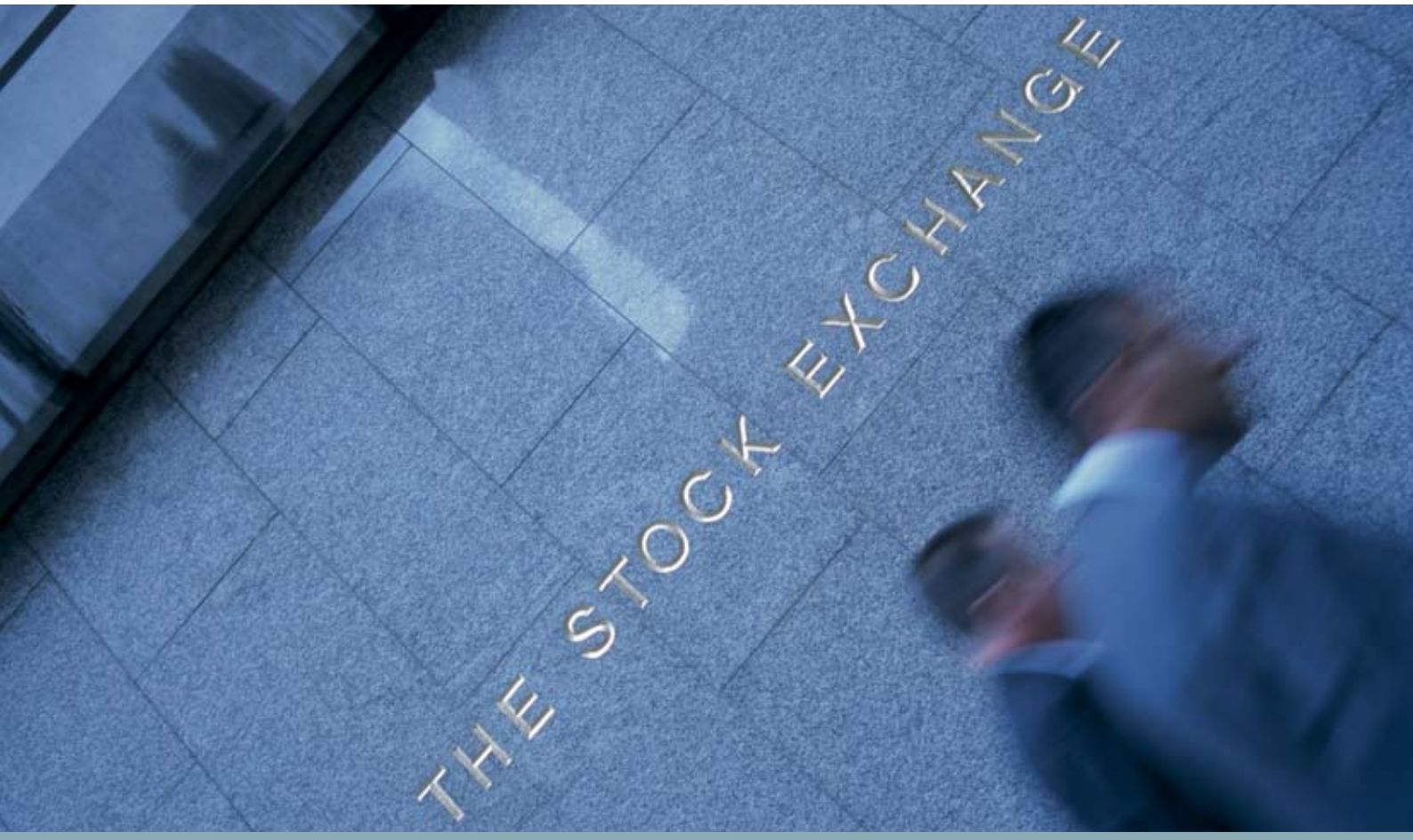
OCTUBRE 2008

Informe Mensual



NÚMERO 317

Convulsió en el sistema financer Pàg. 10
La crisi iniciada a l'estiu del 2007, lluny d'haver-se resolt, amenaça amb ser la pitjor des del 1929

Regulació financera: rumb a Basilea III? Pàg. 29
Ateses les turbulències actuals, propostes per millorar la regulació bancària

La Fed i el BCE reaccionen als moviments en els mercats financers? Haurien de fer-ho? Pàg. 35
Com han de respondre els bancs centrals a les oscil·lacions dels preus dels actius?

Banca relacional vs. *mercats: retorn als orígens?* Pàg. 69
La crisi *subprime* ha posat en evidència la vulnerabilitat i els riscos d'un model de banca molt allunyat del tradicional

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2007	2008	2009	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions					Previsions	
Producte interior brut								
Estats Units	2,0	1,8	1,3	2,3	2,5	2,1	1,3	1,3
Japó	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Regne Unit	3,0	1,2	1,7	2,9	2,3	1,5	0,7	0,5
Zona de l'euro	2,6	1,4	0,9	2,1	2,1	1,4	1,0	0,9
Alemanya	*2,6*	*1,7*	*0,8*	*1,7*	*2,6*	*1,7*	*1,2*	*1,2*
França	*2,1*	*1,2*	*1,0*	*2,2*	*2,1*	*1,1*	*0,6*	*0,9*
Preus de consum								
Estats Units	2,9	4,6	3,0	4,0	4,1	4,4	5,3	4,4
Japó	1,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,5	1,5
Regne Unit	2,3	3,6	2,8	2,1	2,4	3,3	4,6	4,0
Zona de l'euro	2,1	3,5	2,5	2,9	3,4	3,6	3,8	3,2
Alemanya	*2,3*	*2,8*	*2,1*	*3,1*	*2,9*	*2,9*	*3,1*	*2,4*
França	*1,5*	*3,0*	*2,0*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,2*	*2,7*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,4	1,1	0,6	2,9	2,2	1,2	0,7	0,2
Consum de les AP	4,9	4,2	5,0	4,4	3,6	3,8	4,3	5,0
Formació bruta de capital fix	5,3	–1,0	–3,4	4,5	2,5	–0,2	–2,4	–3,8
Béns d'equipament	*10,0*	*1,5*	*–2,0*	*7,1*	*5,2*	*2,3*	*0,5*	*–2,0*
Construcció	*3,8*	*–3,5*	*–5,7*	*2,9*	*0,3*	*–2,4*	*–5,1*	*–6,4*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	1,1	0,3	3,8	2,8	1,5	0,5	–0,2
Exportació de béns i serveis	4,9	3,8	3,2	4,0	4,3	4,1	3,5	3,1
Importació de béns i serveis	6,2	2,2	1,3	4,9	4,1	2,3	1,5	0,8
Producte interior brut	**3,7**	**1,4**	**0,7**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**	**0,4**
Altres variables								
Ocupació	2,9	0,0	–0,9	2,2	1,4	0,4	–0,5	–1,3
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	10,7	12,7	8,6	9,6	10,4	10,8	11,8
Índex de preus de consum	2,8	4,4	2,9	4,0	4,4	4,6	4,9	3,8
Costos laborals unitaris	2,9	3,4	2,7	3,0	3,9	3,6		
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–10,2	–10,0	–10,5	–12,0	–9,5		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,8	–9,8	–9,6	–11,2	–9,0		
Saldo públic (% PIB)	2,2	–1,5	–2,2					
MERCATS FINANCERS		Previsions					Previsions	
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	2,2	2,1	4,5	3,2	2,1	2,0	2,0
Repo BCE	3,8	4,1	4,3	4,0	4,0	4,0	4,2	4,3
Bons EUA 10 anys	4,6	3,8	4,5	4,3	3,6	3,9	3,8	3,9
Bons alemanys 10 anys	4,1	3,9	4,1	3,9	3,4	4,1	4,1	4,0
Tipus de canvi								
$/Euro	1,37	1,52	1,44	1,45	1,50	1,56	1,51	1,50

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Convulsió en el sistema financer
14 Japó
16 Brasil
18 Argentina
20 Primeres matèries

22 Unió Europea
22 Zona de l'euro
25 Alemanya
26 França
27 Itàlia
28 Regne Unit
29 Regulació financera: rumb a Basilea III?

32 Mercats financers
32 Mercats monetaris i de capital
35 La Fed i el BCE reaccionen als moviments en els mercats financers? Haurien de fer-ho?

45 Conjuntura espanyola
45 Activitat econòmica
49 Mercat de treball
53 Preus
58 Sector exterior
62 Sector públic
65 Estalvi i finançament
69 Banca relacional* vs. *mercats: retorn als orígens?

Crema Wall Street

Algú podia preveure el que ha succeït aquest mes de setembre, mes *horribilis* de les finances globals? No és probable. Amb prou feines en tres setmanes, hem assistit a la major operació de rescat financer per part del govern nord-americà, que el primer diumenge del mes assumia la gestió de les dues grans hipotecàries del país, Fannie Mae i Freddie Mac; just una setmana després, suspenia pagaments el banc d'inversió Lehman Brothers, mentre que un altre banc d'inversió anyenc, Merrill Lynch, era adquirit pel Bank of America per evitar-ne el col·lapse; el dimarts 16 de setembre, el govern dels Estats Units, juntament amb la Reserva Federal, el banc central del país, organitzava una operació de rescat per evitar la fallida de l'American International Group, la primera entitat asseguradora mundial; el 17 de setembre, un dels grans bancs hipotecaris del Regne Unit i el número u en dipòsits, HBOS, es va veure forçat a fusionar-se amb Lloyd's per evitar mals majors; el 18 de setembre, els principals bancs centrals es tornaven a coordinar per donar liquiditat a uns mercats al caire de l'atac de nervis; el 25 de setembre, s'anunciava la fallida de Washington Mutual, la més important en la història de la banca comercial dels Estats Units. La història no s'ha aturat aquí, sinó que continua...

Què ha passat? La concatenació de fets que ha desembocat en la situació actual és llarga. A l'origen, com no podia ser d'una altra manera, hi ha una bombolla d'actius, en aquest cas els preus de l'habitatge als Estats Units, alimentada pel sobtat enlairament de les hipoteques *subprime*, concedides a clients d'escassa solvència, i estimulada per unes condicions monetàries extremadament laxes que esperonaven l'endeutament de les famílies i de les entitats financeres. En el desenvolupament del problema trobem unes pràctiques bancàries irresponsables, dutes a terme per una banca paral·lela composta per bancs d'inversió, vehicles «fora de balanç» i altres entramats financers que han generat un enorme volum d'actius «tòxics», sostingut per uns nivells de palanquejament desorbitats. La valoració d'aquests actius és gairebé impossible, i, avui en dia, estan disseminats per tot el món, en gaudir de les màximes benediccions de les agències de qualificació de riscos i en estar garantits per algunes de les institucions actualment en suspensió de pagaments. Al fons del problema queden els reguladors del sistema financer nord-americà, aparentment incapaços de veure la bomba de rellotgeria que es desenvolupava davant seu.

Les primeres conseqüències han estat més d'un any de fortes tensions a tots els mercats financers. Les entitats que han patit més les conseqüències del *tsunami* són les que depenien més dels mercats a l'engròs com a font de finançament, les més exposades als «actius tòxics» o les que presentaven un grau de palanquejament financer que ha fet que les pèrdues hagin provocat un fort deteriorament de les ràtios de capital. Però ningú no sortirà indemne d'aquesta crisi. L'escassetat de crèdit, després d'una etapa d'elevat endeutament, no augura res de bo per a l'economia real. Les solucions no seran ràpides ni barates, i, ara com ara, no és possible fer previsions fiables. Cal frenar la caiguda dels preus dels actius per reparar així els balanços dels bancs, tornar la confiança als inversors i normalitzar el funcionament dels mercats financers. Es tracta d'una emergència, ja que l'evolució de la crisi evoca la gran depressió del 29. Un cop encarrilada la situació dels mercats financers, serà l'hora de treure les corresponents lliçons. En particular, la regulació bancària haurà d'assegurar que les iniciatives d'innovació financera rebin el suport de prou capital, que l'exposició al risc sigui raonable i que les operacions siguin adequadament transparents en totes les seves etapes. La crisi *subprime* ha posat en evidència la vulnerabilitat i els enormes riscos d'una forma de fer banca molt allunyada del model tradicional.

RESUM EXECUTIU

El mes de setembre passarà als annals de la història financera.

En deu dies, el govern dels Estats Units intervé les agències hipotecàries Fannie Mae i Freddie Mac, Lehman Brothers es veu empès al concurs de creditors...

...i es nacionalitza la més gran asseguradora mundial.

Mercats financers: màxima tensió

Al setembre, les finances mundials han viscut un dels mesos més convulsos de la seva història. La crisi va tenir l'epicentre als Estats Units a l'estiu del 2007, en un petit segment del mercat hipotecari. Però les reverberacions han arribat a gairebé tots els racons del planeta, i, lluny d'atenuar-se, les repercussions són cada cop més grans. Els vertiginosos vaivens dels mercats i les excepcionals mesures adoptades aquest mes de setembre el converteixen en un període difícilment repetible. Vegem la seqüència dels esdeveniments.

La primera bomba va ser l'anunci de la nacionalització de les agències hipotecàries Fannie Mae i Freddie Mac per part del Tresor nord-americà, amb el suport de la Reserva Federal, el banc central, i d'altres autoritats econòmiques. El diumenge 7 de setembre, amb la finalitat d'evitar la fallida de dues institucions que, conjuntament, garanteixen gairebé la meitat del mercat hipotecari del país, el govern es feia càrrec temporalment de la gestió. A més a més, decidia la injecció d'uns 200.000 milions de dòlars, en el que havia de ser la major operació de rescat en la història dels Estats Units. El rescat no va sorprendre gaire els mercats (de fet, la base legal per a la intervenció datava d'una disposició del Congrés del juliol), que ja havien retallat enormement el preu de les accions respectives i que, per tant, van reaccionar de manera positiva.

Per si hi havia algun dubte, el rescat de les hipotecàries posava en relleu el nucli del problema, una crisi immobiliària que, probablement, passarà a la història com una de les més virulentes i que, ara com ara, encara no deixa veure el seu final. Aquest és el nus gordià que fins ara no ha estat possible trencar: mentre els preus de l'habitatge no deixin de caure (i les últimes dades ens recorden que preus i transaccions continuen a la baixa), el sistema bancari nord-americà continuarà sota una enorme pressió, si no s'adopten mesures excepcionals.

Però el drama amb prou feines acabava de començar. El cap de setmana del 13 i 14 de setembre, en maratonianes sessions de negociació, es va tractar de trobar comprador per a Lehman Brothers, un històric banc d'inversió amb necessitats urgents de recapitalització. L'absència de candidats va forçar l'entitat a acollir-se al concurs de creditors el dilluns següent, dia 15, i va presentar un passiu proper als 700.000 milions de dòlars, la major contingència esdevinguda als Estats Units. Al mateix temps, de forma inesperada, Bank of America, el primer banc comercial nord-americà en aquella data, adquiria un altre dels grans bancs d'inversió al caire del precipici, Merrill Lynch. La decisió, afavorida en part pel Tresor i per la Reserva Federal, tractava d'anticipar un moviment brusc dels mercats a la recerca de la següent baula feble de la banca d'inversió.

La treva, però, duraria poc. Els dubtes sobre la solvència de la primera asseguradora mundial, American International Group, van forçar una mesura excepcional, la nacionalització del 80% del seu capital el dia 17 de setembre. Al mateix temps, s'instrumentava un préstec d'emergència de la Reserva Federal que pujava a 85.000 milions de dòlars. Un altre gegant financer que passava a mans de l'Estat en considerar les autoritats els pe-

rills de la seva caiguda per a l'estabilitat del conjunt del sistema financer, és a dir, el seu risc sistèmic. Massa gran per caure.

Gairebé al mateix temps, les autoritats monetàries instrumentaven una important operació coordinada d'injecció de liquiditat. Malgrat tot, la desconfiança i la fugida cap a la qualitat limitaven el funcionament del mercat: les borses patien sensibles descensos i el tipus d'interès dels actius públics nord-americans –els més segurs per a l'inversor– se situaven en mínims des dels bombardejos de Londres durant la Segona Guerra Mundial.

Precisament a la *City* s'havia de desenvolupar un nou episodi de la crisi financera. Si la conjuntura econòmica nord-americana troba algun paral·lelisme, aquest és el cas britànic, caracteritzat per una profunda crisi immobiliària i amb un sector financer sofisticat i amb un elevat pes en l'activitat econòmica. No va sorprendre, per tant, que la major entitat hipotecària britànica, HBOS, fos comprada el dia 17 per Lloyds TSB amb el beneplàcit de les autoritats econòmiques del Regne Unit, disposades fins i tot a posar al paire certes normes de defensa de la competència. Amb múltiples fronts oberts, amb descontrol inflacionista i a les portes de la recessió, a causa de l'enfonsament de la demanda interna, el govern de Gordon Brown intenta trobar solucions d'urgència a una situació que amenaça amb desbordar-lo.

Malgrat les transcendentals accions governamentals als Estats Units i les actuacions coordinades dels bancs centrals, la percepció dominant als mercats era que la situació era molt lluny d'estar sota control. El dia 18 es va començar a gestar un gir copernicà en la direcció de la crisi: es filtrava a la premsa la preparació d'un important pla de rescat per al malmès sistema de crèdit nord-americà. L'endemà, 19 de setembre, Henry Paulson, secretari del Tresor, el presentava oficialment. En aquesta primera proposta, la mesura fonamental era la creació d'un fons destinat a comprar actius deteriorats dels balanços bancaris per un màxim de 700.000 milions de dòlars. La reacció dels mercats, amb notables pujades de les borses, suggeria que la seva estabilització, un dels objectius del pla, podia ser assolida.

Al llarg dels dies següents, es van anar coneixent els detalls del pla i va començar la negociació política entre demòcrates i republicans perquè el tràmit parlamentari se seguís amb èxit. A mesura que es desvetllaven aquests aspectes concrets i que la negociació se saldava amb èxit, una certa tranquil·litat va acompanyar l'evolució dels mercats. Els candidats a la presidència del país van donar suport explícit al pla. Cap al final del mes, el pla, anomenat Llei d'Estabilització Econòmica d'Emergència del 2008, era a punt de ser aprovat pel Congrés, i es preveia que el Senat li donaria suport poc després.

Simultàniament, els dos últims bancs d'inversió –Goldman Sachs i Morgan Stanley– sol·licitaven fitxa bancària, es reconvertien en *holdings* bancaris convencionals i tancaven, així, gairebé l'etapa de la banca d'inversió en el sistema bancari nord-americà. En paral·lel, els moviments corporatius s'intensificaven. JP Morgan Chase es feia amb la primera institució d'estalvis del país, Washington Mutual, que es veia empesa a una possible fallida. El *holding* financer nipó Nomura adquiria les divisions asiàtiques, de l'Orient Mitjà i europea de Lehman Brothers. El banc Mitsubishi UFJ adquiria el 20% de Morgan Stanley. Finalment, el financer Warren Buffet anunciava la decisió de comprar el 9% de Goldman Sachs.

Europa no ha quedat al marge de la tempesta. Els seus mercats financers s'han mogut en el deixant dels nord-americans. Tot i que hi ha importants diferències nacionals, alguns sistemes bancaris pateixen els efectes de la crisi *subprime* amb espe-

Tot plegat no és suficient per tornar la confiança als mercats, i els bancs centrals han d'aportar enormes injeccions de liquiditat.

El govern dels Estats Units opta per anunciar un magne pla de rescat dels actius deteriorats en els balanços bancaris, l'import del qual puja a 700.000 milions de dòlars.

El frenesí corporatiu no s'atura...

...i Europa no s'escapa de la crisi global, com ho palesen els contratemps de diverses entitats.

cial intensitat. Per esmentar alguns exemples importants, tres entitats han hagut de ser rescatades sota diverses fórmules: la britànica Bradford & Bingley, la belga Fortis i l'alemanya Hypo Real Estate.

En aquest context, destaca l'estabilitat de la banca espanyola, a causa de la seva baixa exposició als derivats hipotecaris nord-americans que han desencadenat el problema i gràcies a una política reguladora per part del banc central molt més rigorosa pel que fa a la gestió del risc i a la capitalització de les entitats. L'elevada capitalització i les provisions realitzades en els temps de bonança col·loquen la banca espanyola en una situació més favorable per resistir l'embat de les turbulències financeres, per bé que la seva virulència no permet pensar que cap sistema financer en sigui totalment immune.

L'economia del continent té davant seu una important desacceleració de l'activitat.

També s'ha esvaït la idea que el cicle econòmic europeu resistirà sense gaires problemes l'empitjorament del context internacional. La contracció del crèdit i el deteriorament de la confiança, que afecta els bancs, les empreses i els consumidors, són dos llasts que ja afecten de forma apreciable la demanda interna del continent. A més a més, un cert alentiment global de la demanda externa amenaça amb negar un motor de creixement europeu important, les exportacions.

La sortida de la crisi dependrà críticament de l'immobiliari nord-americà, de la resistència dels emergents i de la normalització del crèdit.

No és estrany, per tant, que fins i tot la Comissió Europea doni per descomptada una recessió tècnica –és a dir, dos trimestres consecutius amb caiguda del producte interior brut– a Alemanya, el Regne Unit i Espanya. L'economia espanyola pateix la conjunció de la tempesta financera amb el final del llarg cicle de creixement immobiliari, una combinació que ha comportat una brusca aturada del creixement de l'activitat i una sobtada escalada de l'atur. A més a més, comparteix amb els socis comunitaris la realitat d'una ràpida moderació del consum i de la inversió en equipament. En aquest context, la treva inflacionista que ha obert el descens dels preus del petroli ha estat rebuda com aigua de maig, en especial si es compleixen les previsions que la millora de la inflació es mantindrà en els propers mesos.

Cal desitjar que els esdeveniments del setembre signifiquin el punt culminant de la tempesta financera i que l'imprescindible clima de confiança es restableixi com més aviat millor. Però la magnitud de la crisi obliga a revisar a la baixa les previsions de creixement de les economies desenvolupades. Fins i tot comptant amb l'aprovació d'un pla de salvament extraordinari per a les finances nord-americanes i amb les actuacions excepcionals adoptades per les autoritats europees, la factura sobre l'economia real serà considerable. Perquè la recuperació no es dilati excessivament en el temps és necessari, a més a més, que les economies emergents segueixin el rumb expansiu. Les dificultats de Rússia en els últims mesos ens recorden que es tracta d'un grup de països amb una resistència limitada a una contracció global del creixement i dels fluxos financers. Una altra condició, esmentada més amunt, és que l'ajustament immobiliari nord-americà comenci a donar algun respir, per alleujar, així, el dany que causa a la confiança del consumidor. L'horitzó econòmic no ha de ser tan tenebrós com algunes veus apocalíptiques anuncien. Potser cal recordar les paraules de Winston Churchill, que, en un dels moments més crítics de la Segona Guerra Mundial, anunciava: «Això no és el final. Ni tan sols el principi del final. Però és, potser, el final del principi.»

29 de setembre de 2008

CRONOLOGIA

2007

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**.
	30	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 2,00%.
juliol	**3**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,25%.
	11	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 146,6 dòlars per barril.
	15	L'**euro** cotitza a 1,599 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.
agost	**14**	El govern posa en marxa un **programa de 24 reformes econòmiques** per al 2008 i el 2009.
setembre	**19**	El Govern dels Estats Units presenta un **pla de rescat del sistema bancari nord-americà** per un import de 700.000 milions de dòlars.

AGENDA

Octubre

- **2** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **3** Índex de producció industrial (agost).
- **14** IPC (setembre).
- **15** IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- **23** Comerç exterior (agost).
- **24** Enquesta de població activa (tercer trimestre).
- **27** Preus industrials (setembre).
- **28** Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
- **29** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **30** Avanç IPCH (octubre). PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
- **31** Balança de pagaments (agost).

Novembre

- **4** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- **6** Índex de producció industrial (setembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **12** IPC (octubre).
- **13** Avanç del PIB (tercer trimestre).
- **14** PIB de la UE (tercer trimestre). IPC harmonitzat de la UE (octubre).
- **19** Comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).
- **25** Preus industrials (octubre). Ingressos i pagaments de l'Estat (octubre).
- **26** Comerç exterior (setembre).
- **28** Balança de pagaments (setembre). Avanç IPCH (novembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

El PIB dels Estats Units creix el 2,2%, però la crisi financera serà un llast important per a l'activitat.

La feblesa del consum privat i el dèficit pressupostari van per llarg.

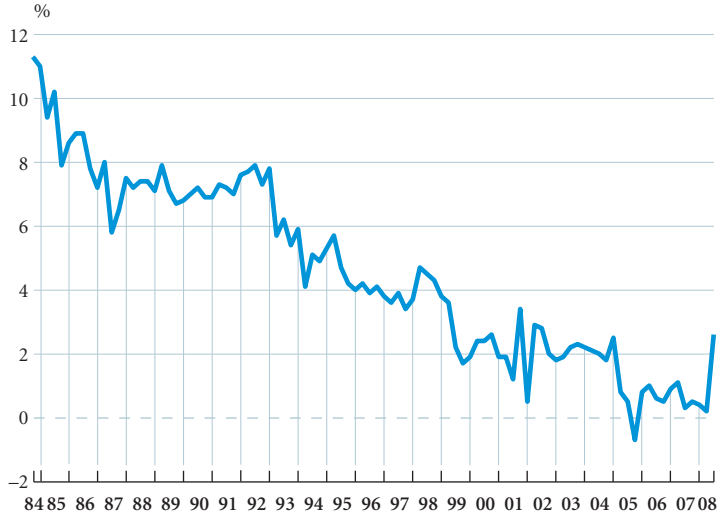
Estats Units: apuntalar el sistema financer i l'activitat econòmica

El dilema recurrent de la política econòmica de decidir quin és el més apressant dels dos mals tradicionals, baix creixement o inflació, ha quedat aquest cop resolt a favor del primer. El producte interior brut (PIB) nord-americà va créixer el 2,2% interanual en el segon trimestre, i, en termes intertrimestrals anualitzats, l'avanç va ser d'un aparentment vigorós 3,3%. No obstant això, la intervenció *in crescendo* de l'administració en ajuda de les entitats financeres mostra que, ara com ara, la prioritat és salvar el sistema i impedir la total congelació del crèdit. Primer va ser una provisió d'uns 200.000 milions de dòlars per donar suport a les agències hipotecàries Fannie Mae i Freddy Mac; després va venir la presa de control per part de la Fed de l'asseguradora AIG, amb un préstec de 85.000 milions, i, finalment, hi ha la intenció d'avalar els actius deteriorats de les entitats de crèdit amb fons públics, que podria costar, en una primera estimació, 700.000 milions, el 5% del PIB nominal.

