a pujar, però només ha mostrat un augment del 0,8% en els dotze últims mesos.

Sector exterior

Balança de pagaments: el dèficit corrent es continua ampliant

Al gener, el dèficit de la balança per compte corrent va arribar als 11.951,2 milions d'euros, un desequilibri que se situa el 38,6% per damunt del registrat un any abans. En gran part, aquesta ampliació del dèficit corrent va ser deguda a l'augment dels dèficits comercial i de rendes (i, en menor grau, del dèficit de la balança de transferències), superior a l'increment del superàvit dels serveis.

Aquestes tendències no són significativament diferents de les exhibides uns mesos enrere. En termes d'acumulat dels dotze mesos que finalitzen al gener, mesurament que aproxima millor el recorregut a mitjà termini, el dèficit per compte corrent s'accelera el 25,8% interanual, fins als 22.459 milions d'euros. Gairebé la totalitat de l'ampliació del desequilibri corrent deriva de l'augment del dèficit de rendes i comercial, en aquest ordre d'importància. Tot plegat deixa molt sola la millora del superàvit dels serveis.

El dèficit corrent creix a un ritme del 26% interanual en els dotze últims mesos fins al gener.

BALANÇA DE PAGAMENTS

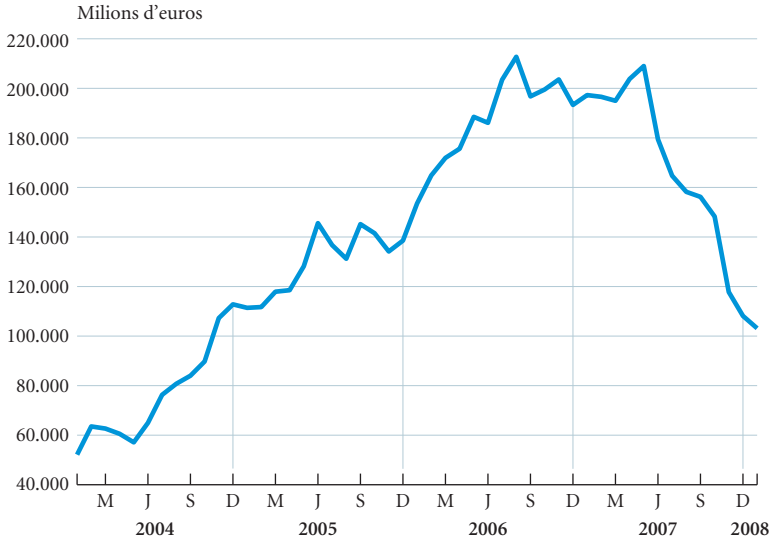
Gener 2008

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual Absoluta	Variació anual %
Balança corrent					
Balança comercial	–8.375	29,8	–90.383	–9.668	12,0
Serveis					
Turisme	*1.623*	*4,1*	*27.904*	*473*	*1,7*
Altres serveis	*–302*	*–50,3*	*–5.164*	*–52*	*1,0*
Total	1.321	38,8	22.740	421	1,9
Rendes	–3.636	86,5	–34.600	–12.230	54,7
Transferències	–1.260	7,5	–7.288	–981	15,5
Total	**–11.951**	**38,6**	**–109.530**	**–22.459**	**25,8**
Compte de capital	**1.234**	**–5,2**	**4.745**	**–2.365**	**–33,3**
Balança financera					
Inversions directes	–1.212	–42,4	–40.001	16.613	–29,3
Inversions de cartera	11.437	–31,6	97.822	–99.789	–50,5
Altres inversions	–6.839	–14,5	26.504	71.544	–
Total	**3.386**	**–48,8**	**84.325**	**–11.632**	**–12,1**
Errors i omissions	1.829	–	1.678	3.403	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	5.502	428,6	18.784	33.053	–

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.

LA CRISI *SUBPRIME* DEPRIMEIX LES ENTRADES D'INVERSIONS EN CARTERA

Inversions de cartera de l'exterior a Espanya, saldo acumulat de dotze mesos



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les entrades d'inversió estrangera en cartera es frenen i reflecteixen els efectes de la crisi financera global.

