NOVEMBRE 2008

Informe Mensual

NÚMERO 318

L'economia dels Estats Units: solidesa rere les flames Pàg. 8
Malgrat tot, continua essent una economia dinàmica, productiva i flexible

Eleccions presidencials 2008: I el guanyador és...? Pàg. 14
Fiscalitat, sanitat i medi ambient separen les posicions demòcrates i republicanes

On va el mercat de l'habitatge als Estats Units? Pàg. 17
El final de la crisi immobiliària es fa esperar

El rebot del dòlar, nova tendència o efecte passatger? Pàg. 42
Intensa apreciació del dòlar en els últims mesos

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	1,5	0,1	2,3	2,5	2,1	0,8	0,6
Japó	2,0	0,5	0,6	1,4	1,2	0,8	0,3	–0,1
Regne Unit	3,0	1,2	0,3	2,9	2,3	1,5	0,3	0,4
Zona de l'euro	2,6	1,1	0,2	2,1	2,1	1,4	0,7	0,2
Alemanya	*2,6*	*1,4*	*0,1*	*1,7*	*2,6*	*1,7*	*0,8*	*0,4*
França	*2,1*	*0,9*	*0,5*	*2,2*	*2,1*	*1,1*	*0,3*	*0,1*
Preus de consum								
Estats Units	2,9	4,2	1,3	4,0	4,1	4,4	5,3	3,1
Japó	0,1	1,3	0,5	0,5	1,0	1,4	2,2	0,6
Regne Unit	2,3	3,8	2,9	2,1	2,4	3,3	4,9	4,5
Zona de l'euro	2,1	3,4	1,8	2,9	3,4	3,6	3,8	2,6
Alemanya	*2,3*	*2,8*	*1,9*	*3,1*	*2,9*	*2,9*	*3,2*	*2,4*
França	*1,5*	*3,1*	*1,9*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*2,7*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions					Previsions	
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,4	1,1	0,4	2,9	2,2	1,2	0,7	0,2
Consum de les AP	4,9	4,0	4,1	4,4	3,6	3,8	4,4	4,3
Formació bruta de capital fix	5,3	–1,0	–5,1	4,5	2,5	–0,2	–2,4	–4,1
Béns d'equipament	*10,0*	*1,5*	*–3,8*	*7,1*	*5,2*	*2,3*	*0,5*	*–2,2*
Construcció	*3,8*	*–3,5*	*–7,7*	*2,9*	*0,3*	*–2,4*	*–5,1*	*–6,7*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	1,1	–0,5	3,8	2,8	1,5	0,5	–0,3
Exportació de béns i serveis	4,9	3,8	2,1	4,0	4,3	4,1	3,5	3,1
Importació de béns i serveis	6,2	2,2	–0,2	4,9	4,1	2,3	1,5	0,9
Producte interior brut	**3,7**	**1,4**	**0,1**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**	**0,2**
Altres variables								
Ocupació	2,9	–0,1	–1,5	2,2	1,4	0,4	–0,8	–1,3
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	10,9	13,6	8,6	9,6	10,4	11,3	12,1
Índex de preus de consum	2,8	4,2	2,1	4,0	4,4	4,6	4,9	2,9
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	–9,6	–9,4	–9,6	–11,2	–9,0		
Saldo públic (% PIB)	2,2	–1,5	–2,8					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	2,1	1,2	4,5	3,2	2,1	2,0	1,2
Repo BCE	3,8	3,9	2,5	4,0	4,0	4,0	4,2	3,4
Bons EUA 10 anys	4,6	3,7	3,7	4,3	3,6	3,9	3,8	3,5
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,1	3,5	4,2	3,9	4,3	4,3	3,8
Tipus de canvi								
$/Euro	1,37	1,46	1,29	1,45	1,50	1,56	1,51	1,29

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Perspectives FMI
8 L'economia dels Estats Units: solidesa rere les flames
10 Estats Units
14 Eleccions presidencials 2008: I el guanyador és...?
17 On va el mercat de l'habitatge als Estats Units?
20 Japó
22 Xina
24 Mèxic
25 Primeres matèries

28 Unió Europea
28 Zona de l'euro
30 Alemanya
32 França
33 Itàlia
33 Regne Unit

35 Mercats financers
35 Mercats monetaris i de capital
42 El rebot del dòlar, nova tendència o efecte passatger?

46 Conjuntura espanyola
46 Activitat econòmica
51 Mercat de treball
56 Preus
61 Sector exterior
64 Sector públic
70 Estalvi i finançament

Estats Units: més enllà de la tempesta

Els Estats Units afronten un dels moments més complicats de la seva història. El país està sumit en una profunda crisi immobiliària que porta camí de convertir-se en una de les més virulentes registrades. Vinculada a aquesta crisi, s'ha desencadenat una crisi financera que ha qüestionat seriosament la supervivència del sistema financer. Com a colofó, les perspectives de recessió són cada cop més consistents.

Atès aquest panorama, el món es preocupa. El gastat adagi que afirma que, quan els Estats Units esternuden, el món es refreda torna al primer pla. Per un temps, va semblar plausible pensar en un desacoblament entre l'economia nord-americana i la mundial. El vigor dels països emergents, amb la Xina al capdavant, pregonava una nova dinàmica en què aquests països podien arribar a exercir el paper de locomotora tradicionalment reservat al colós nord-americà. Al capdavall, l'anomenat grup dels BRIX (Brasil, Rússia, Índia i Xina) pesa el 21,5% del producte interior brut mundial, en paritat de poder adquisitiu, el mateix que els Estats Units. Però les turbulències dels dos últims mesos als mercats financers i de primeres matèries han posat en un seriós compromís diversos emergents i han qüestionat la teoria del desacoblament. De sobte, ningú no semblava estalvi de la involució econòmica global.

Per això totes les mirades es giren cap als Estats Units, cap a la seva capacitat d'estabilitzar una economia que representa el paradigma del progrés per la via del lliure mercat. I no solament és qüestió de saber quan tornarà la prosperitat ara qüestionada, sinó com. Les contundents mesures adoptades per afrontar el col·lapse del sistema monetari i creditici van en contra de la tradició de liberalització implementada a partir dels anys vuitanta, que va consolidar la prosperitat dels noranta i del començament de la dècada actual i que es va irradiar a tot el món. La gestió de les polítiques econòmiques s'ha situat sota els focus, després de les dues bombolles especulatives successives –la tecnològica i la immobiliària– i d'un seguit de deficiències reguladores que van aflorar amb Enron i que han culminat en l'escàndol de les hipoteques *subprime*.

A més a més, les eleccions han col·locat els ciutadans nord-americans en la disjuntiva d'haver d'escollir entre dues propostes radicalment diferents en matèria fiscal i de despesa pública. Els qui han confiat en Barack Obama han apostat per incrementar la redistribució de la renda i per augmentar la inversió en infraestructures i recerca. Els qui han preferit John McCain, en canvi, han advocat a favor d'una reducció de les distorsions creades pels impostos i d'una important disminució de la despesa pública. En d'altres matèries, com en política energètica, mediambiental o sanitària, els dos candidats han proposat un canvi notable en relació amb les polítiques del president Bush, tot i que, una vegada més, han diferit en la forma d'abordar les reformes.

El moment és crucial, però els Estats Units han demostrat amb escreix la seva capacitat de superar les adversitats, de treballar dur per assolir les metes personals i col·lectives. Tenen una base i una potència productiva envejable, amb uns mercats flexibles i adaptables, amb un sistema educatiu i científic que genera la gran majoria de premis Nobel que s'atorguen cada any i amb una mentalitat emprenedora que rep el suport i és admirada per la mateixa societat. Tant de bo el canvi de presidència contribueixi a generar un lideratge capaç d'afrontar els reptes. Quelcom semblant al que va representar la presidència de Franklin Roosevelt, escollit el 1932, precisament en els pitjors moments de la Gran Depressió, i que es va convertir en el president més popular de la història en els seus dotze anys de mandat.

RESUM EXECUTIU

Al començament d'octubre s'orquestra el major rescat financer de la història...

...al mateix temps que els bancs centrals coordinen una retallada dels tipus d'interès d'intervenció.

Els efectes d'aquestes mesures comencen a ser apreciables al mercat interbancari.

De la crisi financera global al risc de recessió

En una conferència per homenatjar Milton Friedman en el seu norantè aniversari, Ben Bernanke, llavors membre del Consell de Governadors de la Reserva Federal, referint-se a la tesi clàssica del pare del monetarisme que la pujada de tipus d'interès per part dels bancs centrals en la dècada de 1930 va contribuir a convertir una recessió convencional en la Gran Depressió, va afirmar textualment: «Teniu raó (esmentant Friedman i la seva coautora Anna Schwartz), ho vam fer. Ho sentim. Gràcies a vosaltres, no tornarà a succeir». No es tractava de vanes paraules protocol·làries. Eren tota una doctrina l'aplicació de la qual ha quedat clara: els bancs centrals i, per extensió, els governs no tornarien a deixar mai més que el sistema bancari fes fallida.

Aquest mes d'octubre, hem assistit al major rescat financer de la història. Es tractava de conjurar el risc sistèmic d'insolvència i afrontar la preocupant falta de liquiditat interbancària. El dia 2 d'octubre, el Congrés nord-americà va aprovar un paquet d'ajuda financera de 700.000 milions de dòlars. Poc després, el dia 7 d'octubre, el Consell de Ministres d'Economia i Finances de la Unió Europea va consensuar treballosament unes directrius de salvament de la banca europea que, deixant en mans dels països comunitaris la seva concreció, tenia com a gran objectiu evitar la fallida d'entitats financeres europees, i, al mateix temps, es van ampliar les garanties sobre els dipòsits bancaris. Per tal de reblar la resposta coordinada internacional, l'endemà, el 8 d'octubre, la majoria dels principals bancs centrals nacionals van retallar en mig punt percentual els tipus oficials d'intervenció.

En les següents setmanes, es van anar coneixent un seguit de mesures nacionals que combinaven la injecció de diner públic en el capital de les entitats financeres, diferents modalitats de préstec, la posada en marxa de fons destinats a adquirir actius i l'aval públic de les emissions d'actius bancaris. Fins al final del mes, a la zona de l'euro, es van impulsar plans nacionals de recapitalització equivalents a més del 2% del producte interior brut de la zona de l'euro, a més de disposar d'1,6 bilions d'euros en avals d'emissions d'actius dels bancs. En el cas espanyol, el dia 10 d'octubre, es va aprovar la creació d'un fons de 50.000 milions d'euros per a l'adquisició d'actius financers i, tres dies després, una línia de concessió d'avals per un total de 100.000 milions d'euros per cobrir noves operacions de finançament de les entitats de crèdit. Paral·lelament a aquestes mesures, es va ampliar encara més la provisió de liquiditat per part dels bancs centrals nacionals.

A mesura que aquests plans s'anaven coneixent i que les primeres entitats de crèdit es beneficiaven d'aquestes accions, els mercats financers a l'engròs van començar a reaccionar de manera favorable. Tot i que la normalització encara queda lluny, una certa distensió dels tipus d'interès interbancaris (l'euríbor queia al final d'octubre per sota del 5%) i una lleugera remissió de les primes de risc al mercat de bons privats fan pensar que l'efecte de les extraordinàries mesures governamentals va en la direcció correcta. No obstant això, la forta correcció de les borses i la conti-

nuada caiguda de la rendibilitat del deute públic impliquen que els inversors continuen protagonitzant una «fugida cap a la qualitat» d'abast notable. De què es fuig?

L'amenaça, un cop sembla que el front del risc sistèmic de la crisi és en vies de resolució, es percep en la dimensió de l'economia real: els temors a una recessió global han agafat el relleu a la por al col·lapse bancari generalitzat. Aquí una primera cautela és obligada: l'expressió «recessió global» no fa referència al fet que el producte interior brut (PIB) mundial es contregui. El sentit que cal donar a aquesta frase és el de creixement poc dinàmic, en línia, per exemple, amb la utilització que en fa el Fons Monetari Internacional (FMI) en referir-se a la situació de recessió global com aquella en què el creixement econòmic mundial cau per sota del 3%. Això implica recessions tècniques (és a dir, descens del producte i de l'ocupació en diversos trimestres consecutius) en economies avançades i desacceleracions fortes de l'activitat en les economies en desenvolupament.

I, bé, té l'aire de ser real aquest escenari d'aturada del creixement que, pel que sembla, els mercats ja descompten? Tot i que la sobrereacció financera s'ha viscut, sobretot, a l'octubre, el cert és que les dades disponibles d'activitat i de preus confirmen que la contracció econòmica ja s'ha iniciat als Estats Units i a Europa. En el tercer trimestre, en taxa intertrimestral anualitzada, el PIB va caure el 0,3% als Estats Units i el 2,0% al Regne Unit. Els indicadors d'activitat disponibles suggereixen que l'aturada britànica es repetirà a la zona de l'euro en conjunt. Rere d'aquests mals resultats als dos costats de l'Atlàntic, hi ha l'afebliment de la demanda interna, amb els consumidors ajustant la despesa i la inversió en hores baixes.

A Espanya, les estimacions del tercer trimestre apunten a una contracció de l'activitat del 0,2% en relació amb el trimestre anterior. Els indicadors del període són concloents: s'ha registrat una reculada de la confiança econòmica fins a nivells similars als de la recessió del 1992-1993, l'estat de les empreses no financeres s'ha afeblit i el consum (en especial al segment de béns duradors) pateix un fort ajustament. Per no parlar de la construcció immobiliària. Cal destacar la millora del sector exterior, però es tracta d'un puntal clarament insuficient per compensar la feblesa de la demanda interna.

L'alleujament al front financer s'ha vist enfosquit per les perspectives de fort empitjorament de l'activitat global...

Però potser on es plasma de forma palmària la magnitud de la crisi econòmica és en l'evolució del mercat de treball. D'acord amb l'enquesta de població activa, en el tercer trimestre es va produir el primer descens interanual del nivell d'ocupació des del 1994. En l'últim any, s'han destruït 164.000 llocs de treball, arran, principalment, del deteriorament laboral al sector de la construcció i, amb menys pes, a la indústria i l'agricultura. La taxa d'atur, per la seva banda, es va enfilar fins a l'11,3% de la població activa.

...una tessitura avalada per la contracció del PIB a Europa i Amèrica.

En aquest panorama tan fosc, la inflació ofereix un respir. Igual que a les principals economies avançades, la inflació espanyola s'ha desaccelerat amb una certa intensitat des dels màxims anuals del juliol (moment en què va superar el 5% interanual). A l'octubre, d'acord amb l'avanç d'inflació harmonitzada, es va situar en el 3,6% interanual. Aquest moviment és degut, sobretot, a la remissió de les tensions de l'energia. Les perspectives per als propers mesos a Espanya i també a la resta d'Europa i els Estats Units apunten a una notable contenció inflacionista.

El canvi d'expectatives d'inflació dels últims mesos aplana el camí dels bancs centrals per prosseguir les retallades dels tipus d'interès oficials. Aquestes mesures, amb tota probabilitat, continuaran essent necessàries durant un cert temps, ja que, en l'últim tram de l'octubre, s'ha obert un nou front de preocupació, el de les econo-

Espanya no defugirà la recessió.

Als problemes en els països industrialitzats s'afegeix un ràpid deteriorament de les economies emergents...

mies emergents. Tot i que la crisi dels emergents s'ha forjat des dels mesos d'estiu, ha estat a l'octubre quan s'ha materialitzat plenament. Com en episodis similars de les dècades dels vuitanta i dels noranta, la forta pressió dels mercats no ha discriminat entre economies objectivament diferenciades. La «fugida cap a la qualitat» esmentada més amunt ha comportat notables sortides de capitals de les economies emergents i fortes tensions al front financer, reflectides en sobtades depreciacions dels diferencials del deute públic. Les borses emergents, responent a aquest canvi de percepció inversora, han patit abundants pèrdues.

...circumscrit fins ara al pla financer, però de preocupant evolució.

Malgrat aquest moviment conjunt, hi ha aspectes específics que haurien de jugar un paper en la seva evolució macroeconòmica futura. Un primer grup d'emergents han vist empitjorades les perspectives de creixement a causa de la caiguda de les cotitzacions de les primeres matèries. Seria el cas d'una part important de les economies de l'Amèrica Llatina i de certs exportadors de productes bàsics i energètics d'Àfrica. Un segon grup que cal identificar és el de les economies de l'Europa de l'Est. Són països amb una forta dependència de l'evolució de la zona de l'euro i amb un *boom* del crèdit que els ha obligat a recórrer en un grau elevat al finançament exterior. Els dos efectes els situen en una conjuntura delicada.

A l'octubre, se salva un *match ball* bancari, però el partit continua.

Finalment, el moviment de sortida financera dels emergents ha suscitat dubtes en països com Corea del Sud i la Xina. Tant el gegant asiàtic com Corea són economies notablement integrades en els fluxos globals de capitals i béns i que pateixen el refredament econòmic global. En el cas de la Xina, la desaceleració del PIB en el tercer trimestre, quan es va alentir gairebé un punt percentual fins a situar-se en el 9,1% interanual, indica que el seu cicle no és aliè a la crisi global.

Tot plegat ens recorda que, en un món globalitzat, la possibilitat de sortir indemne de crisis globals és limitada i que la percepció que els països emergents podrien no solament defugir la tempesta sinó compensar la pèrdua d'activitat dels països industrialitzats era una fal·làcia. En aquest sentit, l'FMI ha tornat a la palestra acudint al rescat d'algunes de les economies més afectades. Per la seva banda, la Reserva Federal, a més de liderar la coordinació dels bancs centrals (inclòs el de la Xina) en la retallada dels tipus d'interès, ha concretat mesures per proveir de liquiditat en dòlars els bancs centrals del Brasil, Mèxic, Corea, Nova Zelanda i Singapur. Potser els Estats Units són un líder econòmic en dificultats, però, ara com ara, no s'albira cap relleu a l'horitzó.

En definitiva, l'octubre, un mes que evoca mals records als mercats financers, ha proporcionat la seva quota de preocupació, sorpreses i alleujaments. Va començar sota l'amenaça de fallida d'una part apreciable del sistema bancari, però les extraordinàries maniobres dels bancs centrals i dels governs han estat capaces de contenir aquesta primera envestida. Gairebé de forma simultània a la impressió que s'havia salvat un *match ball* apareixia una amenaça igualment preocupant, la de la recessió global. La confirmació que les economies avançades estan abocades a uns trimestres més aviat magres s'ha vist empitjorada pel ràpid deteriorament de la percepció sobre les economies emergents. Acaba l'octubre amb molts fronts oberts i amb un sensible pessimisme sobre el futur, però, potser, la lliçó de la Gran Depressió ha servit per evitar mals majors.

31 d'octubre de 2008

CRONOLOGIA

2007

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.
octubre	**7**	El Govern espanyol anuncia la creació d'un **fons per a la compra d'actius financers** a les entitats de crèdit fins a un màxim de 50.000 milions d'euros i apuja la garantia dels dipòsits i inversions a 100.000 euros.
	8	El **Banc Central Europeu**, la **Reserva Federal** i el **Banc d'Anglaterra**, en una acció concertada amb altres bancs centrals, retallen els tipus d'interès oficials en 50 punts bàsics.
	12	Els països de la zona de l'euro acorden una **acció concertada** per reforçar el sistema financer fins al final del 2009.
	13	El Govern autoritza l'atorgament d'**avals de l'Estat** fins a 100.000 milions d'euros el 2008 a noves operacions de finançament de les entitats financeres, amb possible ampliació al 2009.
	27	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (8.175,8) des del 2003.
	28	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004. El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (60,84 dòlars per barril) des del març del 2007.
	29	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 1,00%.

AGENDA

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).

Desembre

- **2** Afiliació a la SS i atur registrat (novembre).
- **4** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **5** Índex de producció industrial (octubre).
- **12** IPC (novembre)
- **16** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **17** IPC harmonitzat de la UE (novembre).
- **18** Enquesta de cost laboral (tercer trimestre).
- **23** Ingressos i pagaments de l'Estat (novembre). Comerç exterior (octubre).
- **29** Preus industrials (novembre).
- **30** Balança de pagaments (octubre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'FMI redueix la previsió de creixement per al 2009 al 3% per al total mundial i al 0,5% per a les economies avançades.

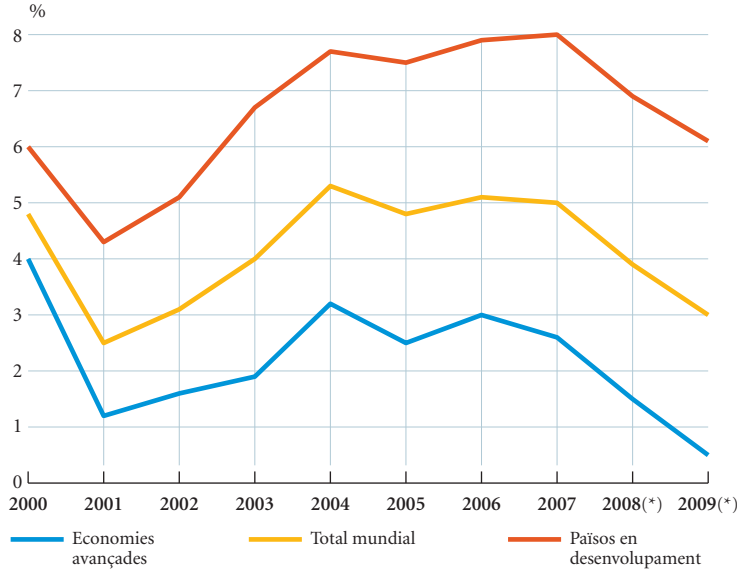
L'FMI retalla les previsions per al 2009

El Fons Monetari Internacional (FMI), a l'informe de perspectives de l'economia mundial de l'octubre, redueix les previsions de creixement mundial per al 2009 del 3,9% al 3,0%, a causa d'una crisi financera que ha resultat més seriosa del que molts es pensaven. Les tensions tenen importants efectes sobre l'activitat econòmica en general amb riscos d'insolvència cada cop més grans i fallida de la confiança. Les autoritats monetàries han donat fortes injeccions de liquiditat i es preveuen canvis legislatius per apuntalar el sistema financer.

La desacceleració ha estat més intensa a les economies avançades, el creixement esperat de les quals és de l'1,5% per al 2008 i del 0,5% per al 2009. En el cas de les economies emergents, inicialment menys afectades per les turbulències del crèdit, es manté un avanç del 6,9% per al 2008, però es rebaixa al 6,1% la projecció de creixement per al 2009. Les conseqüències directes de la inestabilitat financera han estat més mitigades que en crisis passades gràcies a la consolidació fiscal i a la vigorosa demanda interna. S'espera que les economies emergents continuïn donant suport a l'activitat global, però, si la feblesa de les economies avançades es prolonga, les taxes de creixement evolucionaran a la baixa.