Aquesta actuació necessària tindrà, però, conseqüències duradores. L'aparent final de la banca d'inversió independent hauria de comportar més estalvi i menys palanquejament, però el punt de partida queda lluny d'aquest objectiu. Segons l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic, el dèficit públic estructural per al 2008 és del 5,2% del PIB, xifra que, després dels últims successos, hauria d'evolucionar a l'alça. D'al-

ESTATS UNITS: HA COMENÇAT LA RECUPERACIÓ DE L'ESTALVI?

Estalvi de les llars en relació amb 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			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,8	2,0	1,8	2,8	2,3	2,5	2,2	–	...
Vendes al detall	5,8	4,0	4,0	4,1	4,7	3,0	2,6	2,1	1,6
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	57,3	51,9	56,9
Producció industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,9	0,3	–0,4	–1,5
Índex Activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	49,5	50,0	49,9
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–22,1	–27,3	–33,7	–33,1	–39,0	–35,3	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,7	6,1
Preus de consum	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,6	5,4
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–730,7	–701,4	–700,3	–697,8	–699,6	–704,4	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	5,4	5,4	4,9	3,0	2,8	2,8	2,8
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,9	70,9	74

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

tra banda, en el segon trimestre, els consumidors estalvien el 2,6% de la seva renda disponible, més que en períodes anteriors, però encara clarament per sota de valors més desitjables. Conseqüentment, el consum privat, àncora de l'economia, es continua desaccelerant en aquest procés de potenciació de l'estalvi que encara es troba en una fase inicial. La inversió en equipament també es desaccelera, mentre que continuen els forts descensos en la inversió residencial. El sector exterior passa, així, a ser el suport més sòlid del creixement, gràcies a l'afeblida demanda d'importacions i a la renovada competitivitat de les exportacions que atorga un dòlar barat. Ara com ara, es defuig la recessió, però el veritable problema continua essent l'acumulació de trimestres de creixement feble, amb unes perspectives per al 2009 que, en el millor dels casos, auguren un perfil baix.

El sentiment dels consumidors, l'indicador més seguit del qual, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, va pujar a l'agost de 51,9 a 56,9 punts, un nivell que continua en la banda baixa dels 30 últims anys, confirma aquesta tesi d'alentiment prolongat. El que caracteritza aquests últims mesos és el transvasament de la feblesa del component d'expectatives al component de percepció de la situació actual. Així, mentre les primeres pugen lleugerament des de mínims històrics, les segones continuen cedint terreny. Coherents amb el sentiment a la baixa dels consumidors, les vendes al detall de l'agost van perdre gairebé tot el repunt dels tres mesos anteriors i van confirmar la tendència a la baixa. Exclosos els automòbils i la benzina, les vendes van recular a l'agost en relació amb el mes anterior, la qual cosa redueix l'avanç acumulat en els dotze últims mesos fins al 3,0% inter-

El pessimisme dels consumidors es trasllada de les expectatives al present.

Els empresaris veuen menys tensions de preus en una evolució a la baixa.

anual, xifra que, descomptant les variacions de preus, es tradueix en un magre 0,4%. Per la seva banda, les compres d'automòbils del mateix període acumulen un descens del 13,5% interanual.

La visió empresarial, tot i que més assossegada en un principi, també s'acull a aquesta tendència a la baixa, com ho palesa l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management, que, a l'agost, va continuar molt a la vora del nivell d'equilibri dels 50 punts, on hi ha tantes respostes optimistes com pessimistes. L'índex de manufactures va quedar en el nivell dels 49,9 punts i el dels serveis, per la seva banda, va pujar fins als 51,6 punts. La millor notícia cal buscar-la, en els dos casos, en la moderació de l'índex de preus, tot i que encara continua en nivells elevats, i en l'alça de les exportacions manufactureres. Però, mentre que l'ocupació i les noves comandes continuen en una zona d'indefinició, la tendència general continua essent de davallada sostinguda.

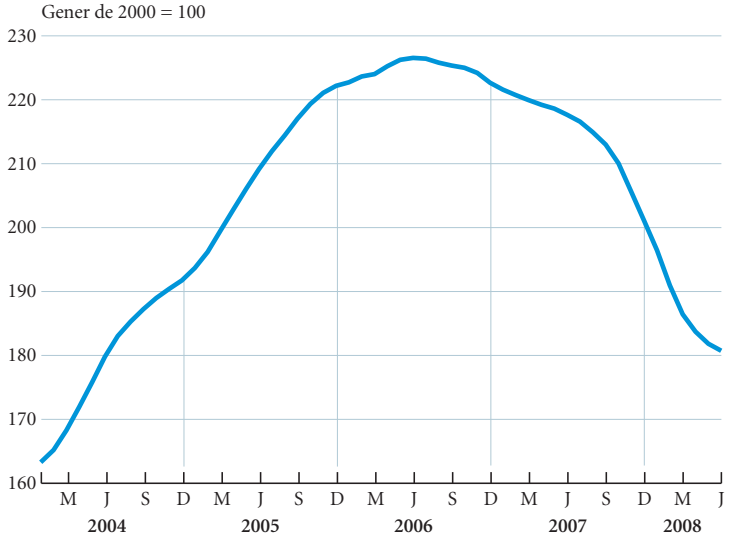
L'habitatge continua sense tocar fons i el valor dels immobles acumula un descens del 20%.

La despesa en construcció del segon trimestre va disminuir el 15,8% en relació amb el període anterior en termes anuals i, tot i que millora el descens de períodes previs, dista molt d'haver tocat fons. En aquesta tessitura, els últims indicadors de l'oferta intensifiquen les caigudes. Així, els habitatges iniciats van caure a l'agost el 33,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, un indicador avançat de l'anterior, van baixar un similar 36,4%.

Pel que fa a la demanda, la situació és més preocupant. El preu dels immobles continua disminuint la riquesa percebuda de molts consumidors, i, al juny, l'índex Case-Shiller va mantenir les davallades amb una reculada acumulada del 20,3% en relació amb el màxim del juny del 2006, que, si s'afegeix a la pujada de l'IPC, representa una pèrdua de valor del 26,0%. Tampoc no millora la liquiditat dels immobles, ja que, al juliol, es trigava, de mitjana, 11,2 mesos a vendre un habitatge, el

ESTATS UNITS: EL PREU DELS IMMOBLES CONTINUA A LA BAIXA

Índex Case-Shiller del preu de l'habitatge



FONTS: Standard & Poor's i elaboració pròpia.

ESTATS UNITS: EL DETERIORAMENT DE L'OCUPACIÓ S'INTENSIFICA

Creació de llocs de treball en els dotze últims mesos

FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

doble del que es necessitava fa només dos anys, el nivell màxim des de l'inici de l'indicador, el 1999. La intensitat de la reculada ja no augmenta com en mesos anteriors, però la millora és molt petita, i seria prematur concloure que els preus han tocat fons. Per bé que, pel que sembla, els descensos de les vendes s'han estabilitzat, situació que hauria de comportar una estabilització i una posterior disminució dels habitatges vacants, la feblesa del mercat de treball continuarà pesant sobre la demanda.

I és que el deteriorament de l'ocupació s'intensifica. A l'agost, es van destruir 84.000 llocs de treball, que, juntament amb les revisions a la baixa dels dos mesos previs, duen el total de llocs de treball perduts enguany fins als 605.000. Així, el nombre de llocs de treball privats no agrícoles va baixar el 0,2% interanual. El cert és que, des de l'octubre del 2007, es confirma, mes rere mes, una constant reculada del mercat laboral. Coherent amb aquest ombrívol panorama, la taxa d'atur de l'agost es va enfilar fins al 6,1% de la població activa, el 30% per damunt de la corresponent al mateix període de l'any passat, i tot plegat amb uns salaris que, en un any, han perdut el 2,2% del poder adquisitiu i continuen en els nivells del 2001.

El mercat laboral evoluciona a la baixa, l'atur puja al 6,1% i la inflació arriba al 5,4%.

Tot i l'alentiment de la marxa de l'activitat econòmica, continuen sense moderar-se les pressions sobre l'índex de preus al consum (IPC), que, a l'agost, va avançar el 5,4% interanual. No obstant això, la variable clau és el component subjacent, el general sense aliments ni energia, que es manté en el 2,5%. Els preus de producció del mateix període es van incrementar el 9,7% interanual, que continua sense traslladar-se als consumidors.

Per la seva banda, la balança comercial de béns i serveis va presentar al juliol un dèficit de 62.198 milions de dòlars. Un augment del 8,5% interanual que té el petroli com a principal responsable, ja que, en el mateix període, el dèficit sense el petroli ni els seus productes derivats va

El dèficit comercial als sectors no petroliers es redueix el 43%.

Convulsió en el sistema financer

La crisi financera global ha complert un any des del seu inici a l'estiu del 2007, i, lluny d'haver-se resolt, la seva gravetat fa que se la compari amb la famosa crisi produïda després del crac borsari de l'any 1929. Per això és important entendre el desenvolupament de les turbulències que afecten el conjunt de l'economia mundial.

Abans de repassar les causes, l'impacte i les respostes institucionals per afrontar la crisi, cal recordar en què consisteix l'instrument financer que va actuar d'espoleta, les hipoteques *subprime* als Estats Units. Es tracta d'un crèdit hipotecari concedit a clients de baixa solvència, els quals, conseqüentment, presenten un risc més elevat d'impagament que els clients «normals». La qualificació de *subprime* s'aplica quan es concedeixen a persones amb un historial de crèdit problemàtic o que no aporten tota la documentació necessària (per exemple, sobre les fonts d'ingressos). També es considera que la hipoteca és *subprime* si la seva quantia representa un percentatge molt alt del preu de l'habitatge finançat (més del 85%) o si el pagament mensual supera el 55% dels ingressos disponibles. En ser més arriscades, els clients han de pagar un diferencial sobre el tipus de referència entre el 2% i el 3% superior al d'una hipoteca estàndard o *prime*.

Es considera que la crisi *subprime* es va iniciar a l'agost del 2007, però el seu origen es remunta als anys precedents. Quines són les seves causes? Es poden destacar quatre factors principals. En primer lloc, l'enorme bombolla especulativa dels actius immobiliaris als Estats Units. L'increment del preu de l'habitatge durant els anys anteriors a l'esclat de la crisi va ser espectacular. Fins al punt que les famílies solien ampliar les hipoteques per finançar despeses corrents, com les vacances o la compra d'automòbils. La garantia era el valor de l'habitatge, sempre a l'alça.

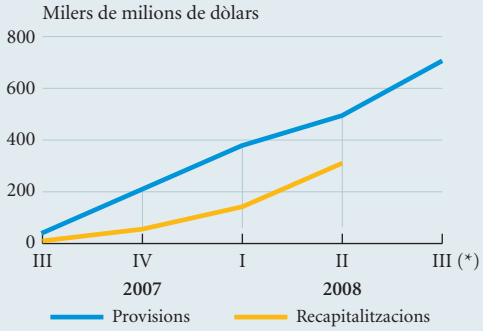
El segon factor que va propiciar la crisi va ser l'absència de regulació sobre les hipoteques *subprime* als Estats Units. Ni el banc central ni cap altre regulador havien dissenyat una regulació mínima per evitar abusos en la concessió d'aquest tipus d'hipoteques. Una situació perillosa, ja que aquest segment hipotecari comporta més riscos i ha acabat propiciant el procés de contagi que hem viscut.

El tercer element va ser el mal disseny dels incentius en la concessió d'hipoteques *subprime*. Els comercials de les institucions de crèdit tenien el salari vinculat al volum que aconseguien col·locar. L'objectiu d'aquests agents era vendre el màxim nombre d'hipoteques *subprime*, i el que menys importava era si el risc era assumible per part del banc o de la caixa. És a dir, sense valorar si la probabilitat que el client pogués tornar el préstec era raonable.

Fins aquí, una errònia política de riscos no hauria transcendit més enllà dels directament implicats. Però la titulització d'aquests crèdits va ser la via per la qual el virus tòxic de les *subprime* es va dispersar per tot el món. En què consisteix la titulització? Al requadre «Banca relacional *vs*. mercats: retorn als orígens?», s'explica en detall les característiques del fenomen. En el cas que ens ocupa, cal precisar que la majoria de les hipoteques de baixa qualitat van ser atorgades per entitats financeres no prenedores de dipòsits. Per obtenir finançament per dinamitzar la seva activitat, aquestes entitats es desprenien d'aquestes hipoteques i les venien a bancs comercials o bancs d'inversió, els quals, al seu torn, «empaquetaven» les hipoteques barrejades en blocs i emetien bons de titulització de deute que utilitzaven les hipoteques *subprime* originals com a garantia o col·lateral. I aquests nous bons van ser distribuïts a tot tipus d'inversors institucionals –fons d'inversió, companyies d'assegurances, tresoreries d'institucions de crèdit– en una multitud de països.

TENSIONS EXTRAORDINÀRIES ALS MERCATS

Provisions i recapitalitzacions des de l'inici de la crisi hipotecària *subprime*



Evolució de l'índex de renda variable Eurostoxx50

Prima de risc dels bons AAA dels Estats Units

Prima de risc dels bons de baixa qualitat creditícia dels Estats Units

Tipus d'interès de les lletres del Tresor dels Estats Units a 3 mesos

Euríbor a tres mesos

NOTA: (*) Estimació.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Un altre element que va afavorir la dispersió i la multiplicació del «virus *subprime*» va ser el creixent grau de palanquejament o endeutament del sector financer en un entorn de polítiques monetàries extremadament laxes. Cal recordar que, després de l'esclat de la bombolla tecnològica a la borsa l'any 2000, la Reserva Federal va abaixar el tipus d'interès oficial fins a l'1% per apuntalar l'economia. Passats uns anys, i després que l'economia s'estabilitzés i comencés a créixer d'una manera sòlida, cap a l'any 2004, el banc central va començar a apujar el ti-

pus d'interès de referència des de l'1% fins al 5,25% del 2006. L'augment del tipus d'interès oficial va tenir dos impactes en l'economia. En primer lloc, va frenar en sec l'augment del preu de l'habitatge, el qual, fins i tot, va invertir la tendència i va començar a caure. En segon lloc, la morositat va començar a augmentar, ja que un ampli percentatge de famílies que havien contractat aquestes hipoteques no podien afrontar els pagaments per l'augment de les quotes hipotecàries.

Una altra complicació letal és que, com els bons hipotecaris *subprime* no cotitzen en mercats organitzats i la seva complexitat és tan alta, se solen utilitzar models matemàtics sofisticats per calcular-ne el preu. No obstant això, l'augment de la morositat hipotecària va obligar a reconèixer que alguns dels productes financers no podrien recuperar el capital invertit. Aquesta incertesa sobre el valor real d'aquests actius i sobre la viabilitat de les institucions que garantien les hipoteques es va transformar en una crisi de confiança que es va difondre per tots els mercats financers. El mercat interbancari, on els bancs es presten diners, va començar a patir fortes tensions, en créixer la desconfiança sobre la capacitat dels participants d'afrontar les obligacions financeres. Paral·lelament, es va registrar un fort augment dels diferencials de crèdit dels bons d'empreses privades i una intensa caiguda a les borses, un altre símptoma inequívoc de «fugida cap a la qualitat».

Atès aquest panorama, els bancs centrals van començar a intervenir de forma coordinada per injectar liquiditat en el sistema financer internacional. L'inici d'aquestes intervencions es va produir a partir de l'agost de l'any passat. Fins i tot alguns bancs centrals, com el d'Anglaterra i la Reserva Federal, van haver de modificar l'estratègia d'intervenció i van ampliar les finestretes de liquiditat a disposició de les institucions de crèdit que patien aquests problemes.

En aquest context, els bancs van començar a reconèixer que havien de dotar provisions per les pèrdues produïdes en aquests instruments financers. Ara com ara, aquestes provisions anunciades han superat els 500.000 milions de dòlars i no s'aturaran aquí. Atesos la depreciació dels actius del balanç i el deteriorament de les ràtios de capital, alguns bancs han aconseguit defensar-se mitjançant ampliacions de capital, en què han estat actors destacats els fons sobirans de diversos països asiàtics i de països exportadors de petroli. Aquesta necessitat d'augmentar els recursos líquids en banca ha provocat un despalanquejament bancari global, és a dir, una reducció del nivell d'endeutament. Aquest procés, en ser àmpliament estès, crea una espiral negativa en què la venda d'actius en fa caure el preu i provoca un major deteriorament dels balanços dels bancs, que es veuen obligats a continuar venent actius que perden valor a gran velocitat.

Però no totes les institucions han pogut trampejar la tempesta, i s'ha produït un seguit de fallides o de rescats d'entitats. Les entitats que han patit més les conseqüències d'aquesta crisi financera són les que més depenien dels mercats a l'engròs com a font de finançament, les més exposades als «actius tòxics» o les que tenien un grau de palanquejament financer que ha comportat que les pèrdues hagin provocat un fort deteriorament de les ràtios de capital.

La cascada d'entitats que no han pogut superar el virus tòxics es va iniciar abans que la crisi comencés de forma oficial a l'agost del 2007. Així, el 2 d'abril del 2007, feia fallida l'entitat amb més pes en la concessió d'hipoteques *subprime*, New Century Financial. Era el primer avís del que va venir després. El 16 d'agost del 2007, la major hipotecària nord-americana, Countrywide, evitava *in extremis* la fallida després d'un préstec d'11.000 milions de dòlars concedit per diversos bancs. Quatre dies més tard, però, les males notícies saltaven a l'altre costat de l'Atlàntic i es feia públic el rescat del banc regional públic alemany Sachsen LB per part d'un grup de caixes d'estalvis per valor de 17.300 milions d'euros. També a l'agost es produïa el rescat del banc alemany IKB Deutsche Industriebank amb una injecció de 3.500 milions d'euros, que, al final, va ser insuficient, i que, el 21 d'agost del

2008, era adquirit per la firma de capital privat Lone Star Funds. Però potser la fallida més dramàtica d'aquest període es produïa el 13 de setembre del 2007, quan el Banc d'Anglaterra havia d'acudir al rescat del Northern Rock, cinquè banc hipotecari del país, quan a les portes de les seves oficines es van formar cues de clients per retirar els dipòsits.

Atès el caire que adoptaven els esdeveniments, el 10 d'octubre del 2007 es va crear la Hope Now Alliance per part del govern dels Estats Units i membres del sector financer, un programa de renegociació d'hipoteques *subprime* destinat a evitar, en la mesura del possible, l'embargament de més habitatges. L'any 2008 es va iniciar sense un horitzó clar de solució de la crisi. Però la realitat va superar els pronòstics més pessimistes. Entre el 14 i el 16 de març del 2008, la Reserva Federal feia un pas insòlit en impulsar (amb la garantia pública) un pla de rescat per al cinquè banc d'inversions del país, Bear Stearns, que, finalment, va ser adquirit per JP Morgan Chase.

En un primer moment, semblava que la fallida de Bear Stearns i la decidida acció de la Fed havien aconseguit que la crisi toqués fons. Però res més lluny de la realitat. El mes de setembre ha estat, probablement, el pitjor de la història financera nord-americana. Atès el progressiu agreujament dels problemes de descapitalització, caiguda del valor de les accions i elevada desconfiança dels mercats, el 5 de setembre del 2008, el govern federal dels Estats Units va decidir intervenir les agències hipotecàries Fannie Mae i Freddie Mac, les quals garantien gairebé la meitat del total del mercat hipotecari nord-americà, que és d'uns 12 bilions de dòlars. El govern va assumir la gestió de forma temporal i els directius en van ser apartats. Es pensa injectar-hi uns 200.000 milions de dòlars per evitar-ne la fallida, de manera que serà la major operació de rescat de la història del país.

Però aquí no s'acaba la cosa. El 15 de setembre, es feien públiques la compra del banc d'inversions Merrill Lynch per part de Bank of America i la fallida del quart banc d'inversions nord-americà, Lehman Brothers. El 17 de setembre, es coneixia la nacionalització parcial de la companyia d'assegurances AIG per part de la Reserva Federal, que adquiria el 79,9% de les accions de la primera asseguradora mundial i concedia un préstec per valor de 85.000 milions de dòlars. El 25 de setembre, feia fallida Washington Mutual, la fallida més gran de la història de la banca comercial dels Estats Units. La institució tenia actius per valor de 309.731 milions de dòlars i 2.600 oficines. El regulador financer va intervenir l'entitat, la qual, finalment, ha estat adquirida per JP Morgan Chase.

Atès aquest angoixant panorama, el secretari del Tresor, d'acord amb la Reserva Federal, ha presentat un pla de rescat del sistema financer que consisteix en la creació d'un fons d'uns 700.000 milions de dòlars per comprar actius deteriorats, sobretot bons hipotecaris, amb l'objectiu d'estabilitzar els mercats financers i sanejar els balanços dels bancs. Aconseguirà aturar la sagnia? Pel que fa a l'economia nord-americana i, de retruc, a l'economia mundial, més val que sigui així. Un col·lapse del sistema financer té efectes devastadors sobre la resta de l'economia. Els bancs centrals i la resta d'institucions mundials amb responsabilitats financeres intenten que els engranatges del motor financer no quedin clavats. En qualsevol cas, la recuperació de la normalitat serà lenta i costosa. Lenta perquè la resolució d'un augment de la morositat bancària requereix un prolongat període de temps, i més si l'abast de la fallida bancària adquireix les dimensions actuals. I el cost serà alt perquè els fons necessaris per impulsar nous projectes d'inversió es dedicaran a reparar la salut dels sistemes financers. Per aquest motiu, és important trobar, com més aviat millor, una solució global i ràpida que permeti reparar els balanços dels bancs, normalitzar l'anòmala situació als mercats de crèdit i posar a disposició de les famílies i de les empreses els recursos necessaris per finançar els seus projectes.

El PIB del Japó creix el 0,8%, i consum privat, exportacions i inversió van a menys.

baixar el 43,5%. Les exportacions van continuar avançant a bon ritme, amb un creixement del 20,1% interanual, però les importacions, amb un increment del 16,8%, les van seguir de prop. La recent moderació del preu de les primeres matèries, en especial del petroli, millora les perspectives per al sector exterior a curt termini. A llarg termini, dependrà de l'estalvi dels consumidors i de l'administració.

Japó: s'estreny el cordó umbilical de les exportacions

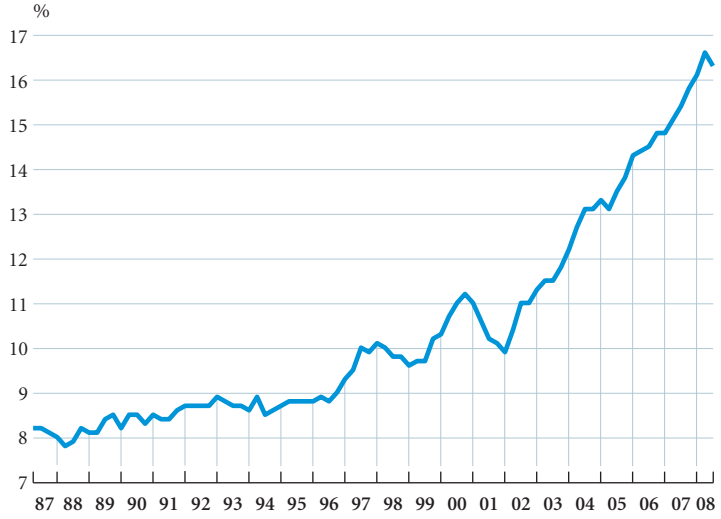
Segons l'última estimació, el PIB del segon trimestre va créixer el 0,8% interanual i va intensificar la trajectòria de desacceleració. Les correccions a la baixa més intenses van correspondre a exportacions i inversió en equipament, mentre que continua l'extrema feblesa del consum privat. Aquesta dependència del sector exterior queda il·lustrada pel fet que exportacions i inversió en equipament són el 31,9% de la totalitat de l'economia japonesa, mentre que, fa deu anys, representaven el 24,0%. La importància relativa d'aquests dos components s'incrementa de forma secular, però, des del 2002, es produeix una acceleració, en la seva major part provocada per la força de les exportacions. Amb una demanda global en reculada, el terç més dinàmic de l'economia juga en clar desavantatge.

El mercat immobiliari està paralitzat, però els preus no baixen.

El mercat immobiliari, en canvi, només absorbeix el 3,3% de l'activitat econòmica. No obstant això, la seva influència més important sobre els desanimats consumidors cal buscar-la, mitjançant l'efecte riquesa, en l'evolució dels preus, els quals van continuar pujant a l'agost a l'àrea de Tòquio. Això indicaria que no hi ha gaires perills, però el volum de vendes és avui un indicador més consistent de la marxa del mercat immobiliari japonès. En els vuit primers mesos d'enguany, les vendes van cedir un rotund 39,3% interanual. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats del gener al juliol van recular el 6,6% interanual, percentatge que, tot i ser relativament moderat, mostra que el sector

JAPÓ: LA IMPORTÀNCIA DE LES EXPORTACIONS

Quota de les exportacions sobre el PIB



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

continua sense trobar una via clara de recuperació.

Entre els indicadors de demanda més recents, cal destacar la confiança del consumidor en mínims històrics i unes vendes al detall que, al juliol, van continuar estancades. Per la seva banda, les vendes d'automòbils del període gener-agost van créixer el 0,7% interanual, i la seva recuperació perd força.

Pel costat de l'oferta, els vents continuen essent d'atonia en el millor dels casos i justifiquen el viratge pessimista en la percepció del Banc del Japó. La producció industrial va mostrar modestos símptomes de recuperació després de diversos mesos nefastos i al juliol va créixer l'1,2% interanual. Per la seva banda, la producció industrial de béns de consum del mateix període va mostrar un increment més convincent, el 6,3%. Al capítol de la formació de capital, les expectatives per als propers mesos continuen essent poc clares a causa del descens exportador.

Al front inflacionista, el que continua marcant el pas dels índexs és l'encariment de les primeres matèries, llegeixi's el petroli, i no el vigor de la demanda interna. Així, mentre que l'IPC del juliol va pujar el 2,3% interanual, el màxim dels 16 últims anys, l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va registrar un increment del 0,2% interanual. Això suggereix que, atesa l'evolució del preu del petroli als mercats internacionals, el camí de la inflació japonesa en els propers mesos serà de moderació.

Per la seva banda, la taxa d'atur del juliol va tenir un descens mínim i, en situar-se en el 4,0% de la població activa, va posar fi a la seva tímida escalada. Al mercat laboral japonès, el problema continua centrat en els salaris, que, al juliol, van acumular un descens del 3,8% interanual, amb una important caiguda, en l'últim mes, dels corresponents al sector manufacturer.