Un altre àmbit que té un interès especial, en l'actual context de crisi de les hipoteques *subprime*, és el dels fluxos financers. En saldo de dotze mesos, les entrades netes d'inversions de cartera van arribar al gener als 97.822 milions d'euros, és a dir, uns 100.000 milions d'euros menys als existents un any abans. Cal recordar que, fins al juny de l'any passat, les entrades d'inversions de cartera de l'exterior a Espanya exhibien una tendència alcista. A partir d'aquest mes, aquesta trajectòria es trunca i guanya en intensitat des del novembre de l'any passat. Per la seva banda, les sortides netes d'inversions directes, tot i ser negatives, tendeixen a reduir-se i se situen, en els dotze mesos que finalitzen al gener, en els 40.001 milions d'euros, una xifra que es col·loca el 29,3% per sota de la d'un any abans.

Sector públic

El superàvit de l'Estat es redueix a la meitat en el primer trimestre

La desacceleració econòmica es nota en l'evolució dels comptes públics. Després d'una forta expansió dels ingressos tributaris el 2007, en el primer trimestre d'enguany les entrades no financeres a les arques de l'Estat només van augmentar el 3,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior, incloses les quantitats cedides a les administracions autonòmiques i locals segons el sistema de finançament actual. D'aquesta manera, en els tres primers mesos de l'exercici, els ingressos de l'Estat es van incrementar a un ritme inferior al del producte interior brut (PIB) nominal i, fins i tot, al de la inflació.

Els impostos directes van augmentar l'11,5% fins al març en comparació amb el primer trimestre del 2007. La recaptació per l'impost sobre la renda de les persones físiques es va incrementar l'11,1%, a causa de l'augment de les retencions dels salaris i, sobretot, del capital. Aquest increment hauria estat del 12,2% un cop ajustat el ritme de realització de devolucions al d'una campanya tipus i depurat l'efecte de la nova deducció anticipada per naixement o per adopció de fills, que va representar 266 milions d'euros en els tres primers mesos de l'any. Per la seva banda, les entrades corresponents a l'impost de societats van créixer el 20,1%.

Els ingressos de l'Estat augmenten menys que la inflació a causa de la desacceleració econòmica.

En canvi, els ingressos provinents dels ingressos indirectes van caure el 3,6% en el

Caiguda de la recaptació de les operacions interiors de l'impost sobre el valor afegit.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

March 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	**6.547**	**14,1**	**38.181**	**1,1**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	4.538	17,2	21.033	11,1
Impost de societats	259	0,4	1.511	20,1
IVA	2.411	16,7	19.335	–5,7
Impostos especials	1.472	1,6	4.805	4,3
Resta	2.373	10,0	5.009	7,1
Total	**11.053**	**12,7**	**51.693**	**3,4**
Pagaments no financers	**9.106**	**–5,7**	**36.909**	**4,1**
Saldo de caixa	**–2.559**	**–34,6**	**1.272**	**–45,1**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***–6.105***	***–1,5***	***3.276***	***–51,4***

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.

Augment anual del 13% de les despeses no financeres en termes de comptabilitat nacional.

primer trimestre en relació amb l'any precedent, tot i la millora del mes de març. Aquest descens va ser motivat per una menor recaptació de les operacions interiors de l'impost sobre el valor afegit, que es van reduir el 7,4%, i reflecteix, sobretot, una menor activitat de les pimes de la construcció i de la promoció immobiliària i també una moderació del consum. Així mateix, també va influir en aquesta reducció 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.

Els tributs especials van augmentar el 4,3%, gràcies a un increment del 14,2% dels productes del tabac i de l'11,5% de l'electricitat. En canvi, la principal rúbrica d'aquest grup, els hidrocarburs, va baixar l'1,3% arran d'un menor consum de carburants, provocat pel seu encariment.

La resta d'ingressos no financers de l'Estat van pujar el 7,1%. En aquest apartat, destaca l'alça interanual del 22,9% del pagament a compte dels beneficis del Banc d'Espanya. Per la seva banda, les transferències de capital de la Unió Europea van disminuir de forma apreciable.

El governador del Banc d'Espanya reitera la necessitat del control de la despesa pública.

Pel que fa als pagaments, els corrents van pujar el 4,9% en el primer trimestre del 2008. Dins d'aquest grup, les despeses de personal van augmentar el 2,7%, mentre que les corresponents a béns i serveis van baixar l'1,2%. Les despeses financeres van augmentar el 14,6%, afectades pel calendari de venciments del deute públic.