EL CREIXEMENT MUNDIAL VIRA A LA BAIXA

Variació interanual del producte interior brut



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

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge

	2006	2007 (1)	2008 (1)	2009 (1)
PIB				
Estats Units	2,8	2,0	1,6	0,1
Japó	2,4	2,1	0,7	0,5
Alemanya	3,0	2,5	1,8	0,0
França	2,2	2,2	0,8	0,2
Itàlia	1,8	1,5	–0,1	–0,2
Regne Unit	2,8	3,0	1,0	–0,1
Espanya	3,9	3,7	1,4	–0,2
Zona de l'euro	**2,8**	**2,6**	**1,3**	**0,2**
Economies avançades	**3,0**	**2,6**	**1,5**	**0,5**
Total mundial	**5,1**	**5,0**	**3,9**	**3,0**
Països en desenvolupament	*7,9*	*8,0*	*6,9*	*6,1*
Amèrica Llatina	*5,5*	*5,6*	*4,6*	*3,2*
Europa de l'Est i Central	*6,7*	*5,7*	*4,5*	*3,4*
Rússia	*7,4*	*8,1*	*7,0*	*5,5*
Xina	*11,6*	*11,9*	*9,7*	*9,3*
Preus al consum				
Estats Units	3,2	2,9	4,2	1,8
Japó	0,3	0,0	1,6	0,9
Alemanya (2)	1,8	2,3	2,9	1,4
França (2)	1,9	1,6	3,4	1,6
Itàlia (2)	2,2	2,0	2,5	1,9
Regne Unit (2)	2,3	2,3	3,8	2,9
Espanya (2)	3,6	2,8	4,5	2,6
Zona de l'euro (2)	**2,2**	**2,1**	**3,5**	**1,9**
Economies avançades	**2,4**	**2,2**	**3,6**	**2,0**
Països en desenvolupament	*5,4*	*6,4*	*9,4*	*7,8*
Taxa d'atur (3)				
Estats Units	4,6	4,6	5,6	6,9
Japó	4,1	3,8	4,1	4,5
Alemanya	9,8	8,4	7,4	8,0
França	9,2	8,3	7,7	8,3
Itàlia	6,8	6,2	6,7	6,6
Regne Unit	5,4	5,4	5,4	6,0
Espanya	8,5	8,3	11,2	14,7
Comerç mundial en volum (4)	**9,3**	**7,2**	**4,9**	**4,1**
Preu del petroli ($/barril) (5)	**20,5**	**10,7**	**50,8**	**–6,3**

NOTES: (1) Previsions d'octubre 2008.
(2) Índex de preus de consum harmonitzat.
(3) Percentatge de població activa.
(4) Béns i serveis.
(5) Mitjana de preus espot de les qualitats *Brent*, Dubai Fateh and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 107,25 el 2008 i 100,50 el 2009.
FONT: Fons Monetari Internacional.

L'economia dels Estats Units: solidesa rere les flames

Els índexs borsaris de tot el món registren caigudes històriques, i les perspectives per a l'economia global s'han enfosquit. Els Estats Units difícilment evitaran una recessió, i hi ha el risc que sigui una de les més profundes dels 75 últims anys. En moments com aquest, és fàcil perdre de vista els punts forts de l'economia nord-americana. No obstant això, una anàlisi serena dels seus fonaments estructurals revela una imatge de relativa fortalesa. Es tracta d'una economia dinàmica, productiva i flexible, qualitats que permeten ser optimistes sobre la seva capacitat per superar la crisi financera i econòmica a la qual s'enfronta.

Entre les grans economies del món, la dels Estats Units és, amb diferència, la més productiva. L'any passat, el PIB *per capita* va arribar als 45.600 dòlars. Segons les dades de la Universitat de Groningen, a tipus de canvi de paritat de poder de compra, el Japó, França, Alemanya i el Regne Unit es trobaven entre el 25% i el 30% per sota dels Estats Units, un desavantatge que s'ha mantingut relativament estable al llarg dels últims anys. El PIB *per capita* espanyol es trobava el 65% per sota del nivell nord-americà. La superioritat dels Estats Units en aquesta dimensió es pot explicar per la major i millor utilització del factor treball: la taxa d'ocupació és més alta; els ocupats treballen més hores, i, a més a més, les hores treballades són més productives (vegeu el gràfic adjunt).

Gairebé el 75% dels nord-americans en edat de treballar tenen feina, un percentatge molt superior a l'observat a les grans economies europees. A Alemanya, l'anomenada taxa d'ocupació és, aproximadament, del 70%, mentre que, a França, amb prou feines arriba al 65%. Entre aquests dos països, i després d'experimentar una millora substancial en l'últim decenni, se situa Espanya. Al Japó, Canadà o el Regne Unit, les taxes d'ocupació són més similars a la dels Estats Units. L'alta taxa d'ocupació en aquestes economies s'explica tant per una major taxa d'activitat –més gent disposada a treballar– com per una menor taxa d'atur –la proporció d'actius en situació d'atur–. La taxa d'atur és especialment baixa entre els joves nord-americans: en els últims anys, s'ha situat al voltant del 8%-9%, 6 punts percentuals per sota de la taxa de la UE-15.

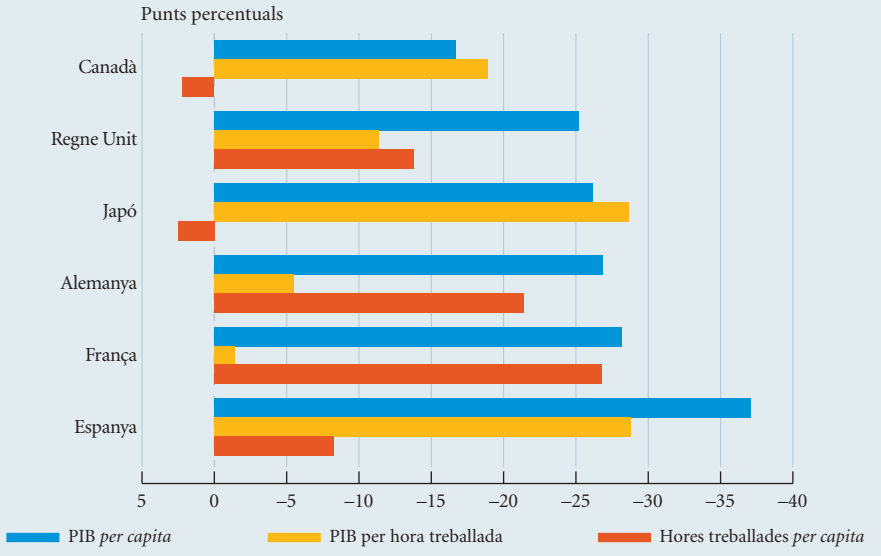
La mitjana d'hores treballades per ocupat també és relativament alta als Estats Units: 275 hores a l'any més que a Alemanya i 153 hores més que a França. No és gaire habitual gaudir de quatre o cinc setmanes de vacances, i això es reflecteix en un major nombre d'hores treballades. Curiosament, mentre, en els quaranta últims anys, el nombre d'hores treballades s'ha reduït de manera significativa a la majoria de països –20% al Japó, 22% a França o 27% a Alemanya–, la disminució observada als Estats Units ha estat només del 5%.

Pel que fa a la productivitat, un treballador nord-americà produïa, de mitjana, amb una hora de treball el 2007 productes per valor de 53 dòlars, força més que un treballador japonès (37 dòlars), tot i que només lleugerament per damunt dels 51 dòlars i dels 49 dòlars de França i Alemanya, respectivament (les dades també procedeixen de la Universitat de Groningen i són en paritat de poder de compra). En part, la productivitat mitjana és relativament alta a Europa perquè els països ocupen menys treballadors de baixa productivitat. No perquè no n'hi hagi, sinó perquè és més probable que no s'incorporin a la població activa o que, si ho fan, no tinguin feina.

Quins factors fonamentals expliquen totes aquestes diferències? Entre diversos aspectes, se'n poden destacar tres: la flexibilitat del mercat laboral; unes regles del joc que faciliten i estimulen la innovació i l'activitat emprenedora en general, i l'excel·lent qualitat d'una part important del sistema educatiu, en especial a nivell universi-

CONTRIBUCIÓ AL DIFERENCIAL DE PIB *PER CAPITA* AMB ELS ESTATS UNITS DE LES DIFERÈNCIES EN PRODUCTIVITAT I EN HORES TREBALLADES

Diferencial en relació amb els Estats Units, 2007



FONT: Universitat de Groningen (www.ggdc.net).

tari. Aquests factors són els que acostumen a situar els Estats Units en les primeres posicions de nombrosos ràn-quings de competitivitat.

Segons una classificació efectuada pel Banc Mundial sobre la facilitat per fer negocis[1], el mercat laboral dels Estats Units és el més flexible del món. Tot i que les regulacions que afecten el mercat laboral varien a nivell estatal, en moltes de les jurisdiccions no hi ha límits legals a l'ús de contractes temporals o a temps parcial; no es fixa un nivell mínim de vacances o un màxim d'hores treballades; els costos de l'acomiadament es negocien lliurement entre el treballador o el sindicat i l'empresa, i els subsidis d'atur són poc generosos. Aquest entorn regulador contribueix a una gran mobilitat dels treballadors: només el 60% dels habitants dels Estats Units van néixer a l'estat de residència actual i entre el 2% i el 2,5% de la població en edat de treballar es muda d'estat cada any –la xifra contrasta amb el 0,1% de la Unió Europea, on òbviament les diferències lingüístiques i culturals, en general, són una barrera addicional a la mobilitat–. La flexibilitat del mercat de treball facilita l'expansió de les empreses, dels sectors i de les regions més productives i agilita els ajustaments en indústries que han perdut competitivitat. És important subratllar que la flexibilitat també té els seus costos en termes d'equitat i benestar, i això explica que molts països, a Europa per exemple, la limitin mitjançant la regulació. Per exemple, la major rotació laboral pot incidir negativament en l'equitat i reduir els incentius a la formació.

També segon el Banc Mundial, el cost de crear una empresa als Estats Units és dels més baixos del món: es triga 6 dies i costa poc més de 300 dòlars (el 0,7% de la renda bruta *per capita*). A Espanya, s'estima que, per a la

(1) Les dades es poden consultar a www.doingbusiness.org.

mateixa comesa, cal 47 dies de tràmits i gairebé el 15% de la renda bruta *per capita*. En general, els tràmits burocràtics que una empresa ha de realitzar de manera rutinària són menys costosos als Estats Units que a la major part dels països de l'OCDE. Els nivells dels impostos també són relativament baixos (en especial per a les persones físiques i per a les petites empreses, tot i que no tant per a les grans empreses), i això estimula l'esperit emprenedor i la creació d'empreses, freqüentment petites però que, amb el temps, poden arribar a convertir-se en grans corporacions.

Finalment, seria difícil comprendre el lideratge que exerceixen les empreses nord-americanes en termes d'innovació si no fos pel nivell d'excel·lència de moltes de les seves universitats. Aquestes institucions, capaces d'atreure els millors professionals de tot el món, es caracteritzen per una forta autonomia de gestió i per un entorn summament competitiu. Segons el rànquing elaborat per la Universitat Jiao Tong de Shangai, de les 50 millors universitats del món, 36 són dels Estats Units. 8 de les 10 primeres també ho són. Les rodalies de moltes d'aquestes universitats s'han convertit en veritables vivers d'empreses que intenten explotar la recerca que es du a terme als campus i aprofitar l'enorme concentració de capital humà al seu voltant. Tot plegat fa que el nivell d'R+D als Estats Units, prop del 3% del PIB, vagi molt per davant del nivell de la Unió Europa, on no s'arriba al 2% del PIB. A més a més, sembla que aquesta inversió dóna els seus fruits: l'any passat, els Estats Units van registrar una de cada tres patents registrades al món.

No tot, però, són punts positius. Algunes de les febleses més notables inclouen un sistema sanitari car i ineficient que resta competitivitat a les empreses; un sistema impositiu, en especial sobre les grans empreses, massa complex, i un sistema educatiu públic de baixa qualitat, en especial a les grans ciutats i als municipis menys rics (el gros del finançament per a l'escola pública prové dels impostos locals sobre béns immobles).

No hi ha cap dubte que la superació de la conjuntura actual necessitarà una recuperació de la solvència i de la rendibilitat de les institucions financeres dels Estats Units –un sistema financer fort és un dels fonaments més importants en una economia moderna–. Quan això passi, els Estats Units estaran llestos per recuperar el seu paper de locomotora de l'economia global. Sota les flames, els fonaments són sòlids.

Estats Units: dràstic deteriorament del consum

El PIB dels Estats Units recula en el tercer trimestre i confirma un cicle de feblesa que pot ser llarg.

El producte interior brut (PIB) nord-americà va créixer el 0,8% interanual en el tercer trimestre, i, en termes intertrimestrals anualitzats, l'economia va recular el 0,3%. En aquests moments, el punt feble de l'activitat és el que, fins no fa pas gaire, havia estat el seu principal impuls, el consum privat, que, en aquest tercer trimestre, va recular el 3,1% en termes intertrimestrals. Coherent amb la situació de feblesa actual, aquest retraïment dels consumidors va sostreure del creixement, en termes absoluts, les mateixes forces que va insuflar-li el 2007.

Un altre component que resta forces al creixement total, el 0,5% en termes intertrimestrals anualitzats, és la inversió en equipament, que va baixar el 5,5% intertrimestral anualitzat. Per la seva banda, la inversió en construcció va sostreure el mateix del creixement de l'economia, però el més rellevant és que va interrompre la trajectòria d'estabilització i va baixar el 19,1% intertrimestral anualitzat. Enfront d'aquest deteriorament de la demanda interna, el sector exterior conti-

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	Setembre	Octubre
PIB real	2,8	2,0	1,8	2,8	2,3	2,5	2,1	–	0,8	–	–
Vendes al detall	5,8	4,1	4,0	4,2	4,7	3,0	2,6	2,0	1,5	–1,0	...
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	106,7	105,7	91,2	76,5	57,3	51,9	58,5	59,8	38,0
Producció industrial	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	1,9	0,3	–0,5	–1,4	–4,5	...
Índex Activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	53,0	51,3	49,6	49,2	49,5	50,0	49,9	43,5	...
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–22,1	–27,3	–33,7	–33,1	–39,1	–34,7	–35,6	33,1	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,7	6,1	6,1	...
Preus de consum	3,2	2,9	2,7	2,4	4,0	4,1	4,4	5,6	5,4	4,9	...
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–730,7	–701,4	–700,3	–697,8	–699,6	–703,5	–707,4	...	...
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	4,1	...
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	79,3	77,0	73,3	72,0	70,9	70,9	74,0	76,0	80,1

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

nua essent el component que pretén apuntalar l'activitat, però li falten forces. Així, mentre les exportacions van cedir la meitat de l'embranzida del trimestre anterior, arran de la feblesa de la demanda global, les importacions no van recular tant, de manera que la contribució al creixement econòmic es va reduir a la meitat. Amb aquesta feblesa del consum privat, secundada per la de la inversió, els Estats Units poden trobar-se al començament d'una recessió, amb unes perspectives per al 2009 que apunten a un creixement pràcticament nul, un perfil baix que es podria prolongar fins al 2010.

Confirmant aquest escenari d'alentiment prolongat hi ha el sentiment dels consumidors, l'indicador més seguit del qual, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, va baixar a l'octubre dels 61,4 punts fins als 38,0 punts, un mínim històric en els gairebé 40 anys de vida de l'indicador. Les vendes al detall del setembre també es van col·locar en terreny negatiu. Sense automòbils ni benzina, els components més fluctuants, el consum al detall acumula ja dos mesos consecutius de reculades que deixen el creixement interanual en un magre 1,5%, que, descomptant les variacions de preus, es tradueix en un descens del 0,7%. D'altra banda, les vendes d'automòbils del mateix període acumulen una davallada del 18,5% interanual. Amb aquests elements, els comerciants auguren una mala temporada de compres nadalenques.

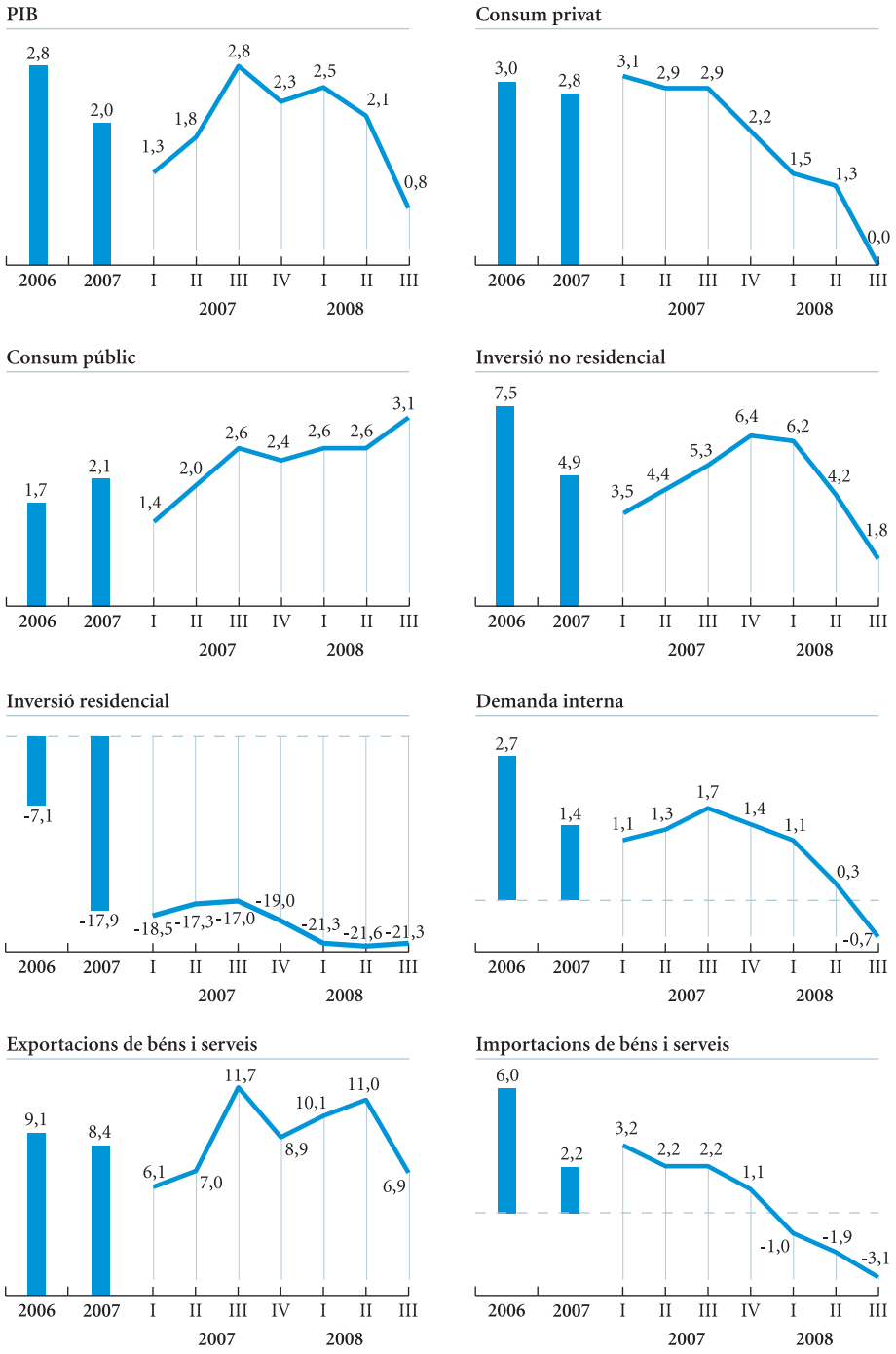
La feblesa del consum privat va per llarg.

La visió empresarial, reflectida en l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management, va mostrar al setembre dues històries diferents a curt termini. D'una banda, l'índex de manufactures va baixar dels 49,9 punts al nivell dels 43,5 punts, que queda força lluny del nivell d'equilibri dels 50,0 punts, on hi ha tantes

El pessimisme dels consumidors arriba a mínims històrics.

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

respostes optimistes com pessimistes. De l'altra, l'índex de serveis va pujar lleugerament fins als 52,1 punts. No obstant això, aquí acaben les diferències, ja que en els dos casos domina clarament una tendència de reculada més definida que en anteriors cicles a la baixa. En els dos casos, continua la moderació dels índexs i, en manufactures, l'intens deteriorament del component de noves comandes.

El sector de l'habitatge continua sense trobar la llum al final del túnel que doni suport a la demanda interna, ja sigui mitjançant la despesa en construcció o l'efecte riquesa, i que millori les perspectives dels consumidors. Els últims indicadors de l'oferta intensifiquen les caigudes. Així, els habitatges iniciats van recular al setembre el 31,1% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, en certa manera un indicador avançat de l'anterior, van baixar un percentatge encara més rotund, el 37,0%. El nivell d'habitatges iniciats té una difícil recuperació, atès l'elevat nombre d'immobles desocupats i els embargaments, que fan que no hi hagi demanda per a les cases noves, i, en aquest sentit, la disminució de l'oferta actua de mecanisme d'ajustament.

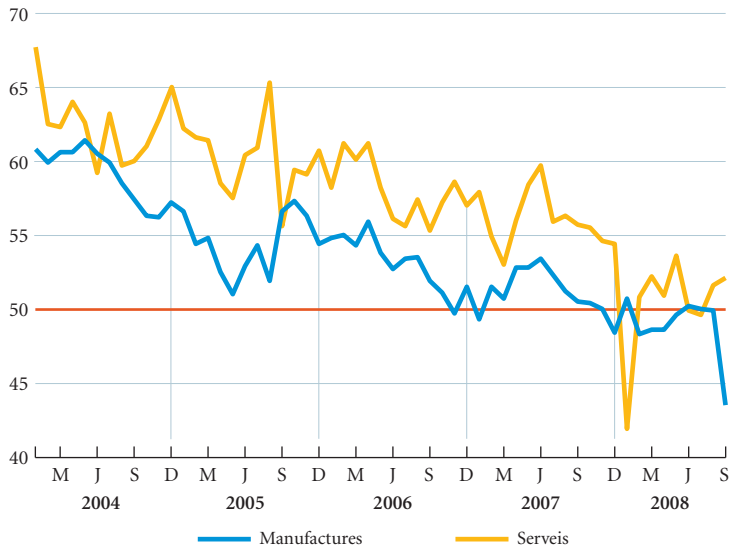
Pel costat de la demanda, el preu dels immobles continua reduint la riquesa percebuda de molts consumidors, i, a l'agost, l'índex Case-Shiller va mantenir les davallades amb una reculada acumulada del 22,0% en relació amb el màxim del juny del 2006. La millor notícia del sector durant el mes de setembre va ser que les vendes d'habitatges de segona mà, el 90% del total, van créixer l'1,4% interanual, situació que no es donava des del novembre del 2005. Més enllà de la dada puntual, la venda d'habitatges mostra ja una tendència d'estabilització, que no de recuperació, que indica que l'ajustament via volum de vendes ja ha acabat. Ara cal esperar el moment en què acabarà l'ajustament de preus.

Els empresaris veuen un escenari a la baixa amb menys tensions de preus.

El mercat de l'habitatge continua feble, però el descens de les vendes toca fons.

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS ES DESANIMEN

Nivell dels índexs de l'ISM (*)



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

Eleccions presidencials 2008: I el guanyador és...?

Quan el lector tingui aquest article a les mans, molt probablement ja es coneixerà la resposta a aquesta pregunta. No per això, però, se sabrà encara quines reformes durà a terme la nova administració. Els programes dels dos candidats, que tenen diversos punts en comú però també importants diferències, poden indicar la direcció que prendrà la política econòmica nord-americana. No hi ha cap dubte que, per a l'economia, una presidència d'Obama seria molt diferent d'una presidència de McCain. No obstant això, el nou president tindrà les mans una mica lligades pel pla de rescat del sistema financer i haurà de renunciar a una part de les seves promeses.

Les eleccions han col·locat els ciutadans nord-americans en la disjuntiva d'haver d'escollir entre dues propostes radicalment diferents en matèria fiscal i de despesa pública. Els qui han confiat en Barack Obama han apostat per incrementar la redistribució de la renda i per augmentar la inversió en infraestructures i recerca. Els qui han preferit John McCain, en canvi, han advocat a favor d'una reducció de les distorsions creades pels impostos i d'una important disminució de la despesa pública poc productiva. En d'altres matèries, com en política energètica, mediambiental o sanitària, els dos candidats han proposat un canvi notable en relació amb les polítiques del president Bush, tot i que, una vegada més, han diferit en la forma d'abordar les reformes.