Al sector exterior, atesa la reducció de la demanda d'importacions per part dels

La indústria conserva un perfil baix, i no es veuen indicis de recuperació.

El petroli empeny els preus cap amunt el 2,3%, i l'atur continua al voltant del 4%.

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			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	2,4	2,0	1,8	1,8	1,4	1,2	0,8	–	...
Producció industrial	4,2	2,9	2,4	3,1	2,7	2,5	1,0	1,2	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	19,0	11,0	5,0	–	...
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–2,8	–36,9	–27,1	–8,9	–10,9	19,2	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	...
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	–0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	10,3	9,8	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	81,1	77,1	75,7	76,9	78,4	83,4	82,6	80,6	80,7

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

Les exportacions recuperen un mínim vigor gràcies a les vendes a Àsia.

Estats Units, les esperances se centren, sobretot, a Àsia, que rep la meitat de les exportacions nipones. El superàvit acumulat en els dotze últims mesos fins al juliol es va reduir fins als 9,8 bilions de iens, el 12,7% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior. Al juliol, les exportacions van recuperar el to i van créixer el 5,1% interanual, però es van mantenir per sota del que era habitual fins llavors. Les últimes dades del registre de duanes corresponents al juliol mostren una recuperació de les exportacions destinades a la resta d'Àsia, en especial a la Xina, que ha de compensar les disminucions de vendes derivades de la feblesa econòmica d'Europa i dels Estats Units.

Brasil: creixement amb risc d'inflació

El creixement del Brasil, del 6,2%, es basa més en la inversió que en el consum, mentre que el sector exterior continua a la baixa.

En el segon trimestre, el PIB brasiler va continuar avançant amb fermesa, amb un increment del 6,2% interanual, per damunt de la mitjana dels últims anys. El principal protagonisme de l'activitat va continuar centrat en la demanda interna, però amb menys consum i amb més inversió. Així, el consum privat va avançar al 6,2% interanual i, mantenint una línia de robustesa, va dibuixar una clara tendència de desacceleració, mentre que la inversió, amb un increment del 16,2%, va mantenir un to elevat amb una certa tendència a l'alça. El disminuït sector exterior va continuar evidenciant un perfil erràtic, ja que, tot i que les exportacions es van recuperar i van avançar el 5,1% interanual, el seu creixement va quedar molt per sota de les importacions, que van continuar disparades i van avançar un considerable 25,8% interanual. El consum públic, per la seva banda, va mantenir el repunt del primer trimestre i va créixer el 5,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior, molt per damunt del que ha estat la norma fins ara.

Entre els últims indicadors d'activitat, destaca la producció industrial, que va mantenir la recuperació iniciada al començament del segon trimestre i, al juliol, va créixer el 8,5% interanual. En una línia més rotunda, la producció industrial de béns de capital va mantenir el creixement de dos dígits i va registrar uns guanys del 22,3% interanual, que deixen constància de l'auge de la inversió privada que s'observa en els comptes nacionals. Arran d'aquestes tendències, la utilització de la capacitat productiva va repuntar fins al 83,9%, prop ja dels màxims registrats en la segona meitat del 2007.

Pel que fa a la demanda, les vendes al detall van créixer al juliol l'11,0% interanual i mantenen, al llarg d'enguany, una robustesa que no es donava en els últims anys. Les compres d'automòbils del període gener-agost van créixer el 25,1% interanual, percentatge que, tot i mostrar un ritme vigorós, evidencia una certa desacceleració en els últims mesos en relació amb la força del començament de l'any.

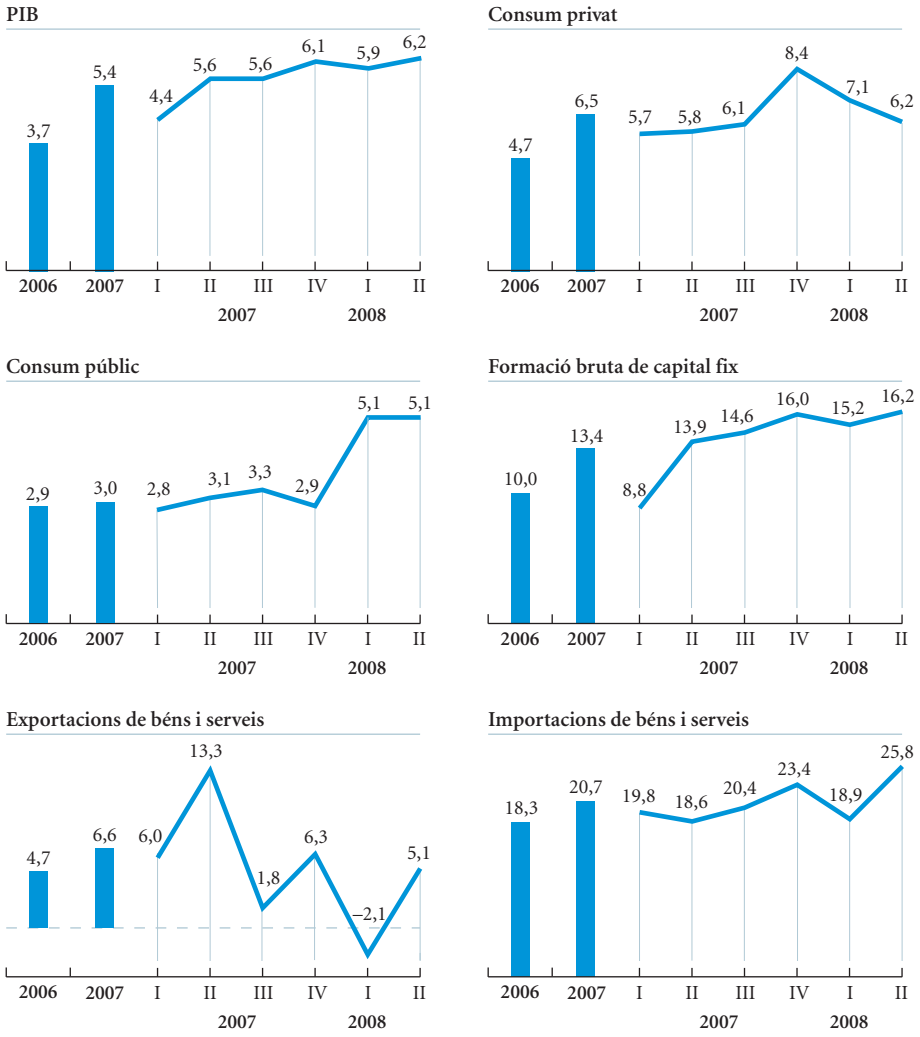
La inflació repunta fins al 5,8%, i és difícil que les mesures fiscals i monetàries aconsegueixin que baixi del 5% el 2008.

Aquesta força de la demanda interna, juntament amb l'encariment global de l'energia i dels aliments, continua provocant tensions inflacionistes, tot i que, en els últims mesos, ja no es pot parlar d'acceleració. Així, l'IPC va pujar a l'agost el 6,2% interanual i ha estabilitzat una tendència a l'alça iniciada cap a la meitat del 2007. No obstant això, les tensions continuen, ja que els preus a l'engròs van pujar el 15,7% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Per pal·liar aquest increment dels preus, el banc central ha apujat el tipus de referència de forma progressiva fins al 13,0% actual. El govern també pretén aplicar mesures d'austeritat fiscal.

Així i tot, en els dotze últims mesos fins al juliol, el superàvit fiscal abans dels in-

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.

teressos del deute va ser del 4,4% del PIB, gràcies als ingressos de les arques públiques per la forta activitat econòmica, i de la millora en la qualificació del deute brasiler, situació que ha de comportar descensos en els tipus d'interès. Això ajudaria a reduir el dèficit públic total, que, en els dotze últims mesos fins a l'abril, es va situar en l'1,9% del PIB. Per la seva banda, el mercat de treball ha invertit la lleugera tendència negativa, i, amb l'ajuda del dinamisme de la demanda interna, la taxa d'atur del districte de São Paulo va continuar baixant i es va situar, al juliol, en el 12,7% de la població activa. Al sector exterior, l'apreciació del real va continuar contribuint al deteriorament del superàvit comercial, que, en els dotze últims mesos fins a l'agost, va ser de 29.475 milions de dòlars, 14.584 milions menys que en el mateix període de l'any anterior.

L'atur torna a baixar i el superàvit comercial continua minvant.

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

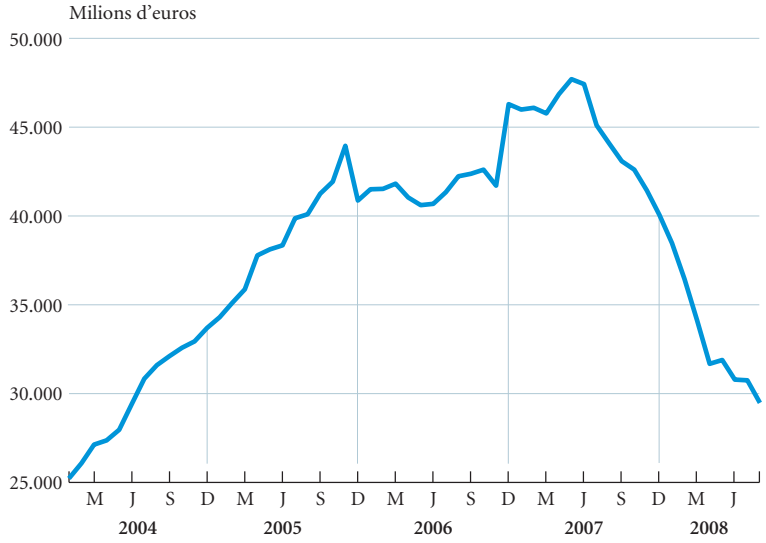
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007			2008			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	3,7	5,4	5,6	5,6	6,1	5,9	6,2	–	...
Producció industrial	2,8	6,0	5,8	6,3	7,9	6,4	6,1	8,5	...
Taxa d'atur São Paulo (*)	15,9	15,0	15,6	15,0	14,0	13,8	13,7	12,7	...
Preus de consum	4,2	3,6	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,4	6,2
Balança comercial (**)	46,3	40,0	47,4	43,1	40,0	34,1	30,8	30,7	29,5
Tipus del banc central (***)	15,1	12,0	12,3	11,4	11,3	11,3	11,9	13,0	13,0
Rals per dòlar	2,2	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6

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

Argentina: una llarga expansió limitada pels preus

L'Argentina creix el 7,5% gràcies a la demanda interna.

L'expansió de l'economia argentina continua, amb un PIB del segon trimestre que va créixer un notable 7,5% interanual. No obstant això, aquesta portentosa marxa de l'activitat, dominada per la demanda interna, confirma una tendència d'alentiment, en especial en el consum privat, que es va desaccelerar fins a una taxa del 7,6% interanual. La inversió va trencar de forma abrupta la tendència alcista dels últims temps i va créixer el 12,4%, quan, en el primer trimestre, havia arribat al 20,3%. Per la seva

banda, al sector exterior, domina la forta correcció de les exportacions, que van recular l'1,8% interanual, resultat que contrasta amb els avanços de dos dígits del final del 2007. En contrast, les importacions van continuar creixent amb força i van pujar el 22,8%.

El gran perill de l'economia argentina continua essent la inflació. A l'agost, l'IPC va cedir un terreny mínim i es va situar en el 9,0% interanual. Xifra elevada que, malgrat tot, podria estar subestimant la inflació real. Continuen, així, les pressions alcistes dels preus, tot i que una mica més moderades que al passat mes de maig. Els preus a l'engròs de béns nacionals es van incrementar l'11,6% i els dels béns importats van pujar un més contundent 16,6%. En segon lloc, el conflicte amb els agricultors continua generant colls d'ampolla que aviven les tensions dels preus.

Els indicadors de demanda més recents no trenquen la continuïtat del cicle expansiu. Les vendes al detall de la regió de Buenos Aires van créixer al juliol el 18,7% interanual i, en el total de grans magatzems, van pujar el 32,2%, una nítida desacceleració, però a partir d'uns ritmes de creixement explosius que, en termes de volum, descomptant la pujada dels preus, semblen més raonables. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins a l'agost es va continuar desaccelerant, tot i que l'increment es va mantenir en un respectable 12,9% interanual. Una desacceleració lògica a mesura que es van assolint nivells més normals i que queda només el 10% per sota del màxim històric. Al costat de l'oferta, la producció industrial presenta una tendència de desacceleració cada cop més definida, amb un avanç del 2,4% interanual, percentatge molt inferior al predominant el 2007 i a l'inici del 2008.

Per sectors, l'automòbil es va recuperar amb forces renovades d'un momentani descans i va mostrar, al juliol, un increment del 42,0% interanual. Les indústries metàl·liques i l'alimentació van perdre força, però no la producció industrial del sector de l'acer, que es va incrementar el 44,3% interanual. La indústria química va continuar llanguint i el sector de l'energia va continuar reculant. Per la seva banda, al juliol, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció va mantenir una mica del repunt dels mesos previs amb un increment del 9,7%, mentre que l'Indicador de l'Activitat Industrial va avançar el 9,4%.

La inflació continua en el 9% i persisteixen les pressions alcistes.

El consum al detall i la producció industrial es desacceleren, però la construcció repunta.

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

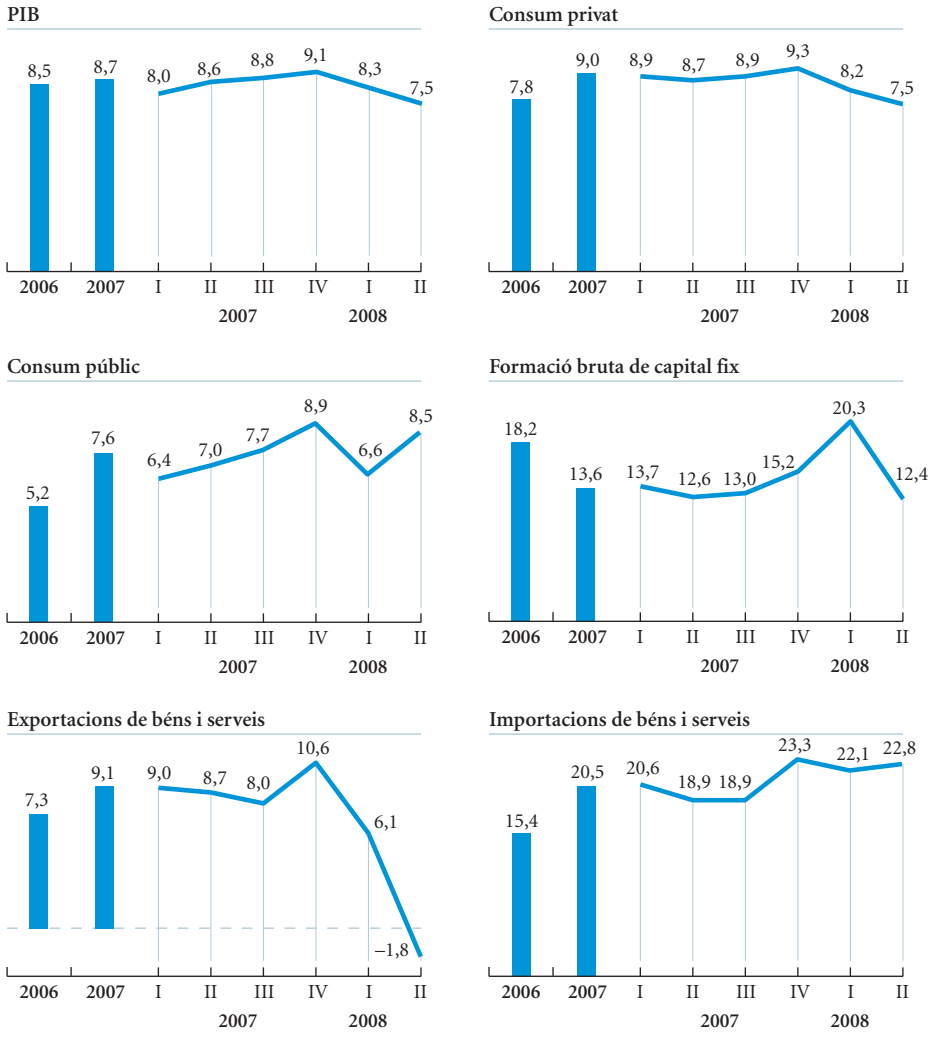
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007			2008			
			II	III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	8,5	8,7	8,6	8,8	9,1	8,3	7,5	–	...
Producció industrial	7,7	5,7	5,9	2,9	6,2	4,9	2,7	2,4	...
Taxa d'atur (*)	10,2	8,5	8,5	8,1	7,5	8,4	8,0	–	...
Preus de consum	10,9	8,8	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	9,1	9,0
Balança comercial (**)	12,3	11,1	11,5	10,4	11,1	12,0	10,8	11,3	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	9,9	11,3	9,4	12,6	13,7	10,7	14,2	14,1	13,9
Pesos argentins per dòlar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0

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

EVOLUCIÓ DEL PIB DE L'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

La taxa d'atur se situa en el 8,4% i el superàvit comercial es redueix.

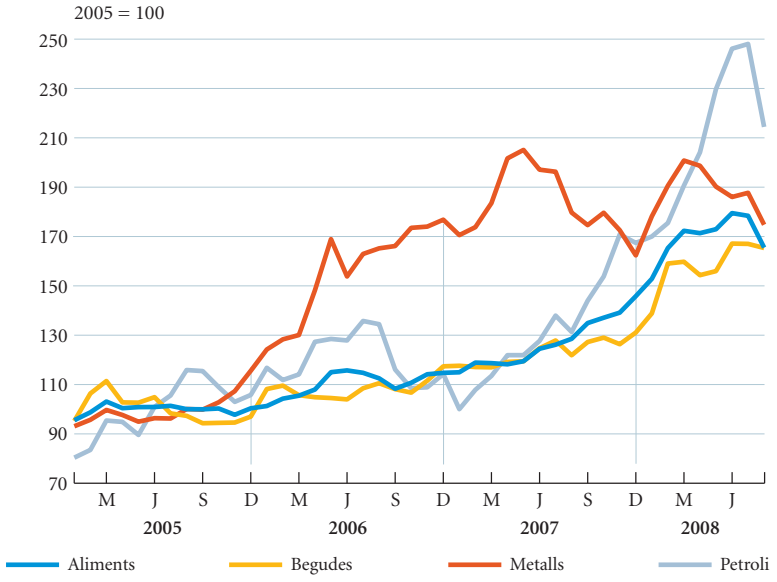
Al mercat laboral, l'atur del segon trimestre va baixar fins al 8,0% de la població activa. Al sector exterior, el superàvit comercial dels dotze últims mesos fins al juliol es va reduir fins als 11.300 milions de dòlars.

Primeres matèries: correcció a la baixa de les cotitzacions

Durant el mes de setembre, les primeres matèries han continuat reculant. Tot i que el petroli ha acaparat tot el protagonisme, el cert és que tots els grans grups de primeres matèries han experimentat un sensible ajustament. Així, segons es desprèn de l'evolució de l'índex *The Economist* de primeres matèries, que no inclou l'or negre, les primeres matèries van caure, en conjunt, el 5% en les tres primeres setmanes de setembre. En aquest sentit, cal destacar l'evolució dels preus dels metalls (descens intermensual superior al 7%). En canvi, les primeres matèries alimentàries i les agrícoles no alimentàries van

ELS PREUS DE LES PRIMERES MATÈRIES CANVIEN DE DIRECCIÓ

Cotitzacions mensuals en dòlars



FONT: Fons Monetari Internacional.

recular menys (el 4% i el 2% en aquest període, respectivament).

Alguns productes que, individualment, van registrar descensos apreciables van ser el platí (caiguda del 17% durant les tres primeres setmanes de setembre), el níquel (reculada del 17%) o la soja (correcció del 14%). Per la seva banda, el petroli va començar el mes de setembre en la zona dels 115 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliurament a un mes) i es va situar, cap al final del mes, i després de caure en certes sessions per sota dels 90 dòlars per barril, en valors de l'ordre dels 103 dòlars per barril. En definitiva, una caiguda del 10% durant les tres primeres setmanes de setembre i del 28% en relació amb els màxims històrics del juliol.

Les primeres matèries reculen sensiblement al setembre.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: deteriorament sobtat de l'activitat

El ritme econòmic es contreu a una velocitat inesperada...

La rapidesa amb què es desaccelera el ritme de creixement a la zona de l'euro sorprèn tothom. En pocs mesos, s'ha passat d'apostar que Europa podria superar de forma folgada les turbulències financeres globals i la crisi de l'economia nord-americana a reconèixer que la conjuntura al Vell Continent és tan feble que difícilment es podrà evitar la tan temuda recessió. Recentment, dues veus tan prudents com el Banc Central Europeu (BCE) i la Comissió Europea s'han vist obligades a revisar a la baixa les previsions de creixement.

...situació que obliga a revisar a la baixa les previsions de creixement per al 2008 del BCE i de la Comissió Europea.

Així, el BCE preveu que el creixement de la zona de l'euro serà de l'1,4% el 2008 i de l'1,0% el 2009. Al juny passat, les dues xifres eren de l'ordre de mig punt percentual superiors. Per la seva banda, l'executiu comunitari tampoc no s'aparta gaire d'aquest escenari, ja que considera que el producte interior brut (PIB) de la zona de l'euro avançarà l'1,3% interanual el 2008. A més a més, sempre segons la Comissió, tres economies importants de la Unió Europea (UE), Alemanya, el Regne Unit i Espanya, registraran dos trimestres consecutius de descens intertrimestral del PIB al llarg del 2008, és a dir, entraran en recessió, segons la definició generalment assumida. En matèria de preus, la visió també és convergent, ja que les dues institucions esperen que la inflació se situï, de mitjana anual, en la zona del 3,5%-3,6% el 2008.

Amb aquestes perspectives al cap, els ministres d'economia i finances de la zona de l'euro (l'anomenat Eurogrup) es van reunir el passat 12 de setembre per analitzar una hipotètica coordinació de les disposicions anticrisi. A més de reconèixer que la crisi és més intensa del que s'esperava, l'Eurogrup es va limitar a re-

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DE LA COMISSIÓ EUROPEA

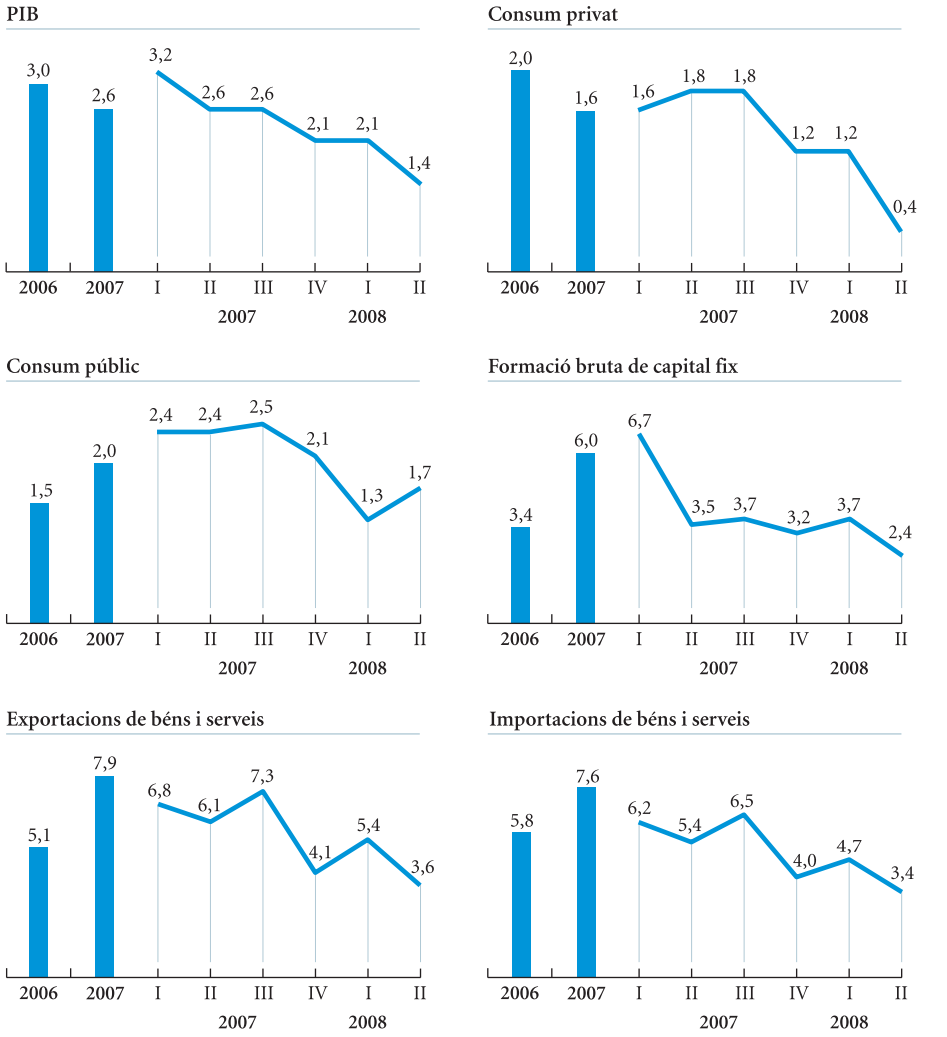
Percentatge de variació anual

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

NOTES: (*) Índex de preus de consum harmonitzat.
(**) Abril de 2008.
FONT: Comissió Europea.

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

Percentatge de variació interanual



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

cordar que la presa de decisions excepcionals no havia contribuït en el passat a pal·liar els efectes d'episodis similars anteriors, ja que els resultats arribaven quan la mateixa economia ja es recuperava i el cost de les esmentades mesures persistia (en forma d'increment del dèficit i del deute públics). Per aquest motiu, els ministres van preferir donar la recomanació de perseverar en receptes clàssiques (moderació salarial i control de les finances públiques, fonamentalment) i aprofitar la conjuntura per aprofundir en les reformes dels mercats de béns i serveis i del laboral.

L'Eurogrup s'absté d'actuar de forma coordinada.