Els pagaments de capital es van reduir l'1,8% en el mateix període. Les inversions reals es van mantenir en el mateix nivell de l'any anterior, ja que l'augment del 3,0% de la inversió civil va ser contrarestat per una davallada del 6,1% de la inversió del Ministeri de Defensa. Per la seva banda, les transferències de capital van disminuir el 4,3%.

No obstant això, en termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats en lloc dels pagaments efectivament realitzats, les despeses no financeres de l'Estat van pujar el 12,8%, molt per damunt de l'1,3% dels ingressos. D'aquesta forma, en termes de comptabilitat nacional, el superàvit de l'Estat registrat en el primer trimestre es va situar en 3.276 milions d'euros, menys de la meitat de l'anotat en el mateix període del 2007. Aquest total representa el 0,29% del PIB, 0,35 punts percentuals menys que en el primer trimestre del 2007.

En aquest context, cap a la meitat d'abril, el governador del Banc d'Espanya, Miguel Ángel Fernández Ordóñez, va advertir sobre la necessitat de control de la despesa. Així, va manifestar que cal evitar actuacions que puguin comprometre el manteniment de l'estabilitat pressupostària i que la política fiscal ha de mantenir un marge de maniobra.

Estalvi i finançament

Els tipus d'interès es resisteixen a baixar

Els tipus d'interès dels préstecs i crèdits al sector privat van oscil·lar al voltant dels nivells del final del 2007 en els dos primers mesos de l'exercici actual. Les expectatives que el tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu havia tocat sostre van frenar la trajectòria alcista dels tipus d'interès d'actiu iniciada cap a la meitat del 2005. D'aquesta manera, els tipus d'interès reals, descomptant la inflació, fins i tot van disminuir en accelerar-se els preus.

No obstant això, les tensions de liquiditat als mercats financers, desencadenades a l'estiu per la crisi de les hipoteques d'alt risc nord-americanes, van motivar que l'euríbor a un any, utilitzat com a referència hipotecària, repuntés al març en mitjana mensual després de dues caigudes mensuals consecutives i es col·loqués en el 4,59%. En les primeres setmanes d'abril, l'euríbor a un any va continuar pujant fins a la cota del 4,80% i va marcar un màxim anual.

La demanda de crèdit de les empreses i de les famílies es va continuar alentint al febrer, afectada per les expectatives econòmiques desfavorables. Així, el finançament al sector privat va augmentar el 14,3% en els dotze últims mesos fins al febrer, 0,9 punts menys que al desembre.

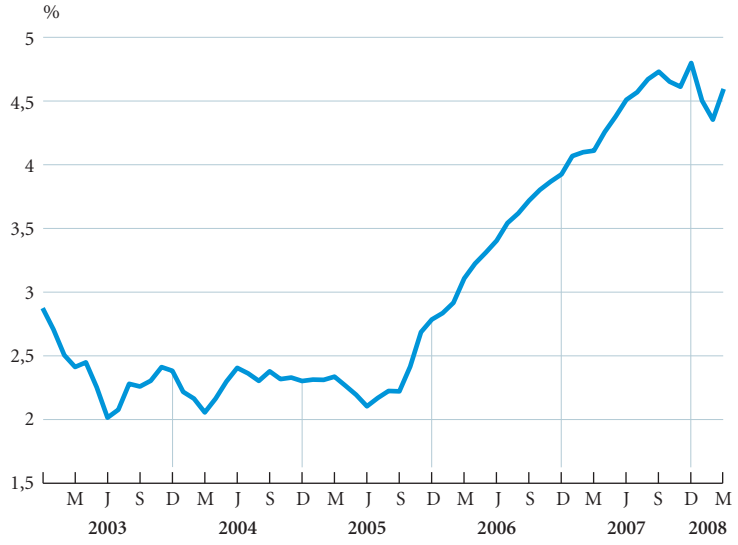
La moderació del creixement del finançament va afectar tant les famílies com les empreses. No obstant això, el crèdit a

Es redueix amb força el finançament de les empreses no financeres mitjançant emissions de valors.

Notable creixement dels arrendaments financers.