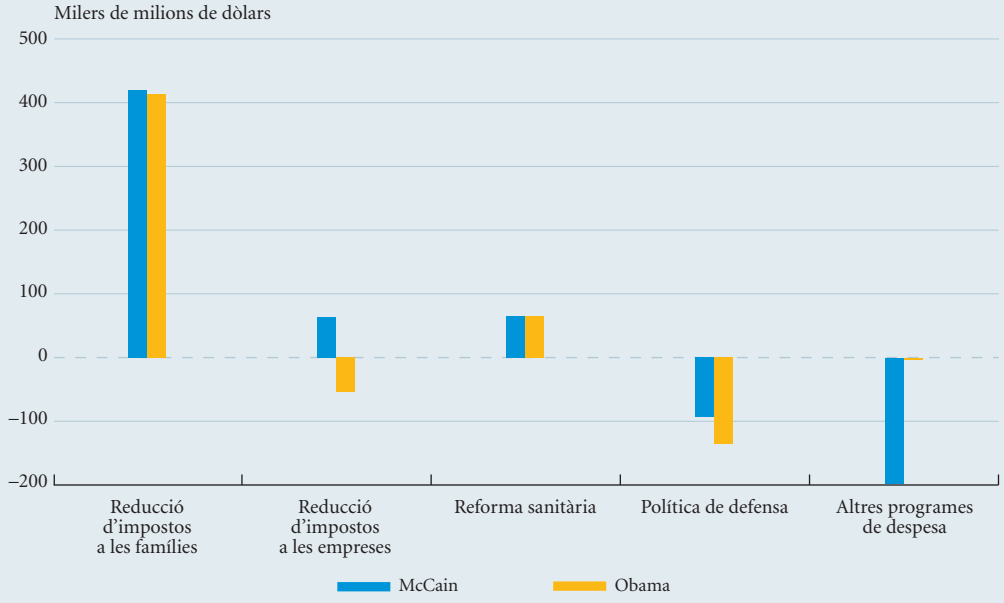
Fem primer un breu repàs de les propostes dels dos candidats en matèria fiscal. La qüestió no és nímia, ja que les fortes rebaixes en els tipus impositius aprovades el 2001 i el 2003 expiraran cap a la meitat de la legislatura. Els dos candidats han proposat mantenir aquestes rebaixes de forma permanent, llevat dels tipus impositius per a les rendes superiors als 250.000 dòlars, que el senador demòcrata desitja retornar a nivells més alts. Així, Obama situaria el tipus marginal màxim en l'impost sobre la renda en el 39,6%, mentre que McCain el mantindria en el 35%. A més de la major pressió fiscal per a les rendes més elevades, Obama ha proposat un conjunt d'avantatges fiscals per a la classe mitjana i per a les persones amb menys recursos, els quals busquen incentivar el treball, l'estalvi i la inversió en educació d'aquests col·lectius.

Les propostes fiscals de McCain, en canvi, s'han dirigit, principalment, al sector empresarial. Amb la idea d'atreure més inversions cap als Estats Units, el senador republicà ha plantejat una rebaixa significativa dels impostos sobre beneficis –el tipus màxim passaria del 35% al 25%–. A canvi, ha proposat suprimir els ajuts al sector manufacturer –de manera que s'eliminaria una de les majors distorsions en el sector empresarial– i a les companyies petrolieres. El principal problema de la reforma fiscal de McCain és el cost en termes de pèrdua d'ingressos, la qual cosa incrementaria el dèficit nord-americà, ja prou elevat. Per impedir-ho, el senador emprendria una reducció de la despesa pública amb una varietat de programes d'incerta efectivitat.

La reforma del sistema sanitari ha estat un altre dels temes centrals de la campanya. A diferència d'altres països industrialitzats, els Estats Units no proporcionen cobertura sanitària universal, de manera que el 18% de la població menor de 65 anys no disposa d'assegurança mèdica. Els programes públics de salut es dirigeixen, exclusivament, als més grans de 65 anys (*Medicare*) i als ciutadans amb menys recursos (*Medicaid*), però el seu cost creix a un ritme insostenible. La resta de la població ha de recórrer a les assegurances privades, contractades individualment o obtingudes com a part de la retribució laboral. En disposar d'exclusius avantatges fiscals, les assegurances mèdiques ofertes per les empreses han distorsionat el mercat de les assegurances i el de treball, ja que penalitzen la contractació d'assegurances individuals i vinculen els treballadors a l'empresa per por a perdre la cobertura mèdica.

Les propostes en sanitat del senador McCain s'han centrat en l'eliminació dels avantatges fiscals per a les empreses que ofereixen assegurances mèdiques als seus empleats i en l'increment de les deduccions als individus per contractar lliurement qualsevol assegurança. Això eliminaria de forma considerable les distorsions esmentades més amunt, però alguns exercicis de simulació suggereixen que l'increment de la cobertura seria limitat. Això és degut al fet que una part de l'increment aconseguit entre la població actualment sense assegurança seria contrarestada per la pèrdua provocada per les empreses que decidissin deixar d'oferir la cobertura. El senador Obama, en canvi, ha proposat crear un mercat d'assegurances al qual podrien concórrer nous plans públics i els plans ofertats per les asseguradores privades. La participació d'empreses i d'individus en aquest mercat per contractar l'assegurança quedaria garantida per noves regulacions: les asseguradores no podrien rebutjar ningú per motius de salut, les empreses estarien obligades a oferir assegurança mèdica i s'obligaria els pares a assegurar els fills menors d'edat. Aquest nou sistema es complementaria amb una major cobertura del programa *Medicaid*. S'aconseguiria així incrementar la cobertura del sistema sanitari per damunt del pla republicà, tot i que quedaria lluny de la cobertura universal. Alguns estudis suggereixen que la millor solució seria una combinació dels plans demòcrates i republicans[1], és a dir, un nou mercat d'assegurances, l'obligatorietat d'estar assegurat i l'eliminació dels avantatges fiscals per a les empreses que ofereixen cobertura mèdica.

IMPACTE SOBRE EL DÈFICIT FISCAL A MITJÀ TERMINI DE LES PROPOSTES DELS CANDIDATS



NOTA: Impacte estimat sobre el dèficit fiscal previst per la Congressional Budget Office segons les lleis vigents.
FONT: US Budget Watch (2008), «Promises, promises: A fiscal voter guide to the 2008 election».

Pel que fa a la política energètica i mediambiental, els elevats preus del petroli han obligat els dos candidats a exposar els seus plans per contenir el preu de la benzina i, segurament, han influït perquè els dos tinguin una actitud més «verda» cap a aquesta qüestió que el seu predecessor. Malgrat tot, hi ha notables diferències en la

(1) Gruber, J. (2008), «Covering the uninsured in the United States», Journal of Economic Literature, vol. XLVI (3).

manera en què cada candidat ha proposat afrontar el problema. Així, davant la regulació d'estàndards de consum per als vehicles i les subvencions directes als biocombustibles proposades pel candidat demòcrata, el republicà preferiria eliminar les restriccions a l'extracció de petroli a les costes nord-americanes i oferir incentius fiscals a la recerca i promoció de les energies renovables. De la mateixa manera, els dos han proposat la limitació de les emissions de CO_2 amb la instauració d'un mercat de permisos d'emissió, tot i que Obama seria partidari de subhastar-los en la seva totalitat en lloc de distribuir una part de forma gratuïta, com ho faria McCain per reduir els costos de transició cap al nou model.

Aquests tres capítols han conformat una bona part de les principals promeses esbossades pels candidats durant la llarga campanya. La magnitud de la crisi financera i el seu impacte en l'economia real els ha obligat, però, a modificar els plans econòmics en la recta final. Obama ha proposat un pla de reactivació de l'economia que inclou avantatges fiscals per a la classe mitjana i per a les petites empreses, que, tot i que temporals, reduirien encara més els ingressos públics. Per mitigar la crisi hipotecària, els dos candidats han apostat per utilitzar diner públic per reconvertir les hipoteques amb elevats tipus d'interès variable en hipoteques de tipus fix més assequibles. Finalment, els dos candidats han coincidit en la necessitat d'un enduriment de la regulació de les entitats financeres.

La decisió ja està presa, i els nord-americans han expressat les seves preferències entre l'estil McCain –menys impostos i menys despesa pública– i l'estil Obama –més redistribució, més inversió pública i més regulació–. El que la crisi ha decidit per ells és una major intervenció del sector públic en l'economia. Queda per veure fins a on deixa el nou president que arribi aquesta intervenció i per quant temps la manté.

El mercat laboral es continua deteriorant i la inflació baixa al 4,9%.

Un suport primordial per a la recuperació dels preus dels immobles i per al consum en general és el mercat de treball, i aquí continuen els símptomes de feblesa. La reculada del mercat laboral continua guanyant intensitat. Al setembre, es van destruir 159.000 llocs de treball, que duen el total de llocs perduts enguany fins als 760.000. Coherent amb aquest fosc panorama, la taxa d'atur del setembre va seguir en el 6,1% de la població activa, amb tendència a continuar augmentant, mentre que els salaris, malgrat un tímid guany al setembre, han perdut l'1,9% del seu nivell adquisitiu en un any i continuen en els nivells del 2001.

L'esperada correcció del dèficit comercial es resisteix.

Pel costat dels preus, l'índex de preus al consum (IPC) va avançar al setembre el 4,9% interanual, mentre que la variable clau, el component subjacent, és a dir, el general sense aliments ni energia, es va mantenir en el 2,5%.

Al sector exterior, constituït ara en suport del creixement, la balança comercial de béns i serveis va presentar a l'agost un dèficit de 59.138 milions de dòlars. Això representa un augment del 6,9%, malgrat la moderació del preu del petroli a causa de l'empitjorament de la balança comercial un cop exclosos el petroli i els productes derivats. La correcció del preu de les primeres matèries, en especial del petroli, hauria de millorar, a curt termini, les perspectives per al sector exterior, però la feblesa de la demanda global actua en sentit contrari.

ESTATS UNITS: LES VENDES D'HABITATGES TOQUEN FONS

Venda d'habitatges de segona mà en termes anuals

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

On va el mercat de l'habitatge als Estats Units?

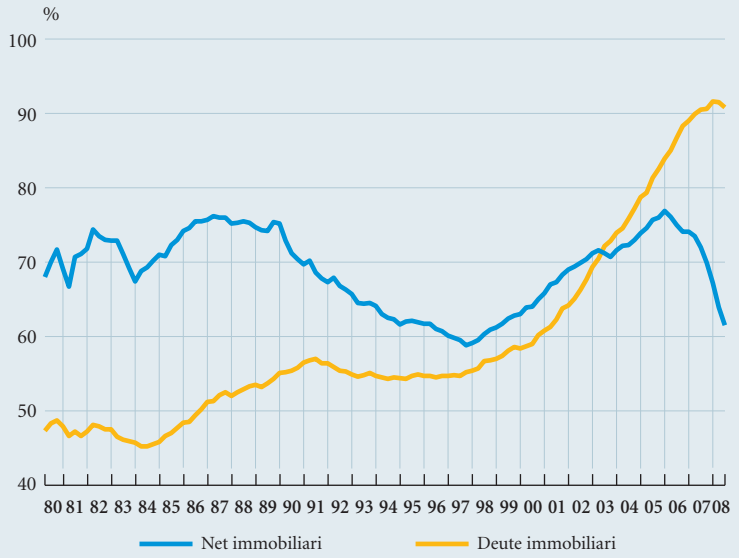
Els immobles són la forma de riquesa més important, la més visible, la que tot el món entén i la més generalitzada: es diu que la borsa és per a entesos i arriscats però que tothom viu en cases, de compra o de lloguer. Fins i tot als Estats Units, país amb una cultura financera molt desenvolupada, el valor del patrimoni immobiliari de les famílies és notablement elevat. Precisament el sector de l'habitatge dels Estats Units, amb la seva gran dimensió, ha estat l'epicentre de la crisi financera que avui fa estralls en l'economia global. Els problemes van començar fa poc més d'un any en les hipoteques *subprime*, concedides a prestataris amb un historial de baixa qualitat creditícia que, en general, es corresponia amb uns ingressos baixos. Denominacions exòtiques del tipus préstecs *ninja* –a partir de l'anglès *no income, no job, no assets* (sense ingressos, sense feina, sense patrimoni)– posaven l'accent en les característiques dels beneficiaris d'aquests préstecs. En el punt culminant de la seva expansió, van arribar a representar el 14,0% de les hipoteques concedides.

La crisi immobiliària dels Estats Units es va iniciar cap al començament del 2006, quan la demanda va flexionar clarament a la baixa i els preus, després d'arribar al zenit, van iniciar un camí descendent. En aquell moment, el nombre d'habitatges iniciats va arribar a un màxim de 2,3 milions, en termes anuals. Al setembre del 2008, amb prou feines se'n van iniciar una tercera part d'aquesta xifra. Al començament del 2006, de mitjana, feien falta uns cinc mesos per vendre un habitatge. Avui es necessita el doble de temps. I tot plegat malgrat la caiguda superior al 20% dels preus dels immobles. La pregunta del milió és: quan acabarà la crisi?

Per tractar d'apropar-nos a la resposta, en aquest requadre adoptarem un enfocament basat en els preus de les cases i en la seva relació amb el deute i amb la renda de les famílies. Cal recordar que l'immobiliari nord-americà travessa una forta correcció de preus després d'un augment de la riquesa immobiliària sense precedents basada en una puja-

DRÀSTIC AUGMENT DEL DEUTE IMMOBILIARI DE LES FAMÍLIES

Riquesa immobiliària neta i deute immobiliari de les famílies en percentatge del PIB (*)

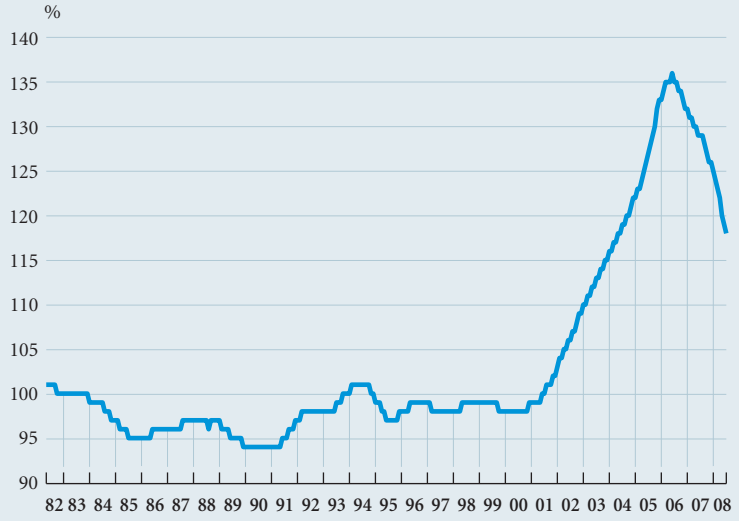


NOTA: (*) La riquesa neta immobiliària és la riquesa immobiliària total menys el seu deute vinculat.
FONTS: Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

da de l'endeutament. La ràtio entre la riquesa immobiliària sobre el PIB va assolir un màxim històric de manera molt ràpida: entre l'inici de 1998 i el segon trimestre del 2007, es va passar del 115,2% al 162,7%. Això es produïa gràcies, entre d'altres factors, a la facilitat d'accés al crèdit que van tenir les famílies. Arran d'aquesta acces-

EL PREU DE L'HABITATGE ES DISPARA

Preu mitjà dels immobles de segona mà en relació amb l'ingrés familiar mitjà (*)



NOTA: (*) Mitjana mòbil de 12 mesos. Mitjana de 1982-83 = 100.
FONTS: OFHEO, National Association of Realtors i elaboració pròpia.

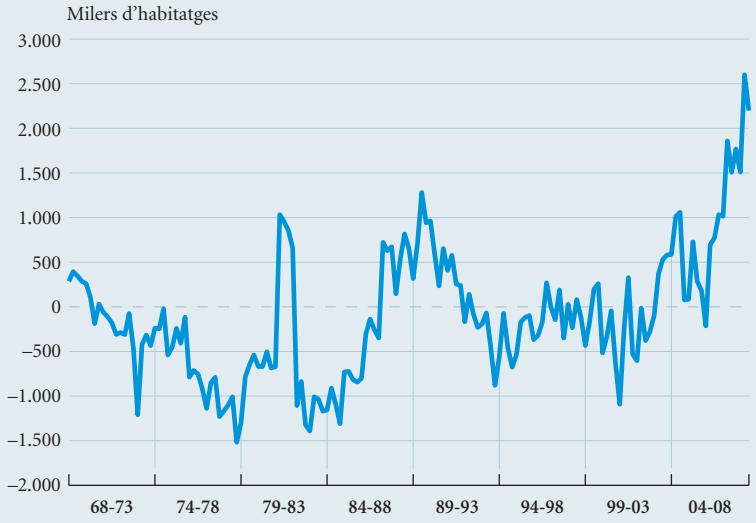
sibilitat del crèdit, els deutes augmentaven més que la riquesa immobiliària neta, és a dir, la diferència entre el valor de l'immoble i l'import de la hipoteca pendent. Així, si l'endeutament passava del 55,7% al 91,7% del PIB entre els anys 1998 i 2007, la riquesa immobiliària pujava del 59,5% al 76,1%. Amb el descens dels preus de l'habitatge, la riquesa ha disminuït, però no el deute. Ara els nord-americans només tenen el 40,4% del valor dels seus immobles lliure de deute. Un mínim històric que se situa cinc punts percentuals per sota del nivell del començament del 2007.

Era car l'habitatge? Està justificada una correcció tan sobtada? Els ingressos de la família mitjana, definida com la que té més ingressos que una meitat de la població però menys que l'altra meitat, és una variable que, durant molt de temps, havia evolucionat a l'uníson amb els preus dels immobles i de forma més consistent que el PIB, l'ocupació o la borsa. No obstant això, l'augment de l'endeutament va trencar aquesta relació a partir del 1999, com es pot observar al gràfic anterior. De llavors ençà, els preus dels immobles es van disparar en relació amb la renda, fins que el 2006 es va invertir la tendència. Amb la correcció viscuda des de llavors, i traduint la bretxa pendent de tancar a un índex de preus molt utilitzat com és el Case-Shiller, podem estimar que als preus dels immobles els queda una correcció del 10%-15% en termes reals (tenint en compte la inflació general), de manera que resultaria una caiguda total del 40% en termes reals des dels nivells màxims del 2006.

Al ritme actual de caiguda dels preus, aquesta perspectiva situa la recuperació difícilment abans del 2010. S'arriba a una conclusió semblant si considerem les tendències de la formació de llars, el nombre d'immobles per llar i l'actual excés d'oferta de cases (una mica més de 2 milions, l'1,7% del parc). Alguns autors, com Shiller[1] i Zandi[2], coincideixen a l'hora de retardar la recuperació fins ben entrat l'any 2010. En definitiva, hi ha un cert consens quan s'afirma que aquesta crisi immobiliària és una de les més prolongades de la història. Queda per veure si les mesures adoptades per estimular el mercat hipotecari, o les relatives al sector financer, la política fiscal o una eventual millora del sentiment econòmic (nova presidència?) són capaços de trencar la inèrcia actual i escurçar aquest llarg camí d'espines.

SOBREN MOLTES CASES

Excés d'oferta al mercat immobiliari nord-americà



FONTS: US Census i elaboració pròpia.

(1) Shiller, Robert (2008), *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
(2) Zandi, Mark (2009), *Financial Shock*, FT Press, Pearson Education, Upper Saddle River, NJ.

Japó: menys exportacions, menys creixement

El PIB del Japó creix el 0,8%, afeblit per la dependència de les exportacions en un entorn global a la baixa.

El PIB del Japó va créixer el 0,8% interanual en el segon trimestre i va intensificar una trajectòria de desacceleració que, per a molts, ja és de recessió, en succeir-se dos trimestres seguits de creixement negatiu. Taro Aso, el nou primer ministre, està posant en marxa un pla d'estímul fiscal per incentivar el consum privat. Però el Japó té una important dependència del sector exterior. Amb tots aquests inconvenients, la borsa se situa en mínims i el ien continua pels núvols. No obstant això, el Japó té dos avantatges a mitjà termini: el menor endeutament de les empreses, financeres i no financeres, i la seva competitivitat, dificultada en aquests moments per la forta apreciació del ien.

La indústria vira cap avall de forma dràstica.

Entre els indicadors de demanda més recents no es veu, però, cap llum al final del túnel. En el tercer trimestre, la confiança del consumidor va passar dels 32,3 punts al nivell dels 31,2 punts, nou mínim històric. Per la seva banda, les vendes al detall van tornar a recular al setembre després de mostrar molta feblesa a l'agost. Les vendes d'automòbils, un altre indicador avançat de la demanda, van perdre tota la força de la tímida recuperació del juny i, en els dotze mesos fins al setembre, es van situar el 14,6% per sota del màxim del 2005. El costat de l'oferta tampoc no ofereix cap bàlsam. La producció industrial va baixar de forma sobtada a l'agost i va cedir el 4,7% interanual. Per la seva banda, la producció industrial de béns de consum del mateix període va recular el 4,3% i va abandonar així el seu breu repunt. Al capítol de la formació de capital, les expectatives per als pròxims mesos són fosques, amb unes comandes de maquinària que van disminuir el 9,3% interanual i on, a grans trets, la feblesa es va repartir per igual entre el sector exportador i el que atén la demanda interna.

El mercat immobiliari, que, mitjançant l'efecte riquesa, podria insuflar una certa

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	Setembre
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	–4,7	...
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	23,0	19,0	11,0	5,0	–	–3,0	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–2,8	–36,9	–27,1	–8,9	–10,9	19,2	53,5	...
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	...
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	–0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	2,1	...
Balança comercial (3)	9,4	12,5	11,1	12,3	12,5	11,7	10,2	9,7	8,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	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	84,4

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.

força al consum, continua mostrant clars símptomes de feblesa. Els preus de l'àrea de Tòquio van passar amb rapidesa a la zona dels números vermells i, al setembre, van recular el 0,3% interanual. Per la seva banda, el volum de vendes, que actua d'indicador avançat dels primers, va continuar baixant amb força: en el període gener-setembre, el 41,3% interanual. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats del gener a l'agost van recular l'1,8% interanual, que, tot i ser un descens relativament moderat, mostra que no hi ha indicis de recuperació en relació amb el baix nivell assolit en el tercer trimestre del 2007.

Al front inflacionista, els avanços de l'índex general són causats més per la ressaca de l'encariment de les primeres matèries, llegiu petroli, que no pel vigor de la demanda interna. L'IPC de l'agost va pujar el 2,1% interanual. No obstant això, els preus es podrien moderar amb rapidesa, ja que l'índex subjacent, el general sense energia ni aliments, va registrar un increment nul interanual. Això suggereix que, en els propers mesos, atesa la moderació dels preus de les primeres matèries, la inflació japonesa hauria de tendir a valors molt propers al zero sense descartar incursions en el terreny negatiu, de disminució de preus. Per la seva banda, la taxa d'atur de l'agost va repuntar i es va situar en el 4,2% de la població activa.