En tot cas, les dades publicades fins a la data mostren, certament, una economia encara amb diversos fronts oberts. Fins ara, el relatiu mal comportament del consum privat s'havia vist compensat amb escreix per l'aportació positiva del sector

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	3,0	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	–	…
Vendes al detall	1,6	0,9	1,3	–0,3	–0,2	–1,5	–2,7	…
Confiança del consumidor (*)	–9,1	–4,9	–3,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,7	–19,2
Producció industrial	4,0	3,4	4,0	3,0	2,5	0,9	–1,7	…
Sentiment econòmic (*)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,8
Taxa d'atur (**)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,3	…
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8
Balança comercial (***)	–10,4	20,1	31,4	34,3	23,5	11,5	–3,9	…
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	115,8	113,5

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.

La demanda interna perd dinamisme a marxes forçades.

exterior i per un to acceptable de la inversió. Les xifres del segon trimestre mostren clarament que aquest patró ha canviat. El PIB de la zona de l'euro va baixar, en aquest període, el 0,2% en relació amb l'anterior, a causa, fonamentalment, de les reculades intertrimestrals del consum privat i la inversió i de la nul·la contribució de la demanda externa. La visió de la tendència a mitjà termini, que s'aproxima millor seguint la taxa interanual, ratifica el diagnòstic anterior. La notable desaceleració del consum privat i de la formació bruta de capital fix i la reducció a la meitat de l'aportació del sector exterior a la variació del PIB provoquen que el creixement se situï en l'1,4% interanual, lluny del 2,1% del primer trimestre.

Els últims indicadors publicats, ja relatius al tercer trimestre, lluny de desmentir el mal moment econòmic, tendeixen més aviat a reafirmar la situació. Així, el consum continua fent aigües (les vendes al detall van caure el 2,7% interanual al juliol i la confiança del consumidor es va mantenir ancorada en la zona dels 19 punts negatius al juliol i a l'agost) i els indicadors d'inversió tampoc no mostren signes de millora. Pel costat de l'oferta, la situació és igualment complicada: la producció industrial s'ha col·locat en el mínim des del juny del 2003 (descens de l'1,7% interanual al juliol) i la confiança de construcció i serveis continua lliscant a la baixa fins a l'agost.

La inflació es comença a moderar, tot i que els nivells encara són alts.

En aquesta situació, el fet que la inflació s'hagi començat a allunyar de la zona del 4%, el màxim en la història de la moneda única, és l'únic element relativament positiu d'aquest repàs de la conjuntura. Tot i que la taxa d'avanç interanual de l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat continua essent relativament elevada (3,8% a l'agost), el cert és que, pel que sembla, la remissió de les tensions en els components d'energia i, amb menys intensitat, d'alimentació podria continuar, la qual cosa afavoriria una transició cap a cotes més moderades en els propers mesos. Si es confirma aquesta tendència, es tractaria d'un alleujament important, ja que la zona de l'euro no va sobrada d'e-

nergies per tractar de lluitar simultàniament en els fronts de la inflació i de la desacceleració econòmica.

Alemanya: època de turbulències

L'indicador IFO d'activitat empresarial va caure al setembre fins al nivell dels 92,9 punts, en el que representa el quart mes consecutiu davallant i el nivell més baix en cinc anys. Angela Merkel, en la compareixença al Bundestag del dia 17 de setembre, va afirmar que Alemanya patiria escassament la crisi financera global. Qui té la raó, el govern o els empresaris? Probablement els dos, per bé que depèn del termini temporal que es consideri.

Certament, l'actual conjuntura alemanya no és positiva. S'espera que, en el tercer trimestre, el PIB reculi de manera moderada en relació amb el trimestre anterior, de manera que s'encadenarien dos trimestres consecutius en creixement negatiu (la tan temuda recessió). I això és el que els empresaris alemanys reflecteixen en l'enquesta IFO: un moment present complicat. Els indicadors concorden amb aquesta impressió qualitativa. Per esmentar-ne dos dels més significatius, les vendes al detall es van mantenir al juliol en el mateix nivell que un any abans i la producció industrial va caure el 0,6% interanual al juliol (no s'havia situat en terreny negatiu des del 2003).

No obstant això, més enllà d'aquest horitzó a curt termini, la conjuntura alemanya es beneficiarà d'alguns factors de fons positius. El primer, la remissió progressiva de les tensions inflacionistes. Tot i que, a l'agost, ja s'ha albirat l'inici del procés (la inflació es va situar en el 3,2% interanual, una dècima percentual menys que al juliol), les previsions indiquen que aquesta tendència s'intensificarà en els propers mesos. Aquest és un factor clau en un país que depèn molt de la competitivitat exterior.

En aquest sentit, cal destacar que l'afebliment de l'euro enfront del dòlar arriba en un bon moment, ja que les exporta-

L'economia alemanya combina un moment actual complicat amb unes perspectives no tan negatives.

En el tercer trimestre, el més probable és que l'economia entri en recessió.

PINTEN BASTOS A ALEMANYA A CURT TERMINI

Valor de l'índex d'activitat empresarial IFO

FONT: Institut IFO.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,6	1,7	–	…
Vendes al detall	6,1	–7,6	–7,5	–8,8	–0,8	–0,2	0,0	…
Producció industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	2,6	–0,6	…
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,3	97,5	94,8
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,8	8,5	8,1	7,9	7,7	7,6
Preus de consum	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	3,0	3,3	3,2
Balança comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	198,1	…

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.

La millora en matèria d'inflació i l'afebliment de l'euro contribuiran a restaurar la competitivitat exterior.

cions s'han desaccelerat entre el gener i l'agost des de creixements de l'ordre del 8% a la zona del 6%, i un tipus de canvi més favorable pot contribuir a revertir la tendència. A més a més, la constant reducció de la taxa d'atur (va caure fins al 7,6% a l'agost) pot ajudar a establir el punt més baix del descens del consum. Considerant tots aquests elements en conjunt, sembla clar que, a curt termini, l'opinió negativa dels empresaris té una base, però, un cop superats els propers trimestres, que seran crítics, l'economia hauria de recuperar l'empenta.

El govern gal considera, per al 2008, una previsió de creixement mínima...

França: demanda interna tocada

«Poc més de l'1%.» Aquesta és l'expressió que va utilitzar el primer ministre gal, François Fillon, per referir-se a les previsions del govern gal per al 2008. Les últimes xifres oficials situaven el creixement en un rang que anava de l'1,7% al 2%. Què ha passat perquè les perspectives de l'economia francesa s'hagin deteriorat tant que fins i tot el govern ha assumit un any de creixement mínim? Fonamentalment, que el motor clau en el patró econòmic francès, la demanda interna, s'ha quedat sense combustible. L'empitjorament de la renda bruta disponible i dels beneficis empresarials afecta les famílies i les empreses. A més a més, l'enduriment del crèdit pressiona sobre les decisions de despesa i inversió dels dos segments.

...a causa de l'empitjorament d'un consum llastat per la inflació i la moderació salarial.

En aquest entorn, els consumidors no gasten (el consum de les llars amb prou feines va créixer l'1% interanual al juny), i no sembla que, a curt termini, s'hagin d'animar, ja que la confiança del consumidor es va situar al juliol en el seu mínim des del juny del 2003. Un llast que complica la situació de les llars és el repunt inflacionista dels últims mesos. Tot i que, a l'agost, l'IPC es va desaccelerar fins al 3,2% interanual (3,6% al juliol), el creixement dels salaris és inferior al 3% interanual, la qual cosa implica una davallada real del poder adquisitiu. En aquest context, la moderació en el procés de reducció de la taxa d'atur, situada al juliol en el 7,3%, arriba en un moment poc propici.

I, si les famílies flaquegen, les empreses tampoc no inverteixen com abans. Per esmentar dos indicadors significatius, la producció industrial de béns d'equipa-

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,1	–	…
Consum de les llars	3,3	4,4	4,9	3,7	2,3	1,3	…	…
Producció industrial	0,9	1,3	2,0	2,2	1,7	–0,2	–2,0	…
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	…
Preus de consum	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2
Balança comercial (**)	–27,0	–32,4	–33,0	–37,4	–40,6	–44,9	–48,1	…

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

ment va caure, en termes interanuals, al juliol passat per primer cop des de l'agost del 2003, i el grau d'utilització de la capacitat productiva era, en el tercer trimestre, el mínim des del començament del 2007. En aquesta tessitura, no és estrany que la producció industrial continuï ancorada en la zona dels descensos interanuals del 2% en els tres mesos que van de maig a juliol.

Itàlia: recaiguda de l'activitat

L'economia italiana ha començat amb mal peu el tercer trimestre. Des de la perspectiva de la demanda, el tret més destacat és l'atonia del consum que evidencien indicadors com la confiança del consumidor, en nivells de 24 punts negatius a l'agost, o les matriculacions d'automòbils, que cauen un substancial 26% interanual a l'agost. L'altre gran component de la demanda interna, la inversió, tampoc no mostra signes de reactivació, mentre que un indicador significatiu com la producció industrial de béns d'equipament suma els tres mesos que van de maig a juliol en la zona dels descensos interanuals.

Els indicadors d'oferta tampoc no presenten signes d'alleujament. La producció industrial va caure el 3,9% interanual al juliol i va empitjorar la dada negativa del juny (descens interanual del 2,4%). A més a més, pot ser que el pitjor encara no hagi arribat, ja que la cartera de comandes industrials s'enfonsa. A l'agost, les comandes industrials van caure el 22% interanual. Per complicar més l'escenari, i a diferència d'altres països de la zona de l'euro, a Itàlia la taxa d'atur augmenta i la inflació no cedeix. Així, en el primer trimestre (última dada publicada), la taxa d'atur va arribar al 6,5% de la població activa, tres dècimes percentuals més que en el quart trimestre del 2007.

També la inversió flexiona a la baixa.

Mal inici del tercer trimestre a Itàlia.

Pel que fa als preus, malgrat la reconducció dels preus del petroli de l'agost, la inflació ha quedat ancorada en el 4,1% interanual, sense millora en relació amb el mes de juliol. Partint d'aquesta base, no és estrany que la patronal italiana, Confindustria, hagi alertat que preveu una caiguda del PIB del 0,1% per al conjunt d'enguany i un repunt del creixement molt tímid el 2009 (augment del 0,4%).

Cau l'activitat industrial i augmenta la taxa d'atur.

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	1,9	1,4	1,6	0,1	0,3	–0,1	–	…
Vendes al detall	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	–1,7	…	…
Producció industrial	2,4	0,0	0,8	–3,0	–1,3	–1,6	–3,9	…
Taxa d'atur (*)	6,8	6,1	6,2	6,2	6,5	…	–	…
Preus de consum	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	4,1	4,1
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–11,3	–8,9	–9,1	–8,6	…	…

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

L'economia britànica afronta un escenari complicat: s'espera que entri en recessió...

Regne Unit: massa fronts oberts

El mateix dia que el primer ministre, Gordon Brown, anunciava un paquet de mesures destinades a revifar el sector immobiliari, la proposta fonamental del qual era augmentar les exempcions a l'impost sobre la compra d'habitatges, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic informava que preveia que el Regne Unit entraria en recessió a causa de la caiguda del PIB en el tercer i en el quart trimestres del 2008. Pocs dies després, la Comissió Europea publicava un pronòstic similar. Una setmana abans, el ministre d'economia, Alistair Darling, afirmava que aquesta crisi seria la pitjor dels 60 últims anys i que duria la lliura esterlina als seus mínims des del 1999 enfront de l'euro.

Per afegir més complexitat a la situació, el mateix Tresor ha d'afrontar les crítiques pel ràpid empitjorament de les finances públiques. El cost de la rebaixa de la fiscalitat en les compres d'habitatges, que se situa en uns 600 milions de lliures, és un element més que propiciarà que el dèficit públic s'acosti al 6% del PIB el 2009, segons algunes estimacions. Ràpi-

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			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,9	3,1	3,1	2,8	2,3	1,4	–	…
Vendes al detall	3,1	4,3	4,9	3,9	5,4	4,5	2,0	3,4
Producció industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	–1,1	–1,9	…
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8
Preus de consum	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8
Balança comercial (**)	–72,5	–83,2	–84,7	–88,4	–90,9	–92,9	–93,7	…
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,8	92,5

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.

dament s'ha recordat que el 1975 un dèficit públic de l'ordre del 7% va provocar el paquet de salvament del Fons Monetari Internacional, una mesura d'infaust record en la història econòmica britànica. Finalment, cap a la meitat de setembre, Mervyn King, en la carta que legalment ha de dirigir al ministre d'economia quan la inflació supera en un punt percentual l'objectiu del Banc d'Anglaterra, reconeixia que l'IPC arribaria al 5% (a l'agost va ser del 4,7%). Aquest anunci va ser interpretat com un indici anticipat que el Banc d'Anglaterra, tot i la crisi econòmica, no abaixaria els tipus.

Tot plegat, juntament amb una bateria recent de dades econòmiques negatives, suggereix que el Regne Unit no ha trobat una forma equilibrada d'esperonar la seva economia sense exacerbar altres desequilibris prou apressants. Així, l'alarmant registre d'inflació ja comentat ha coincidit en poques setmanes amb la publicació de dades negatives en matèria de consum (les vendes al detall es van situar al juliol en el seu mínim des del 2006), producció industrial (tercera caiguda interanual consecutiva al juliol) i taxa d'atur (que augmenta per segon mes consecutiu a l'agost).

...mentre el dèficit públic arriba a cotes preocupants i la inflació repunta i s'apropa al 5%.

Dades negatives de consum, producció industrial i atur.

Regulació financera: rumb a Basilea III?

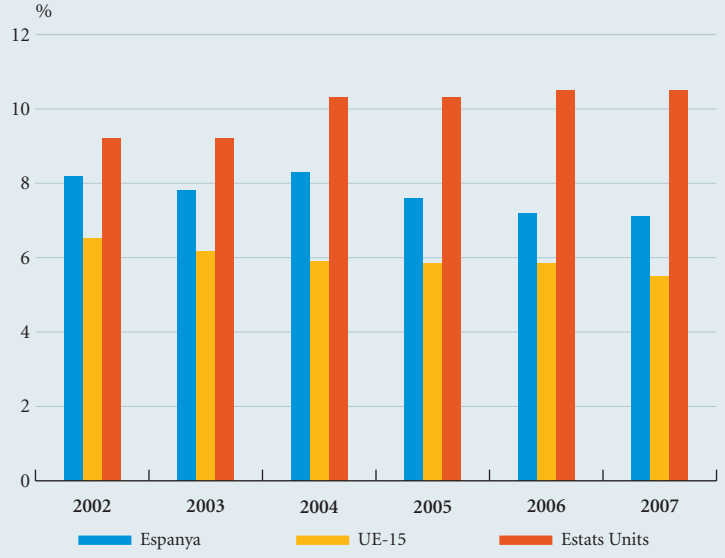
De tots els sectors de l'economia, el sector bancari és un dels més regulats. Tot i que no hi ha unanimitat absoluta, existeix un fort consens a l'hora d'afirmar que la importància del sector per a la bona marxa de l'economia fa necessària una regulació que n'asseguri l'estabilitat. La crisi financera internacional de l'últim any ha provocat que les veus crítiques amb l'actual marc regulador s'hagin multiplicat. Sense anar més lluny, en la conferència anual que la Reserva Federal de Dallas va celebrar l'agost passat, Ben S. Bernanke va reconèixer que calia millorar substancialment el marc regulador. Llavors, què ha fallat? Quines són les noves propostes?

Abans de res, cal destacar que arriscar-se és inherent a l'activitat que duen a terme els intermediaris financers. Són molts els emprenedors que, gràcies a les entitats financeres que van acceptar el risc de donar-los un crèdit, van dur a terme els seus projectes i van convertir el seu petit negoci en grans empreses. Si la regulació pretengués reduir a zero el risc que les entitats assumeixen, la conseqüent caiguda de l'oferta de crèdit tindria enormes costos econòmics. D'altra banda, també és cert que, en un mercat totalment desregulat, el risc que cada entitat financera desitjaria adoptar seria massa elevat, ja que no tindria en compte els efectes col·laterals dels possibles problemes de solvència. El marc regulador ideal ha de trobar un punt mig entre aquests dos extrems.

L'instrument central de la regulació ha consistit a vincular el capital que una entitat ha de tenir amb el risc que decideix assumir. A més risc, més capital per afrontar les possibles pèrdues. Així, si un banc decideix augmentar el risc de l'actiu, els requisits de capital seran més elevats, de manera que el risc per als dipositants és el mateix, ja que són els accionistes els que absorbeixen les pèrdues. Aquesta és la característica principal del marc regulador que el Banc Internacional de Pagaments (BIP) va proposar el 1988, conegut com a regulació de Basilea, i que va acabar essent adoptat per més de 100 països. El punt clau consisteix a definir la dotació de capital necessària per a cada nivell de risc que assegura, amb una probabilitat molt alta, la solvència de les entitats financeres. La regulació de Basilea classifica els actius financers en diferents grups en funció del seu risc i assigna a cada risc un requisit de capital mínim. Per exemple, si un banc només té deute sobirà, com és un actiu molt segur, el capital regulador mínim és igual a zero. En canvi, si l'actiu d'un banc està format per deute corporatiu, que és més arriscat, el 8% de l'actiu ha de ser capital propi.

LA CAPITALITZACIÓ DEL SECTOR FINANCER ESPANYOL SE SITUA PER DAMUNT DE LA MITJANA DE LA UE

Ràtio de capital sobre el total d'actius



FONT: Fons Monetari Internacional.

Però aquest marc regulador ha estat qüestionat des de diversos fronts. D'una banda, els requisits de capital per a cada tipus d'actiu són insensibles al cicle econòmic, tot i que el nivell de risc varia, sens dubte, al llarg del cicle. A més a més, la distinció dels actius per grups en funció del risc és limitada, ja que no captura el risc real de cadascun. Per donar resposta a aquestes limitacions, el BIP va proposar el 2005 un nou marc regulador, Basilea II, que ja ha estat adoptat pels països de la UE (els Estats Units tenen previst fer-ho de forma progressiva). Una de les novetats més importants és que els requisits de capital passen a ser una funció del risc estimat de l'actiu de cada entitat. Naturalment, com més elevat és el risc estimat, més elevat és el requeriment de capital. Això incrementa de manera significativa l'eficiència del marc regulador, ja que cada entitat forneix de capital pel risc real (estimat) de l'actiu.

De tota manera, aquesta nova proposta també ha estat objecte de diverses crítiques d'economistes com Charles Goodhart (exmembre del comitè de direcció del Banc Central d'Anglaterra) o Raghuram Rajan (execonomista en cap del Fons Monetari Internacional). D'una banda, el fet que els requisits de capital es facin en funció del risc estimat els fa excessivament *contra-cíclics*: durant períodes de bonança econòmica, es tendeix a subestimar el risc, la qual cosa redueix les necessitats de capital, i, durant les recessions, quan els requisits es disparen, passa el contrari. Això implica que, durant les recessions, els bancs es veuen obligats a reduir l'oferta de crèdit, amb els conseqüents efectes sobre la resta de l'economia. A més a més, el fet que els requisits de capital siguin *contra-cíclics* no permet que la regulació actuï de forma preventiva. En aquest sentit, cal destacar el sistema de provisions *pro-cícliques* impulsat pel Banc d'Espanya, que ha cobert aquesta deficiència i permet que els bancs i les caixes espanyoles afrontin el període recessiu des d'una posició de relativa fortalesa.

La crisi també ha posat de manifest que l'actual regulació no cobreix per igual tots els integrants del mercat i que deixa fora, per exemple, els bancs d'inversió. L'absència d'un marc regulador similar al dels bancs comer-

cials és, en part, el responsable de la presa excessiva de risc i de l'actual patiment d'aquest sector, que veu qüestionat el seu model de negoci.

Si s'ha de jutjar per les propostes que es discuteixen actualment en diferents fòrums internacionals, la nova regulació del sector financer ha d'avançar, principalment, en tres aspectes. En primer lloc: reduir el caràcter *contra-cíclic* dels requisits de capital, la qual cosa es podria aconseguir, per exemple, obligant les entitats financeres a tenir una pòlissa d'assegurança que injecti capital quan el balanç es deteriori per damunt d'un límit predeterminat. En segon lloc: introduir uns requisits de liquiditat mínima de l'actiu, la qual cosa reduiria la dependència de les entitats del mercat a l'engròs i de les injeccions de liquiditat dels bancs centrals en temps de crisi. Una regulació d'aquest tipus tindria un caràcter preventiu, ja que asseguraria que les entitats financeres disposessin d'un coixí de liquiditat després d'un període expansiu. En tercer lloc: augmentar la transparència del sistema financer, estandarditzant els nous productes i incrementant el nivell de desagregació de la informació en els balanços. Així es reduiria la incertesa durant els períodes de crisi.

No obstant això, cap d'aquestes propostes està lliure de problemes: definir la fórmula per reduir el caràcter *contra-cíclic* dels requisits de capital no és una tasca fàcil, com tampoc no ho és agrupar els actius en funció de la seva liquiditat, ja que la liquiditat pot canviar de sobte en temps d'inestabilitat. Així mateix, obligar les entitats a augmentar el nivell de desagregació del balanç, a més de ser una tasca molt complexa, atesa la varietat d'instruments financers existents, podria limitar les estratègies comercials de les entitats.

Sembla que la necessitat de millorar l'actual marc regulador farà que la vida de Basilea II, en el seu format actual, acabi essent força curta. No obstant això, abans de donar a llum el Basilea III, caldrà analitzar rigorosament els costos i els beneficis de cada nova mesura. A més a més, el nou marc regulador haurà de ser prou flexible per permetre l'avanç en la via de la innovació financera, tot i que, això sí, controlant el risc.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

La crisi financera pertorba els mercats monetaris

Els bancs centrals continuen a la palestra lluitant per aconseguir aturar la crisi.

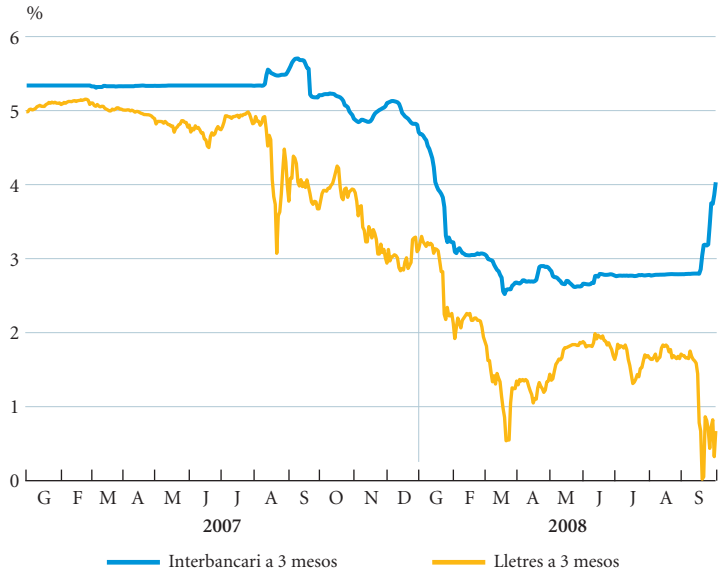
La crisi financera no dóna treva als bancs centrals, que han treballat de valent durant el mes de setembre per evitar que el sistema financer internacional acabés col·lapsat. Precisament, per impedir que les peces de l'engranatge del crèdit quedessin clavades, les autoritats monetàries han hagut de tornar a intervenir de forma coordinada injectant liquiditat. No obstant això, abans d'arribar a aquest punt, els diferents bancs centrals han hagut d'anar responent a una crisi que no afecta tothom amb la mateixa intensitat.

La situació actual és comparable a la d'un terratrèmol de conseqüències devastadores amb l'epicentre als Estats Units, on els danys són abundants. El context d'una situació de menor creixement i alta inflació col·loca la Reserva Federal davant d'una difícil tessitura, com ho va reconèixer el mateix banc emissor en el comunicat posterior a l'última reunió del 16 de setembre, en què admetia l'increment de les tensions als mercats financers i afirmava que el risc de desacceleració i el d'inflació continuaven preocupant els membres de la Reserva Federal. Finalment, va decidir mantenir el tipus d'interès de referència en el 2%.

Però el mes de setembre ha estat crític per un conjunt de decisions adoptades per la Reserva Federal en combinació amb el Tresor dels Estats Units, entre les quals en

AGREUJAMENT DE LES TENSIONS AL MERCAT MONETARI

Tipus d'interès monetaris als Estats Units



NOTA: Última dada, 30 de setembre.
FONT: Bloomberg.

destaquem quatre per la seva importància. En primer lloc, el 7 de setembre, el govern, mitjançant el Tresor, va intervenir les agències hipotecàries Fannie Mae i Freddie Mac, utilitzant els poders atorgats pel Congrés dels Estats Units en la llei aprovada el 24 de juliol. Les dues agències garanteixen o tenen en el seu balanç gairebé la meitat del mercat hipotecari del país, que puja a uns 12 bilions de dòlars. A partir d'aquest moment, el govern va assumir la gestió de forma temporal, amb la previsió d'injectar fins a 200.000 milions de dòlars per evitar-ne la fallida. Aquesta és, ara com ara, la major operació de rescat de la història del país.

En segon lloc, el 15 de setembre, va fer-se pública l'adquisició del banc d'inversions Merrill Lynch per part de Bank of America i que un altre banc d'inversions, Lehman Brothers, es declarava en suspensió de pagaments, i es convertia pel volum en el més gran en la història empresarial dels Estats Units.

En tercer lloc, el 17 de setembre, es va produir el rescat de la primera asseguradora mundial, la nord-americana AIG. Aquesta companyia no podia trampejar la fallida mitjançant una recapitalització, a causa de la seva gran exposició en assegurances de derivats hipotecaris. El go-

Durant el mes de setembre, el Tresor i la Fed intervenen Fannie Mae i Freddie Mac i prenen el control de la major companyia d'assegurances del país.

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)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
2007									
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	4,00	4,86	4,96	2,00	2,85	0,92	5,00	5,84	2,86
Maig	4,00	4,86	5,10	2,00	2,68	0,92	5,00	5,87	2,78
Juny	4,00	4,95	5,39	2,00	2,78	0,93	5,00	5,95	2,73
Juliol	4,25	4,97	5,37	2,00	2,79	0,90	5,00	5,78	2,78
Agost	4,25	4,96	5,34	2,00	2,81	0,88	5,00	5,75	2,7
Setembre (1)	4,25	5,12	5,48	2,00	3,77	0,92	5,00	6,27	2,7

NOTES : (1) Día 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%), 03-07-2008 (4,25%).

(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%), 30-04-2008 (2,00%).