REPUNT DE L'EURÍBOR A UN ANY AL MARÇ

Euríbor a 12 mesos



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Febrer 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	87.442	–3.400	–3,7	4.526	5,5	4,9
Deutors amb garantia real (*)	1.078.310	9.938	0,9	130.752	13,8	60,7
Altres deutors a termini	502.844	4.961	1,0	78.862	18,6	28,3
Deutors a la vista	40.369	–203	–0,5	7.655	23,4	2,3
Arrendaments financers	46.369	76	0,2	6.106	15,2	2,6
Crèdits dubtosos	19.932	3.681	22,7	8.189	69,7	1,1
TOTAL	**1.775.266**	**15.054**	**0,9**	**236.090**	**15,3**	**100,0**

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

Alentiment dels préstecs per a la compra d'habitatge.

les societats no financeres continuava presentant una taxa de variació interanual sensiblement superior a la de les llars. Cal destacar que, des de l'inici de les tensions als mercats financers, s'ha reduït amb intensitat el creixement del finançament mitjançant emissions de renda fixa, que ha passat d'un augment anual superior al 30% a l'agost a un 13,9% al febrer. El crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant de les empreses, va reduir la taxa de variació anual al febrer, mentre que els arrendaments financers, canalitzats a la inversió, la va incrementar lleugerament fins al 15%.

El crèdit a les famílies va passar de créixer el 19,6% el 2006 a un ritme anual del 12,0% al febrer del 2008. Els préstecs per a la compra d'habitatge es van continuar alentint al febrer i van reflectir una menor demanda, influïda pels alts preus assolits i per unes condicions de finançament menys favorables. Però no solament es va alentir el finançament a l'habitatge. La caiguda de la confiança dels consumidors va incidir negativament en l'expansió del crèdit al consum. Així, la resta de crèdit a les llars va passar d'un creixement anual de l'11,2% al desembre al 10,3% al febrer.

La morositat repunta, però es manté en un nivell reduït.

D'altra banda, els crèdits dubtosos, amb endarreriments en els pagaments, han augmentat el 69,7% en els dotze últims mesos i han reflectit el canvi de fase del cicle econòmic. No obstant això, atès que la taxa de morositat va marcar un mínim històric al desembre del 2006, aquesta ràtio es col·locava en un nivell relativament reduït al final de febrer, l'1,12%, sensiblement per sota de la mitjana europea. A més a més, cal destacar que les entitats de crèdit espanyoles tenen un ampli matalàs de provisions per afrontar una pujada de la morositat.

Impuls dels dipòsits bancaris a termini

La marcada desacceleració econòmica en marxa es reflecteix també en el creixement dels dipòsits bancaris, que han passat de taxes de variació anual superiors al 20% a situar-se per sota del 15% en pocs mesos. D'aquesta manera, les entitats financeres han recorregut a l'emissió de valors a curt, i també a llarg termini, per cobrir la bretxa de finançament amb els crèdits.

Aquest alentiment de l'expansió dels dipòsits es va produir tot i una lleugera

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Febrer 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	417.524	–20.533	–4,7	–9.048	–2,1	31,7
A termini fins a 2 anys	382.111	29.405	8,3	116.976	44,1	29,0
A termini a més de 2 anys	396.323	–5.651	–1,4	53.772	15,7	30,1
Cessions temporals	79.372	–6.239	–7,3	–1.549	–1,9	6,0
Total	**1.275.331**	**–3.017**	**–0,2**	**160.152**	**14,4**	**96,8**
Dipòsits en monedes no euro	**41.851**	**–1.993**	**–4,5**	**5.072**	**13,8**	**3,2**
TOTAL	**1.317.182**	**–5.010**	**–0,4**	**165.224**	**14,3**	**100,0**