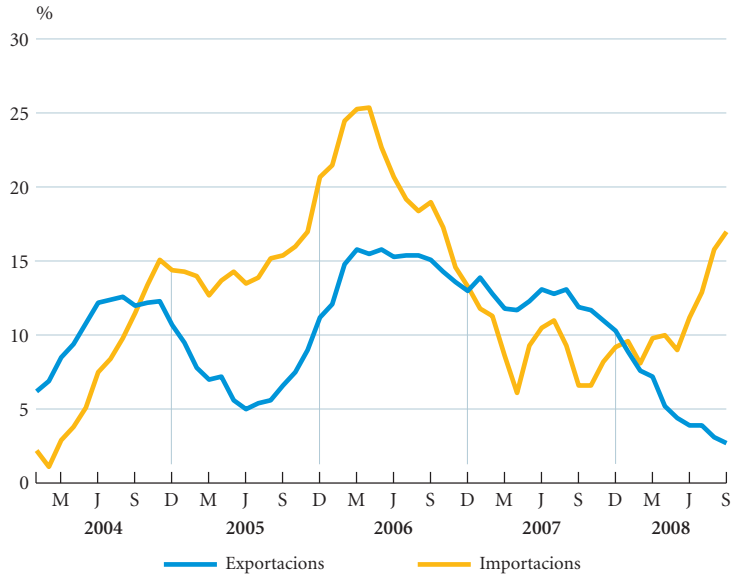
El mercat immobiliari continua paralitzat.

Al sector exterior, el superàvit comercial es continua reduint amb rapidesa. En els dotze mesos fins a l'agost, es va reduir fins als 8,2 bilions de iens, el 30,2% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior, tot i que el més significatiu és que les dades de duanes del setembre i de l'agost presenten un dèficit, situació que no es donava des del 1980. La principal causa és l'estancament de les exportacions. En aquest sentit, més que el descens de les

La inflació es manté per damunt del 2%, però les perspectives són d'estancament de preus.

JAPÓ: LES EXPORTACIONS S'ESTANQUEN

Variació interanual de les exportacions i les importacions (*)



NOTA: (*) Sèries de tendència.
FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria del Japó i elaboració pròpia.

Les exportacions s'estanquen arran de la menor demanda internacional.

exportacions als Estats Units, el més destacat és la forta desacceleració de les dirigides a la resta d'Àsia (la meitat del total), que, al setembre, van créixer un magre 2,9% interanual. El Japó depèn del *decoupling*, la capacitat de les economies asiàtiques de créixer en un entorn de feblesa d'Europa i dels Estats Units, i el problema per a l'economia japonesa és que això sembla més difícil que fa unes setmanes.

El motor xinès baixa el ritme

L'economia xinesa creix el 9% i presenta clars signes de desacceleració.

L'economia xinesa, que el 2008 s'ha erigit en el principal contribuïdor al creixement global, mostra clars signes de desacceleració. El PIB del tercer trimestre va créixer el 9,0% interanual, que, malgrat que continua essent robust, queda per sota del 10,1% del trimestre previ. Pel costat de l'oferta, atesa l'evolució dels sectors en termes nominals, la major part d'aquest alentiment es concentra a la indústria. Així, mentre l'agricultura creixia el 4,5% interanual i recuperava força en relació amb els períodes anteriors i els serveis avançaven un continuista 10,3%, el sector secundari va reduir el ritme de creixement de l'11,3% al 10,5%. Aquest alentiment és induït, principalment, per la feblesa de l'activitat global, tot i que també pot haver-hi una certa ressaca postolímpica, i coincideix amb una moderació de les tensions inflacionistes.

La producció industrial es desaccelera i creix a l'11%, però el consum al detall es manté.

Els indicadors d'activitat més recents donen una idea més clara d'aquest ímpetu disminuït del gegant asiàtic. Pel que fa a l'oferta, la producció industrial va créixer al setembre l'11,4% interanual, que, un cop exclosos els efectes distorsionadors del calendari lunar de l'Any Nou Xinès, és la taxa de creixement més baixa des de l'inici del 2002.

Pel que fa a la demanda, l'activitat continua mantenint un to alt i demostra que al consum xinès, que parteix de nivells molt baixos, li queda un apreciable recorregut a l'alça. Les vendes al detall del setembre, un cop descomptats els increments de preus, van continuar accelerant fins al 17,8%. Aquí, la recuperació més intensa cal buscar-la en les àrees rurals i en el consum d'aliments, gràcies a l'estabilització dels preus. Per la seva banda, el sector immobiliari continua evidenciant símptomes de feblesa. El preu de l'habitatge va baixar en el segon trimestre, va perdre una part de la recuperació iniciada el 2007 i va tornar als nivells del 2004,

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

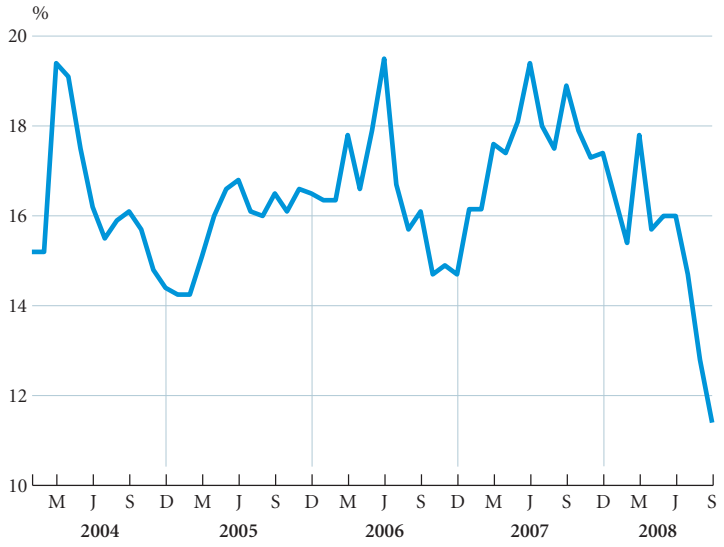
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007	2008					
			IV	I	II	III	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	10,7	11,6	11,2	10,6	10,1	9,0	–	9,0	–
Producció industrial	16,4	17,1	17,5	16,5	15,9	13,0	14,7	12,8	11,4
Producció elèctrica	14,7	15,7	16,1	16,0	11,9	6,7	9,6	5,7	4,8
Preus de consum	1,5	4,8	6,6	8,0	7,8	5,3	6,3	4,9	4,6
Balança comercial (*)	177,5	262,2	262,2	256,8	248,2	258,0	249,1	252,7	258,0
Tipus interbancari 3 mesos (**)	2,8	3,6	4,7	4,6	4,6	4,4	4,4	4,3	4,4
Renminbis per dòlar	8,0	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8

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

XINA: LA INDÚSTRIA ES DESACCELERA

Variació interanual de la producció industrial (*)



NOTA: (*) Dades corregides dels efectes de calendari de l'Any Nou Xinès Lunar.
FONTS: Oficina Nacional d'Estadística Xina i elaboració pròpia.

mentre que, al setembre, les vendes d'immobles per a usos comercials reculaven el 15,5%.

La nota positiva d'aquesta desaceleració és que els problemes inflacionistes continuen amainant. L'IPC general del setembre es va incrementar el 4,6% interanual, quan a l'abril s'havia arribat al 8,5%. El component d'aliments, que, a la Xina, té una especial rellevància com a indicador del cost de la vida, també torna a aigües tranquil·les amb més rapidesa, amb un augment del 9,7% interanual que queda clarament per sota del 23,3% de set mesos enrere.

La inflació es modera fins al 4,6% i els aliments pugen el 9,7%.

Al sector exterior, el superàvit dels dotze últims mesos fins al setembre va reprendre la via alcista i va repuntar fins als 258.000 milions de dòlars. Aquest resultat, però, va ser més degut a la desaceleració de les importacions que a l'exuberància exportadora. Així, al setembre, les exportacions van créixer el 21,5% interanual, lleugerament per sota de la norma dels últims mesos, i les importacions van avançar el 21,3%, molt per sota dels avanços superiors al 30% predominants fins al juliol. Per àrees geogràfiques, les exportacions als Estats Units (el 17,8% del total de l'agost) van continuar alentint el creixement, igual que les destinades a Europa (el 24,0% del total), tot i que aquí la desaceleració ha començat més tard. Només les exportacions destinades a Àsia, la meitat del total, van mantenir un creixement superior al 20%.

A l'apartat importador, destaca el refredament de la demanda xinesa de primeres matèries. En termes de volum, les importacions de petroli dels dotze últims mesos fins a l'agost van créixer el 8,8% interanual i van dibuixar una clara tendència de desaceleració. Les compres a l'exterior d'alumini i de coure van disminuir. En el cas de les importacions d'acer, continuen les davallades, tot i que es moderen els dràstics descensos del 2007.

Les exportacions moderen l'avanç, però les importacions es desacceleren amb força.

Mèxic: un impasse en la desacceleració

Mèxic creix al 2,6%, amb una desacceleració de la inversió i del consum.

La desacceleració de l'economia es va prendre un respir en el segon trimestre. El PIB va créixer el 2,8% interanual i va millorar lleugerament el registre del trimestre anterior. No obstant això, el pas de l'economia vindrà marcat pel consum privat, que va intensificar l'alentiment i va créixer el 3,2% interanual, el menor avanç des del 2003. Va ser el repunt de la inversió, que es va accelerar fins a créixer el 8,1%, la causa principal del manteniment del ritme de l'activitat, amb una intensa recuperació després d'un primer trimestre anormalment feble. Per la seva banda, el sector exterior va continuar dèbil, amb les importacions progressant a un ritme superior al de les exportacions, i el consum públic va mantenir la seva línia de feblesa.

La producció industrial recula i les vendes al detall es desacceleren.

Entre els indicadors d'activitat més recents, continuen dominant les perspectives a la baixa, que evidencien la influència de la feblesa del veí del nord. Pel que fa a l'oferta, a l'agost, la producció industrial general va recular l'1,5% interanual i va acumular, així, el quart mes consecutiu de descensos. Per la seva banda, la producció de manufactures va baixar el 2,1%. La demanda va aguantar el to una mica més, amb unes vendes al detall que, al juliol, van créixer el 2,9% interanual, ritme superior al del mes previ.

La inflació arriba al 5,5%, malgrat la desacceleració, però l'atur continua per sota del 4%.

Al front inflacionista, continuen les tensions de preus, tot i que, pel que sembla, no van a més. Al setembre, l'IPC general va augmentar el 5,5% interanual, just per sota del registre de l'agost. En aquesta tessitura, sembla que els costos laborals unitaris segueixen el deixant del petroli i comencen a desaccelerar la marxa, amb un increment al juliol del 7,3% interanual. Per la seva banda, la taxa d'atur general del setembre va augmentar fins al 4,3% de la població activa, percentatge encara raonable.

El dèficit del sector exterior, el punt feble de l'expansió dels últims anys, va continuar augmentant, malgrat la menor força del consum privat. Atesa la dependència del petroli de l'economia mexicana, la direcció per als propers mesos, en un entorn de relaxament dels preus de les primeres

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

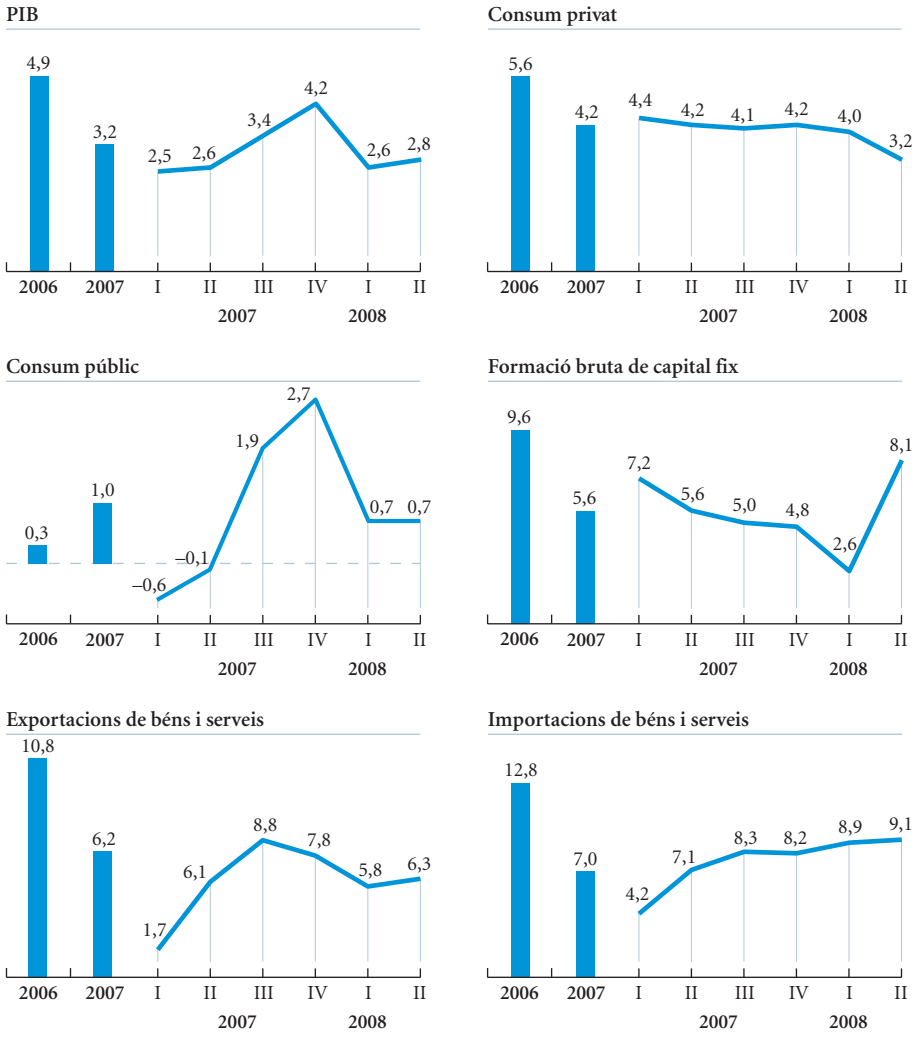
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

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

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

EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

matèries, continua essent a la baixa. El dèficit comercial dels dotze últims mesos fins a l'agost es va tornar a incrementar fins als 9.402 milions de dòlars. Un cop exclòs el petroli, prossegueix la desaceleració exportadora i la suau acceleració de les importacions, situació que empeny el dèficit als 65.814 milions de dòlars, el 32,1% per damunt del mateix període de l'any anterior.

Primeres matèries: caiguda general de preus

El petroli continua protagonitzant una caiguda vertiginosa de les cotitzacions. A l'octubre, el barril de petroli de qualitat *Brent* (lliurament a un mes) es va enfonsar més del 35%, en passar de nivells de l'ordre de 95 dòlars/barril als 62 dòlars/barril. Des dels màxims anuals del juliol,

Les cotitzacions de les primeres matèries cauen sensiblement a l'octubre.

EL PREU DEL PETROLI CONTINUA ENFILANT LA VIA A LA BAIXA

Cotitzacions del barril de petroli de qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes

FONT: Thomson Financial Datastream.

El factor comú que hi ha rere l'ajustament del petroli, dels metalls i dels productes bàsics és la perspectiva d'una demanda mundial en descens.

els preus de l'or negre s'han ajustat gairebé el 60%. En aquest context d'intensa reculada de les cotitzacions, l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) va decidir el passat 24 d'octubre retallar la producció en 1,5 milions de barrils diaris a partir de l'1 de novembre. Davant d'aquest anunci, el mercat no solament no va reaccionar tensant els preus, sinó que les cotitzacions van tornar a baixar.

La falta de sensibilitat del mercat a l'ajustament de l'oferta indueix a pensar que el factor que domina en aquest moment l'evolució del petroli són els temors a una contracció de la demanda mundial. De fet, molts analistes consideren que, atès el panorama macroeconòmic, la restricció de l'oferta de l'OPEP és reduïda. D'acord amb aquesta visió, l'escenari de recessió global que, pel que sembla, els mercats de borses i deute ja descompten es correspon amb unes cotitzacions de les primeres matèries més baixes que uns mesos enrere.

L'evolució de la resta de primeres matèries és coherent amb aquest diagnòstic. A l'octubre, l'índex *The Economist* de primeres matèries es va replegar el 21%. Aquesta reculada va ser deguda, a diferència d'altres ocasions, a descensos d'un ordre similar dels tres grans grups de primeres matèries (alimentàries, agrícoles no alimentàries i metalls), la qual cosa sembla confirmar que la correcció de les cotitzacions és un moviment d'ampli espectre. Això implica, al seu torn, que puguin estar actuant factors comuns en la depressió dels preus de les primeres matèries, i aquí el candidat que suscita més adhesions és la correcció de la demanda.

En aquest sentit, sembla que el paper d'actiu refugi que, en certs moments, havien jugat el petroli i certes primeres matèries s'ha desfet en les últimes setmanes. Per exemple, l'or, actiu de reserva per excel·lència, ha caigut més del 17% a l'octubre. Pel que fa a altres primeres matèries, cal destacar els forts descensos registrats entre aquestes dates en les cotitzacions del

coure (caiguda del 37%), el cautxú (menys 32%), el blat (davallada del 23%), el cacau (descens del 18%) i el cafè (reculada del 14%).

Com a contrapunt necessari a aquest extraordinari ajustament dels preus que estem observant, cal destacar que, quan la visió passa del moment present al llarg termini, les anàlisis considerades mostren que el mercat del petroli continuarà presentant l'estretor entre oferta i demanda que l'ha caracteritzat en els últims anys. En aquest sentit, un informe recent de l'Agència Internacional de l'Energia (AIE) indica que les perspectives són de progressiva disminució de la producció de petroli cap al 2030. Sense un augment apreciable de les inversions, la producció tendencial disminuirà de l'ordre del 9% anual, una xifra que es podria moderar fins al 6% si augmentés la inversió en activitats d'extracció en uns 360.000 milions de dòlars anuals. Malgrat que l'AIE afirma que el consum mundial de petroli a llarg termini pot ser menor del que s'havia estimat anteriorment, amb aquesta reducció tendencial de l'oferta, l'escenari de preus que implícitament cal considerar és de cotitzacions altes.

A llarg termini, la tendència de fons de l'oferta de petroli és a la baixa.

UNIÓ EUROPEA

Zona de l'euro: envestida financera sobre l'economia real

A la zona de l'euro, la crisi financera impacta per la via del menor creixement del crèdit...

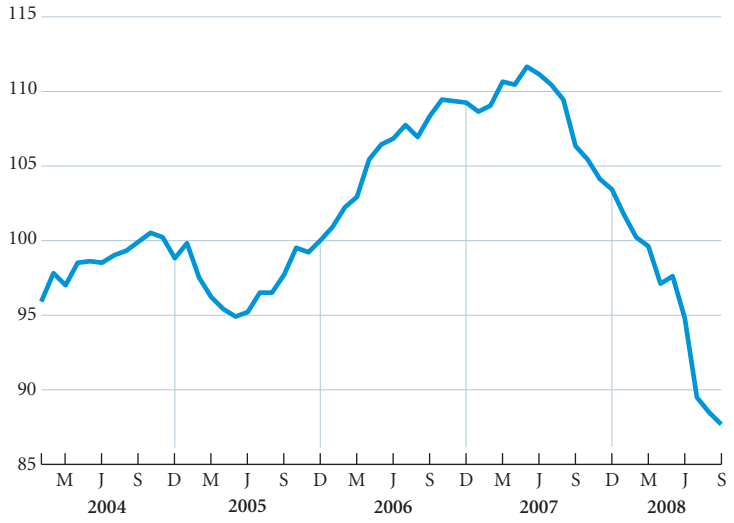
La forta crisi financera que es desenvolupa des de l'estiu del 2007 ha assolit tal intensitat que cal preguntar-se sobre quina és la seva transmissió a l'esfera de l'economia. En principi, hi ha dos grans canals pels quals la crisi pot afectar l'evolució macroeconòmica. El primer és el canal del crèdit, una variable que, en encarir-se o limitar-se, afecta directament la capacitat de les famílies i de les empreses de finançar les despeses corrents o les inversions. El segon és el canal de la confiança, és a dir, els canvis en la percepció dels agents (de nou, els consumidors i les empreses) sobre la situació econòmica i com aquesta percepció es correspon amb decisions de despesa i d'inversió.

I bé, a la pràctica, com operen aquests dos canals? A la zona de l'euro, el consum modera sensiblement el ritme de creixement, el qual, certament, tampoc no havia estat gaire alegre ni en els moments més alts del cicle. Per exemple, les vendes al detall, un indicador clau del consum, van baixar, de mitjana al juliol i a l'agost, l'1,7% interanual i van empitjorar el feble registre del segon trimestre (caiguda interanual de l'1,6%).

Aquesta evolució és, a grans trets, paral·lela a la desaceleració del crèdit a les famílies, que va passar de créixer prop de

LA ZONA DE L'EURO PERD IMPULS

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



FONT: Comissió Europea.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
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	–1,6	–1,6	–1,9	...
Confiança del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–3,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,7	–19,2	–18,9
Producció industrial	4,0	3,4	3,9	3,0	2,5	1,1	–1,2	–0,7	...
Sentiment econòmic (1)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,5	87,7
Taxa d'atur (2)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,4	7,4	7,5	...
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8	3,6
Balança comercial (3)	–10,4	20,1	31,4	34,3	23,4	11,5	–3,7	–14,9	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	103,6	107,7	107,7	110,6	112,8	115,6	115,8	113,5	111,6

NOTES: (1) Valor.
(2) Percentatge sobre població activa.
(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.
(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors impliquen apreciació de la moneda.
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

l'11% interanual en el primer trimestre del 2006 a fer-ho per sota del 4% interanual a l'agost, i a l'empitjorament de la confiança del consumidor, que, en els dotze mesos que acaben al setembre, ha cedit més de 13 punts. Tot i que hi ha altres factors que també empenyen en la mateixa línia, com, per exemple, la transmissió de les pèrdues borsàries a un consum més baix (la inversió de l'efecte riquesa), la mateixa Comissió Europea estima, en l'últim informe trimestral, que aquest efecte riquesa és de baixa magnitud en el cas de la zona de l'euro (aquest no és el cas, per exemple, dels Estats Units).

La inversió també rep l'impacte de la crisi financera. Ja sigui al nivell de macromagnitud trimestral com al dels indicadors mensuals, la inversió mostra signes clars de deteriorament. El mateix succeeix amb la despesa de les famílies, tant la confiança empresarial (de serveis o industrial) com l'alentiment del crèdit a les empreses segueixen vies a la baixa aproximadament equiparables a la de la inversió.

Cal concloure, per tant, que hi ha un impacte de la crisi apreciable en l'activitat econòmica a nivell intern. Això deixa el consum públic i la demanda externa com a úniques fonts compensatòries de la desacceleració. Pel que fa al consum públic, les últimes xifres disponibles, del segon trimestre, evidencien una clara inflexió alcista. La demanda externa, en canvi, pateix més i més a mesura que avança l'any. A l'agost, la balança comercial, en saldo acumulat de dotze mesos, va anotar un dèficit de 14.900 milions d'euros, amb el qual suma dos mesos consecutius en negatiu.

...i mitjançant el deteriorament de la confiança, dos canals que comporten ajustaments en consum i en inversió.

Aquesta evolució deriva del fet que les exportacions han tendit a alentir-se i que les importacions es mostren, ara com ara, ancorades en ritmes expansius superiors. Un primer factor que explica aquest augment de les dificultats expor-

Les exportacions es desacceleren de forma apreciable.

Perspectives complicades per als propers mesos.

tadores és l'encariment dels preus provocat per l'apreciació de l'euro. Així, malgrat la correcció produïda en els últims mesos, al setembre el tipus de canvi efectiu nominal de la moneda única se situava el 3% per damunt del nivell d'un any abans.

Un segon element que limita la capacitat exportadora europea és el patent alentiment de certs mercats tradicionals que fins ara encara havien mantingut el dinamisme, com el Regne Unit, Suïssa i Suècia. Això deixa l'exportació europea molt dependent dels mercats emergents (les exportacions a la Xina i a Rússia creixen encara en xifres de dos dígits), destinacions que, si es compleixen les previsions, seran menys vigoroses en pocs mesos.