(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) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

El Tresor presenta un programa excepcional de rescat d'actius deteriorats.

vern va fer números i es va adonar que, si la deixava caure, hi havia el perill d'implosió del sistema financer. Va ser llavors quan l'estat va decidir intervenir i prendre el 79,9% del capital de l'asseguradora, a canvi d'atorgar un préstec instrumentalitzat a través de la Reserva Federal per un import de 85.000 milions de dòlars a 24 mesos amb un tipus d'interès punitiu vinculat a l'interbancari a 3 mesos més 850 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%). Aquest préstec estava garantit pels actius d'AIG.

Malgrat aquestes actuacions, les turbulències financeres no es van aturar, i, el 19 de setembre, atès el risc que el sistema acabés col·lapsat, el secretari del Tresor dels Estats Units va presentar un pla per salvar el sistema de crèdit del país i estabilitzar, així, els mercats financers. Aquest programa de rescat financer seria el més gran des de la Gran Depressió iniciada el 1929 i planteja, en primer lloc, la creació d'un fons d'uns 700.000 milions de dòlars autoritzat a comprar actius deteriorats (principalment, bons hipotecaris) dels balanços bancaris. En segon lloc, crea també una línia de crèdit de suport als fons d'inversió monetaris per un import de 50.000 milions de dòlars per garantir temporalment el valor d'aquests actius. Aquests fons són vitals, ja que proporcionen finançament a curt termini a empreses privades i bancs.

Després dels últims moviments, canvia l'estructura del sistema financer dels Estats Units.

El sistema financer dels Estats Units estava basat en la divisió, creada arran de la llei Glass-Steagall de 1933, entre bancs comercials i bancs d'inversió. A diferència dels bancs comercials, els d'inversió tenien prohibit prendre dipòsits. Aquesta llei va ser revocada el 1999. No obstant això, es mantenien diversos bancs d'inversions independents. Després de la fallida de la majoria de les entitats, però, els dos últims grans bancs d'inversió, Goldman Sachs i Morgan Stanley, van sol·licitar a la Reserva Federal, el 21 de setembre, una fitxa bancària estàndard, és a dir, ser considerats *holdings* bancaris. La Fed va ordenar a la seva sucursal a Nova York que, per facilitar la transició d'aquestes institucions, concedís els fons necessaris als dos bancs. Amb això es pot afirmar que es tanca una època i una estructura bancària que ara s'assembla més a l'europea continental.

El Banc Central Europeu revisa a la baixa les previsions de creixement i a l'alça les d'inflació.

La banca europea no s'ha mantingut al marge d'aquestes turbulències, i el Banc Central Europeu (BCE) també ha hagut d'actuar de forma decidida. A la reunió del Consell de Govern del 4 de setembre, va decidir mantenir el tipus d'interès de referència a la zona de l'euro en el 4,25%. En la conferència de premsa posterior a la reunió, el BCE va fer públiques les últimes previsions del seu servei d'estudis, en què revisava a la baixa el creixement del producte interior brut de la zona de l'euro per al 2008, de l'1,8% a l'1,4%, i apujava l'estimació d'inflació, del 3,4% al 3,5%. També va modificar a l'alça la inflació esperada de l'any 2009, del 2,4% al 2,6%. D'aquesta manera, ningú no es va sorprendre que el president del BCE afirmés que les dades econòmiques publicades fan pensar que la inflació continuarà per damunt de la definició d'estabilitat de preus del BCE, és a dir, del 2%. A més a més, segons l'autoritat monetària, l'anàlisi monetària basada en l'expansió de l'oferta creditícia confirma la tesi que el risc dels preus és a l'alça.

El BCE diagnostica la situació econòmica de la zona de l'euro com un episodi de feble activitat caracteritzat pel fort increment dels preus de les primeres matèries. Això ha afectat la confiança dels consumidors i la demanda, tot i que espera que aquest episodi sigui breu i que es produeixi una recuperació del to econòmic. Però també es manté atent a les turbulències financeres que han fet augmentar

la incertesa sobre la trajectòria futura de l'economia. Aquest és el motiu pel qual el BCE es va abstenir de continuar apujant el tipus oficial després de l'alça del 4% al 4,25% al juliol. Malgrat tot, el banc emissor va tornar a repetir el missatge sobre la necessitat d'evitar que aquest increment de preus acabi contagiant una pujada de salaris. No obstant això, va matisar la seva dura posició en relació amb la inflació quan Trichet va afirmar que, actualment, l'institut emissor no té cap biaix en relació amb la política monetària.

A més a més, el banc central de la zona de l'euro ha procedit a una revisió de les condicions de valoració dels actius que utilitzen els bancs a la seva finestreta de liquiditat per obtenir finançament. Fa un any que els mercats interbancaris estan molt tensionats, i, per aconseguir liquiditat, les institucions de crèdit s'han dirigit a l'autoritat de Frankfurt amb actius que no podien col·locar al mercat secundari i l'han convertit en prestamista d'última instància. Per evitar abusos, el banc emissor ha endurit el sistema de garanties exigides a la banca de la zona de l'euro per prestar-li liquiditat. Aquest canvi entrarà en vigor a partir de l'1 de febrer del 2009. La nova normativa implica que el BCE prestarà menys diners a canvi dels actius financers que, com a col·lateral, li cedeixen els bancs.

El BCE revisa les valoracions dels actius que els bancs utilitzen per obtenir liquiditat.

Atès el greu tensionament dels mercats interbancaris, els bancs centrals dels Estats Units, la zona de l'euro, el Regne Unit, el Japó, Suïssa i Canadà van actuar conjuntament el 18 de setembre i van injectar liquiditat en dòlars. I, tot i que es va fer pública la quantitat de l'ampliació que realitzava la Fed per un import de 180.000 milions de dòlars, la calma als mercats amb prou feines va durar dos dies.

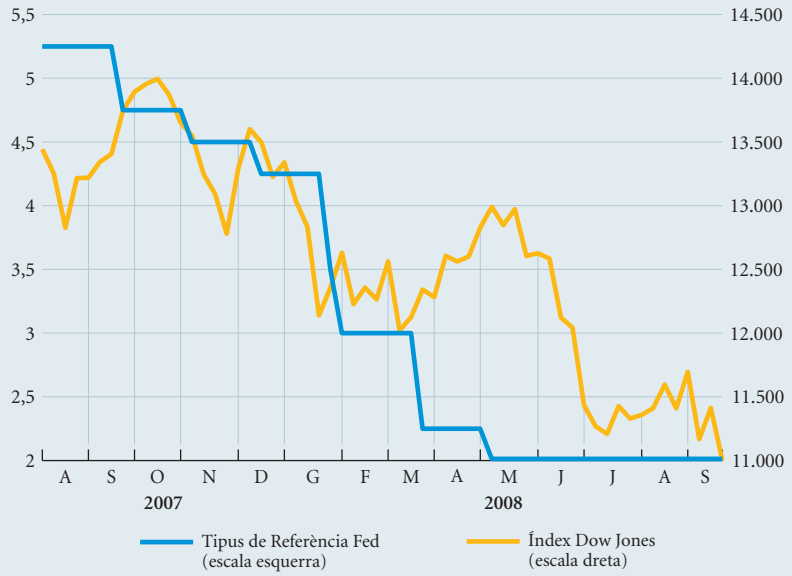
Continuen les grans injeccions de liquiditat per evitar el col·lapse de l'interbancari.

La Fed i el BCE reaccionen als moviments en els mercats financers? Haurien de fer-ho?

El debat sobre com haurien de respondre els bancs centrals a les caigudes als mercats financers ha adquirit una rellevància especial durant l'últim any. En el període d'importants pujades en els preus dels actius mobiliaris i immobiliaris, el debat es va centrar en el paper que haurien d'exercir els bancs centrals per intentar «punxar» una bombolla. D'ençà de l'esclat de l'actual crisi financera el 9 d'agost del 2007, els dos bancs centrals més grans del planeta han aplicat respostes diferents a la crisi. Com podem veure al gràfic següent, la Reserva Federal ha rebaixat els tipus d'interès des del 5,25% fins al 2% en l'últim any, a mesura que l'índex Dow Jones de la borsa de Nova York s'enfonsava. D'altra banda, el BCE ha mantingut els tipus d'interès de referència constants en el 4% des de l'agost del 2007 i, fins i tot, els va apujar al 4,25% en la reunió de juliol del 2008, tot i la davallada de l'índex DJ Eurostoxx 50. Podem concloure, davant d'aquesta evidència, que la Fed reacciona als moviments de la borsa, mentre que el BCE els ignora? Què diu la teoria econòmica sobre això? En aquest requadre intentem explicar les respostes dels dos bancs centrals a la crisi i també els pros i els contres de cada estratègia.

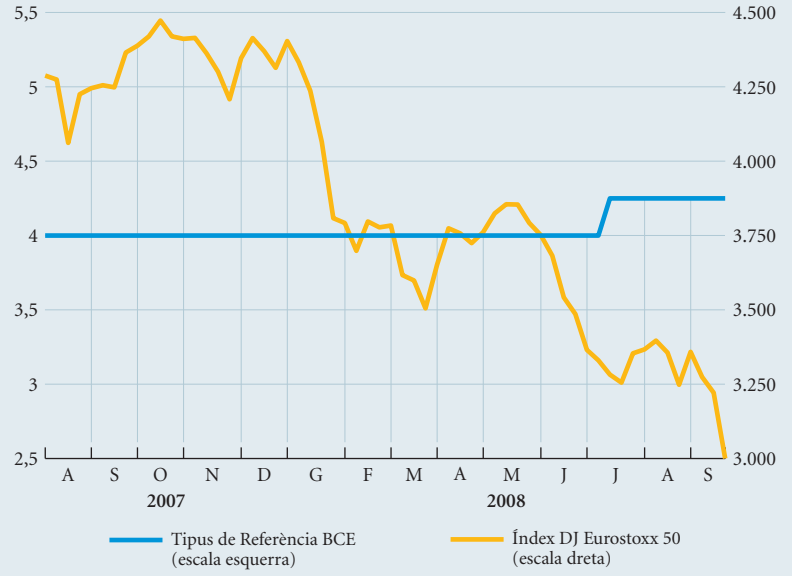
En primer lloc, cal recordar que el BCE i la Fed tenen comeses diferents. El BCE té com a comesa principal l'estabilitat de l'índex de preus al consum. El BCE no ha abaixat els tipus durant l'últim any perquè la inflació s'ha

A MESURA QUE EL DOW JONES S'ENFONSA, LA FED REACCIONA...



FONT: Thomson Financial Datastream.

...MENTRE QUE EL BCE NO ABAIXA ELS TIPUS



FONT: Thomson Financial Datastream.

mantingut en valors molt per damunt de l'objectiu del 2%. De fet, quan va esclatar la crisi, el BCE ja havia preanunciat una pujada de tipus per al setembre del 2007 esmentant la creixent inflació a la zona de l'euro. Aquesta pujada va ser ajornada fins al juliol del 2008 per donar un cert respir al sistema financer. Davant de la crisi, el BCE es va decantar per utilitzar les dues principals eines a la seva disposició per complir dos objectius diferents. Mantenint els tipus d'interès de referència, el BCE ha intentat comunicar als mercats la seva fermesa per controlar la inflació. A més a més, el BCE ha injectat grans quantitats de liquiditat en el mercat interbancari mitjançant operacions de recompra (*repos*) per reduir la pressió sobre els tipus d'interès en aquest mercat (els *euríbor* a diversos terminis).

D'altra banda, la Fed té una doble comesa d'estabilitat de preus i màxima taxa d'ocupació sostenible. En un intent d'alleujar la crisi econòmica i financera i d'evitar un augment de l'atur, la Fed ha posat tota la carn a la graella i ha rebaixat els tipus d'interès 325 punts bàsics durant l'últim any; a més a més, ha creat nous instruments per injectar més liquiditat en el sistema financer i rebaixar els tipus en el mercat interbancari.[1] Per tant, sembla que la Fed ha abandonat temporalment l'objectiu d'inflació, que també ha augmentat en l'últim any i ha arribat al 5,4% a l'agost del 2008, per centrar-se en evitar, tant sí com no, una recessió als Estats Units.

Significa això que la Fed «segueix els desitjos de Wall Street» en abaixar els tipus d'interès quan els mercats financers tenen problemes? No necessàriament. Si tant el banc central com la borsa anticipen una recessió, és possible que observem, simultàniament, una caiguda dels preus de les accions (per la disminució dels beneficis empresarials futurs) i una davallada dels tipus d'interès, sense que això impliqui que la Fed segueixi Wall Street.[2] De fet, l'actual president de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en el seu temps de catedràtic de la Universitat de Princeton, va ser un defensor fervent de la tesi que mantenia que els bancs centrals no haurien de parar esment als preus dels actius financers per fixar el tipus d'interès de referència.[3] El banc central només hauria de reaccionar quan un augment dels preus dels actius (de la borsa o del mercat de l'habitatge) comporta un escalfament de l'economia mitjançant l'*efecte riquesa*. És a dir, el banc central només hauria de reaccionar quan l'increment del preu dels actius comporta una acceleració del consum i de la inversió que s'acaba reflectint en un increment de la inflació.

Les tesis sostingudes per Bernanke i els seus coautors conclouen que els bancs centrals no haurien de tenir un objectiu per a la inflació del preu dels actius, tal com el tenen per a la inflació del preu dels béns de consum, perquè els actius estan més subjectes a l'existència de bombolles financeres. Això comporta dos problemes: en primer lloc, és difícil distingir en temps real si el preu d'un actiu té un component de bombolla financera i en quina magnitud; en segon lloc, els moviments en el tipus d'interès necessaris per eliminar una bombolla financera són de tal magnitud que podrien desestabilitzar greument la resta de l'economia. Un refinament d'aquesta teoria és el que es podria anomenar com a *doctrina Greenspan* de resposta asimètrica de la política monetària als mercats financers: atès que no podem conèixer el component especulatiu dels preus dels actius, el banc central no hauria de respondre als preus dels actius quan pugen (més enllà del seu efecte inflacionista), però sí hauria de reaccionar quan baixen i es descobreix amb certesa que la bombolla ha esclatat.

El problema d'aquesta forma de procedir apareix quan l'economia es troba sota l'efecte consecutiu de diverses bombolles, com ha estat el cas de l'economia dels Estats Units en l'última dècada (a la borsa, el mercat de l'habitatge, les primeres matèries, etc.). A més a més, és molt possible que els baixos tipus d'interès alimentin noves

(1) Vegeu el nostre Informe Mensual de maig del 2008.
(2) No obstant això, la baixada de 75 punts bàsics anunciada pel Comitè Federal d'Operacions de Mercat Obert (FOMC en anglès) en la reunió sorpresa de la Fed del 22 de gener del 2008, en un context de davallades en els índexs de les borses mundials més importants, ha ajudat els defensors de la tesi que la Fed segueix el que fa Wall Street.
(3) Vegeu, per exemple, B. Bernanke i M. Gertler, 2000, «Monetary Policy and Asset Price Volatility», Document de Treball de l'NBER 7559.

bombolles, com, per exemple, al mercat immobiliari. Per aquest motiu, altres economistes (com Steven Cecchetti, en l'actualitat al BIS) suggereixen que el banc central sí hauria de reaccionar apujant els tipus d'interès davant de la sospita que existeixin bombolles fins i tot abans que apareguin signes d'escalfament a la resta de l'economia. Per bé que és cert que és difícil detectar una bombolla financera, els seus símptomes se solen fer evidents, si més no qualitativament.

Finalment, un tercer corrent posa l'accent en el paper que pot jugar el banc central o l'autoritat supervisora dels bancs a l'hora d'adoptar mesures contracícliques per reduir l'impacte de les bombolles financeres sobre l'activitat real, sense necessitat de variar els tipus d'interès de referència. Per exemple, es pot obligar els bancs comercials a provisionar fons addicionals o a ampliar capital per finançar les activitats de les quals es pugui sospitar que alimenten una bombolla.[4] Algunes de les propostes de canvi en la regulació bancària que es discuteixen en l'actualitat van precisament en aquesta direcció.

En definitiva, el BCE ha dedicat l'últim any a mantenir la inflació sota control i no ha parat gaire esment a les borses europees. D'altra banda, la Fed ha utilitzat tota la seva munició per evitar, a tot preu, una recessió, i això ha augmentat la percepció que reaccionava a allò que succeïa a Wall Street, tot i que no sembla que aquest sigui el cas. Tal com ha suggerit el governador Mishkin en un discurs recent, el que ha fet la Fed és reaccionar a les conseqüències econòmiques d'una davallada en els preus dels actius.[5] Aquesta reacció pot tenir sentit si pensem que l'estructura econòmica de les economies europea i nord-americana és diferent. Als Estats Units, hi ha més participació als mercats financers i més productes financers associats al mercat hipotecari, i, per tant, l'economia està més exposada a fluctuacions en els preus dels actius mobiliaris i immobiliaris. De tota manera, esperem que aquesta fase de tipus d'interès baixos no comporti la creació de noves bombolles en altres mercats.

(4) Vegeu Buiter, W., 2008, «Central Banks and Financial Crises», article presentat en la conferència organitzada pel Banc de la Reserva Federal de Kansas City a Jackson Hole, Wyoming, a l'agost del 2008.
(5) Vegeu F. Mishkin, 2008, «How We Respond to Asset Price Bubbles?», discurs pronunciat el dia 15 de maig del 2008 a Filadèlfia, Estat Units.

Convulsions als mercats de renda fixa

La incertesa viscuda als mercats financers per aquesta crisi ha provocat moviments als mercats de renda fixa a curt termini que poden ser qualificats de veritables tsunamis financers. Els moviments més violents s'han viscut als mercats de deute públic i als interbancaris a curt termini dels Estats Units, el Regne Unit i la zona de l'euro.

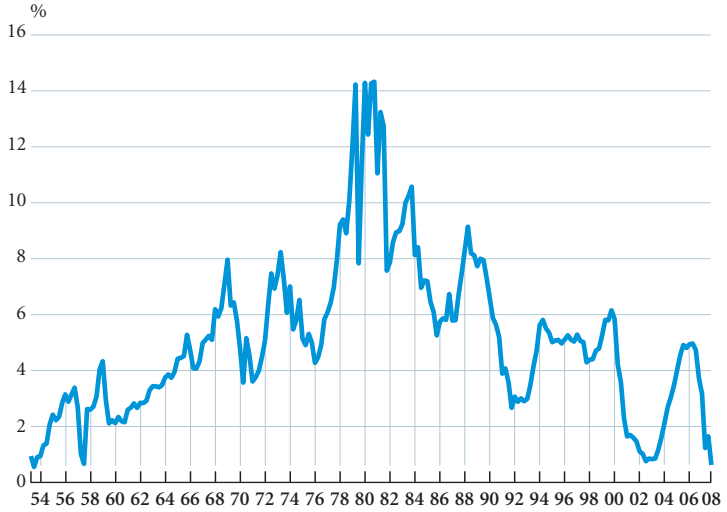
Cal recular fins als anys quaranta per observar les mateixes rendibilitats en les lletres del Tresor dels Estats Units.

En el cas dels Estats Units, atès el pànic viscut per la successió d'entitats financeres amb problemes durant el mes de setembre, els inversors van decidir fugir dels actius amb més risc i refugiar-se en el deute públic a curt termini. La lletra a tres mesos del govern nord-americà va arribar a cotitzar una rendibilitat del 0,04% el 17 de setembre. Situació inaudita que no es vivia des de l'anomenat Blitz de Londres, el bombardeig sostingut entre setembre de 1940 i maig de 1941, durant la Segona Guerra Mundial.

És a dir, els inversors van canviar de forma fulminant l'objectiu en les carteres. Ja no es tracta d'assolir la màxima rendibilitat possible assumint un nivell de risc preestablert, sinó que la finalitat última és protegir el capital. Per aquest motiu, la

LES LLETRES DEL TRESOR ACTUEN DE REFUGI

Tipus d'interès de les lletres del Tresor dels Estats Units a tres mesos



NOTA: Última dada, 30 de setembre de 2008.
FONT: Bloomberg.

rendibilitat obtinguda amb la inversió és el que menys importa. El que compta és que són lletres del Tresor i el que es busca és la màxima seguretat. Per tenir una idea de la ruptura que representa aquest moviment als mercats, cal recordar que les lletres a tres mesos solen cotitzar una rendibilitat propera al tipus d'interès de referència del banc central, que, en el cas dels Estats Units, és actualment del 2%. En canvi, el tipus d'interès a tres mesos al mercat interbancari dels Estats Units assolia un màxim del 3,77% el 21 de setembre. És a dir, els bancs sol·licitaven una prima de 177 punts bàsics a la resta de la banca per prestar-li diners.

A Europa i al Regne Unit, els mercats interbancaris mantenen el tensionament.

A Europa, el tensionament del mercat interbancari es continua intensificant. Si, al començament de la crisi a l'agost del 2007, el diferencial entre el tipus d'interès oficial del BCE i el tipus d'interès a

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

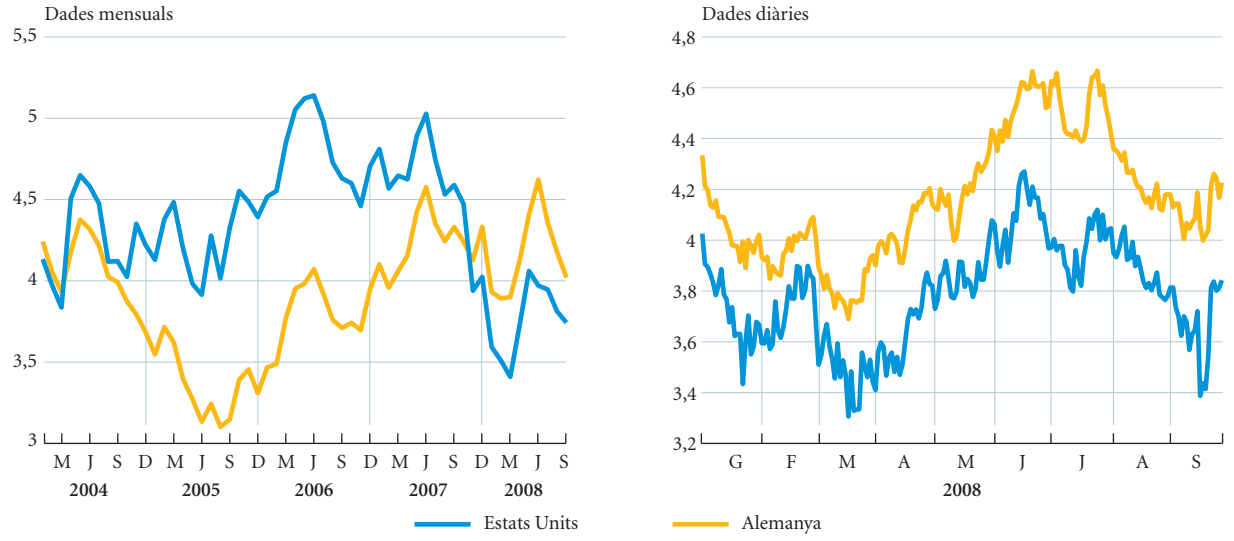
Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	2005	2006	2007		2008	
			Setembre	Desembre	Agost	Setembre (*)
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,81	3,84
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,42	1,49
Alemanya	1,48	3,95	4,33	4,33	4,18	4,22
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	4,48	4,61
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	2,89	2,81

NOTA: (*) Dia 25.
FONT: Bloomberg.

INTENS MOVIMENT DE LA RENDIBILITAT DEL DEUTE PÚBLIC

Tipus d'interès del deute públic a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Última dada, 25 de setembre.
FONT: Bloomberg.

Alta volatilitat en els tipus d'interès a llarg termini del deute públic.

tres mesos del mercat interbancari era de 74 punts bàsics, al setembre va assolir un diferencial de 87 punts bàsics. Una situació que es repeteix amb més intensitat amb el tipus d'interès euríbor a un any. Així, a l'agost del 2007, era de 78 punts bàsics i, en canvi, en l'actualitat, és de 123 punts bàsics, ja que l'euríbor a un any cotitza el 5,48%. El Regne Unit tampoc no es lliura de la menor liquiditat al mercat interbancari, i el tipus d'interès a tres mesos al mercat interbancari ha arribat al 6,27%.

Tot plegat succeeix malgrat les injeccions de liquiditat per part dels bancs emissors, que fins i tot han actuat de manera coordinada per estabilitzar uns mercats limitats pel temor a un col·lapse del sistema financer internacional i la congelació dels mercats de crèdit.

El panorama sembla diferent en els tipus d'interès a llarg termini del deute públic dels Estats Units i de la zona de l'euro, perquè, si prenem les cotitzacions del 29 d'agost i les comparem amb les del final de setembre, els nivells són molt propers. Per exemple, el bo a 10 anys de la zona de l'euro va cotitzar el 4,22% el 25 de setembre, mentre que, al final d'agost, era del 4,18%. No obstant això, aquesta anàlisi no reflecteix el fort moviment viscut en el dia a dia durant el mes de setembre. S'ha arribat, aproximadament, al mateix punt de sortida, però el camí ha estat tortuós, com es pot veure al gràfic anterior.

Es manté la forta volatilitat al mercat de divises

El tipus de canvi euro-dòlar ha viscut un intens mes de setembre, sotmès al vaivé de les notícies sobre les fallides bancàries i el pla de rescat de la banca dels Estats Units. Durant la primera meitat del mes, es va enfortir, arran de les males notícies econòmiques sobre la zona de l'euro. Continuava prevalent la visió de mitjan juliol que els Estats Units sortiria de la crisi abans que la zona de l'euro, que duia

uns sis mesos de retard en el cicle econòmic, i així es recuperaria abans, mentre que Europa mantindria la tendència a la desacceleració durant més temps.

Però, l'11 de setembre, l'euro va marcar el mínim d'1,40 enfront del dòlar, i llavors es va inaugurar una tendència d'apreciació de la divisa europea que va marcar un canvi d'1,48 el 22 de setembre. El principal motiu va ser l'expectativa de la creació del fons de 700.000 milions de dòlars, pilar fonamental del pla de rescat de la banca dels Estats Units, el qual, si li afegim la despesa per la política fiscal d'ajuda a les famílies i els fons que s'utilitzaran en entitats financeres concretes com Fannie Mae i Freddie Mac o AIG, arriba a la xifra de vertigen de més d'un bilió de dòlars d'endeutament addicional del sector públic nord-americà. Un augment del deute d'aquest volum fa que els inversors internacionals perdin interès en un actiu que, tot i que actua de refugi, corre el risc d'augmentar la seva oferta de forma brutal.