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

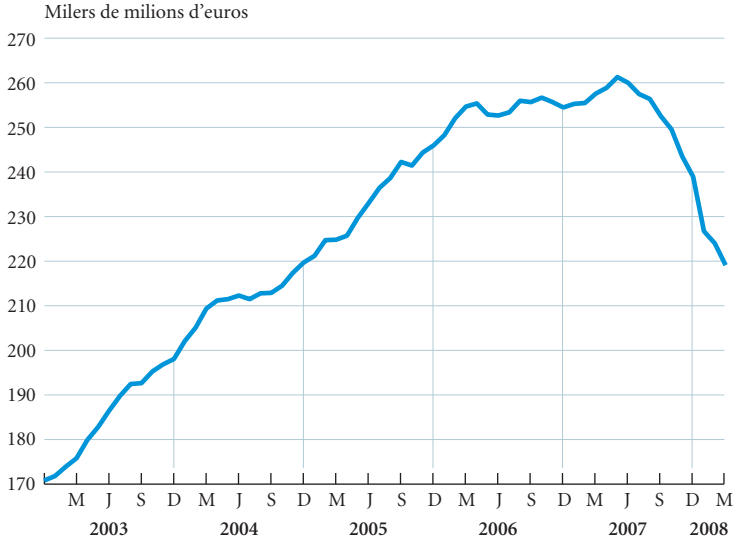
alça de la seva remuneració mitjana, que, no obstant això, no va compensar la pujada de la inflació, llevat del cas dels dipòsits a termini. En efecte, la retribució de les imposicions a termini es va situar en el 4,51% al febrer, però es mantenia en el mateix nivell del gener després d'una tònica de notables ascensos, esperonats per la necessitat de finançament de moltes institucions financeres davant de les distorsions viscudes als mercats a l'engròs.

Totes les modalitats de comptes van experimentar un cert alentiment del ritme de creixement, llevat dels dipòsits a termini fins a dos anys, que ostentaven, amb diferència, l'increment anual més intens, del 44,1%. Al pol oposat, els comptes a la vista, afectats per un baix nivell de rendi-

Lleuger augment de la retribució dels dipòsits en el primer bimestre.

NOVA CAIGUDA DEL PATRIMONI DELS FONS D'INVERSIÓ

Patrimoni total dels fons d'inversió mobiliària



FONT: Inverco.

La competència dels dipòsits i les turbulències financeres afecten negativament els fons d'inversió.

ment, presentaven una caiguda interanual del 2,1%.

L'ofensiva dels dipòsits per part de les entitats financeres va repercutir desfavorablement en les participacions en els fons d'inversió, afectats també per les turbulències als mercats financers, i, en particular, en els borsaris. En efecte, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va caure en 4.889 milions d'euros al març. La major part d'aquest decrement va ser degut a reemborsaments nets de participacions, que van sumar 3.714 milions d'euros, i la resta va correspondre a minusvàlues pel desfavorable comportament dels mercats financers. No obstant això, les retirades netes del maig van ser, juntament amb les del febrer, les més baixes dels set últims mesos, d'ençà que l'estiu passat va començar la crisi financera.

El patrimoni dels *hedge funds* continua augmentant.

Al març, els reemborsaments nets negatius van afectar gairebé totes les modalitats de fons, llevat dels garantits de renda fixa i de renda variable dels Estats Units. En el conjunt del primer trimestre, a part d'aquestes dues categories, van registrar subscripcions netes positives sobretot els fons de renda fixa a curt termini i els monetaris, que van actuar de refugi en un context de forta volatilitat als mercats financers.

Arran d'una desfavorable evolució de la majoria de mercats financers, la rendibilitat mitjana anual va ser negativa de l'1,2%, tot i que es registrava una àmplia dispersió, segons les diferents classes de fons. Així, els rendiments anuals van oscil·lar entre el 3,2% dels garantits de renda fixa i el 29,9% negatiu de la renda variable japonesa. Cal destacar que, en els disset últims anys, la rendibilitat mitjana anual ha estat del 4,6%, per damunt de la inflació.

Els dipòsits bancaris consoliden el seu pes en la cartera de les famílies en un terç del total.

D'altra banda, tot i que en un determinat moment de la crisi financera internacional es van situar en l'ull de l'huracà, el patrimoni dels fons d'inversió lliure, els *hedge funds*, va continuar augmentant al mercat espanyol. Cal recordar que van ser autoritzats fa relativament poc temps i que gaudeixen de més llibertat en les seves inversions. Així, el seu patrimoni total pujava a 1.196 milions d'euros al final del primer trimestre.