A partir d'aquesta situació, les perspectives immediates no són positives. Els indicadors mensuals disponibles relatius al tercer trimestre –producció industrial, sentiment econòmic, índex compost d'indicadors avançats, etc.– evidencien amb una certa claredat que el producte interior brut (PIB) pot haver tornat a caure per segon trimestre consecutiu. Aquesta entrada en recessió tècnica pot ser el preludi d'uns propers trimestres complicats. Tot i que la taxa d'atur encara es manté relativament baixa (7,5% de la població activa a l'agost) i que sembla que el pitjor del tensionament inflacionista ha quedat enrere (al setembre, la inflació es va desaccelerar fins al 3,6% gràcies a la contenció de l'energia i dels aliments), aquests factors són insuficients per contrarestar els amplis signes negatius d'una economia en hores baixes. A més a més, tampoc no es poden esperar resultats immediats dels diferents programes d'ajuda que els països de la zona de l'euro plantegen per salvar els respectius sistemes financers, l'impacte dels quals sobre l'activitat no s'albirarà fins d'aquí força mesos.

L'economia alemanya pateix la pèrdua de to de la inversió i de la demanda interna.

Alemanya: el motor econòmic d'Europa es clava

L'economia alemanya perd de forma ràpida els ressorts que li havien permès impulsar-se cap a una etapa de bon comportament econòmic el 2006 i el 2007, anys en què la combinació d'una inversió forta amb una demanda exterior en auge va facilitar un dinamisme que feia

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

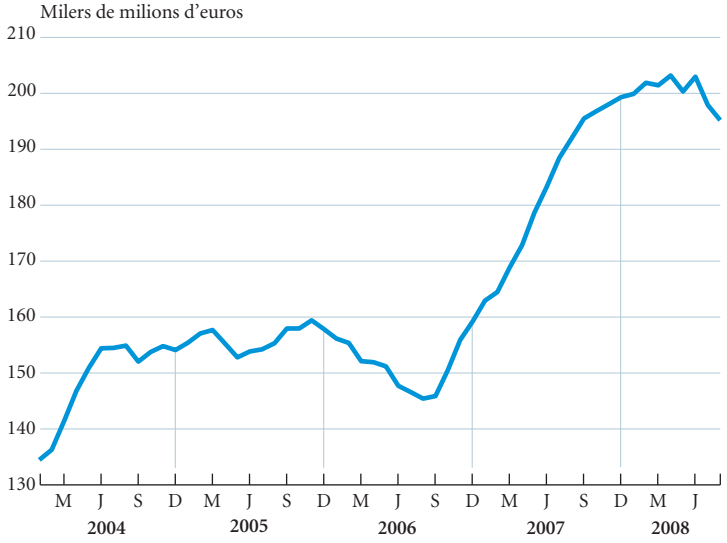
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,6	1,7	–	...	–
Vendes al detall	6,1	–7,6	–7,5	–8,8	–0,7	–0,1	0,6	–3,0	...
Producció industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	3,0	0,1	1,7	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,5	106,2	105,6	103,7	104,0	102,2	97,4	94,8	92,9
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,1	7,9	7,8	7,7	7,6
Preus de consum	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	2,9	3,3	3,1	2,9
Balança comercial (***)	151,5	183,5	192,0	198,1	201,1	202,2	198,0	195,2	...

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.

EL SECTOR EXTERIOR ALEMANY, UN PUNTAL QUE FLUIXEJA

Superàvit comercial, acumulat de dotze mesos



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

molt de temps que no es veia. Fins al primer trimestre del 2008, aquestes tendències van aguantar, però, en el segon trimestre, es va produir una ruptura sobtada: la inversió (amb més rotunditat) i el sector exterior (amb menys intensitat) van cedir en el seu impuls i van empènyer l'economia germànica a una reculada intertrimestral del PIB en aquest període.

A mesura que avançava el tercer trimestre, la situació ha anat empitjorant. Diferents indicadors mostren un nou afebliment de la inversió en béns d'equipament. També la demanda externa continua perdent embranzida. A l'agost, les exportacions, en saldo acumulat de dotze mesos, van créixer el 5,2% interanual, aproximadament la meitat que un any abans. Atès que les importacions van continuar sòlidament ancorades en la zona d'avanç del 6% interanual, la conseqüència ha estat la reducció del superàvit comercial fins als 195.300 milions d'euros. Es tracta del segon mes consecutiu que això passa.

Les famílies continuen contenint les despeses.

En aquesta situació, només el consum podria actuar de suport del creixement. Desgraciadament, ni en els moments més vigorosos de l'últim cicle expansiu, aquesta variable ha tingut un enlairament notable. Per això, tot i que certament el mercat laboral continua encara en un moment dolç (la taxa d'atur va baixar fins al 7,6% al setembre), els indicadors de consum (en particular, les vendes al detall i la confiança del consumidor) anuncien un comportament pitjor de la despesa familiar en el tercer trimestre. En aquest context, la bona notícia és la inflació, ja que la seva contenció –al setembre, va augmentar el 2,9% interanual, dues dècimes percentuals menys que a l'agost– contribueix a millorar la capacitat adquisitiva de les famílies.

L'indicador IFO continua caient.

La triple combinació de consum, inversió i exportació a la baixa es reflecteix en la

L'estabilitat pressupostària es deixa per a més endavant.

dimensió de l'oferta. L'indicador IFO d'activitat empresarial, un fidel reflex del pols cíclic de l'economia germànica, es va enfonsar a l'octubre fins al nivell dels 90,2 punts, el registre més negatiu des de l'abril del 2003. Es tracta d'una percepció sòlidament ancorada en la realitat, la dels empresaris que responen aquesta enquesta, ja que la producció industrial avança a un ritme sensiblement inferior a l'anotat en el segon trimestre (1,7% interanual enfront del 3,0%) i la confiança dels serveis se situa en mínims des del 2005.

A França, la feblesa del consum llasta les possibilitats de l'economia.

Atesa aquesta situació, el govern anunciava que l'objectiu d'equilibri fiscal per al 2011 li semblava inassolible, s'adoptava un ambiciós fons d'estabilització dels mercats financers (de mig bilió d'euros) i es filtrava que el creixement oficialment previst per al 2009 es podria moure en la forquilla del 0% al 0,5%.

França: recessió imminent

Primer, l'Institut Nacional d'Estadística i d'Estudis Econòmics; després, el Banc de França. Les dues institucions van anunciar a l'octubre que el PIB podia haver caigut una dècima en el tercer trimestre de l'any, de manera que s'entraria en recessió tècnica. Si es confirma aquesta previsió, seria la primera recessió a França en 15 anys. On són els problemes de l'economia gal·la? Els indicadors més recents són clars: les famílies no gasten i les empreses veuen erosionats els beneficis.

Així, pel que fa a la despesa familiar, el consum de les llars va créixer un magre 1,0% interanual en el tercer trimestre i la confiança del consumidor (un indicador que té un cert caràcter anticipatori) es mantenia, en aquest mateix període, en la zona dels 24 punts negatius. No sembla que ni la suau desacceleració dels preus de consum (fins al 3,0% interanual al setembre) ni el fet que la taxa d'atur es mantingui relativament baixa (en el 8,0% de la població activa a l'agost), dues tendències que afavoreixen els fonaments del consum, puguin ser suficients per contrarestar aquesta atonia del principal agregat de la demanda interna.

Les empreses contenen les inversions i veuen empitjorar els beneficis.

Per la seva banda, l'activitat empresarial pateix l'advers context econòmic. La producció industrial va recular el 2,6% interanual a l'agost, mentre que la confiança dels serveis cedia vuit dècimes percentuals al setembre. Aquesta evolució ressalta el mal to dels sectors secundari i terciari. A més a més, el Butlletí de Conjuntura

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	Setembre
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,1	1,1	–	...	–
Consum de les llars	3,3	4,4	4,9	3,8	2,4	1,5	1,4	0,1	1,5
Producció industrial	0,9	1,3	2,0	2,3	1,7	–0,4	–1,8	–2,6	...
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,1	7,9	7,7	7,6	7,8	8,0	...
Preus de consum	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2	3,0
Balança comercial (**)	–27,3	–32,9	–33,5	–37,9	–41,2	–45,5	–48,6	–51,1	...

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

del Banc de França del setembre apuntava a altres tendències del sector empresarial. En el tercer trimestre, les empreses gal·les han contingut les inversions, han vist reduïts els fluxos de caixa i han registrat una disminució dels marges de benefici.

Itàlia: el pitjor potser encara no ha arribat

El Fons Monetari Internacional ha dictat una sentència condemnatòria sobre les perspectives immediates de l'economia italiana: el 2008 el PIB caurà una dècima percentual i el 2009 la situació empitjorarà, amb un nou descens del creixement (–0,2%). Aquesta veu s'afegeix a altres conegudes recentment, com la de la Comissió Europea o, a nivell intern, la de la patronal Confindustria, que auguren igualment una etapa d'escàs dinamisme econòmic per a Itàlia.

Certament, els últims indicadors tendeixen a confirmar aquest mal pronòstic. El consum continua mancat de to, com ho palesa el fet que la confiança del consumidor se situés al setembre en la cota dels 22 punts negatius. A un nivell més fonamental, un altre llast que opera sobre la despesa de les famílies és el constant augment de la taxa d'atur, que va assolir el 6,8% en el segon trimestre (increment de 7 dècimes percentuals en un any).

Des de l'àmbit de l'oferta, la situació percebuda és igualment greu. La producció industrial va recular a l'agost el 2,6% interanual. Aquest mal comportament es pot vincular amb l'escàs dinamisme exportador. A l'agost, les exportacions, en saldo acumulat de dotze mesos, van avançar el 4,6% interanual, un ritme quatre punts percentuals inferior al que es registrava al començament d'enguany. Tot plegat fa que gairebé l'únic indicador positiu sigui la reconducció de la inflació al setembre. En línia amb les principals economies continentals, l'IPC va créixer en aquest mes el 3,8% interanual, una cessió de tres dècimes percentuals en relació amb l'agost.

Regne Unit: el consum, tocat i... enfonsat?

L'activisme del govern de Gordon Brown per protegir el sistema bancari i el fet que el model britànic de salvament (caracteritzat per la compra d'accions dels bancs per part de l'estat i per altres mesures)

A Itàlia s'esperen dos anys consecutius amb el PIB en caiguda.

El consum continua tocat, i l'augment de la taxa d'atur no ajuda.

La producció industrial es veu penalitzada per la frenada de les exportacions.

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	Setembre
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	2,1	–1,3	...
Producció industrial	2,4	0,0	0,8	–2,9	–1,4	–1,7	–3,1	–2,6	...
Taxa d'atur (*)	6,8	6,2	6,2	6,3	6,6	6,8	–	...	–
Preus de consum	2,1	1,8	1,6	2,4	3,1	3,6	4,1	4,1	3,8
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–11,3	–8,9	–9,1	–8,6	–9,0	–10,5	...

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

L'economia britànica voreja la recessió tècnica.

hagi estat *de facto* adoptat com a referència pels països de la Unió Europea poden haver generat la impressió que l'economia britànica és guiada amb mà de ferro cap a la sortida de la crisi. El cert és que, des del punt de vista macroeconòmic, la situació continua essent extremadament complicada. Segons algunes dades preliminars, el PIB va assolir en el tercer trimestre el 0,5% intertrimestral, de manera que es troba a les portes de la recessió tècnica, al mateix temps que la inflació ha trencat la barrera psicològica del 5% al setembre (5,2% interanual, concretament).

Greus problemes al front del consum privat...

El principal element que s'ha degradat en els últims trimestres ha estat el consum privat. Tot i que aquest baluard del creixement es va començar a desaccelerar en el segon trimestre, ha estat en el tercer quan la pèrdua de dinamisme s'ha tornat més apreciable. Al setembre, les vendes al detall van créixer l'1,7% interanual, 2,6 punts percentuals menys que en el segon trimestre. Presumiblement, les coses empitjoraran en els propers mesos: la confiança del consumidor es va situar al setembre en el nivell dels 23 punts negatius, 7 punts per sota del feble registre del segon trimestre.

...arran de la caiguda dels preus immobiliaris, de l'ajustament creditici i de l'empitjorament laboral.

La decisió de les famílies de contenir la despesa deriva, fonamentalment, de la combinació de tres factors. En primer lloc, la caiguda dels preus immobiliaris (segons Halifax, el descens entre l'agost del 2008 i l'agost del 2007 supera el 13%) té un efecte negatiu sobre el consum. Un segon element és la menor disponibilitat de crèdit bancari per finançar la despesa familiar.

Finalment, el mercat laboral britànic, que s'havia comportat de forma excepcionalment dinàmica en els anys precedents, ha començat a empitjorar. Al setembre, la taxa d'atur va pujar fins al 2,9% i, en els tres mesos de juny a agost, es van destruir 122.000 llocs de treball nets. Així mateix, els ingressos salarials mitjans s'alenteixen des del maig, tendència que s'ha intensificat en els mesos de juliol i agost. Tot i que els problemes macroeconòmics britànics no acaben aquí (per exemple, la producció industrial es va enfonsar el 2,3% interanual a l'agost), certament, si la via d'aigua del consum no és clarament obturada, les perspectives britàniques semblen complicades.

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	Setembre
PIB	2,8	3,0	3,3	2,9	2,3	1,5	–	0,3	–
Vendes al detall	3,1	4,4	5,0	3,9	5,4	4,3	2,0	3,2	1,7
Producció industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	–1,1	–1,9	–2,3	...
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Preus de consum	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8	5,2
Balança comercial (**)	–72,5	–83,2	–84,7	–88,4	–90,9	–92,9	–94,3	–95,0	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8	5,7
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura (***)	98,0	103,9	104,3	102,2	97,6	92,6	92,8	92,5	88,2

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.
(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.
(***) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors majors signifiquen apreciació de la moneda.
FONTS: OCDE, Banc d'Anglaterra, ONS, Comissió Europea i elaboració pròpia.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Bancs centrals i governs davant la crisi financera global

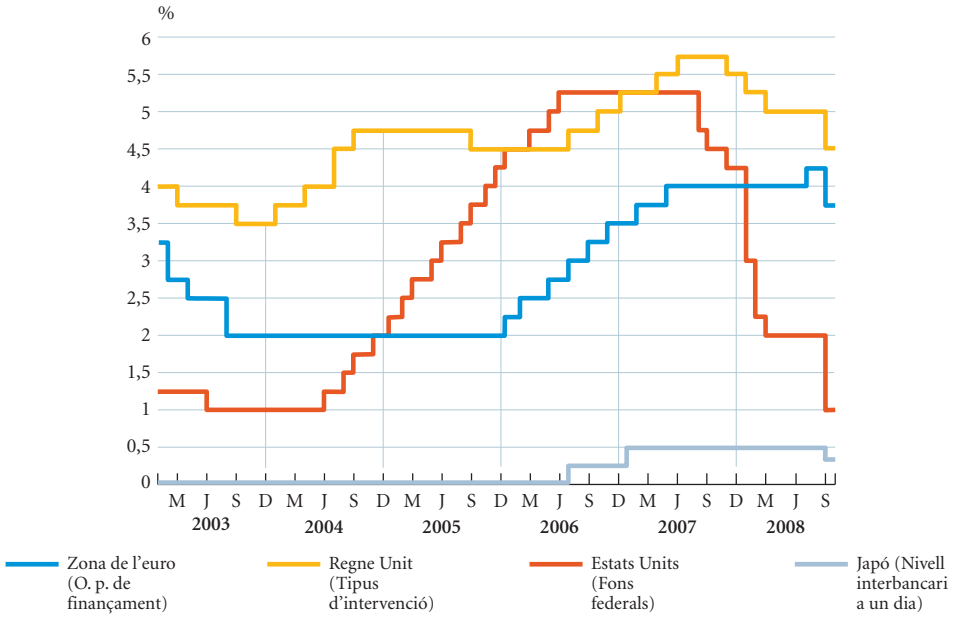
«A grans mals, grans remeis.» La dita mai no havia estat més apropiada. Davant la crisi financera més greu en 75 anys, la reacció de les autoritats econòmiques i monetàries és contundent i audaç, com ho veurem tot seguit. El fet és que la gravetat de la situació als mercats financers ha assolit una magnitud tal que ha obligat a recórrer a l'arsenal de mesures a l'abast per evitar una involució i un col·lapse dels sistemes de crèdit nacionals.

Des de l'inici de la tempesta financera, els bancs centrals van iniciar les intervencions segons el manual ortodox de resolució de crisis financeres. Amb la lliçó apresa després de la depressió de l'any 1929, la primera determinació que van adoptar va ser la injecció de liquiditat per pal·liar les tensions als mercats interbancaris després de la brutal contracció del crèdit entre entitats bancàries, motivada per la crisi de confiança que es va transformar en una crisi de solvència en el sistema financer internacional.

Atesa la gravetat de la crisi, els governs i els bancs centrals actuen amb contundència.

RETALLADA COORDINADA DELS TIPUS D'INTERÈS OFICIALS

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals.

Descens coordinat dels tipus d'interès de referència dels principals bancs centrals...

Atès l'increment de les tensions financeres a partir del setembre i en una excepcional conjuntura de rescats forçats d'entitats creditícies per part del sector públic, els principals bancs centrals van optar per retallar els tipus d'interès oficials coordinadament el 8 d'octubre. Els bancs centrals dels Estats Units (Fed), el Regne Unit, la Xina, Canadà, Suècia, Suïssa i el Banc Central Europeu (BCE) van acordar retallar el tipus d'interès de referència. Així, com es pot veure al gràfic anterior, la Fed, el Banc d'Anglaterra i el BCE van abaixar el 0,5% el preu del diner oficial. El 29 d'octubre, la Fed va tornar a retallar mig punt més el tipus d'interès de referència dels fons federals, mentre que el Japó ho va fer en 20 punts bàsics; s'espera que el Banc d'Anglaterra i el BCE segueixin el mateix camí.

...i màxima injecció de liquiditat.

A més a més, la Fed ha adoptat mesures que defugen l'ortodòxia monetària de les últimes dècades, com la creació d'un fons per adquirir pagarés d'empresa *(commercial paper)* directament als emissors o al mercat secundari o la compra d'actius de fons monetaris, destinades a alleujar les tensions de liquiditat que afecten les empreses no financeres. El BCE també ha posat en marxa accions extraordinàries, tot i que d'un abast menor, orientades a facilitar l'obtenció de més nivells de liquiditat en les subhastes periòdiques de fons.

Els plans nacionals contemplen les compres d'actius financers del balanç de les entitats, l'aval d'emissions i, fins i tot, l'entrada en el capital dels bancs amb problemes.

Però la cosa no acaba aquí. La virulència de la crisi ha obligat els governs a incrementar la garantia dels dipòsits bancaris. En el cas de la Unió Europea, després d'una certa descoordinació inicial, i quan diversos països havien anunciat de manera unilateral l'ampliació d'aquesta garantia de dipòsits, es va decidir augmentar el mínim garantit fins als 50.000 euros per client i entitat, tot i que la majoria dels països de la zona de l'euro l'han apujat fins als 100.000 euros.

En el cas d'Espanya, s'augmenta la garantia dels clients, es disposa un fons d'adquisició d'actius d'alta qualitat i s'instrumenta un aval per a les emissions de les entitats creditícies.

Com tot això no va ser suficient i el risc de col·lapse del sistema persistia, es va començar a prendre un seguit de mesures anticrisi més heterodoxes. La primera va ser la creació de fons específics per comprar els actius financers del balanç dels bancs. Als Estats Units, el Secretari del Tresor va aconseguir finalment el 3 d'octubre fer tirar endavant un pla de rescat bancari per un import màxim que podria arribar als 700.000 milions de dòlars. Malgrat tot, els mercats financers continuaven molt inquiets, en considerar que les mesures no abastaven tota la problemàtica creada per la crisi.

Va ser el govern britànic el que poc després, el 8 d'octubre, presentaria un pla d'actuació que posteriorment seria pres com a referència per altres plans nacionals. L'import total era de 400.000 milions de lliures esterlines i incloïa la possibilitat que el sector públic entrés directament en el capital propi de les entitats amb problemes. Una altra disposició rellevant era concedir avals per garantir les emissions d'actius dels bancs. Els ministres de finances de la Unió Europea van assumir els plantejaments britànics i els respectius governs nacionals van redactar els corresponents plans d'actuació.

En total, s'han anunciat intervencions per un valor proper als 4 bilions d'euros, uns quatre cops el producte interior brut d'Espanya. Del conjunt, es destinen 1,9 bilions d'euros a avals, 1 bilió d'euros a fons d'adquisició d'actius dels balanços dels bancs i, finalment, aproximadament un altre bilió d'euros a recapitalitzar els bancs mitjançant injeccions en el capital propi o instrumentalitzat a través de préstecs.

En el cas d'Espanya, el pla anticrisi es vertebra mitjançant quatre elements principals. El primer és l'increment de la garantia de dipòsits i de fons d'inversió

de 20.000 a 100.000 euros. El segon és la creació d'un fons per comprar actius bancaris d'alta qualitat, fins a 50.000 milions d'euros. Un altre pilar del pla és l'aval públic per a noves emissions de deute (amb 5 anys de venciment màxim) d'entitats de crèdit amb un import màxim de 100.000 milions d'euros, vàlids fins al 31 de desembre del 2009. El pla espanyol inclou la possibilitat d'estendre l'aval al mercat interbancari espanyol i la possible adquisició de títols per al reforçament dels recursos propis de les entitats de crèdit.

Menys tensions a l'interbancari i més a la renda fixa privada

La retallada coordinada del tipus d'interès de referència dels bancs centrals comentada en l'apartat anterior va tenir un clar impacte en els tipus d'interès del mercat interbancari. A la zona de l'euro, l'euríbor a 3 mesos, que cotitzava el 5,27% al final de setembre, es va distendre i va anotar el 4,92%, encara molt per damunt del tipus d'interès oficial del BCE, però amb una clara tònica a la baixa. El tipus d'interès del mercat interbancari a 12 mesos a la zona de l'euro, que va assolir un nivell del 5,51% el 2 d'octubre, també es va relaxar i va arribar a cotitzar el 5,0% el 27 d'octubre. Als Estats Units, el tipus d'interès interbancari a 3 mesos ha caigut del 4% fins al 3,53% cotitzat el 27 d'octubre. Al Regne Unit, el tipus d'interès a 3 mesos ha baixat del 6,30% del final de setembre fins al 5,98% del final d'octubre.

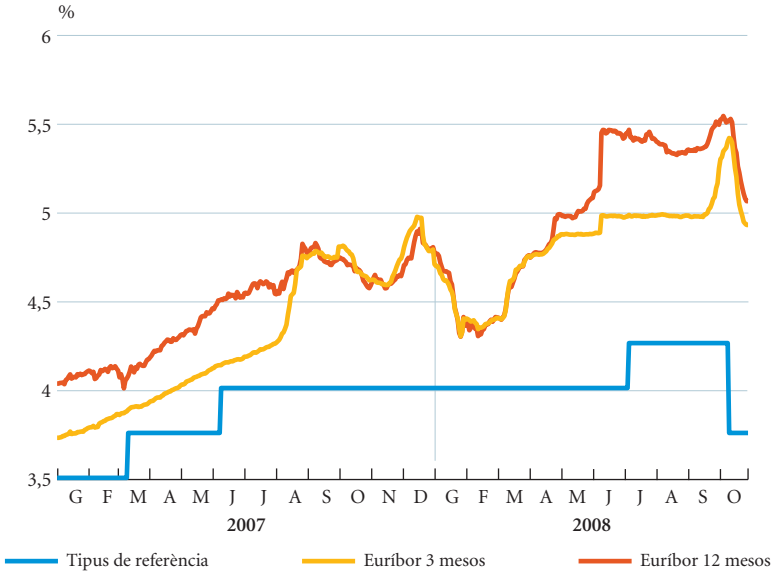
La retallada del tipus d'interès oficial coordinat dels bancs centrals i les mesures d'injecció de liquiditat aconsegueixen relaxar una mica els mercats interbancaris...