És molt difícil que es pugui calmar la volatilitat de les cotitzacions del mercat de divises en els propers mesos, perquè les draconianes mesures que es volen adoptar per neutralitzar el risc sistèmic no deixen tranquils uns mercats que no saben com reaccionaran els grans tenidors de deute públic en dòlars, com la Xina, o els grans exportadors de petroli, que tenen immenses reserves exteriors en dòlars invertides en aquests actius. Qualsevol canvi en la seva política d'inversions tindria grans conseqüències per al valor del dòlar als mercats internacionals.

El risc d'una massiva emissió de deute als Estats Units afecta el dòlar.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

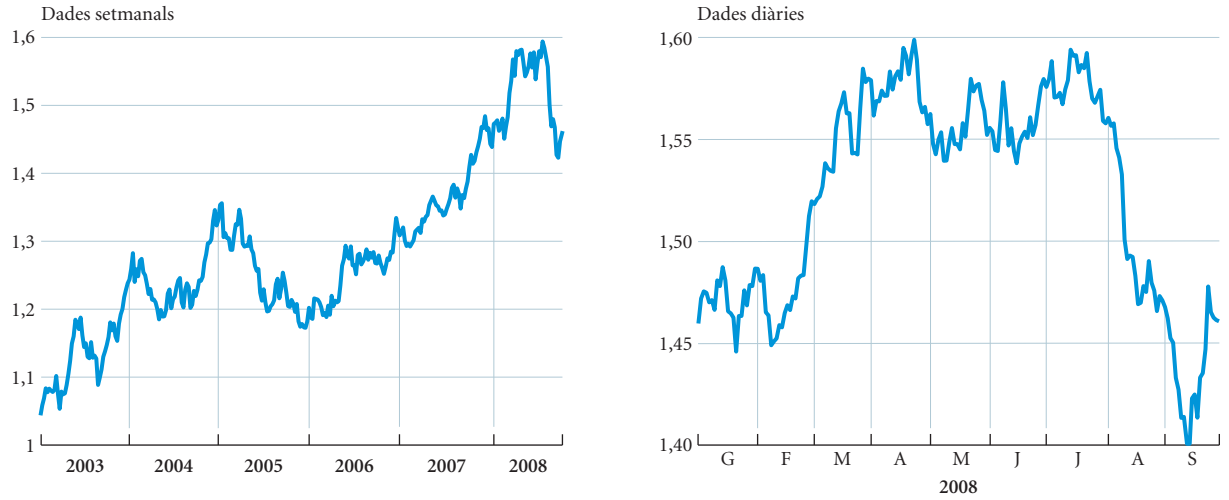
26-09-08

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	106,1	–3,3	–5,4	–9,0
Lliura esterlina	0,543	–0,2	7,7	9,4
Franc suís	1,087	–1,2	–4,3	–7,7
Dòlar canadenc	1,035	–1,3	3,5	3,0
Pes mexicà	10,773	5,7	–1,2	–1,4
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,462	–0,2	0,2	3,5
Ien japonès	155,1	–3,5	–4,9	–5,0
Franc suís	1,589	–1,4	–3,9	–3,9
Lliura esterlina	0,793	–0,4	7,9	13,2
Corona sueca	9,673	3,1	2,5	4,7
Corona danesa	7,461	0,0	0,0	0,1
Zloty polonès	3,360	1,0	–6,5	–11,1
Corona txeca	24,39	–0,7	–8,1	–11,7
Forint hongarès	240,3	1,9	–5,0	–4,1

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

UN ALTRE MES D'INFART PER AL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Última dada, 26 de setembre.
FONT: Bloomberg.

Situació de màxima tensió a les borses

La volatilitat de les borses en màxims, reflex de la preocupació dels inversors.

La renda variable no ha estat aliena a la situació actual, i el millor indicador de l'aversió al risc que es viu als mercats és l'índex de volatilitat de les borses. Als dos costats de l'Atlàntic, els mercats de valors han assolit nivells vistos només al començament de la crisi a l'agost del 2007 i en els primers mesos d'enguany, quan es va produir la forta caiguda inicial en la renda variable. Aquests índexs són assimilables al preu del risc en borsa i, com es pot comprovar al gràfic següent, se situen en uns nivells molt elevats, reflex, d'altra banda, del nivell d'incertesa sobre els propers mesos.

La majoria de borses presenten pèrdues des de l'inici de l'any, que van des del 16% del Brasil fins al 33% d'Amsterdam. I, tot i que aquest últim mes, les borses han intentat remuntar, o, com a mínim, limitar al màxim les caigudes, no ho han aconseguit, per la sortida massiva de capitals. Així, per exemple, les borses de París i de Frankfurt, a Europa, han caigut al voltant del 4,5%.

La borsa espanyola ho fa millor que la resta.

El rebuig al pla del Tresor dels Estats Units pel Congrés nord-americà en la votació celebrada el 29 de setembre va empitjorar la situació i va aconseguir que desaparegués la poca confiança en els mercats de renda variable.

No obstant això, la borsa espanyola s'ha comportat molt millor en comparació amb la resta, ja que, durant aquest últim mes, ha baixat només el 0,1%. Les fortes alces viscudes en les cotitzacions del sector bancari espanyol han apuntalat l'índex bancari espanyol, l'Ibex 35, evolució a la qual s'ha afegit el bon comportament del sector de les telecomunicacions pel seu caràcter defensiu en situacions com l'actual.

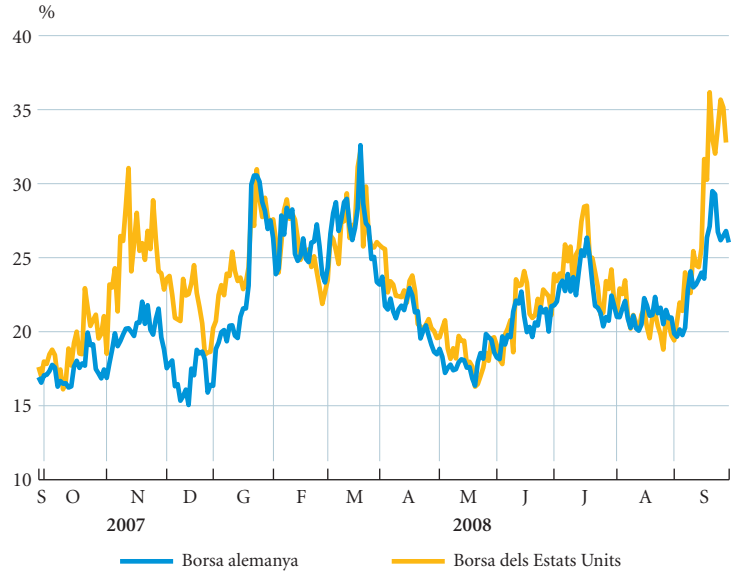
Pel que fa a les borses dels països emergents, cal esmentar l'evolució de la borsa russa, que ha estat una de les més castigades en els últims mesos. Les tensions geopolítiques, que han comportat una sortida d'inversions internacionals, i l'efecte

de la crisi internacional han provocat una forta correcció, tot i les promeses d'injecció de capital per part del govern. La borsa xinesa tampoc no s'ha recuperat de forma significativa de la forta caiguda patida al llarg d'enguany.

Les borses emergents també pateixen els embats de la inestabilitat.

MÀXIMA AVERSIÓ AL RISC

Volatilitat de les borses



NOTA: Última dada, 25 de setembre.
FONT: Bloomberg.

NOU INTENT FALLIT D'ESTABILITZACIÓ

Evolució dels índexs borsaris

NOTA: Última dada, 26 de setembre.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

26-09-2008

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*10.992,9*	*–3,7*	*–17,1*	*–20,8*
Standard & Poor's	*1.197,7*	*–5,8*	*–18,4*	*–21,5*
Nasdaq	*2.158,5*	*–8,6*	*–18,6*	*–20,0*
Tòquio	11.893,2	–6,9	–22,3	–27,6
Londres	5.108,9	–6,6	–20,9	–20,6
Zona de l'euro	3.168,8	–3,9	–28,0	–27,4
Frankfurt	*6.075,3*	*–4,2*	*–24,7*	*–22,2*
París	*4.170,7*	*–4,5*	*–25,7*	*–26,7*
Amsterdam	*359,1*	*–11,0*	*–30,4*	*–33,4*
Milà	*27.271,0*	*–2,5*	*–29,3*	*–31,9*
Madrid	*11.405,9*	*–0,1*	*–24,9*	*–21,4*
Zuric	6.854,0	–3,4	–19,2	–22,6
Hong Kong	18.682,1	–11,3	–32,8	–29,3
Buenos Aires	1.678,4	–4,6	–22,0	–22,9
São Paulo	50.182,6	–7,7	–21,5	–16,0

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.

LES BORSES RUSSA I XINESA NO DEFUGEN LES CORRECCIONS EN RENDA VARIABLE

Evolució dels índexs borsaris

NOTA: Última dada, 26 de setembre.
FONT: Bloomberg.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'economia, en hores baixes

L'economia espanyola s'ha vist sacsejada per un triple xoc que continua condicionant-ne l'evolució: una contracció global del crèdit, l'encariment de les primeres matèries i una frenada sobtada de la construcció residencial. Algunes dades positives de l'estiu passat, com la reversió parcial de la pujada dels preus de les primeres matèries i una menor fortalesa de l'euro, han representat un cert alleujament. No obstant això, la tendència a la desacceleració de la demanda nacional ha continuat en els mesos d'estiu.

Al juliol es va frenar el deteriorament del sector secundari en registrar l'índex general de producció industrial un descens interanual del 4,4%, corregit d'efectes de calendari, enfront de la caiguda del 9,0% experimentada al juny. Així i tot, la producció de béns de consum durador va baixar el 16,6% en relació amb el mateix mes del 2007. No obstant això, algunes branques industrials presentaven un notable dinamisme, com la fabricació de material electrònic, que va anotar una alça interanual del 24,9%, i el material mèdico-quirúrgic i de precisió, amb una pujada del 5,4%.

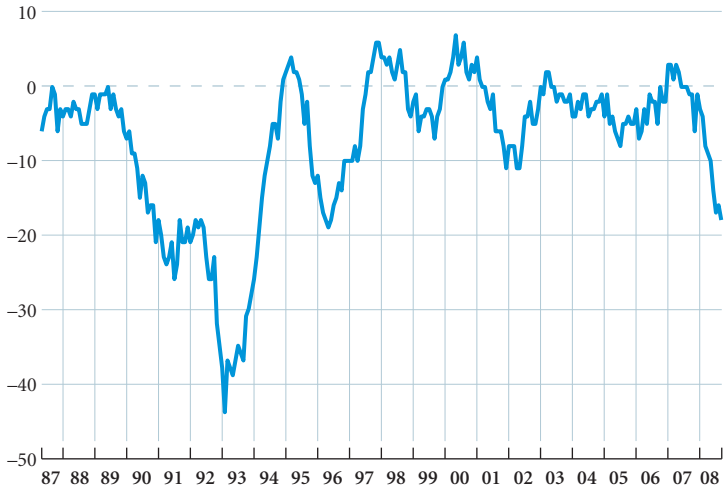
Continua la tendència a la desacceleració de la demanda nacional en els mesos d'estiu.

A la indústria, la confiança s'ha continuat deteriorant a l'agost i ha anotat la cota més baixa dels dotze últims anys. D'altra banda, les entrades de comandes a la indústria només es van incrementar el 3,7% al juliol en relació amb el mateix

La producció industrial disminueix.

DETERIORAMENT DE LA CONFIANÇA DE LA INDÚSTRIA

Indicador de confiança a la indústria (*)



NOTA: (*) Diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
FONT: Enquesta de la Comissió Europea.

La construcció prossegueix el procés d'ajustament.

mes de l'any anterior, per bé que aquesta taxa representa una millora en relació amb la caiguda interanual registrada al juny.

Per la seva banda, la construcció continua el procés d'ajustament. El preu del sòl va baixar el 7,8% en el segon trimestre en relació amb el mateix període del 2007. El consum de ciment del juliol-agost es va reduir el 26,7% en relació amb els mateixos mesos de l'any passat, enfront d'un descens interanual del 17,8% en el segon trimestre. L'indicador de clima a la construcció va caure al juliol al nivell més baix des del 1997, tot i que, a l'agost, va experimentar una recuperació considerable.

Pel que fa als serveis, no sembla que hagin d'agafar el relleu. L'índex de confiança del sector va baixar, a l'agost, fins a la cota més baixa de la dècada. La xifra de negocis del sector terciari va experimentar un decrement del 0,5% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Malgrat l'atonia general, algunes branques polsaven amb força, com la investigació i seguretat, la informàtica, la neteja industrial i el transport marítim, que presentaven taxes d'augment anual del 8%. En canvi, el comerç de vehicles i els ser-

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Indústria								
Consum d'electricitat (1)	4,0	4,4	2,5	4,9	3,3	2,7	1,6	2,2
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	1,1	–0,2	–0,5	–5,1	–4,4	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	–0,7	–3,3	–7,0	–11,9	–16,0	–18,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,5	81,3	82,1	81,1	81,3	80,3	–	79,3
Importació béns interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,7	7,1	11,4	6,9	...	...
Construcció								
Consum de ciment	8,5	0,2	–1,1	–1,9	–14,1	–17,8	–23,8	–30,2
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	12,0	–1,3	–14,7	–17,3	–30,0	–15,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	–50,7	–33,6	–59,8	–52,5	...	...
Licitació oficial	31,3	–14,9	–30,0	–33,1	27,7	–13,3	...	...
Serveis								
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	3,1	–0,3	–3,6	–5,6	–6,0	...
Turistes estrangers	4,1	1,5	1,5	1,6	5,3	0,9	–8,0	–1,8
Ingressos turisme	5,6	3,6	3,3	4,5	5,0	1,0	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–1,4	–5,3	–2,7	–0,7	...	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	10,6	8,6	7,9	–0,7	–3,7	–2,4
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	4,2	4,7	–0,9	–2,8	...	...

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.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Consum								
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	0,9	–2,7	–0,8	–5,6	–3,6	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	–1,2	–6,9	...	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–2,9	1,3	–15,3	–19,6	–27,4	–41,3
Crèdit al consum de béns duradors	14,5	10,0	6,9	9,9	8,8	7,1	–	…
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–12,3	–13,3	–12,3	–17,3	–20,0	–31,3	–39,0	–37,0
Inversió								
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	–3,1	–2,2	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	–0,6	9,0	–16,0	–16,4	…	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	–3,0	4,7	–29,5	–34,0	–46,6	–57,0
Comerç exterior (**)								
Importacions no energètiques	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	...	...
Exportacions	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	...	...

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.

veis tècnics patien caigudes superiors al 10%.

La xifra de negocis del turisme va disminuir el 0,5% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Les entrades de turistes estrangers es van reduir el 8,0% al juliol i l'1,8% a l'agost en relació amb dotze mesos abans. No obstant això, les pernoctacions en establiments hoteliers van pujar el 0,9% al juliol en relació amb el mateix mes del 2007, i les dels no residents es van incrementar el 2,9%.

Pel que fa a la demanda, el consum continua deprimit, a causa del deteriorament de la confiança, propiciat per la perspectiva d'augment de l'atur i pels descensos dels preus dels actius a les borses i al mercat immobiliari. Cal destacar l'enfonsament de les vendes d'automòbils de turisme al juliol-agost, amb una caiguda interanual del 32,6%. Les vendes al detall, sense incloure els cotxes, van presentar una evolució no tan desfavorable, ja que van disminuir el 4,8% al juliol en relació amb el mateix mes del 2007, a preus constants i corregides de l'efecte calendari, enfront d'un descens superior al juny. L'índex de confiança del consumidor va marcar la cota més baixa de les últimes dècades al juliol i només va millorar lleugerament a l'agost.

Els serveis no compensen la feblesa de la indústria ni la frenada de l'immobiliari.

Pel que fa a la inversió, pateix la feblesa del consum i l'alentiment de la demanda exterior. La producció de béns d'equipament s'ha reduït el 2,2% en els dotze últims mesos, per bé que menys que al juny. La matriculació de vehicles industrials va intensificar la caiguda i, al juliol-agost, va disminuir el 50,8% en relació amb el mateix bimestre de l'any anterior.

En aquest marc, la Comissió Europea ha publicat recentment unes projeccions sobre l'evolució del producte interior brut (PIB) de l'economia espanyola que in-

Enfonsament de les vendes de turismes a l'estiu i reculada important de les vendes al detall.

La Unió Europea pronostica l'entrada en recessió tècnica, i el govern adopta noves mesures per afrontar la situació.

clouen una caiguda intertrimestral del 0,1% i del 0,3% en el tercer i en el quart trimestres del 2008. El creixement del PIB en el conjunt de l'exercici es col·locaria en un avanç de l'1,4%.

En aquestes condicions, el ministre d'economia, Pedro Solbes, ha reconegut el risc de recessió, i, per afrontar-lo, el president del govern, José Luis Rodríguez Zapatero, va anunciar, en la segona setmana de setembre, noves mesures per pal·liar la complicada situació immobiliària. Així, s'estableix una nova línia de finançament de l'Institut de Crèdit Oficial dotada amb 3.000 milions d'euros per a l'ampliació de crèdits de promotors que posin els pisos en règim de lloguer. Així mateix, també es va anunciar la creació d'empreses dedicades a la inversió en actius immobiliaris per a lloguer que cotitzin en borsa amb avantatges fiscals.

Mercat de treball

Es frena el deteriorament de l'ocupació a l'agost

Al final d'agost, el total d'afiliats en alta laboral a la Seguretat Social era de 19.055.340 persones, només lleugerament per damunt d'un any abans. Això representa un deteriorament en relació amb l'agost del 2007, quan el nombre d'afiliats creixia el 2,5%, però representa un cert alleujament després de les taxes interanuals negatives registrades al juny i al juliol.

Malgrat aquesta millora, a la indústria i, sobretot, a la construcció, continuava la tendència a la destrucció d'ocupació. En els dotze últims mesos fins a l'agost, el nombre d'afiliats va baixar el 2,2% a la indústria i el 12,2% a la construcció. En canvi, als serveis, els afiliats van augmentar el 2,7%, només 2 dècimes menys que a l'agost del 2007.

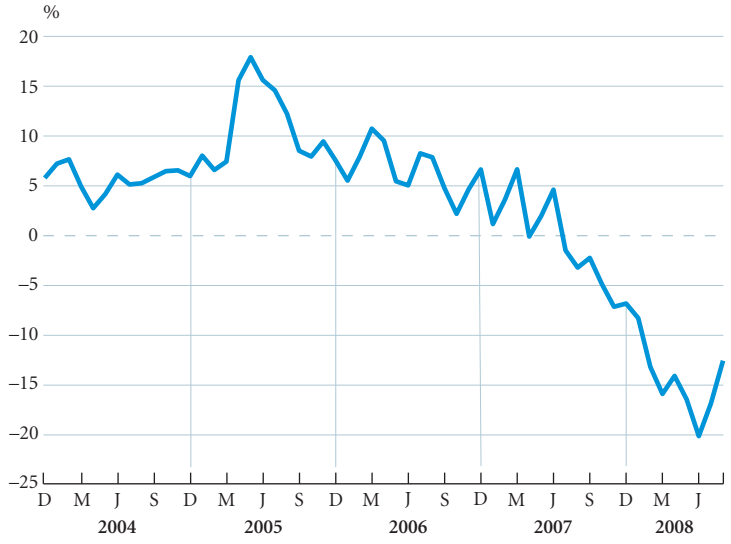
Els serveis sostenen el nivell d'ocupació.

La diferent evolució de l'ocupació per sectors va influir en una caiguda interanual del nombre d'afiliats masculins del 2,2%, mentre que les dones van augmentar el 3,1%, i la seva participació es va enfilar fins a un màxim històric del 42,7%. Per la seva banda, els afiliats estrangers han augmentat el 5,5% en l'últim any, 2 punts menys que a l'agost del 2007. Però, mentre la taxa de variació interanual dels homes estrangers baixava 6 punts fins al 2,4%, la de les dones augmentava més de 4 punts fins al 10,2%. Així mateix, els provinents de països de la Unió Europea s'in-

El percentatge d'afiliats estrangers se situa en l'11,0%, una dècima per sota del màxim històric del juny.

DESTRUCCIÓ D'OCUPACIÓ A LA CONSTRUCCIÓ

Variació intermensual anualitzada del nombre d'afiliats a la Seguretat Social a la construcció



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Afiliats a la Seguretat Social								
Sectors d'activitat								
Indústria	*0,0*	*2,5*	*2,5*	*2,4*	*0,3*	*–1,4*	*–2,4*	*–2,2*
Construcció	*8,7*	*3,3*	*2,3*	*0,5*	*–2,8*	*–7,8*	*–11,4*	*–12,2*
Serveis	*5,2*	*3,5*	*3,0*	*3,0*	*2,6*	*2,0*	*1,6*	*2,7*
Situació professional								
Assalariats	*4,7*	*3,0*	*2,6*	*2,2*	*1,2*	*0,0*	*–0,9*	*0,1*
No assalariats	*2,2*	*2,8*	*2,9*	*2,9*	*2,3*	*1,1*	*0,1*	*–0,2*
Total	**4,3**	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**1,4**	**0,2**	**–0,7**	**0,0**
Població ocupada (*)	**4,1**	**3,1**	**3,1**	**2,4**	**1,7**	**0,3**	**–**	**–**
Llocs de treball (**)	**3,2**	**2,9**	**2,9**	**2,2**	**1,4**	**0,4**	**–**	**–**
Contractes registrats (***)								
Indefinits	41,1	2,0	–1,6	–21,1	–11,8	–5,6	–11,3	–23,5
Temporals	4,7	0,3	–0,5	1,2	–6,5	–7,4	–6,9	–17,9
Total	**7,9**	**0,5**	**–0,7**	**–2,1**	**–7,2**	**–7,2**	**–7,3**	**–18,4**

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

El nombre de contractes anota, a l'agost, una caiguda del 18% interanual, a causa del refredament de l'activitat econòmica.

crementaven a un ritme més intens, el 7,6%, enfront del 4,4% dels no comunitaris. El percentatge d'afiliats estrangers es va situar en l'11,0%, una dècima menys que el màxim del juny.

L'evolució del nombre de contractes registrats a les oficines públiques d'ocupació va continuar evidenciant el refredament del mercat laboral en l'últim període. Així, a l'agost, el nombre total de contractes va caure el 18,4% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. D'aquests contractes, els indefinits van disminuir el 23,5%. No obstant això, el pes del 9,3% dels contractes estables en el conjunt de la contractació pot ser considerat de notable. En els vuit primers mesos de l'exercici, es van efectuar 11.234.640 contractes, amb un decrement del 8,4% en relació amb el mateix període del 2007.

El nombre d'aturats registrats supera els dos milions i mig

Arran del deteriorament en la creació d'ocupació i de l'augment de la població activa, el nombre d'aturats registrats a les oficines públiques d'ocupació va continuar augmentant a un ritme viu a l'agost fins a col·locar-se en 2.530.001 persones, el nivell més alt de la dècada. Aquesta xifra va representar un augment de més de mig milió de persones en relació amb el mateix mes de l'any 2007, el 24,7%.

A l'agost, l'atur va augmentar a tots els sectors, fins i tot entre els qui buscaven feina per primer cop. En els dotze últims mesos, el nombre d'aturats s'ha incrementat, sobretot, a la construcció, amb una pujada del 71,0%. No obstant això, en termes absoluts, l'augment més intens ha tingut lloc als serveis, amb 242.544

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Agost 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	83.524	14.712	21,4	18.183	27,8	3,3
Indústria	322.284	42.303	15,1	45.287	16,3	12,7
Construcció	429.060	145.193	51,1	178.177	71,0	17,0
Serveis	1.461.265	177.015	13,8	242.544	19,9	57,8
Primera ocupació	233.868	21.231	10,0	17.514	8,1	9,2
Per sexes						
Homes	1.162.191	277.052	31,3	362.406	45,3	45,9
Dones	1.367.810	123.402	9,9	139.299	11,3	54,1
Per edats						
Menors de 25 anys	289.532	49.149	20,4	63.211	27,9	11,4
Resta d'edats	2.240.469	351.305	18,6	438.494	24,3	88,6
TOTAL	**2.530.001**	**400.454**	**18,8**	**501.705**	**24,7**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

aturats més, el 19,9%. La indústria, amb un ascens de l'atur del 16,3%, tampoc no ha presentat una bona evolució.

D'altra banda, segons les dades d'Eurostat, al juliol la taxa d'atur espanyola continuava essent la més alta de la Unió Europea, en col·locar-se en l'11,0% de la població activa. Les perspectives són de continuïtat de la tendència ascendent de l'atur en afeblir-se l'activitat a la construcció i també a la indústria, com ho palesen els recents anuncis de plans d'ajustament al sector automobilístic.

Els costos laborals anoten el creixement més important dels cinc últims anys

La pujada de la inflació en l'últim període es transmet als costos laborals. I no solament mitjançant les clàusules d'indexació salarial, generalitzades al mercat laboral espanyol, ja que l'increment pactat en convenis es va continuar elevant fins al 3,5% en el segon trimestre, sense incloure les clàusules de revisió salarial.

El cost laboral de les empreses es va incrementar el 5,3% en el segon trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, segons l'Enquesta Trimestral de Cost Laboral de l'Institut Nacional d'Estadística. Va ser l'alça més intensa des del primer trimestre de l'any 2003. Els costos salarials totals van pujar el 5,1% fins als 1.772,1 euros, de mitjana, per treballador i mes. Per la seva banda, els costos no salarials van augmentar el 5,7%. El seu component més important, les cotitzacions obligatòries a la Seguretat Social, va augmentar el 4,6%. La resta va experimentar un increment superior, a causa, sobretot, de les indemnitzacions per acomiadament.

Les tensions salarials es van generalitzar a tots els sectors. El salari ordinari, exclosos els pagaments extraordinaris i endarrerits, va ser, de mitjana, de 1.524,6 euros, amb pujades interanuals del 5,4% a la indústria i del 5,2% a la construcció i als serveis. D'aquesta manera, el poder adquisitiu dels treballadors va registrar un avanç interanual del 0,6%.

Segons Eurostat, la taxa d'atur espanyola puja al juliol fins a l'11,0%, la més alta de la Unió Europea.

La pujada de la inflació en l'últim període es transmet als costos laborals.