Reducció de la riquesa financera neta de les famílies el 2007

Els dipòsits bancaris de les famílies van créixer notablement el 2007, després de la modificació del règim fiscal dels productes financers, que va igualar-ne el tracte fiscal. D'aquesta manera, el seu pes en els actius financers de les llars es va consolidar i va augmentar lleugerament fins al 33,5%, una mica més d'un terç del total, tot i que lluny del 53,8% registrat al final del 1990, abans del procés de desintermediació financera.

La cartera de renda variable, incloses les participacions en fons d'inversió, constitueix la principal partida del patrimoni financer dels particulars, amb una participació del 42,4% del total al final del 2007. No obstant això, va experimentar un escàs creixement de l'1,9% el 2007, inferior al 5,1% dels actius financers totals, de manera que el seu pes va disminuir. No obstant això, en els set últims anys, els productes de renda variable van ser els que van pujar més. L'augment d'aquests instruments el 2007 va ser degut a les revaloracions, ja que es van registrar vendes netes d'aquests actius per valor de 6.632 milions d'euros, a causa, sobretot, de reemborsaments de participacions en fons d'inversió. En canvi, es van produir adquisicions netes d'accions cotitzades posseïdes directament per les famílies.

La participació dels productes d'assegurances disminueix per cinquè any conse-

RIQUESA FINANCERA NETA DE LES FAMÍLIES (*)

	2007			Variació anual		Variació en 5 anys	
	Milions d'euros	Estructura en %	% s/PIB	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Actius financers							
Efectiu	88.116	4,6	8,4	1.630	1,9	40.179	83,8
Dipòsits	641.427	33,5	61,1	56.715	9,7	216.970	51,1
Valors diferents d'accions	47.717	2,5	4,5	6.548	15,9	19.478	69,0
Accions i participacions en fons d'inversió	811.550	42,4	77,3	14.971	1,9	408.204	101,2
Reserves tècniques d'assegurança	260.222	13,6	24,8	10.572	4,2	85.572	49,0
Altres	65.034	3,4	6,2	2.957	4,8	27.157	71,7
Total	**1.914.067**	**100,0**	**182,3**	**93.395**	**5,1**	**797.560**	**71,4**
Passius financers							
Préstecs	878.187	94,1	83,6	97.397	12,5	498.418	131,2
Altres	54.741	5,9	5,2	–2.676	–4,7	3.681	7,2
Total	**932.929**	**100,0**	**88,9**	**94.722**	**11,3**	**502.099**	**116,5**
Riquesa financera neta	**981.138**	**–**	**93,5**	**–1.327**	**–0,1**	**295.461**	**43,1**

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

cutiu, però la dels fons de pensions puja lleugerament.

Els productes d'assegurances es van incrementar un modest 4,2%, menys que la mitjana. D'aquesta manera, el seu pes en el total va continuar disminuint per cinquè any consecutiu fins al 13,6%. Per classes, els més dinàmics van ser els de no vida, que van pujar una mica per damunt del total. La participació dels fons de pensions es va incrementar molt lleugerament fins al 6,0%.

Pel que fa a l'efectiu, el 2007 la seva expansió es va frenar amb força fins a l'1,9%. Així, el seu pes es va reduir al 4,6%, quota sensiblement inferior al 7,8% registrat al final del 1991.

A l'altre costat del balanç financer de les llars, els passius financers es van incrementar l'11,3%, taxa que dobla amb escreix la dels actius. Majoritàriament, els passius estan constituïts per préstecs, en especial a llarg termini per a la compra d'habitatge. El volum de préstecs de les famílies s'ha triplicat en els set últims anys. D'aquesta manera, al final del 2007, els préstecs representaven el 132,1% de la renda bruta disponible. Els préstecs van pujar fins a 19.393 euros per capita el 2007.

D'aquesta forma, la riquesa financera neta de les famílies, definida com els actius financers menys els passius financers, va experimentar el 2007 una lleugera davallada del 0,1% fins als 981.138 milions d'euros, per bé que, en els cinc últims anys, ha augmentat el 43,1%. En relació amb el producte interior brut, va caure fins al 93,5%. Per persona, la riquesa financera neta va ser de 21.667 euros, l'1,9% menys que l'any anterior.

La participació dels productes d'assegurances disminueix per cinquè any consecutiu, però la dels fons de pensions puja lleugerament.

Frenada de l'expansió de l'efectiu.

L'endeutament de les famílies puja al 132% de la renda bruta disponible.

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

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

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

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