Malgrat aquestes reduccions, encara no es pot afirmar que la situació s'hagi normalitzat. Els diferencials entre els tipus d'interès del mercat interbancari i els tipus d'interès de referència dels bancs centrals continuen essent molt superiors a la mitjana històrica i, fins i tot, en

...tot i que encara falta molt per a la seva plena normalització.

ELS MERCATS INTERBANCARIS RELAXEN LA TENSIÓ LLEUGERAMENT

Tipus d'interès oficial del BCE i del mercat interbancari de la zona de l'euro



NOTA: Última dada, 27 d'octubre.
FONT: Bloomberg.

Es manté la tendència de reducció de la rendibilitat del deute públic a llarg termini...

alguns casos, s'han ampliat durant el mes d'octubre. Així, el marge entre el tipus d'interès oficial del BCE i l'euríbor a 3 mesos era de l'1,02% al setembre, mentre que el 27 d'octubre se situava en l'1,17%. És a dir, les davallades dels tipus d'interès del mercat interbancari han estat inferiors a la retallada del tipus de referència.

En l'àmbit dels tipus d'interès del deute públic a llarg termini, es manté la tendència de disminució en nombrosos països. En el cas dels Estats Units, el tipus d'interès del deute públic a 10 anys s'ha reduït en 18 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) del 3,82% del final de setembre fins al 3,64% del 25 d'octubre. Però el descens més intens s'ha registrat a la zona de l'euro, en cotitzar el deute públic a llarg termini el 3,72%, uns 30 punts bàsics per sota de la rendibilitat que oferia al final de setembre. El motiu és el canvi de tendència en les perspectives del tipus d'interès oficial del BCE. Si fa uns pocs mesos s'esperaven alces, amb la retallada inicial del 8 d'octubre i les indicacions addicionals de més rebaixes per part del president del BCE, les expectatives de noves retallades s'han consolidat amb fermesa.

Aquestes millores del mercat interbancari no s'han traslladat al mercat de renda fixa privada. Als mercats de capitals de bons d'empreses privades, on les empre-

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									
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	2,70
Setembre	4,25	5,27	5,50	2,00	4,05	1,02	5,00	6,30	3,00
Octubre (1)	3,75	4,92	5,04	1,50	3,52	1,00	4,50	5,98	2,34

NOTES : (1) Dia 27.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%), 8-10-08 (3,75%).

(3) Últimes dates de variació: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%).

(4) Últimes dates de variació: 10-5-07 (5,50%), 5-7-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-2-08 (5,25%), 10-4-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

ses emeten deute per aconseguir finançament, s'ha produït un encariment substancial del deute per l'absència d'inversors interessats en adquirir aquest tipus d'actius.

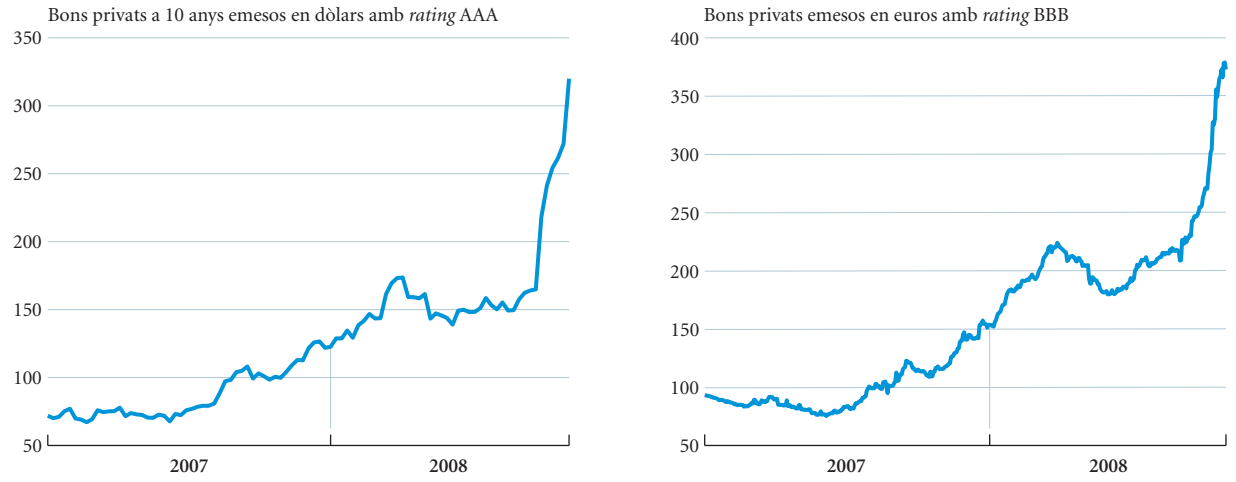
En el cas dels bons emesos per empreses al mercat nord-americà amb un venciment a 10 anys i amb la màxima qualitat creditícia en dòlars, es paguen 319 punts bàsics per damunt del deute públic a aquest termini. És a dir, una companyia que decideixi emetre un bo a 10 anys amb *rating* AAA haurà d'oferir una rendibilitat del 6,83%, una taxa desorbitada que indica la dificultat que tenen els directors financers per obtenir finançament a un preu raonable. Els gestors de carteres d'inversió continuen reduint el risc en les carteres i no estan interessats a adquirir paper d'empreses amb la inseguretat que comporta la situació actual. El motiu principal és la dràstica reducció de la capacitat de generació de beneficis de les empreses. En aquest entorn, és fàcil que es mantingui una certa tendència de deteriorament del perfil de crèdit del sector empresarial, i això s'hauria de reflectir potencialment en davallades de les qualificacions creditícies i en el preu dels actius emesos per aquestes companyies, siguin bons o accions.

En el cas de la zona de l'euro, la situació és molt similar, ja que a un empresari que vulgui emetre al mercat de capitals de renda fixa privada se li ha encarit sensiblement. En aquest cas, un bo privat d'una empresa en euros i amb venciment a 10 anys i *rating* BBB ha d'oferir una rendibilitat del 7,50%. Resumint, les cotitzacions actuals indiquen que, a la pràctica, els mercats de capitals per al sector empresarial són inassequibles i no són capaços d'oferir finançament a preus raonables.

...però les millores no s'han traslladat al mercat de renda fixa privada.

AMPLIACIÓ DE LES PRIMES DE RISC CREDITICI

Diferencials de crèdit en punts bàsics



NOTA: Última dada, 27 d'octubre.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

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	Setembre	Octubre (*)
Estats Units	4,39	4,70	4,59	4,02	3,82	3,64
Japó	3,31	1,69	1,69	1,51	1,47	1,48
Eurozona	1,48	3,95	4,33	4,33	4,02	3,72
Regne Unit	4,10	4,74	5,01	4,51	4,45	4,33
Suïssa	1,97	2,52	3,01	3,05	2,61	2,73

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

L'excessiva volatilitat del ien preocupa el G7.

El dòlar recupera el paper de valor refugi

El mercat de divises ha viscut un mes d'octubre de grans convulsions. Destaca la divisa del Japó, amb moviments molt intensos, fins al punt que el 27 d'octubre el G7, el grup de països més rics del món, va advertir sobre l'excessiva volatilitat del ien japonès. Com es pot veure al quadre següent, el ien s'ha apreciat l'11,2% en un mes enfront del dòlar. Al final del mes, 1 dòlar només adquiria 93,7 iens. Cal recular a l'any 1995 per poder observar el mateix nivell del tipus de canvi entre la moneda japonesa i el dòlar dels Estats Units.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

27-10-2008

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	93,7	–11,2	–19,3	–22,4
Lliura esterlina	0,647	17,0	28,4	33,4
Franc suís	1,160	6,1	2,3	–0,4
Dòlar canadenc	1,286	18,7	22,4	25,8
Pes mexicà	13,268	16,8	17,9	19,3
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,243	–13,9	–14,8	–13,9
Ien japonès	116,4	–22,6	–28,6	–29,6
Franc suís	1,442	–8,3	–12,8	–14,2
Lliura esterlina	0,804	0,7	9,3	14,9
Corona sueca	10,070	2,8	6,7	9,3
Corona danesa	7,452	–0,1	–0,1	0,0
Zloty polonès	3,843	13,1	6,9	6,0
Corona txeca	24,87	0,7	–6,3	–7,8
Forint hongarès	271,8	11,4	7,5	8,3

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

Diversos factors expliquen el moviment. Un dels més importants és el tancament del que, en l'argot financer, es coneix com el *carry trade*, que consisteix a endeutar-se en una divisa amb baixos tipus d'interès i invertir simultàniament en actius denominats en altres divises que ofereixen un tipus d'interès més alt. En aquests moments, s'està produint un despalanquejament en les carteres d'inversió a tot el món. Els inversors que s'havien endeutat en iens estan tancant aquestes posicions. És a dir, ha augmentat la demanda de iens per pagar els préstecs concedits com a finançament. El ien s'ha apreciat de forma més intensa enfront de l'euro, ja que, en l'últim mes, ha guanyat el 22,6% de valor enfront de la moneda única. Un euro només compra 116 iens, quan, el 25 de setembre, podia adquirir 156 iens.

D'altra banda, l'euro s'ha depreciat de forma intensa enfront del dòlar. Un euro equivalia a 1,46 dòlars el 26 de setembre i, en canvi, només podia comprar-ne 1,24 el 27 d'octubre, en el que representa una depreciació del 15%. El motiu és el canvi sobre les expectatives de noves baixades per part del BCE, que s'han intensificat en les últimes setmanes. La lliura esterlina també es va depreciar enfront del dòlar de forma molt intensa en fer-se públic el creixement negatiu del tercer trimestre, fet que no es produïa des de l'última recessió viscuda pel Regne Unit, el 1991.

Altres divises que també han tingut moviments importants són les de l'Est d'Europa. Molts d'aquests països, entre els quals cal esmentar Hongria i Ucraïna, havien intensificat l'endeutament en monedes diferents a la del país. Les empreses i les famílies sol·licitaven préstecs en divises com l'euro, el ien o el dòlar, ja que els tipus d'interès eren més baixos que els dels préstecs nacionals. Quan les turbulències financeres han començat a afectar els països emergents, la caiguda de la moneda nacional ha posat de manifest el risc divisa i la inviabilitat de la situació. Els inversors estrangers han desfet les posicions, les exportacions han disminuït i el risc del sector bancari ha augmentat per l'agreujament de la morositat.

La perspectiva de més baixades en el tipus d'interès oficial per part del BCE i del Banc d'Anglaterra perjudica l'euro i la lliura esterlina, que es deprecien enfront del dòlar.

A Ucraïna, la caiguda de la demanda internacional d'acer ha afectat directament la balança de pagaments, ja que és el producte que més exporta. La conseqüència ha estat el fort augment del dèficit per compte corrent, que ha posat la divisa sota enormes pressions. Així, la *grivnia*, la moneda d'Ucraïna, s'ha devaluat el 25% enfront del dòlar en l'últim mes. El risc de col·lapse del sistema financer ha obligat el país a negociar un paquet d'ajuda amb el Fons Monetari Internacional (FMI) per un import de 13.000 milions d'euros per evitar el risc de fallida.

Les divises dels països de l'Est d'Europa són copejades per la crisi financera.

Hongria també ha patit una situació similar, en què la seva divisa s'ha depreciat l'11,4% en un mes enfront de l'euro pels dubtes generats sobre la seva capacitat de refinançar l'enorme estoc de deute en moneda estrangera. L'FMI va indicar la seva disposició a ajudar el país, decisió posterior al suport atorgat pel BCE per un import de 5.000 milions d'euros que va posar a disposició del banc central hongarès per defensar la seva divisa. És la primera vegada en la història de la Unió Europea que un membre decideix sol·licitar ajuda a l'FMI.

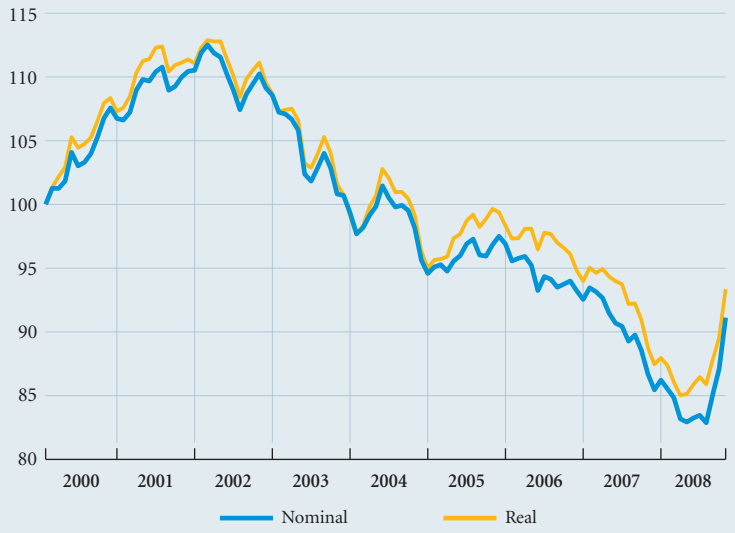
La forta caiguda als mercats de renda variable redueix de manera espectacular algunes cotitzacions.

El rebot del dòlar, nova tendència o efecte passatger?

Sembla que la tendència a la baixa del dòlar dels 6 últims anys s'ha acabat. En només 3 mesos, el bitllet verd s'ha apreciat el 10% de mitjana enfront de les monedes dels principals socis comercials i ha recuperat els nivells del primer trimestre del 2007. Els moviments més pronunciats s'han produït amb el won coreà, el peso i el dòlar canadenc, enfront dels quals el dòlar s'ha apreciat el 40%, el 28% i el 29%, respectivament, des del començament de l'estiu. L'apreciació enfront de l'euro, el 20%, ha estat més moderada. Llavors, la depreciació del dòlar ha tocat fons o aquests moviments són un fenomen temporal?

LA FORTA RECUPERACIÓ DEL DÒLAR EL SITUA EN ELS NIVELLS DEL COMENÇAMENT DEL 2007

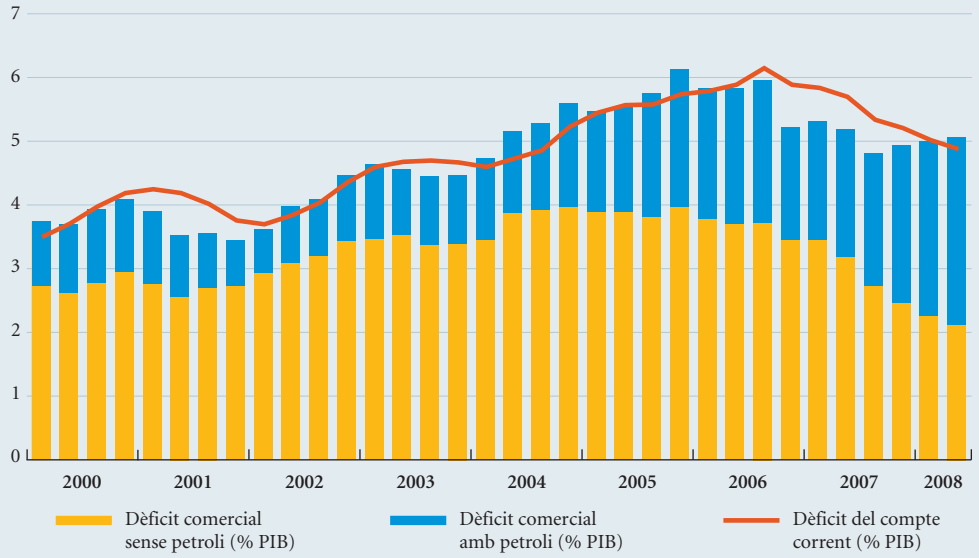
Índex del tipus de canvi del dòlar enfront de les divises dels principals socis comercials.
(Un augment indica apreciació)



FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Per determinar si l'apreciació recent del dòlar representa un canvi de tendència hem d'analitzar si encara es manté present el factor que en va impulsar la depreciació entre els anys 2002 i 2008: el desequilibri extern de l'economia nord-americana. De fet, abans que la crisi financera copés les pàgines i els debats d'economia, la sostenibilitat de l'altíssim i recurrent dèficit per compte corrent (dominat, bàsicament, pel dèficit comercial) era un dels temes més candents de l'economia internacional. A llarg termini, un dèficit comercial del 6%, com el registrat pels Estats Units el 2005-2006, és insostenible, perquè augmentaria el deute net del país de manera exponencial. En aquest context, la forta depreciació del dòlar, el 24% en termes efectius reals entre el 2002 i el 2008, ha estat clau per aconseguir que el dèficit comercial, exclòs el petroli, es reduís en gairebé 2 punts del PIB. La reducció del dèficit comercial, incloses les importacions netes de petroli, ha estat més moderada (vegeu el següent gràfic), però això ha estat la conseqüència de la forta pujada del preu del petroli.

L'AUGMENT DEL PREU DEL PETROLI MANTÉ ELEVAT EL DÈFICIT COMERCIAL



FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

A mitjà termini, és de preveure que el dèficit comercial es continuï moderant a conseqüència de la depreciació patida pel dòlar fins a la meitat d'enguany. Les estimacions disponibles indiquen que tant les exportacions com les importacions responen amb un retard d'uns dos anys als moviments del tipus de canvi. Aquesta tendència es veurà reforçada per la caiguda del preu del cru. Si es mantingués al voltant dels 80-90 $/barril, el dèficit per compte corrent s'arribaria a reduir fins al 2,5%-3% del PIB, però, si baixés fins als 50-60 $/barril, el dèficit podria disminuir fins a l'1,5%-2% del PIB, xifres que són compatibles amb un nivell de deute sostenible a llarg termini.[1] Per tant, si el preu del cru no es dispara un altre cop, l'estabilització del dòlar en els nivells del juny del 2008 podria ser suficient perquè el dèficit comercial assolís nivells sostenibles a llarg termini. En qualsevol cas, des d'un punt de vista estructural, sembla que la seva sobtada apreciació en les últimes setmanes és prematura.

Els motius de la recent apreciació del dòlar cal buscar-los en els determinants del tipus de canvi a curt termini. Un d'aquests determinants és l'expectativa del diferencial de tipus d'interès entre països. D'una banda, els tipus d'interès de referència de la Reserva Federal es troben en l'1% i ja no podran baixar gaire més per poder esmorteir la desacceleració de l'economia nord-americana. En canvi, els tipus d'interès dels principals socis comercials, com, per exemple, la zona de l'euro, Anglaterra, Canadà o Mèxic, encara tenen un ampli recorregut a la baixa que podran utilitzar ara que les tensions inflacionistes s'han moderat i que veuen com la crisi financera internacional també afectarà les economies domèstiques. L'anticipació d'una reducció del diferencial de tipus a curt termini explica una part de l'apreciació recent del dòlar. Els altres factors que cal tenir en compte són l'augment de l'aversió al risc i la preferència per la liquiditat dels inversors nord-americans, que, en veure com la desacceleració econòmica s'estenia més enllà dels Estats Units, han liquidat les inversions a l'estranger i han repatriat els capitals.

(1) Vegeu, per exemple, Enric Fernández, 2007, «La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units», Document d'Economia de "la Caixa".

TIPUS DE CANVI ACTUALS I DE PARITAT DEL PODER DE COMPRA

	Tipus de canvi 27-10-08	PPC
$ / Euro	1,24	1,14
$ / Lliura Esterlina	1,55	1,54
Dòlar Canadà / $	1,29	1,21
Ien / $	93,28	129,55
Renminbi / $	6,85	3,45

NOTA: PPC: paritat del poder de compra.
FONTS: Banc Mundial i Datastream.

Fins ara hem analitzat la posició global del dòlar enfront de les divises dels principals socis comercials, però les dinàmiques dels tipus de canvi bilaterals podrien ser diferents. Una forma relativament senzilla de veure enfront de quines monedes el dòlar tendirà a depreciar-se o apreciar-se a llarg termini consisteix a comparar el tipus de canvi actual amb el tipus de canvi de Paritat del Poder de Compra (PPC), aquell que faria possible comprar la mateixa cistella de béns a diferents països amb la mateixa quantitat de diners. Cal considerar aquest indicador com un referent a llarg termini, ja que, a la pràctica, les diferències de preus entre diferents països tendeixen a desaparèixer lentament. Com ho mostra la taula adjunta, malgrat la forta apreciació que el dòlar ha experimentat enfront de l'euro, el tipus de canvi actual encara es troba per damunt del tipus de canvi de PPC i, per tant, suggereix que l'apreciació del dòlar encara té un cert recorregut. Després de la seva sobtada depreciació en les últimes setmanes, la lliura esterlina es troba molt a la vora del seu valor d'equilibri a llarg termini. La situació del ien és una mica més complexa, ja que, d'una banda, el diferencial entre el tipus de canvi actual i el de PPC ens suggereix que el dòlar s'hauria d'apreciar. No obstant això, els recurrents i importants superàvits comercials de l'economia japonesa, una situació totalment oposada a la dels Estats Units, ens suggereixen que el dòlar s'hauria de depreciar enfront del ien. Atès que, a mitjà termini, aquesta és la força dominant, la convergència del tipus de canvi al tipus de PPC es veurà encara més retardada. Finalment, el cas del renminbi és més clar, ja que tant el tipus de canvi de PPC com la posició externa de l'economia xinesa, amb un ampli superàvit del compte corrent, evidencien que el dòlar s'ha de depreciar.

En definitiva, sembla que l'apreciació recent del dòlar obeeix a raons temporals i que, per tant, cal esperar que torni, a curt termini, als nivells assolits abans de l'estiu. A mitjà termini, el dòlar tornarà a guanyar força enfront de l'euro, però haurà de depreciar-se enfront de les monedes asiàtiques, fonamentalment el renminbi.

Octubre pèssim per a la borsa

En el cas de la borsa dels Estats Units, la caiguda és la més intensa des de 1929.

Els adjectius es queden curts a l'hora d'explicar les intenses baixades viscudes durant el mes d'octubre. No seria exagerat referir-se a un pànic venedor en alguns moments. Que la valoració d'algunes de les companyies més importants, que cotitzen en aquests índexs, hagi caigut per sota del valor teòric en llibres d'aquestes empreses és indicatiu de les tensions viscudes als mercats de renda variable. Al quadre següent es pot observar com tots els índexs de les borses occidentals han perdut al voltant del 25%-30%.

A diferència d'altres moments en què ens podíem referir a elements específics en alguns països per explicar el moviment de les seves borses, en funció del major o

menor pes d'alguns sectors econòmics, en els índexs o en la posició del cicle econòmic en què es troba el país, ara l'element fonamental i comú a aquests moviments és la forta aversió al risc dels inversors.

Que la crisi actual és la més dura des del *crack* de 1929 no admet dubte. En el cas de l'índex de borsa Standard & Poor's dels Estats Units, si comparem els 12 declivis més importants des de 1929, s'observa que l'actual correcció és la més intensa en percentatge tenint en compte que amb prou feines fa un any que ha començat.

L'interrogant que es planteja ara és el següent: fins a on pot arribar a baixar? Per respondre aquesta qüestió es poden utilitzar diverses metodologies. Es pot despendre dels seus preus que les cotitzacions actuals ja han incorporat la reducció dels beneficis, a causa de la forta desacceleració econòmica mundial que s'espera en els propers trimestres.