INDICADORS DE SALARIS

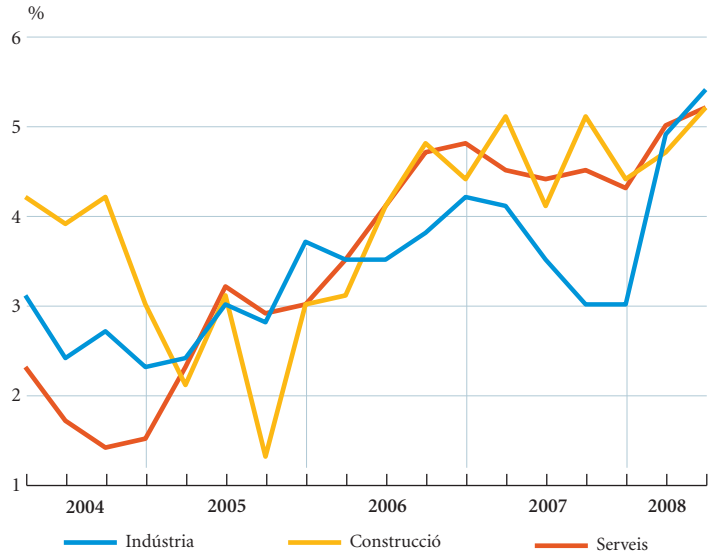
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

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

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

TENSIONS SALARIALS A TOTS ELS SECTORS

Variació interanual del cost salarial ordinari per treballador



FONTS: Enquesta trimestral del cost laboral i elaboració pròpia.

Preus

Relaxament de la inflació gràcies a la caiguda del preu del petroli

Després d'un any de fortes tensions inflacionistes, a causa, principalment, de l'escalada del preu del cru i d'altres primeres matèries, la sobtada caiguda del preu del petroli a partir de mitjan juliol va motivar una inflexió a la baixa de la inflació a l'agost. Així, després d'haver assolit la cota màxima des del 1992 al juliol, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va disminuir 4 dècimes a l'agost i es va col·locar en el 4,9%. De tota manera, aquesta taxa doblava amb escreix el nivell del 2,2% de dotze mesos abans.

El descens de la inflació a l'agost és atribuïble a la reducció del preu dels carburants i combustibles, la taxa d'inflació dels quals va caure del 25,1% del juliol al 20,0% de l'agost i va reflectir l'enfonsament del preu del petroli als mercats internacionals.

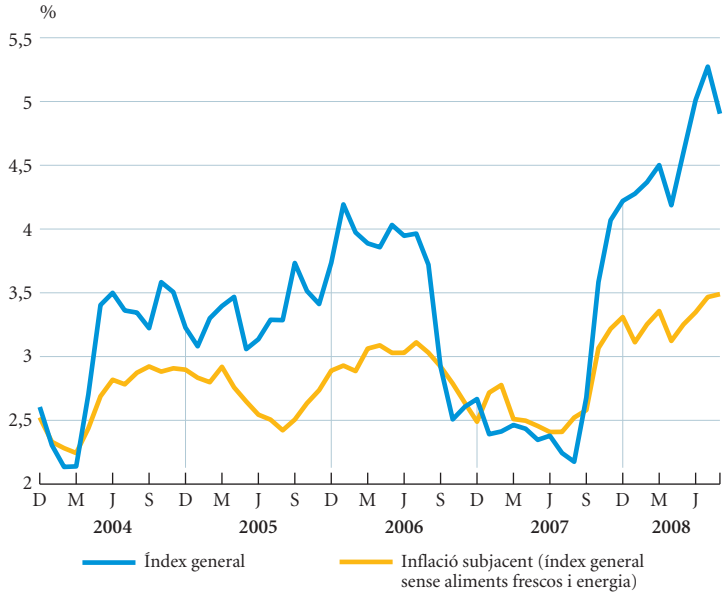
La taxa de variació anual de l'IPC baixa 4 dècimes a l'agost fins al 4,9%...

Els aliments no elaborats, l'altre gran component volàtil de l'IPC, també van moderar la inflació anual al 4,2% a l'agost des del 4,4% del mes anterior. Cal destacar la davallada del preu del peix fresc, enfront de l'alça experimentada a l'agost del 2007. D'aquesta manera, els preus del peix fresc van anotar un decrement interanual del 0,4%. Així mateix, les patates

...a causa del descens del preu dels carburants i combustibles.

LA INFLACIÓ BAIXA DESPRÉS DE TRES MESOS D'ASCENSOS

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	1,1	1,5	4,2
Maig	0,3	1,8	2,3	0,7	2,2	4,6
Juny	0,2	2,0	2,4	0,6	2,8	5,0
Juliol	–0,7	1,3	2,2	–0,5	2,3	5,3
Agost	0,1	1,4	2,2	–0,2	2,1	4,9
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.

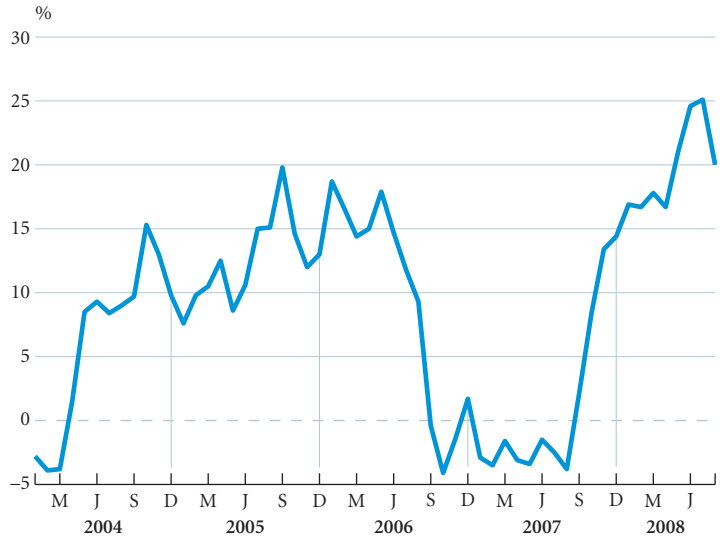
La moderació del peix fresc i de les patates compensa el repunt de les carns d'oví, de boví i de porc.

van reduir la inflació interanual fins al 3,2%. D'aquesta manera, van compensar els repunts de la carn d'oví, de boví i de porc.

El nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, es va mantenir en el nivell del 3,5%. En l'últim període, però, va partir els efectes de l'encariment de les

ELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES ES MODEREN

Variació interanual dels preus dels carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Agost

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,3	0,3	0,1	1,9	2,1	2,8	6,8
Begudes alcohòliques i tabac	111,4	0,0	0,0	5,7	3,6	6,5	4,0
Vestit i calçat	94,3	–0,7	–0,7	–12,3	–12,9	1,0	0,4
Habitatge	112,3	0,1	–0,3	3,4	6,5	3,1	7,9
Parament	105,1	0,0	0,0	1,2	1,2	2,6	2,5
Medicina	98,6	0,0	0,0	–2,5	0,1	–2,2	0,5
Transport	111,3	–0,5	–2,3	4,2	5,7	–0,1	8,6
Comunicacions	100,1	–0,1	–0,1	1,1	0,2	0,5	–0,1
Oci i cultura	101,5	1,3	1,4	1,1	2,1	–0,9	0,2
Ensenyament	107,6	0,0	0,0	0,6	0,4	4,5	3,9
Hotels, cafès i restaurants	112,0	0,8	0,8	5,5	5,5	5,0	4,9
Altres	107,0	0,0	0,0	2,5	3,0	3,1	3,5
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	110,9	0,3	0,2	2,6	2,9	2,8	7,6
Aliments sense elaboració	109,4	0,2	0,0	1,6	0,9	4,0	4,2
Conjunt no alimentari	106,6	0,1	–0,3	1,1	2,0	1,8	4,4
Béns industrials	104,0	–0,4	–1,2	–1,6	0,0	–0,2	4,7
Productes energètics	*120,0*	*–0,8*	*–3,9*	*5,8*	*11,6*	*–2,2*	*17,6*
Carburants i combustibles	*121,9*	*–1,0*	*–5,1*	*6,8*	*12,0*	*–3,8*	*20,0*
Béns industrials sense productes energètics	*98,8*	*–0,3*	*–0,2*	*–4,0*	*–3,9*	*0,5*	*0,5*
Serveis	109,4	0,6	0,6	3,9	4,1	3,9	4,0
Inflació subjacent (**)	105,9	0,2	0,3	0,9	1,0	2,5	3,5
ÍNDEX GENERAL	**107,6**	**0,1**	**–0,2**	**1,4**	**2,1**	**2,2**	**4,9**

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

primeres matèries i de les rigideses en la formació de preus, de manera que es va incrementar de manera apreciable enfront del 2,4 del juny del 2007.

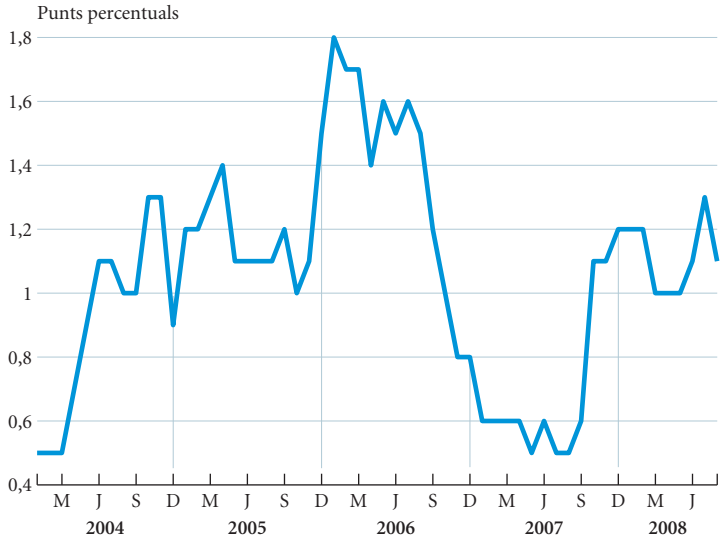
Així, és notable la persistència de tensions inflacionistes al sector serveis. Els preus del turisme i l'hoteleria es van enfilar el 4,9% en els dotze últims mesos fins a l'agost, una dècima més que en el mes anterior.

Per la seva banda, els aliments elaborats van cedir 2 dècimes d'inflació a l'agost, fins al 7,6% interanual. D'aquesta manera, van reflectir una certa normalització als mercats internacionals de primeres matèries agràries en els últims mesos, després dels forts increments anteriors. Així i tot, el preu de la llet, per exemple, encara presentava una variació interanual del 19,1%.

Els preus dels béns industrials no energètics s'acceleren, però només fins al 0,5% interanual.

MILLORA EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO

Diferència en la variació interanual de l'IPC harmonitzat entre Espanya i la zona de l'euro



FONTS: Eurostat, Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

La inflació acabarà l'any, probablement, per sota del 4%.

L'altre bloc de la inflació subjacent, els béns industrials no energètics, es va continuar accelerant, però partint de nivells molt baixos. Així, a l'agost, va anotar una inflació interanual del 0,5%, enfront del 0,3% del juliol. La intensitat de les rebaixes de l'últim mes de la temporada va ser similar a la de l'any anterior, i la inflació del vestit i del calçat va romandre en un reduït 0,4% interanual, a causa de la forta competència.

L'índex d'inflació harmonitzat amb la Unió Europea també va pujar el 4,9% en els dotze últims mesos fins a l'agost. Atès que, a la zona de l'euro, la inflació va baixar menys, el diferencial va disminuir en dues dècimes, fins a 1,1 punts. Aquest descens s'explica, en part, pel major pes dels carburants en la cistella de la compra espanyola i pel fet que els impostos sobre els carburants tenen un pes menor en el cas espanyol, de manera que la davallada del preu dels carburants repercuteix més en l'IPC nacional.

I quines són les perspectives de la inflació? La davallada del preu de l'or negre i d'altres primeres matèries possibilitarà que continuï la moderació de la inflació en els propers mesos. D'aquesta manera, si no es produeix un canvi sobtat al mercat petrolier, el més probable és que la taxa d'inflació acabi l'exercici per sota del 4%.

Els preus a l'engròs comencen a cedir

Després d'haver assolit les cotes màximes dels últims anys, els preus a l'engròs comencen a reflectir la inflació a la baixa dels preus de les primeres matèries des del juliol. El sobtat descens del preu del petroli des de nivells rècord és especialment important, però, a més a més, altres primeres matèries, com les agràries, també han baixat de manera considerable.

El recent descens dels preus de les primeres matèries comença a reflectir-se en els preus industrials.

Els preus industrials van disminuir el 0,8% a l'agost, a diferència de la pujada del 0,2% del mateix mes del 2007. D'aquesta manera, la seva taxa d'inflació

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											
Juny	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	–1,4	1,3	0,9	–0,1	6,1	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	0,9	–0,2	4,3	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,4	0,2	3,9	3,0
Setembre	12,1	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,0	1,0	0,3	3,1	–
Octubre	13,8	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	3,1	0,6	0,0	2,0	–
Novembre	15,7	5,4	4,5	3,1	5,1	9,8	4,1	0,7	0,0	0,7	3,0
Desembre	17,6	5,9	4,8	2,9	5,0	11,6	4,9	1,1	–0,1	0,7	–
2008											
Gener	11,1	6,6	5,4	2,7	5,9	13,3	6,7	1,1	0,4	1,8	–
Febrer	7,3	6,6	5,4	2,5	6,0	13,3	6,8	1,4	0,3	1,8	3,2
Març	10,5	6,9	5,5	2,3	6,3	14,6	6,7	0,7	–0,2	2,1	–
Abril	8,5	7,2	5,3	2,3	6,0	16,5	6,8	0,6	–0,2	2,4	–
Maig	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,2	0,7	–0,1	3,2	3,4
Juny	8,7	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	–0,3	3,6	–
Juliol	...	10,3	5,2	2,3	7,4	30,3	10,7	0,4	–0,1	4,9	–
Agost	...	9,2	4,9	2,3	7,4	25,6	...	...	...	...	...

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

interanual es va col·locar en el 9,2%, 1,1 punts per sota del nivell màxim des de l'octubre de 1984 registrat al juliol del 2008. El principal descens va correspondre a l'energia, la inflació interanual de la qual va caure 4,7 punts fins al 25,6%. La inflació dels béns de consum va baixar 4 dècimes fins al 4,9%. A l'agost, les taxes d'inflació dels béns d'equipament i dels béns intermedis es van mantenir en els nivells anteriors.

Per branques, les més inflacionistes són les més afectades per l'encariment de les primeres matèries. Així, les coqueries i el refinatge de petroli van pujar el 40,3%, i l'extracció de productes energètics, el 14,6%. Per la seva banda, els preus de la metal·lúrgia es van incrementar el 14,2% i els de la indústria alimentària, el 8,8%. En canvi, els preus de la fabricació de màquines d'oficina i d'equips informàtics han baixat l'1,2% en els dotze últims mesos, gràcies als guanys de productivitat i a la forta competència als mercats internacionals.

Per la seva banda, al juliol, la inflació interanual dels preus d'importació va continuar pujant fins al 10,7%, 4 dècimes més que en el mes anterior. No obstant això, el principal component inflacionista, l'energia, va començar a flexionar a la baixa, tot i que la seva taxa de variació anual se situava encara en el 53,6%. En canvi, els béns intermedis van pujar el 4,9% en relació amb el juliol del 2007, 1,3 punts més que al juny. Per la seva banda, els preus dels béns importats de consum i d'equipament es mantenien molt continguts, gràcies a la fortalesa de l'euro, que va assolir un màxim històric al juliol.

La inflació dels preus d'importació continua pujant al juliol, malgrat que l'euro va assolir un màxim històric.

Sector exterior

El dèficit comercial creix el 8,4% pel continuat deteriorament de la balança energètica.

Continua la correcció del dèficit comercial no energètic

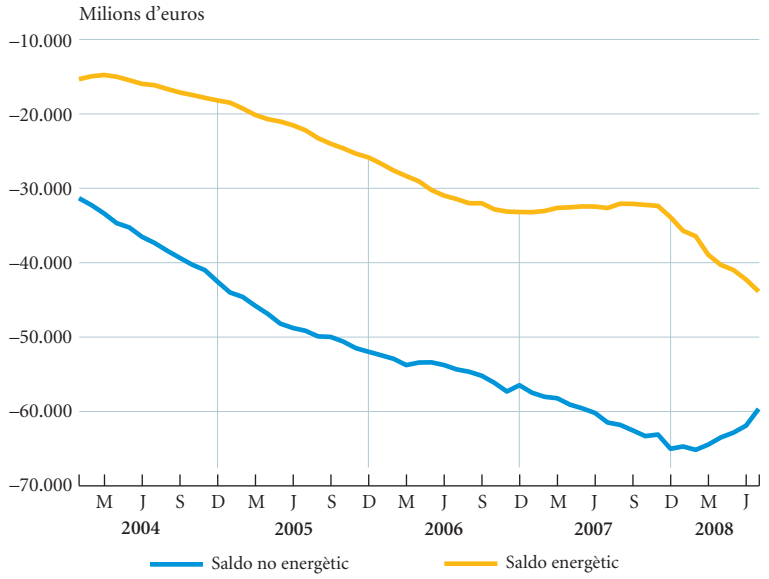
Durant el període que va del gener al juliol del 2008, el dèficit comercial va ser de 59.514 milions d'euros, un increment del 8,4% interanual que confirma que la tendència de deteriorament continua minorant. Per la seva banda, la taxa de cobertura es va situar en el 65,8%, lleugerament per sota del 66,1% del mateix període de l'any anterior.

El deteriorament de la balança comercial energètica, el saldo negatiu de la qual durant el període gener-juliol es va incrementar el 53,1% interanual i va passar de 18.848 a 28.857 milions d'euros, va continuar provocant l'augment del desequilibri comercial. Aquest augment de 10.009 milions no és compensat per la disminució de 5.372 milions en el saldo no energètic, el qual, al gener-juliol, es va quedar en els 30.658 milions d'euros, el 14,9% per sota del mateix període de l'any anterior. Aquesta millora del saldo comercial no energètic va ser deguda, sobretot, a la balança en béns de consum, secundada per la de béns de capital. El saldo de béns intermedis, però, es va continuar deteriorant.

En termes d'entrades i sortides, cal destacar que, en els set primers mesos de l'any, les exportacions van créixer el 7,2% interanual, mentre que les importacions

EL DÈFICIT NO ENERGÈTIC ES CORREGEIX

Saldo comercial per tipus de producte (*)



NOTA: (*) Suma 12 últims mesos.
FONTS: Departament de Duanes i Impostos Especials i elaboració pròpia.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juliol 2008

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	35.517	56,0	20,4	6.661	69,6	5,8	–28.857	18,8
Béns de consum	41.776	–5,5	24,0	40.922	4,8	35,7	–854	98,0
Alimentaris	*9.079*	*4,2*	*5,2*	*13.269*	*7,0*	*11,6*	*4.190*	*146,1*
No alimentaris	*32.697*	*–8,4*	*18,8*	*27.653*	*0,1*	*24,1*	*–5.043*	*84,6*
Béns de capital	14.828	–12,8	8,5	10.084	1,8	8,8	–4.744	68,0
Béns intermedis no energètics	82.063	5,4	47,1	57.002	5,4	49,7	–25.060	69,5
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	95.965	–0,5	55,1	80.312	5,4	70,0	–15.652	83,7
Zona de l'euro	*80.199*	*–1,2*	*46,0*	*64.248*	*4,6*	*56,0*	*–15.951*	*80,1*
Altres països	78.219	19,6	44,9	34.357	11,6	30,0	–43.862	43,9
Rússia	*5.419*	*12,6*	*3,1*	*1.695*	*52,3*	*1,5*	*–3.724*	*31,3*
Estats Units	*6.939*	*23,9*	*4,0*	*4.497*	*–0,7*	*3,9*	*–2.442*	*64,8*
Japó	*3.353*	*–8,2*	*1,9*	*851*	*3,2*	*0,7*	*–2.502*	*25,4*
Amèrica Llatina	*9.270*	*13,0*	*5,3*	*5.402*	*–11,9*	*4,7*	*–3.868*	*58,3*
OPEP	*17.305*	*42,4*	*9,9*	*3.835*	*30,4*	*3,3*	*–13.470*	*22,2*
Resta	*35.934*	*16,0*	*20,6*	*18.078*	*18,5*	*15,8*	*–17.856*	*50,3*
TOTAL	**174.184**	**7,6**	**100,0**	**114.669**	**7,2**	**100,0**	**–59.514**	**65,8**

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

es van incrementar el 7,6%. Un cop exclòs el sector energètic, la situació s'inverteix de forma dràstica, ja que l'avanç exportador va ser del 4,8% interanual, mentre que les importacions van disminuir un simbòlic 0,3%. En aquest mateix període, en termes reals, descomptant els increments de preus, s'amplia la bretxa entre exportacions i importacions de mercaderies a favor de les exportacions, que van augmentar el 5,1% interanual, mentre que les importacions ho van fer el 3,6%. Per sectors, els grups de productes més dinàmics en l'exportació van ser els energètics, els alimentaris, els productes químics i la maquinària per a la indústria. Pel que fa a les importacions, els productes energètics van continuar augmentant, amb una alça del 56,2%, mentre que la compra de vehicles acabats a l'exterior va caure el 18,7%.

Finalment, la descomposició del comerç per àrees geogràfiques continua les tendències recents. En el període gener-juliol, la Unió Europea va continuar essent el soci comercial de referència de l'economia espanyola, ja que va ser la destinació del 70,0% de les exportacions i l'origen del 55,1% de les nostres compres a l'exterior. Va continuar destacant el creixement del 14,8% interanual de les importacions d'Àsia, que arriben al 18,0% del total i en què destaca el constant increment del volum del comerç bilateral amb la Xina. També es continuen notant els efectes de la feblesa del dòlar, ja que, mentre les exportacions als Estats Units han caigut el

Disminueix el dèficit no energètic, i, en termes reals, les exportacions avancen més que les importacions.

Continua augmentant el deteriorament de la balança corrent.

0,7% interanual, les importacions han augmentat un notable 23,9%.

Balança de pagaments: menys inversió de cartera i més inversió directa

La balança per compte corrent va registrar al juny un dèficit de 8.471 milions d'euros, el 16,6% per damunt del nivell del mateix període de l'any anterior. L'ampliació del desequilibri corrent va ser deguda al major dèficit de la balança de rendes en la seva totalitat, ja que, sense aquest component, s'hauria produït una lleugera correcció. L'increment del dèficit de la balança comercial, que va perdent força, va ser compensat per la intensa disminució del saldo negatiu dels serveis no turístics.

La balança de rendes abandona els forts creixements, però manté el pes.

En un context temporal més ampli, l'evolució de la suma acumulada de dotze mesos mostra una certa moderació de les últimes tendències. El dèficit corrent manté la desacceleració del deteriorament i, en els dotze mesos que acaben al juny, va créixer el 17,9% interanual, una taxa que va disminuint a causa d'un augment menys vigorós del saldo negatiu de la balança de rendes i de transferències corrents.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, el procés més destacat dels últims mesos és la dràstica disminució del saldo d'inversió en cartera, que continua. Així, les entrades per inversió de cartera dels dotze últims mesos fins al juny van ser de 3.818 milions d'euros, mentre que, en el mateix període de l'any anterior, havien

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juny 2008

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–46.731	12,7	–95.070	–10.470	12,4
Serveis					
Turisme	*11.954*	*3,2*	*28.186*	*735*	*2,7*
Altres serveis	*–2.019*	*–36,2*	*–4.512*	*893*	*–16,5*
Total	9.935	18,1	23.674	1.629	7,4
Rendes	–15.710	15,6	–33.626	–7.135	26,9
Transferències	–6.110	40,2	–8.486	–1.250	17,3
Total	**–58.615**	**14,9**	**–113.508**	**–17.227**	**17,9**
Compte de capital	**3.662**	**112,8**	**6.457**	**503**	**8,5**
Balança financera					
Inversions directes	12.939	–	–8.763	35.558	–80,2
Inversions de cartera	–3.999	–	3.818	–165.450	–97,7
Altres inversions	31.090	–	62.169	69.335	–
Total	**40.029**	**–39,5**	**57.224**	**–60.557**	**–51,4**
Errors i omissions	3.959	54,8	5.146	3.385	192,1
Variació d'actius del Banc d'Espanya	10.965	–	44.680	73.896	–

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.

estat de 169.268 milions. Aquesta disminució és compensada per una disminució neta d'actius del Banc d'Espanya de 44.680 milions d'euros, enfront de l'augment d'actius en els corresponents dotze mesos de l'any anterior de 29.216 milions. Encara més important és l'augment del compte corresponent a altres inversions, que ha passat d'un saldo negatiu de 8.864 milions a un altre de positiu de 80.208 milions.

La partida «altres inversions» correspon, fonamentalment, a préstecs, dipòsits i repos d'altres sectors residents, d'administracions públiques i d'institucions financeres monetàries. Partides que adquireixen rellevància pel canvi en la forma de la cobertura de les necessitats de liquiditat de les institucions financeres espanyoles. Per la seva banda, la inversió directa dels dotze últims mesos fins al juny va reduir el saldo net de sortides fins als 8.763 milions d'euros, menys de la cinquena part del registre corresponent al final de l'any. Una millora que va ser deguda, gairebé en la seva totalitat, a l'augment dels fluxos d'entrades (les inversions estrangeres a Espanya), que, en el mateix període, van augmentar el 167,4% interanual.

Les entrades netes d'inversió de cartera són gairebé nul·les, mentre que altres inversions agafen el relleu.

Es recuperen les entrades d'inversió directa, mentre que la inversió a l'exterior varia poc.

Sector públic

Ampliació del dèficit dels comptes de l'Estat

El progressiu alentiment de l'activitat econòmica i les mesures fiscals d'estímul econòmic del govern es tradueixen en un deteriorament dels comptes de l'Estat.

El progressiu alentiment de l'activitat econòmica i les mesures fiscals d'estímul econòmic del govern es tradueixen en un deteriorament del dèficit dels comptes de l'Estat. Així, durant el període gener-agost, els ingressos de l'Estat en termes de caixa, és a dir, segons els fluxos monetaris produïts, es van col·locar en 122.892 milions d'euros abans de les cessions a les administracions autonòmiques i locals d'acord amb el sistema de finançament vigent. Aquest import representa una caiguda interanual del 10,2%.

Tant els impostos directes com els indirectes baixen l'11% en els vuit primers mesos de l'exercici.

El descens dels ingressos de l'Estat fins a l'agost va ser degut, principalment, a la desfavorable evolució dels impostos, que constitueixen més del 90% del total. Durant els vuit primers mesos de l'exercici, tant els impostos directes com els indirectes van anotar davallades interanuals de l'11,3%.