No obstant això, fins que no es normalitzi la situació en el sistema financer internacional, és molt difícil que els inversors apostin per una entrada massiva en la renda variable. Per aquest motiu, la distensió del mercat interbancari és un senyal esperançador, perquè, com a mínim, es pot afirmar que, després de les mesures anticrisi posades en marxa pels governs i pels bancs centrals, els bancs tenen una mica menys de por a prestar-se entre ells.

La normalització del sistema bancari és necessària per posar els fonaments de la recuperació.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

28-10-2008

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*8.298,8*	*–25,5*	*–37,4*	*–39,9*
Standard & Poor's	*858,5*	*–29,2*	*–41,5*	*–44,1*
Nasdaq	*1.523,8*	*–30,2*	*–42,5*	*–45,7*
Tòquio	7.621,9	–35,9	–50,2	–53,8
Londres	3.946,4	–22,4	–38,9	–40,8
Zona de l'euro	2.339,4	–25,9	–46,8	–47,3
Frankfurt	*4.609,0*	*–24,0*	*–42,9*	*–42,0*
París	*3.114,7*	*–25,2*	*–44,5*	*–46,3*
Amsterdam	*239,7*	*–32,4*	*–53,5*	*–56,2*
Milà	*19.069,0*	*–29,8*	*–50,5*	*–52,4*
Madrid	*8.024,7*	*–29,5*	*–47,1*	*–48,6*
Zuric	5.604,5	–17,8	–33,9	–37,5
Hong Kong	12.596,3	–32,6	–54,7	–58,6
Buenos Aires	844,2	–50,1	–60,8	–63,7
São Paulo	30.294,6	–40,3	–52,6	–52,9

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

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

El PIB probablement ja s'ha contret en el tercer trimestre, tot i la millora del sector exterior.

La crisi financera internacional agreuja la desacceleració econòmica

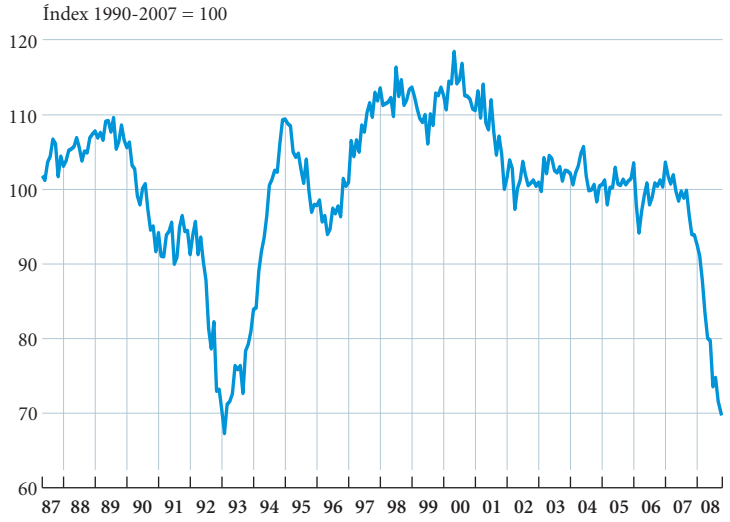
En els últims mesos, tot i que el xoc inflacionista de les primeres matèries s'ha desinflat una mica, s'ha produït un agreujament de la crisi financera internacional. Aquest xoc, malgrat els esforços governamentals, ha tendit a intensificar la desacceleració econòmica, propiciada, sobretot, per la pèrdua d'impuls de la construcció residencial.

D'aquesta manera, la confiança dels agents econòmics s'ha continuat deteriorant, i l'indicador de sentiment econòmic s'ha situat en les cotes més baixes des de l'ultima recessió del 1992-1993. El producte interior brut, després d'haver anotat un creixement intertrimestral del 0,1% en el segon trimestre, probablement ja s'ha contret lleugerament en el tercer trimestre, tal com ho va pronosticar la Comissió Europea, tot i la millora del sector exterior.

En aquest entorn, és convenient analitzar la situació econòmica de les empreses, ja que en depèn, en bona part, l'evolució de la inversió i de l'ocupació. Les dades de l'enquesta trimestral de la Central de Balanços del Banc d'Espanya corresponent al segon trimestre confirmen l'alentiment econòmic de l'últim període. Així, el valor afegit de les empreses de la mostra, que s'obté restant els consums intermedis al valor de la producció, va augmentar el 2,1% en el primer semestre de l'exercici

LA CONFIANÇA BAIXA FINS AL NIVELL MÍNIM DES DE L'ÚLTIMA RECESSIÓ

Indicador de sentiment econòmic (*)



NOTA: (*) Compost pels indicadors de confiança industrial, serveis, del consumidor, construcció i comerç al detall. Corregit d'estacionalitat.
FONT: Enquesta de la Comissió Europea.

COMPTE DE RESULTATS DE LES EMPRESES NO FINANCERES

Taxes de variació anual

	2007	Primer semestre	
		2007	2008
Valor de la producció	5,8	3,9	9,9
Consums intermedis	6,2	3,0	13,8
Valor afegit brut (VAB)	**4,9**	**5,7**	**2,1**
Despeses de personal	4,4	4,7	5,2
Resultat econòmic brut d'explotació	**5,2**	**6,3**	**0,0**
Ingressos financers	38,5	16,8	40,4
Despeses financeres	36,5	37,8	28,3
Amortitzacions i provisions	–1,3	–1,0	0,1
Resultat ordinari net	**10,3**	**4,4**	**4,2**
Ingressos i despeses extraordinàries	121,4	–42,3	–
Provisions i impostos	89,9	–12,1	3,7
Resultat net	**11,7**	**3,0**	**67,3**

FONT: Banc d'Espanya.

en termes interanuals, enfront del 5,7% registrat en la primera meitat del 2007.

En canvi, les despeses de personal van tendir a accelerar-se a causa de l'increment de les remuneracions mitjanes, ja que la creació d'ocupació va reduir el ritme de creixement. D'aquesta manera, l'excedent brut d'explotació no va augmentar en relació amb els sis primers mesos de l'any anterior i es va estancar.

Els ingressos financers van pujar més que les despeses financeres. Això es va produir, d'una banda, gràcies als elevats dividends provinents de les filials estrangeres dels grans grups multinacionals espanyols i, de l'altra, a un menor endeutament de les empreses en els últims mesos. D'aquesta manera, el resultat ordinari net va anotar una alça interanual del 4,2%, tot i que es va situar 2 dècimes per sota d'un any abans.

Continuant la cascada de resultats, els ingressos extraordinaris van pujar de manera espectacular, a causa, sobretot, de les plusvàlues obtingudes mitjançant la venda d'accions i altres actius. D'aquesta manera, el resultat net va augmentar el 67,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Cal destacar que aquest valor atípic és atribuïble, en gran part, a les vendes pactades en el procés de compra per un operador estranger de la participació majoritària en una gran empresa elèctrica espanyola. Sense els ingressos extraordinaris d'aquesta operació, el resultat net hauria augmentat el 12% en el primer semestre.

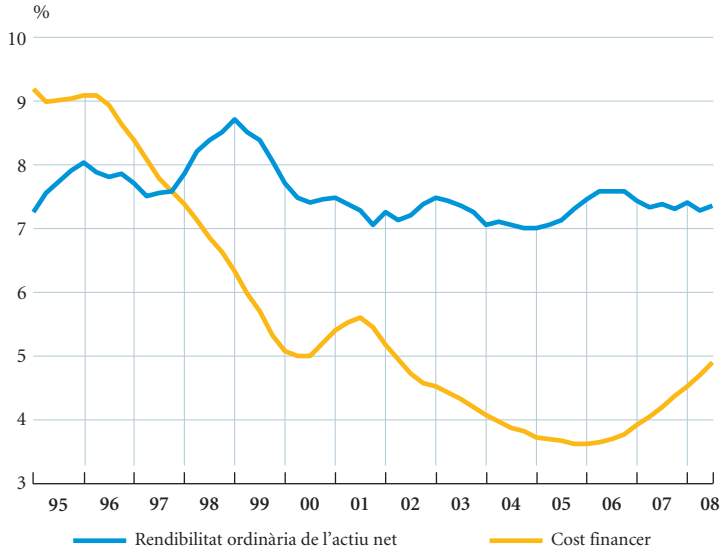
Així, la rendibilitat ordinària de l'actiu net es va mantenir en els nivells anteriors. No obstant això, en traslladar-se a les empreses la pujada dels tipus d'interès, el cost financer va continuar creixent. D'aquesta manera, el diferencial entre les ràtios de rendibilitat de l'actiu i del cost financer es va mantenir positiu, però va disminuir el 2,6%, una mica més de mig punt per sota del nivell del primer semestre de l'any passat.

Tornant a la conjuntura, els últims indicadors disponibles mostren que prosse-

L'excedent brut d'explotació de les empreses s'estanca en el primer semestre.

ES REDUEIX LA DIFERÈNCIA ENTRE LA RENDIBILITAT I EL COST FINANCER

Mitjana mòbil de quatre trimestres



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Prossegueix l'afebliment del consum...

gueix l'afebliment del consum, en especial dels béns de consum durador. Així, les matriculacions d'automòbils de turisme van caure el 32,2% al setembre en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Per la seva banda, les vendes al detall van continuar fluixejant, amb caigudes interanuals properes al 6% al juliol i l'agost. Lògicament, tant la producció com la importació de béns de consum van continuar presentant taxes de variació negatives en els primers mesos d'estiu a l'ajustar-se a una demanda llastrada per unes negatives expectatives econòmiques, com ho reflecteix un índex de confiança dels consumidors en mínims històrics. Pel que sembla, el consum de serveis tampoc no travessa un bon moment, atès el descens interanual del 4,2% de les vendes interiors per part de les grans empreses a l'agost.

...i de la inversió.

Pel que fa a la inversió, tampoc no presenta una bona tònica. A l'agost, les vendes interiors de béns i serveis de capital per part de les grans empreses van patir una caiguda interanual del 7,1%. La producció de béns d'equipament va anotar un descens del 12,9% en relació amb l'agost del 2007. La matriculació de vehicles industrials va baixar el 48,1% al setembre en relació amb dotze mesos abans. Pel que fa a la inversió en construcció, el consum de ciment va baixar el 26,1% en el tercer trimestre i va apuntar a una forta reducció de la inversió en habitatges.

L'indicador de confiança industrial continua baixant.

Des de l'òptica de l'oferta, el deteriorament de les expectatives de les demandes interior i exterior continua castigant la indústria, l'indicador de confiança de la qual va continuar davallant al setembre. La producció industrial va patir un decrement interanual del 7,0% a l'agost. Els subsectors que van registrar caigudes més intenses van ser els de béns de consum durador i els de béns d'equipament. Per la seva banda, les entrades de comandes a la indústria, després de recuperar-se al juliol, van baixar el 6,6% a l'agost en relació amb el mateix mes de l'any anterior. No

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	0,9	–2,7	–0,8	–5,6	–2,3	–6,2	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	–1,2	–6,9	–4,0	...	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–2,9	1,3	–15,3	–19,6	–27,4	–41,3	–32,2
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	–39,0
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	–3,1	1,7	–12,9	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	–0,6	9,0	–16,0	–16,4	–7,8	...	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	–3,0	4,7	–29,5	–34,0	–46,6	–57,0	–48,1
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	–2,7	...	...
Exportacions	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	9,5	...	...

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.

obstant això, cal confiar que el recent descens de l'euro pugui representar un cert alleujament de la situació del sector secundari.

Pel que fa a la construcció, l'evolució continua marcada per la crisi al mercat immobiliari. Les compravendes d'habitatges van disminuir el 26,3% al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior. L'important volum d'habitatges sense vendre pressiona sobre els preus. Segons el nou índex de preus harmonitzat amb el de la Unió Europea publicat per l'Institut Nacional d'Estadística, basat en els registres notarials, els preus dels habitatges van experimentar una reculada interanual del 0,3% en el segon trimestre. En aquest marc, l'oferta s'ajusta a la demanda, i els visats de nova obra d'habitatge van baixar el 58,5% en relació amb un any abans. D'altra banda, la licitació oficial d'obra pública no acaba d'enlairar-se i, al juliol, va registrar una davallada interanual del 9,4%.

Quant al sector terciari, la xifra de negocis de les empreses de serveis es va reduir el 4,6% a l'agost en relació amb un any abans. Les branques que van anotar els descensos més intensos van ser el comerç de vehicles (22,7%) i la selecció i col·locació de personal (11,0%). El turisme va registrar una disminució del 2,3%, reflex d'una temporada molt discreta. No obstant això, alguns subsectors, com el transport aeri i la investigació i seguretat, mostraven un notable dinamisme, amb alces del 7%.

Els preus de l'habitatge anoten una lleugera davallada interanual en el segon trimestre, d'acord amb el nou índex de l'INE.

En aquest panorama, el Fons Monetari Internacional ha publicat recentment les previsions relatives a l'economia espanyola i ha reduït notablement el pronòs-

El Fons Monetari Internacional pronostica una lleugera caiguda del PIB el 2009.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2006	2007	2007		2008				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	4,0	4,6	2,5	4,9	2,1	2,7	3,0	3,0	0,7
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	1,1	–0,2	–0,5	–5,1	–3,0	–7,0	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–2,7	–0,3	–0,7	–3,3	–7,0	–11,9	–16,0	–18,0	–22,0
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	–1,2	...	...
Construcció									
Consum de ciment	8,5	0,2	–1,1	–1,9	–13,3	–17,8	–23,8	–30,2	–24,8
Indicador de confiança en la construcció (3)	14,2	9,3	12,0	–1,3	–14,7	–17,3	–30,0	–15,0	–26,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	–50,7	–33,6	–59,8	–56,0	–58,5	...	...
Licitació oficial	31,3	–14,9	–30,0	–33,1	27,8	–32,2	–9,4	...	...
Serveis									
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	3,1	–0,3	–3,6	–5,6	–6,1	–5,9	...
Turistes estrangers	4,1	1,4	1,2	1,6	5,3	0,9	–8,0	–1,8	–5,9
Ingressos turisme	5,6	3,6	3,3	4,5	5,2	1,0	1,1	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–1,4	–5,3	–2,7	–0,7	–0,7	–17,8	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	10,6	8,6	7,9	–0,7	–3,7	–2,4	–8,8
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	4,3	4,7	–0,9	–2,8	–0,9	...	...

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.

El govern espanyol aprova mesures financeres per evitar l'agreujament de la desacceleració econòmica.

tic de creixement per al 2009 fins a una reculada del 0,2%, enfront de l'augment de l'1,2% estimat al juliol. Aquest organisme internacional suggereix una recuperació gradual a causa de la feblesa del mercat immobiliari i de la dependència del finançament exterior.

Atesa aquesta situació, el govern espanyol ha adoptat un pla de mesures d'estímul econòmic que s'ha complementat amb el pla concertat amb els països de la zona de l'euro adoptat a l'octubre per reforçar el sistema financer i evitar un agreujament de la desacceleració de l'economia real. Amb aquesta finalitat ha creat un fons per a la compra d'actius financers a les entitats de crèdit (fins a 50.000 milions d'euros) per facilitar el finançament de les empreses i famílies. Així mateix, entre d'altres decisions, ha aprovat l'autorització d'avals fins a 100.000 milions d'euros el 2008, ampliables fins al final del 2009, per a emissions de les entitats financeres.

Mercat de treball

Tendència a la reducció de l'ocupació

La forta desacceleració de l'activitat econòmica s'ha traduït en un important deteriorament del mercat laboral, fins al punt que, en el tercer trimestre, l'Enquesta de Població Activa (EPA), l'indicador del mercat de treball més fiable, ja va detectar un descens interanual del nivell d'ocupació. En efecte, en el període juliol-setembre, el nombre d'ocupats estimat per l'EPA va ser de 20.346.300, 78.800 menys que en el trimestre anterior, quan, en el mateix període del 2007, es va produir un augment trimestral de 143.300. D'aquesta manera, es va registrar una caiguda interanual del 0,8%, la primera des del tercer trimestre de 1994.

En els dotze últims mesos, s'han destruït 164.300 llocs de treball. El sector que n'ha perdut més ha estat la construcció, amb 354.200 ocupats menys, el 13,0%. A l'agricultura, la reducció ha estat de 36.300, el 4,1%, i, a la indústria, de 31.200, l'1,0%. Només els serveis han expandit l'ocupació, l'1,9%, amb 257.600 persones més a les seves files.

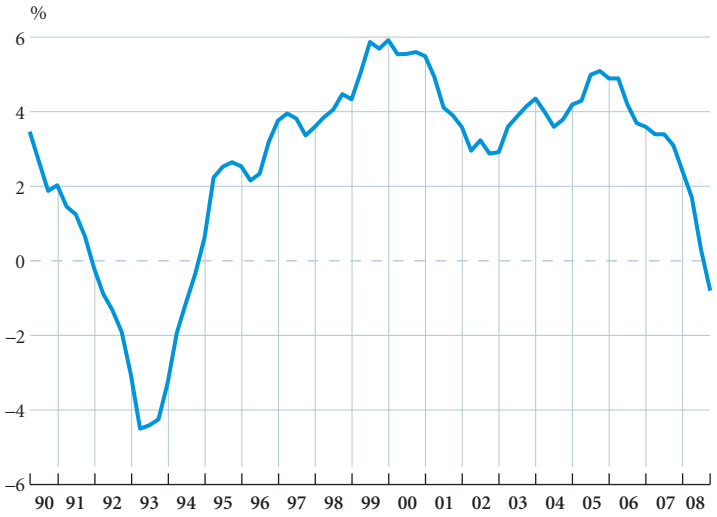
Els ocupats baixen en 78.800 persones en el tercer trimestre, enfront d'un augment trimestral de 143.300 un any abans.

Malgrat la pèrdua de llocs de treball industrials, alguns subsectors han augmentat el nivell d'ocupació en els dotze últims mesos. Així, la fabricació de material de transport ha incrementat el nombre d'empleats en 17.800 i la indústria del paper i arts gràfiques, en 12.200. En canvi, les manufactures diverses han retallat les

Només els serveis registren un increment interanual de l'ocupació.

PRIMERA CAIGUDA INTERANUAL DE L'OCUPACIÓ EN CATORZE ANYS

Taxa de variació interanual del nombre d'ocupats (*)



NOTA: (*) Dades corregides de l'impacte dels canvis metodològics introduïts en el primer trimestre del 2005.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Tercer trimestre 2008

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	849,0	–31,9	–3,6	–56,8	–6,3	–36,3	–4,1	4,2
No agraris	19.497,4	–46,8	–0,2	–73,7	–0,4	–127,8	–0,7	95,8
Indústria	*3.227,7*	*–45,6*	*–1,4*	*–51,4*	*–1,6*	*–31,2*	*–1,0*	*15,9*
Construcció	*2.363,3*	*–134,8*	*–5,4*	*–330,2*	*–12,3*	*–354,2*	*–13,0*	*11,6*
Serveis	*13.906,4*	*133,4*	*1,0*	*307,9*	*2,3*	*257,6*	*1,9*	*68,3*
Per empleadors								
Sector privat	17.356,3	–127,0	–0,7	–207,3	–1,2	–222,4	–1,3	85,3
Sector públic	2.990,1	48,3	1,6	76,8	2,6	58,2	2,0	14,7
Per situació professional								
Assalariats	16.746,2	–106,8	–0,6	–130,5	–0,8	–123,6	–0,7	82,3
Contracte indefinit	*11.801,4*	*–99,1*	*–0,8*	*143,2*	*1,2*	*320,2*	*2,8*	*58,0*
Contracte temporal	*4.944,7*	*–7,7*	*–0,2*	*–273,7*	*–5,2*	*–443,8*	*–8,2*	*24,3*
No assalariats	3.584,9	22,9	0,6	–8,3	–0,2	–48,3	–1,3	17,6
Empresaris empleadors	*1.181,5*	*6,0*	*0,5*	*45,2*	*4,0*	*39,8*	*3,5*	*5,8*
Empresaris no empleadors	*2.183,2*	*–5,2*	*–0,2*	*–71,4*	*–3,2*	*–103,1*	*–4,5*	*10,7*
Ajudes familiars	*220,2*	*22,0*	*11,1*	*17,9*	*8,8*	*15,0*	*7,3*	*1,1*
Altres	15,3	5,2	51,5	8,2	115,5	7,6	98,5	0,1
Per temps d'ocupació								
A temps complet	18.022,5	46,5	0,3	–71,3	–0,4	–211,4	–1,2	88,6
A temps parcial	2.323,9	–125,3	–5,1	–59,2	–2,5	47,1	2,1	11,4
Per sexes								
Homes	11.758,9	–100,5	–0,8	–238,2	–2,0	–330,7	–2,7	57,8
Dones	8.587,4	21,7	0,3	107,6	1,3	166,5	2,0	42,2
TOTAL	**20.346,3**	**–78,8**	**–0,4**	**–130,5**	**–0,6**	**–164,3**	**–0,8**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El nombre d'ocupats amb contracte indefinit augmenta en relació amb l'any anterior.

plantilles en 17.100 i la química, en 14.200.

De forma similar, l'evolució en les diverses branques dels serveis ha estat dispar en l'últim any, tot i que la majoria han incrementat el nivell d'ocupació. Les més expansives han estat el comerç, amb un increment de 71.600 persones, i els serveis empresarials, amb 63.800. En canvi, l'hoteleria ha reduït el nombre d'ocupats en 10.200.

Els assalariats han disminuït en 123.600 persones en l'últim any, el 0,7%. La taxa d'assalarització ha pujat 2 dècimes fins al 82,3%. Els contractats amb caràcter indefinit han augmentat en 320.200, mentre que els temporals s'han reduït en 443.800. No obstant això, en el tercer trimestre, la taxa de temporalitat ha augmentat en una dècima en relació amb el trimestre anterior i s'ha col·locat en el 29,5%. Per la seva banda, el nombre de treballadors per compte propi ha disminuït en 48.200, l'1,3%, en els

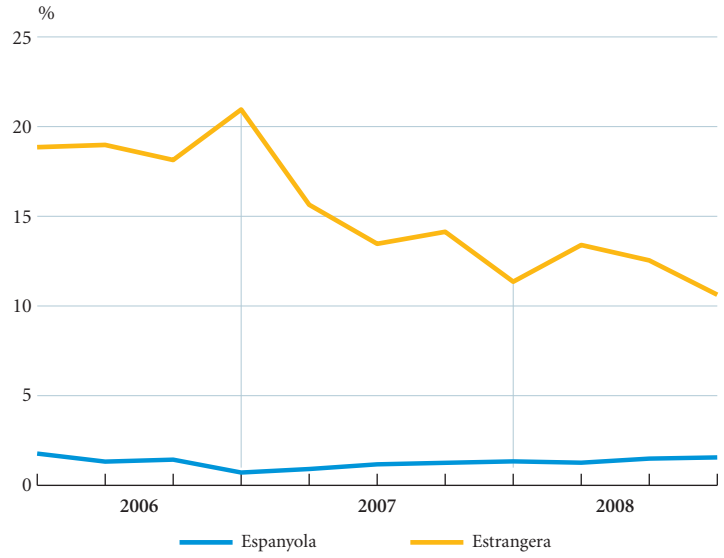
dotze últims mesos. Aquesta caiguda s'explica, sobretot, pel decrement dels empresaris sense assalariats o treballadors independents, el nombre dels quals ha baixat el 4,25%, mentre que els empresaris amb assalariats han augmentat el 3,5%.

Per nacionalitats, els ocupats espanyols es van reduir l'1,5% en relació amb el tercer trimestre del 2007, mentre que els estrangers van augmentar el 3,6%. D'aquesta manera, la seva proporció va arribar al 14,5% del total. Els serveis ocupen la ma-

L'ocupació disminueix l'1,5% entre els espanyols i creix el 3,6% entre els estrangers.