La principal partida tributària, l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), va recaptar 45.698 milions d'euros en termes acumulats. Aquest total va representar un descens del 0,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquest decrement reflecteix l'impacte de la detracció fins als 200 euros en les retencions a compte de la deducció anticipada de 400 euros en la quota líquida de l'impost i també de la deducció anticipada per naixement i adopció de fills, que

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Agost 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	**4.824**	**–65,2**	**81.588**	**–18,1**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	45	150,0	45.698	–0,5
Impost de societats	10.986	–37,2	20.237	–29,6
IVA	–4.570	156,6	30.536	–15,8
Impostos especials	1.823	0,0	13.011	0,0
Resta	1.045	51,9	13.410	4,3
Total	**9.329**	**–48,8**	**122.892**	**–10,2**
Pagaments no financers	**9.308**	**–6,6**	**96.625**	**4,5**
Saldo de caixa	**–4.484**	**–**	**–15.037**	**–**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***–4.673***	**–**	***–14.638***	**–**

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.

no existia en la primera meitat del 2007. Així mateix, també hi han incidit negativament un augment en les devolucions efectuades del 19,0% i la desfavorable evolució dels guanys patrimonials. Per la seva banda, l'impost de societats va disminuir el 29,6% en un context de desacceleració dels beneficis empresarials i també per la rebaixa del tipus de gravamen per la reforma fiscal del 2007.

El decrement dels impostos indirectes va obeir al comportament de la figura més important del grup, l'impost sobre el valor afegit (IVA). Aquest impost va patir una caiguda del 15,8% a causa de la feblesa del consum, de l'enfonsament del mercat immobiliari, del nou règim de consolidació fiscal per a grups d'entitats i de l'augment de les devolucions. Per la seva banda, els impostos especials van registrar un estancament. D'altra banda, la resta dels ingressos de l'Estat van créixer el 4,3%, gràcies a l'increment dels beneficis del Banc d'Espanya.

Pel que fa als pagaments no financers de l'Estat, fins a l'agost van sumar 96.625 milions d'euros, amb una alça del 4,5%. Els pagaments per operacions corrents van pujar el 5,1% fins als 86.184 milions d'euros i els corresponents a operacions de capital es van reduir el 0,1%.

Entre les operacions corrents, els pagaments de personal van augmentar el 6,7%. L'increment més intens d'aquestes partides va correspondre a les despeses financeres, que van pujar el 10,4% fins als 13.417 milions d'euros.

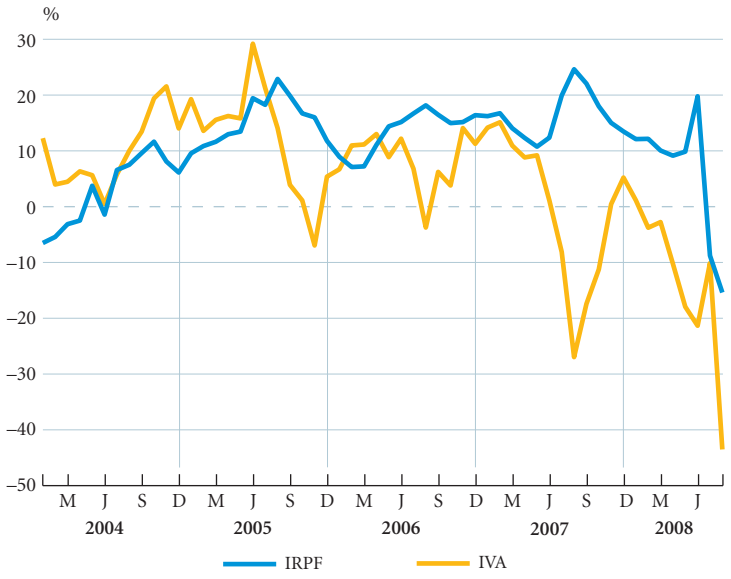
Pel que fa a les operacions de capital, les inversions reals van augmentar el 9,3%. En canvi, les transferències de capital van baixar l'11,2%, per la reducció de les transferències als organismes autònoms. En aquest sentit, l'Institut per a la Reestructuració de la Mineria del Carbó no va rebre cap transferència i el Consell Superior d'Investigacions Científiques (CSIC) només va percebre 16 milions

La recaptació per IRPF s'estanca...

...mentre que la feblesa del consum i l'enfonsament del mercat immobiliari ocasionen una caiguda del 16% de l'IVA.

SOBTADA CAIGUDA DE LA RECAPTACIÓ IMPOSITIVA

Taxa de variació interanual de la mitjana mòbil de quatre mesos



FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

El dèficit de l'Estat puja fins a l'1,3% del PIB fins a l'agost.

d'euros, enfront dels 115 milions de l'any passat.

Atesa la davallada dels ingressos i l'increment dels pagaments, els comptes de l'Estat van registrar un dèficit de caixa no financer per valor de 15.037 milions d'euros. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats, la necessitat de finançament va arribar als 14.638 milions d'euros. Aquest dèficit representa l'1,31% del producte interior brut (PIB), que es contraposa al superàvit de l'1,12% anotat en el mateix període del 2007, situació que il·lustra el gir propiciat pel deteriorament de la conjuntura econòmica.

Empitjorament de les perspectives del dèficit públic.

D'altra banda, en el període gener-agost, els comptes de la Seguretat Social van presentar un saldo positiu de 15.971,4 milions d'euros. Aquest superàvit és el resultat d'un augment dels drets reconeguts del 8,9% i d'un creixement de les obligacions reconegudes del 10,1%. És a dir, les despeses s'incrementen més que els ingressos, a causa, sobretot, del deteriorament del mercat laboral, amb una tendència descendent dels cotitzants en alta laboral. Tot plegat apunta a una reducció del superàvit de la Seguretat Social en el proper període.

En aquesta tessitura, després d'haver-se registrat un superàvit de les administracions públiques del 2,2% del PIB el 2007, les perspectives han empitjorat. Així, atès l'agreujament de la situació econòmica, el ministre d'Economia, Pedro Solbes, ha suggerit, cap a la meitat de setembre, que el dèficit públic podria arribar al 2% del PIB el 2009.

Estalvi i finançament

Frenada del crèdit al sector privat

El finançament al sector privat es va continuar moderant al juliol i va anotar una taxa de variació interanual del 8,9%, menys de la meitat de la taxa corresponent a un any abans, en un marc de condicions menys laxes per part de l'oferta i d'afebliment de la demanda de les famílies i de les empreses. Aquesta desaceleració s'ha produït de manera molt intensa en els últims mesos. Així, en els set primers mesos del 2008, el saldo creditici va augmentar en 81.702 milions d'euros, menys de la meitat de l'augment del mateix període del 2007, una tendència que s'ha intensificat en els mesos més recents.

Al juliol, es va intensificar l'alentiment del finançament a les empreses fins al 9,7% interanual. Per sectors, amb dades del Banc d'Espanya que arriben fins al juny, s'aprecia que la tendència a l'alentiment és generalitzada. Destaca la desaceleració del crèdit a la construcció, que va passar d'un creixement interanual del 24,4% al juny del 2007 al 7,6% al final del primer semestre del 2008. Més intensa va ser, fins i tot, la disminució del ritme de creixement de les activitats immobiliàries, el finançament de les quals ha passat d'augmentar el 41,8% a l'11,0% en els dotze últims mesos. En el segon trimestre, el crèdit nou a la indústria va baixar el 60,0% en relació amb un any abans. En canvi, el crèdit als serveis, excloses les activitats immobiliàries, amb prou feines va reduir el ritme d'avanç i va presentar una taxa de variació interanual del 21,8% al juny del 2008.

El crèdit als serveis gairebé no redueix el seu ritme d'avanç.

S'INTENSIFICA LA DESACCELERACIÓ DEL FINANÇAMENT A LES EMPRESES

Variació interanual del finançament a les societats no financeres

FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Juliol 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	82.952	–7.890	–8,7	–4.886	–5,6	4,5
Deutors amb garantia real (*)	1.103.053	34.681	3,2	79.133	7,7	59,9
Altres deutors a termini	519.837	21.954	4,4	46.358	9,8	28,2
Deutors a la vista	47.203	6.631	16,3	11.966	34,0	2,6
Arrendaments financers	48.030	1.736	3,8	3.205	7,1	2,6
Crèdits dubtosos	40.840	24.589	151,3	27.594	208,3	2,2
TOTAL	**1.841.915**	**81.702**	**4,6**	**163.368**	**9,7**	**100,0**

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

L'expansió dels crèdits a les famílies també va continuar perdent vigor, amb un increment interanual del 7,8% al juliol, menys de la meitat que un any abans. Amb una mica més de detall, i amb dades fins al juny, s'aprecia la forta moderació del finançament per a l'adquisició i la rehabilitació d'habitatge propi, amb un creixement interanual del 8,7%. En aquest cas, també hi han influït les expectatives de variació a la baixa dels preus.

CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Segon trimestre de 2008

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Finançament d'activitats productives					
Agricultura, ramaderia i pesca	25.727	482	1,9	1.433	5,9
Indústria	148.218	6.647	4,7	16.073	12,2
Construcció	155.600	2.147	1,4	11.049	7,6
Serveis	661.762	38.945	6,3	93.579	16,5
Total	**991.307**	**48.221**	**5,1**	**122.134**	**14,1**
Finançament a persones físiques					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	639.975	21.763	3,5	51.281	8,7
Adquisició de béns de consum durador	57.726	1.150	2,0	3.828	7,1
Altres finançaments	119.101	4.639	4,1	6.967	6,2
Total	**816.802**	**27.552**	**3,5**	**62.076**	**8,2**
Finançament a institucions privades sense ànim de lucre	**5.952**	**–136**	**–2,2**	**–2**	**0,0**
Resta sense classificar	**23.840**	**2.053**	**9,4**	**1.344**	**6,0**
TOTAL	**1.837.902**	**77.690**	**4,4**	**185.551**	**11,2**

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

Les dades de constitució d'hipoteques de l'Institut Nacional d'Estadística corroboren aquesta tendència. Així, al juny, el nombre d'habitatges hipotecats va baixar el 37,7% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, enfront d'una caiguda interanual del 29,6% en el primer semestre. A més a més, en el mateix període, l'import mitjà concedit va baixar el 3,9%.

Menys marcada ha estat la pèrdua de vigor del crèdit per a la compra de béns duradors (vehicles, mobles, electrodomèstics, etc.). Així, en el segon trimestre, mostrava un increment interanual del 7,1%, 2,5 punts menys que un any abans.

D'altra banda, el deteriorament de la situació econòmica també s'ha traduït en un augment de la morositat. En els dotze últims mesos fins al juliol, el saldo de crèdits dubtosos es va triplicar, per bé que partia de cotes molt baixes. La taxa de dubtositat va pujar fins al 2,2%. Per la seva banda, la taxa de morositat del crèdit hipotecari per a l'adquisició d'habitatge es va col·locar al juny en un nivell més baix, de l'1,3%.

Pel que fa als tipus d'interès, el tipus interbancari a dotze mesos amb prou feines va disminuir, de mitjana, 7 punts bàsics a l'agost, després d'haver marcat un màxim històric al juliol. La possibilitat que el tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu hagués assolit ja un sostre en el 4,25% després de la pujada del juliol va influir en la cessió de l'euríbor a un any. De tota manera, les tensions als mercats financers internacionals persisteixen, tot i que ha transcorregut més d'un any des de l'esclat de la crisi de les hipoteques nordamericanes d'alt risc, la qual cosa no afavoreix el relaxament de les condicions financeres.

D'aquesta manera, el tipus d'interès mitjà de les operacions d'actiu de les entitats creditícies va continuar pujant al juliol fins al 6,36% i va marcar la cota màxima dels últims anys, situació coherent amb la trajectòria del tipus d'interès de referència de la zona de l'euro. No obstant això, en els dotze últims mesos fins al juliol, el tipus d'interès actiu va pujar 73 punts bàsics, gairebé mig punt percentual més que l'augment del tipus oficial en el mateix període. L'explicació cal buscar-la en l'augment de la prima de risc incorporada en el tipus d'interès interbancari. En efecte, l'euríbor a un any va pujar 83 punts bàsics en els dotze últims mesos fins al juliol.

El nombre d'hipoteques cau el 38% al juny en relació amb el mateix mes del 2007.

Els dipòsits a termini, l'estrella del passiu bancari

Les dificultats del finançament bancari als mercats a l'engròs, a causa de la crisi als mercats financers internacionals, han revifat l'interès de les entitats financeres en la captació de dipòsits del sector privat. Així, el tipus d'interès dels dipòsits bancaris de les empreses i famílies va tendir a pujar en els dotze últims mesos fins al juliol. Les remuneracions més importants van ser assolides pels dipòsits a termini dels particulars, que es van col·locar en una mitjana del 4,79% al juliol, gairebé l'1% per damunt de dotze mesos abans.

El tipus d'interès de les operacions d'actiu de les entitats creditícies puja al juliol fins a la màxima cota dels últims anys.

D'aquesta manera, l'expansió anual del saldo dels dipòsits més intensa va ser anotada pels comptes a termini fins a dos anys, que van augmentar el 48,4%, mentre que el conjunt dels dipòsits es va incrementar el 9,5%, gairebé igual que en el mes anterior. Durant l'últim període, però, el ritme de variació dels dipòsits ha disminuït de manera considerable –era del 22,0% interanual al juliol del 2007– i va reflectir l'alentiment de l'activitat econòmica. Els comptes a la vista i d'estalvi van disminuir el 3,7% arran del baix nivell de les retribucions. Més intens va ser

La notable pujada de les remuneracions dels comptes a termini afavoreix un fort increment del seu saldo.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juliol 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	419.992	–18.065	–4,1	–15.944	–3,7	30,5
A termini fins a 2 anys	451.048	98.342	27,9	147.205	48,4	32,7
A termini a més de 2 anys	400.659	–1.315	–0,3	6.764	1,7	29,1
Cessions temporals	65.274	–20.318	–23,7	–14.778	–18,5	4,7
Total	**1.336.973**	**58.644**	**4,6**	**123.248**	**10,2**	**97,0**
Dipòsits en monedes no euro	**41.646**	**–2.198**	**–5,0**	**–3.914**	**–8,6**	**3,0**
TOTAL	**1.378.619**	**56.446**	**4,3**	**119.335**	**9,5**	**100,0**

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

Prossegueixen els reemborsaments nets dels fons d'inversió mobiliària a l'agost, però a un ritme menor.

el descens dels dipòsits en moneda estrangera, del 8,6%, a causa, en part, d'uns diferencials de tipus d'interès menys atractius amb l'exterior.

La dura competència dels dipòsits bancaris i la inestabilitat dels mercats financers internacionals també van continuar afectant de manera negativa les participacions en els fons d'inversió mobiliària. Així, el patrimoni d'aquests fons va baixar el 24,6% en els dotze últims mesos fins a l'agost i es va situar en 193.204 milions d'euros. Els descensos més intensos es van produir en els fons internacionals i en els de renda variable. A l'agost, va prosseguir la sagnia de reemborsaments nets de participacions, però a un ritme menor: 1.704 milions d'euros, enfront d'un total de 37.968 milions en els vuit primers mesos de l'exercici. El nombre de partícips també es va continuar reduint, fins als 6.992.867, amb un decrement del 21,2% en els dotze últims mesos.

La rendibilitat mitjana mensual dels fons d'inversió mobiliària va ser del 0,3%, insuficient per retornar la mitjana anual al negre. El major rendiment anual el van presentar els fons monetaris, amb el 3,0%, seguits pels garantits de renda fixa. Les minusvàlues més importants van correspondre a la renda variable del Japó, del 24,2%. No obstant això, en els 17 últims anys, el rendiment mitjà anual del conjunt de fons era del 4,3%.

Per la seva banda, el patrimoni dels fons d'inversió lliure, els anomenats *hedge funds*, ha continuat augmentant. Així, al final del mes d'agost, pujava a 1.344 milions d'euros, enfront dels 818 del final del 2007. Aquest fort ritme de creixement s'explica, en part, perquè aquest producte és a les primeres fases de desenvolupament al mercat espanyol.

Dinamisme de l'assegurança de vida en el primer semestre.

Pel que fa a les assegurances, un altre instrument de les carteres dels estalviadors, el volum total de primes de l'assegurança directa va créixer el 6,1% en el primer semestre en relació amb el mateix període de l'any anterior. El dinamisme més intens va ser experimentat per les branques de vida, amb un augment anual del 9,2%. De les branques de no vida, salut i multiriscos van pujar més del 8% anual. En canvi, les primes dels automòbils es van estancar en un marc de forta competència.

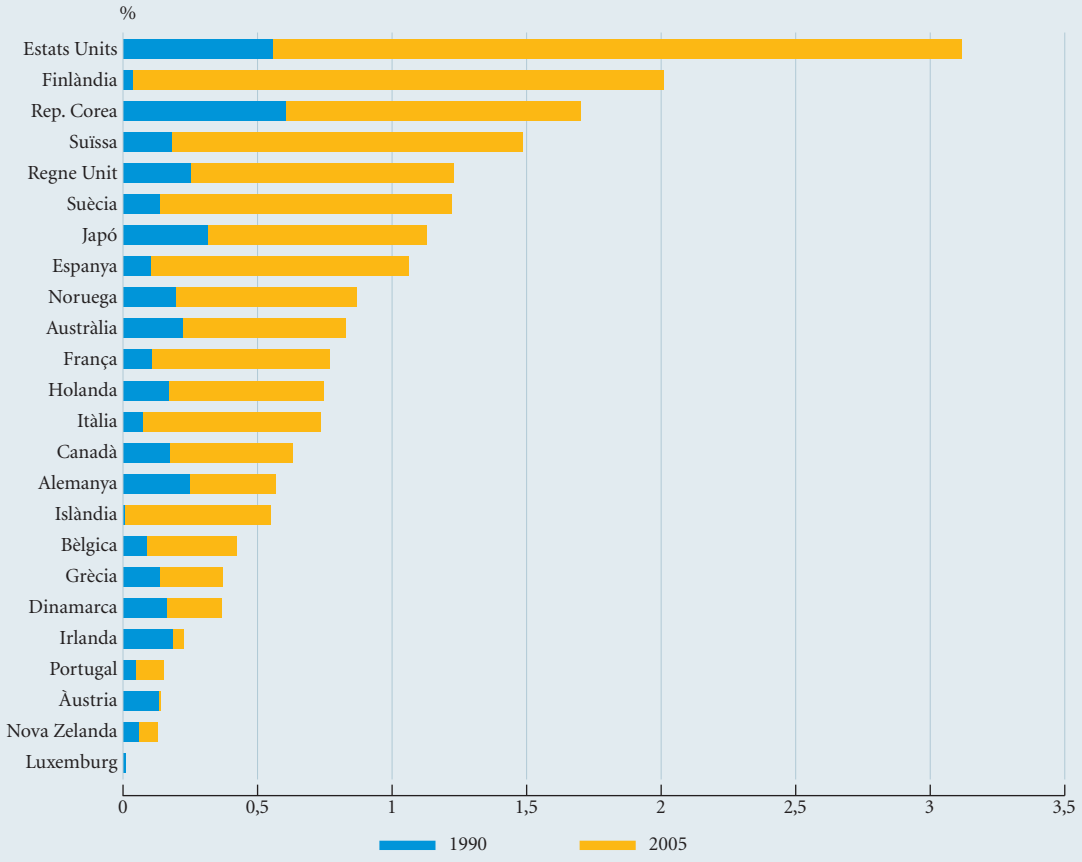
Banca relacional *vs.* mercats: retorn als orígens?

L'huracà de la crisi *subprime* ha arribat a força 5 en les últimes setmanes. Les causes són ben conegudes: el relaxament dels estàndards de crèdit, l'esclat de la bombolla immobiliària i la incertesa sobre qui està exposat a les pèrdues. Més fonamentalment, molts analistes també coincideixen a identificar el fort creixement d'un model de banca no tradicional com una de les raons que ha originat la crisi financera més important dels últims, com a mínim, 75 anys. Es tracta del model *originate-to-distribute*, que ha utilitzat un seguit d'innovacions financeres, com la titulització, per atorgar crèdit sense preocupar-se gaire per la qualitat creditícia. Al capdavall, els préstecs es venien al mercat amb l'ajuda d'agències de *rating* i de bancs d'inversió.

Fa relativament poc, existia una distinció força clara entre els sistemes financers organitzats al voltant del mercat i els intermediats per bancs al detall tradicionals. En un sistema intermediat, els bancs estableixen relacions a

AUGMENTA L'ORGANITZACIÓ DELS SISTEMES FINANCERS AL VOLTANT DEL MERCAT

Ràtio de l'import de les operacions negociades en mercats financers sobre el crèdit privat concedit per entitats prenedores de dipòsits



FONT: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt i Ross Levine (2000), «A New Database on Financial Development and Structure», *World Bank Economic Review* 14, 597-605. Revisió d'agost del 2007.

llarg termini amb els seus clients i capten dipòsits que són utilitzats per concedir préstecs. Aquesta relació a llarg termini permet que els bancs obtinguin la informació necessària per valorar la rendibilitat dels projectes finançats amb préstecs i exercir el control necessari per garantir-ne la devolució. En un sistema basat en el mercat, la valoració i el control d'aquests projectes són realitzats de forma totalment descentralitzada. Els demandants de crèdit acudeixen al mercat emetent bons, el preu dels quals serà fixat en funció de la rendibilitat i, per tant, de la probabilitat de repagament que els inversors atribueixin al projecte. El control sobre els projectes l'exerceixen, fonamentalment, els accionistes. Cada país ha optat per organitzar el seu sistema financer basant-se, més o menys, en un d'aquests dos mètodes (vegeu el gràfic 1).

El model *originate-to-distribute* ha contribuït a difuminar la frontera entre aquestes dues formes d'organització. D'una banda, es tracta d'un model de banca que origina crèdits al detall. Però, de l'altra, l'entitat que atorga els préstecs els transfereix al mercat de capitals mitjançant la titulització. Quan un banc transforma una part de la seva cartera de préstecs en títols i després els ven als mercats financers, aconsegueix dues coses: liquiditat i transferir el risc dels préstecs. L'economia es pot beneficiar, doncs, d'una expansió del crèdit disponible i, potencialment, d'una millor distribució del risc, entre més agents i cap als agents amb un cost més baix per suportar-lo (fons de pensions, fons sobirans, etc.).[1] El problema, a la pràctica, ha residit en la manca d'incentius que aquest tipus de banca ha tingut per garantir que el client fos solvent i minimitzar, així, el risc de crèdit, i, també, en la falta de transparència de les titulitzacions, que s'empaquetaven de manera molt complexa en els famosos CDO. S'ha demostrat que el mercat havia dipositat una excessiva confiança en el control de la qualitat dels títols que podien exercir les agències de *rating* i els bancs d'inversió que col·locaven les emissions d'aquests títols.

La crisi financera, però, ha qüestionat la solidesa del model de negoci *originate-to-distribute*. En primer lloc, les entitats que originaven els préstecs s'han trobat sense compradors per als seus títols. A més a més, en no disposar d'una base important de dipòsits per finançar-se, el retraïment dels fons a l'engròs disponibles les ha obligat a contreure molt l'activitat. D'altra banda, l'augment de la morositat de la cartera de préstecs que no havien pogut titulitzar ha consumit el seu escàs capital –escàs perquè sovint es tractava d'entitats que no captaven dipòsits i, per aquest motiu, no estaven regulades com els altres bancs comercials–. A més a més, la seva reputació pot haver quedat tocada en la mesura que han originat préstecs massa arriscats, com els *subprime*.

La banca d'inversió, per la seva banda, també pateix les conseqüències de la crisi i veu qüestionat el seu model de negoci, si més no en part. D'una banda, aquests bancs tenen en el seu actiu títols que pretenien empaquetar i vendre. Amb el tancament del mercat d'aquests productes, la venda ja no serà possible. De l'altra, la cartera d'inversió d'aquests bancs també conté títols *subprime*. El passiu d'aquestes entitats no fa més que agreujar la situació, ja que els bancs d'inversió estan molt palanquejats i el seu finançament depèn molt d'instruments a curt termini, els mercats per als quals s'han assecat. Tal i com va passar amb Bearn Sterns, aquesta falta de liquiditat ha provocat la desaparició d'alguns d'aquests bancs. Els bancs d'inversió que sobrevisquin hauran de mantenir un nivell de capital més elevat i, probablement, decideixin integrar-se aigües avall amb la banca comercial per tenir accés al finançament per la via dels dipòsits. La fusió de Merrill Lynch amb Bank of America i l'adquisició per part de Goldman Sachs i de Morgan Stanley de llicències de banca comercial són un exemple de passos en aquesta direcció.

(1) En contrast amb les titulitzacions característiques del mercat nord-americà, a Espanya la major part de les titulitzacions de préstecs (95% des del 2004) es mantenen en el balanç de les entitats financeres que els originen, perquè les entitats retenen la gran majoria dels trams de primeres pèrdues.

La situació de la banca al detall és, amb l'excepció dels bancs que hagin invertit en *subprime*, relativament menys dramàtica, tot i que també pateix, a curt termini, l'augment de la morositat i el recel dels inversors cap a qualsevol forma de titulització. No obstant això, les entitats que disposin d'una àmplia base de dipòsits com a font de finançament podran suportar millor la crisi de liquiditat.

En definitiva, sembla que la crisi *subprime* ha posat en evidència la vulnerabilitat i els riscos d'un model de banca molt allunyat del concepte tradicional de banca al detall. Conèixer el client, oferir-li serveis, guanyar la seva confiança i disposar dels seus estalvis a llarg termini tornen a ser màximes per a un model de banca en aquests inicis del segle XXI.

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 2008

Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic

2. L'economia de les Illes Balears: 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

10. Llum i ombres de la competitivitat exterior d'Espanya Claudia Canals i Enric Fernández

11. Quan costa anar a la feina? El cost en temps i diners Maria Gutiérrez-Domènech

■ "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 a: www.laCaixa.es/estudis

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

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

■ 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
Octubre 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 - COSMOCAIXA Barcelona
Ciències Socials *vs.* Ciències Experimentals: Diàlegs

Obra Social
Fundació "la Caixa"

COMPLEXITAT *VS.* FUNCIÓ
Ricard V. Solé i Vicente Salas
14 d'octubre de 2008

EFICÀCIA *VS.* RISC
Juan Luis Arsuaga i Anthony J. Venables
25 de novembre de 2008

Directors del cicle:
Jordi Gual, economista, director de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa"
Jorge Wagensberg, físic, director de l'Àrea de Medi Ambient i Ciència de la Fundació "la Caixa"

Coordina: Servei d'Estudis de "la Caixa"
Més informació a: www.laCaixa.es/ObraSocial

Entrada lliure

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