EL CREIXEMENT DE LA POBLACIÓ ACTIVA AMB PROU FEINES ES DESACCELERA

Taxa de variació interanual de la població activa



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ATUR ESTIMAT

Tercer trimestre 2008

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
Per sexes							
Homes	1.353,6	170,7	14,4	552,6	69,0	52,1	10,3
Dones	1.245,2	46,6	3,9	254,2	25,7	47,9	12,7
Per edats							
Menors de 25 anys	613,0	39,1	6,8	154,9	33,8	23,6	24,2
Resta	1.985,8	178,2	9,9	652,0	48,9	76,4	9,7
Per situació personal							
Atur de llarga durada	609,5	22,9	3,9	147,8	32,0	23,5	–
Busquen la seva primera feina	257,3	34,9	15,7	47,2	22,5	9,9	–
Resta	1.732,0	159,6	10,2	611,9	54,6	66,6	–
TOTAL	**2.598,8**	**217,2**	**9,1**	**806,9**	**45,0**	**100,0**	**11,3**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

La reducció de l'ocupació i l'expansió de la població activa fan que l'atur augmenti el 45% en els dotze últims mesos.

joria de treballadors estrangers, el 63,6%; la construcció, el 20,0%, una proporció que gairebé dobla el pes del sector (11,9%); la indústria, l'11,3%, i l'agricultura, el 5,1%.

El deteriorament del mercat laboral amb prou feines va frenar l'augment de la població activa, que va augmentar el 0,6% en el trimestre i el 2,9% en l'últim any, 2 dècimes menys que en el trimestre precedent. L'increment de la població activa és influït per l'arribada d'estrangers, que van constituir el 34,6% de l'augment trimestral i el 53,6% en els dotze últims mesos. La taxa d'activitat va pujar 2 dècimes fins al 60,0%. Tant la taxa d'activitat masculina com la femenina van augmentar en 2 dècimes en el trimestre. La primera es va situar en el 69,8% i la segona, en el 50,5%. La taxa d'activitat de la població estrangera va disminuir en 4 dècimes en el trimestre, però va col·locar-se més de 18 punts per damunt de l'espanyola. Aquesta diferència s'explica, sobretot, per la diferent estructura per edats.

La taxa d'atur s'incrementa 9 dècimes fins a l'11,3%.

El moviment conjunt d'una reducció de l'ocupació i l'expansió de la població activa va ocasionar un fort augment de l'atur, de 217.200 en el trimestre i de 806.900 des del tercer trimestre de l'any passat fins a un total de 2.598.800, amb un increment anual del 45,0%. La taxa d'atur va baixar 9 dècimes fins a l'11,3%. Tant en el trimestre com en l'últim any, l'atur va augmentar a tots els sectors, inclòs el dels qui buscaven la primera feina. L'atur va

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Tercer trimestre 2008

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.845	152	4,1	3.140	–88	–2,7	705	240	51,8	18,3
Aragó	659	7	1,0	618	–3	–0,4	41	9	29,4	6,2
Astúries	501	25	5,2	463	21	4,8	38	3	10,2	7,5
Balears	590	27	4,9	534	–3	–0,5	55	30	121,0	9,4
Canàries	1.046	25	2,4	863	–49	–5,3	183	73	67,0	17,5
Cantàbria	282	5	1,9	264	3	1,1	18	3	16,1	6,3
Castella i Lleó	1.190	19	1,6	1.078	–10	–0,9	111	29	35,2	9,3
Castella-la Manxa	957	34	3,7	849	–10	–1,1	109	44	68,3	11,3
Catalunya	3.839	58	1,5	3.495	–30	–0,9	344	88	34,4	9,0
Comunitat Valenciana	2.525	81	3,3	2.213	–18	–0,8	313	99	46,6	12,4
Extremadura	487	11	2,2	416	–2	–0,4	71	12	20,7	14,6
Galícia	1.327	24	1,9	1.215	–1	0,0	112	25	28,5	8,5
Madrid	3.370	102	3,1	3.087	15	0,5	283	87	44,1	8,4
Múrcia	721	32	4,6	620	–13	–2,0	102	45	78,9	14,1
Navarra	312	9	3,1	290	1	0,2	22	9	66,8	7,1
País Basc	1.074	22	2,0	1.007	18	1,8	67	4	5,8	6,3
La Rioja	160	8	5,1	147	3	1,7	13	5	65,1	8,3
Ceuta i Melilla	60	3	4,3	48	2	3,5	12	1	7,9	20,4
TOTAL	**22.945**	**643**	**2,9**	**20.346**	**–164**	**–0,8**	**2.599**	**807**	**45,0**	**11,3**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

pujar més entre els homes que entre les dones, fins al punt que els homes van superar les dones en nombres absoluts, per bé que les respectives taxes d'atur es van situar en el 10,3% i el 12,7%, però amb una progressiva reducció de la diferència entre les dues taxes. Per nacionalitats, la taxa d'atur dels espanyols va augmentar el 10,2%, mentre que la dels estrangers va pujar fins al 17,5%.

Per comunitats autònomes, l'evolució del mercat laboral ha estat molt dispar. En l'últim any, l'ocupació ha crescut notablement a Astúries (4,8%), el País Basc (1,8%) i La Rioja (1,7%), mentre que ha experimentat sensibles caigudes a Canàries (5,3%), Andalusia (2,7%) i Múrcia (2,0%). Andalusia i Canàries encapçalen la classificació de l'atur, ja que superen el 17%, mentre que l'atur més baix correspon a Aragó, el País Basc i Cantàbria, amb taxes properes al 6%.

Sensible empitjorament de l'atur registrat al setembre

El nombre d'aturats registrats als serveis públics d'ocupació va pujar fins a 2.625.368 al final de setembre. Aquesta xifra representa una alça interanual del 30,1%, amb tendència a l'acceleració de l'atur. L'augment mensual del setembre d'enguany, de 95.367 persones aturades, contrasta amb el descens mensual de 183 al setembre del 2007.

D'altra banda, per alleujar el problema de l'atur, el Govern ha posat en marxa un pla de retorn voluntari dels estrangers no comunitaris legalment registrats com a aturats originaris de països que tinguin un conveni de Seguretat Social amb Espanya i que es comprometin a no tornar fins que hagin passat tres anys. Mitjançant aquest pla, aquests estrangers poden rebre la prestació d'atur de forma anticipada i acumulada.

Andalusia i Canàries encapçalen la classificació de l'atur, amb taxes superiors al 17%.

Pla de retorn voluntari d'estrangers no comunitaris.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	85.591	16.779	24,4	20.433	31,4	3,3
Indústria	329.286	49.305	17,6	59.369	22,0	12,5
Construcció	443.301	159.434	56,2	204.409	85,6	16,9
Serveis	1.518.162	233.912	18,2	296.702	24,3	57,8
Primera ocupació	249.028	36.391	17,1	27.092	12,2	9,5
Per sexes						
Homes	1.218.732	333.593	37,7	431.381	54,8	46,4
Dones	1.406.636	162.228	13,0	176.624	14,4	53,6
Per edats						
Menors de 25 anys	319.643	79.260	33,0	85.224	36,4	12,2
Resta d'edats	2.305.725	416.561	22,1	522.781	29,3	87,8
TOTAL	**2.625.368**	**495.821**	**23,3**	**608.005**	**30,1**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

IPC a la baixa

L'IPC baixa 4 dècimes fins al 4,5% al setembre...

Al setembre, es va confirmar el gir a la baixa de la inflació dels preus de consum iniciat en el mes anterior, després d'haver assolit el màxim dels quinze últims anys al juliol. Així, la taxa de variació anual de l'índex de preus de consum (IPC) es va col·locar en el 4,5%, 4 dècimes menys que en el trimestre precedent. La flexió de la inflació a la baixa va ser deguda, sobretot, a la reculada dels preus del petroli i d'altres primeres matèries, que van assolir màxims històrics al començament de l'estiu. De tota manera, cal destacar que, al setembre, la inflació del nucli més estable dels preus, l'anomenada subjacent, va disminuir una dècima fins al 3,4% després de quatre mesos de pujades.

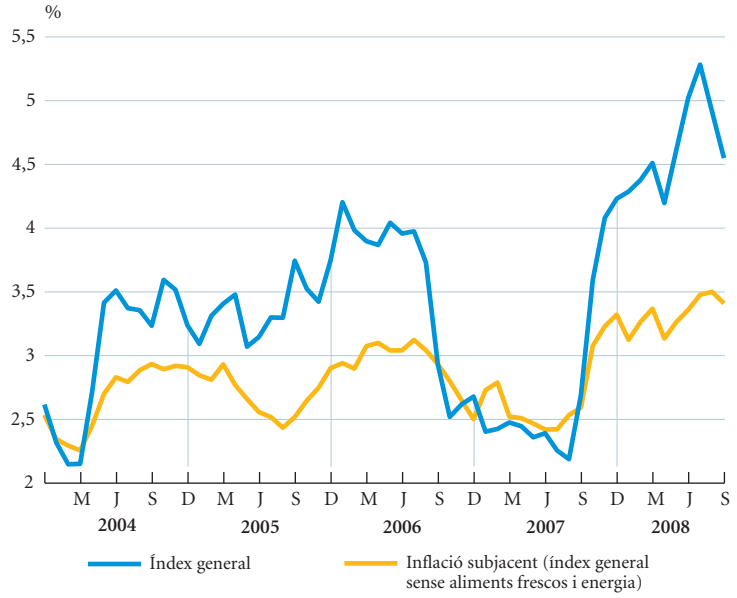
...gràcies, sobretot, al descens dels preus dels carburants...

La major part del descens de la taxa d'inflació al setembre és atribuïble a la reducció de la inflació interanual dels carburants i lubricants, que va baixar del 20,0% de l'agost al 15,7% del setembre arran de l'enfonsament del preu del cru. Un altre component volàtil de la inflació, els aliments frescos, també va contribuir lleugerament a la moderació de la inflació, a causa de la davallada de la inflació interanual del pollastre, que va disminuir 1,8 punts fins al 3,4%.

La dècima de menys de la inflació subjacent al setembre va ser deguda, sobretot,

LA INFLACIÓ SUBJACENT CEDEIX DESPRÉS DE QUATRE 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	0,0	2,0	4,5
Octubre	1,3	3,0	3,6			
Novembre	0,7	3,8	4,1			
Desembre	0,4	4,2	4,2			

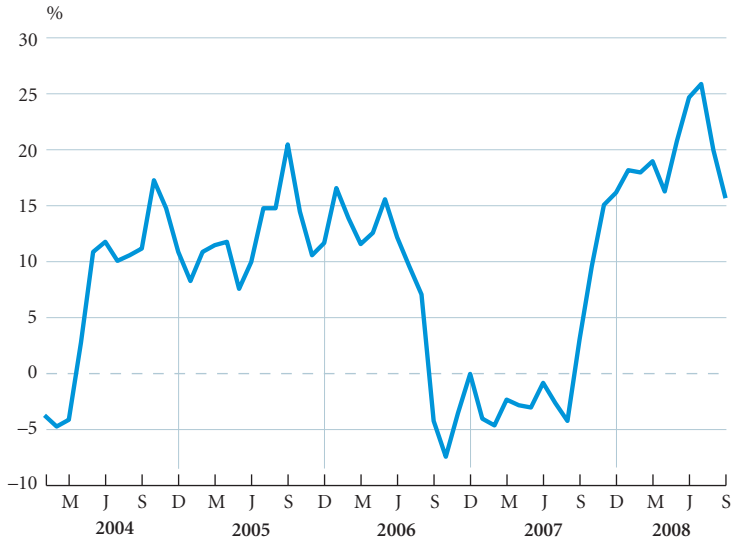
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

a la llet, la inflació anual de la qual es va continuar relaxant al setembre fins a situar-se en el 12,3%, menys de la meitat del 31,7% anotat al desembre del 2007, un cop normalitzada l'oferta. Un altre aliment bàsic elaborat, el pa, va contribuir igualment a la moderació de la inflació i va reflectir la caiguda dels preus del blat al mercat mundial en els últims mesos.

...i d'alguns aliments bàsics.

ELS CARBURANTS I LUBRICANTS IMPULSEN LA INFLACIÓ CAP AVALL

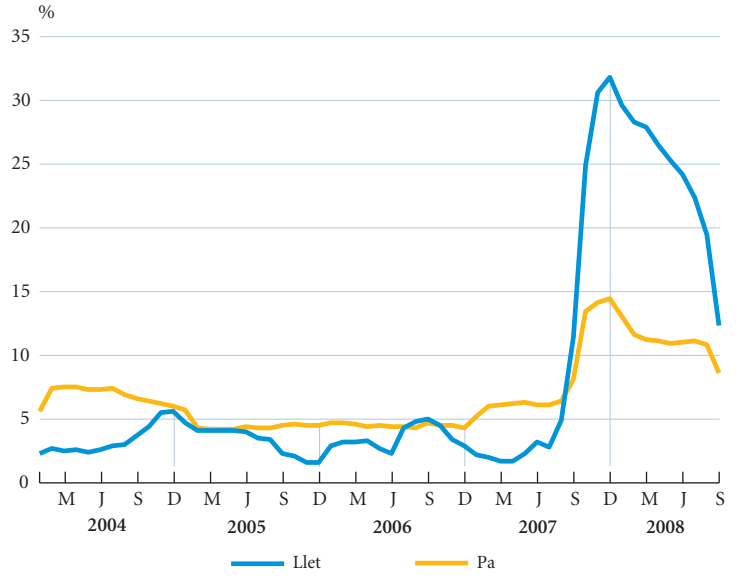
Variació interanual dels preus dels carburants i lubricants



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

LA LLET I EL PA TAMBÉ CONTRIBUEIXEN A LA CAIGUDA DE LA INFLACIÓ

Variació interanual dels preus



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

Els serveis continuen presentant tensions inflacionistes.

Els béns industrials sense productes energètics van mantenir la taxa de variació dels preus en el 0,5%, gràcies a la forta competència als mercats internacionals. La contenció dels preus també està influïda per la feblesa de la demanda. Així, els preus de les motos i de les bicicletes han baixat el 3,0% en els dotze últims mesos.

No obstant això, els serveis, més arrecerats de la competència exterior, continuen presentant tensions inflacionistes. Així, la seva taxa de variació interanual va pujar una dècima i es va col·locar en el 4,1%. En l'últim any fins al setembre, l'educació infantil va augmentar el 5,8% i les consultes de metges, el 5,0%.

La inflació podria acabar l'exercici per sota del 3%.

L'índex de preus harmonitzat amb la Unió Europea va registrar un augment interanual del 4,6% al setembre, 4 dècimes menys que en el mes anterior. Ja que la inflació a la zona de l'euro va baixar menys, el diferencial es va reduir en dues dècimes fins a 0,9 punts percentuals. Aquesta reducció és deguda, en part, a la major proporció dels carburants en la cistella de la compra espanyola i al fet que els impostos sobre els carburants tenen menys pes, de manera que la caiguda del preu dels carburants té més repercussió en l'índex de preus de consum nacional.

La conjuntura de forta desacceleració de la demanda i el baix nivell en què s'ha situat el preu de l'or negre auguren la continuïtat de la tendència a la baixa de la inflació en els propers mesos. D'aquesta manera, si no es trenca la tònica descendent de les primeres matèries, la inflació anual es podria situar per sota del 3% al final de l'exercici.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,6	0,9	0,2	2,8	2,3	3,4	6,1
Begudes alcohòliques i tabac	111,5	0,0	0,1	5,6	3,7	6,4	4,2
Vestit i calçat	97,7	3,5	3,6	–9,2	–9,8	1,0	0,5
Habitatge	112,3	0,0	0,0	3,4	6,5	3,2	7,9
Parament	105,5	0,3	0,4	1,5	1,6	2,5	2,6
Medicina	98,6	0,0	0,1	–2,5	0,1	–2,2	0,6
Transport	110,1	0,3	–1,1	4,5	4,5	2,6	7,2
Comunicacions	100,1	0,0	0,0	1,1	0,2	0,4	–0,1
Oci i cultura	99,8	–1,7	–1,7	–0,6	0,4	–1,0	0,2
Ensenyament	108,9	0,7	1,2	1,3	1,6	4,5	4,4
Hotels, cafès i restaurants	110,9	–0,9	–0,9	4,6	4,5	4,9	4,8
Altres	107,3	0,1	0,3	2,6	3,2	3,0	3,6
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	111,1	0,9	0,2	3,5	3,0	3,7	6,9
Aliments sense elaboració	109,8	0,7	0,4	2,3	1,3	4,0	3,9
Conjunt no alimentari	106,5	0,2	–0,1	1,3	1,9	2,3	4,1
Béns industrials	104,3	0,9	0,3	–0,7	0,3	1,0	4,1
Productes energètics	*117,8*	*0,6*	*–1,8*	*6,4*	*9,5*	*2,3*	*14,8*
Carburants i combustibles	*119,0*	*0,7*	*–2,4*	*7,6*	*9,3*	*2,1*	*16,2*
Béns industrials sense productes energètics	*99,9*	*1,0*	*1,1*	*–3,0*	*–2,8*	*0,4*	*0,5*
Serveis	108,8	–0,6	–0,5	3,3	3,6	3,7	4,1
Inflació subjacent (**)	106,1	0,3	0,2	1,1	1,2	2,6	3,4
ÍNDEX GENERAL	**107,5**	**0,3**	**0,0**	**1,7**	**2,0**	**2,7**	**4,5**

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

Els preus a l'engròs traslladen la recent caiguda dels preus de les primeres matèries

El descens dels preus de les primeres matèries en els últims mesos i, en especial, del petroli des del juliol es continua traslladant als preus a l'engròs, la inflació dels quals havia assolit les cotes màximes dels últims anys. Darrere d'aquest relaxament hi ha diversos factors d'oferta i de demanda. Un dels més importants és l'alentiment de l'economia real, afectada per la crisi financera internacional de l'últim període.

La taxa d'inflació anual dels preus industrials va continuar baixant al setembre fins al 8,1%, 1,1 punts per sota del mes anterior i 2,2 menys que el màxim des de 1984 anotat al juliol. Tots els components van contribuir a la flexió a la baixa, i, en aquest sentit, el més destacat va ser l'energia, la taxa de variació anual de la qual va

El creixement dels preus industrials es desaccelera, però encara se situa en el 8,1% en taxa anual.

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											
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	3,8	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	2,2	–
Maig	15,2	7,9	5,3	2,0	5,9	21,2	9,1	0,7	–0,1	3,0	3,4
Juny	8,6	9,0	5,4	2,1	6,3	25,5	10,3	1,1	–0,3	3,4	–
Juliol	14,1	10,3	5,2	2,3	7,4	30,3	10,6	0,5	–0,1	4,7	–
Agost	...	9,2	4,9	2,3	7,5	25,6	8,6	0,6	0,0	5,2	...
Setembre	...	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	...	...	...	...	–

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

Els preus dels productes ramaders es moderen, però repunten els d'alguns productes agrícoles.

disminuir en 3,7 punts, per bé que es va situar en un elevat nivell del 21,6%, amb marge, per tant, per a noves caigudes.

Per branques, les més inflacionistes en l'últim any han estat les energètiques i la metal·lúrgia, que reflecteixen el passat encariment de les primeres matèries. En canvi, la fabricació de màquines d'oficina i equips informàtics presentava un descens anual del nivell de preus de l'1,8%, a causa de la forta competència als mercats internacionals i dels guanys de productivitat. Així mateix, la fabricació de vehicles de motor tenia una escassa inflació anual de l'1,0%.

Pel que fa als preus d'importació, la taxa d'inflació interanual també va començar a cedir a l'agost després d'haver registrat una cota màxima del 10,6% al juliol. L'impuls a la baixa va provenir de l'energia, la taxa de variació anual de la qual va caure 12 punts fins al 41,4%. En canvi, la inflació anual dels béns de consum, dels d'equipament i dels intermedis va pujar lleugerament, pressionada per un euro a la baixa.

Pel que fa als preus percebuts pels agricultors, van continuar erràtics al juliol, amb un repunt de la inflació anual fins al 14,1%, per bé que aquesta taxa era inferior al màxim anual del maig. La remuntada va ser deguda als productes agrícoles, que s'han incrementat el 20,9% en els dotze últims mesos, ja que la taxa d'inflació del bestiar d'escorxador va baixar fins al 2,0%, i la dels productes ramaders també va disminuir fins al 10,0%.

Sector exterior

El dèficit comercial es modera

El dèficit comercial es va situar en el període gener-agost del 2008 en 67.112 milions d'euros, el 7,0% per damunt del registrat en el mateix període de l'any anterior. En saldo acumulat de dotze mesos, el dèficit comercial va ser a l'agost de 103.366 milions d'euros, una quantitat que representa un augment del 10,1% interanual. Aquestes xifres, considerades en conjunt, evidencien que el dèficit comercial ha iniciat una etapa de menor creixement, tot i que aquesta correcció es produeix a un ritme molt pausat. Per la seva banda, la taxa de cobertura es va situar en el 65,4%.

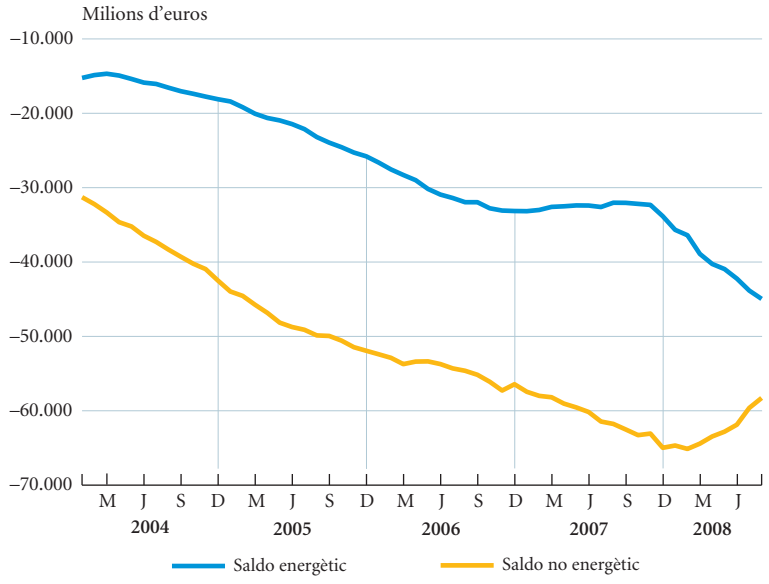
Si l'economia espanyola es desaccelera al ritme intens dels últims mesos, per què el dèficit comercial encara s'amplia? Aquesta situació és deguda, sobretot, al paper que juga el dèficit comercial dels productes energètics. Quan comparem els dèficits energètic i no energètic del període gener-agost del 2008 amb els dels mateixos mesos d'un any abans, es constata que els productes energètics són responsables del 70% de l'ampliació del dèficit comercial espanyol.

El fet que, fins al juliol, els preus del petroli importat continuessin a l'alça explica que el desequilibri comercial espanyol continuï essent tan gran. En aquest sentit,

El dèficit comercial es continua ampliant, tot i que a un ritme menys intens.

EL DÈFICIT ENERGÈTIC ES MENJA LA MILLORA DEL DESEQUILIBRI NO ENERGÈTIC

Saldo comercial per tipus de producte (*)



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

COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 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	40.440	53,6	20,9	7.836	61,5	6,2	–32.605	19,4
Béns de consum	46.745	–6,6	24,1	44.574	3,8	35,2	–2.171	95,4
Alimentaris	*10.378*	*3,1*	*5,4*	*14.779*	*7,2*	*11,7*	*4.401*	*142,4*
No alimentaris	*36.367*	*–9,5*	*18,8*	*29.794*	*–1,4*	*23,5*	*–6.573*	*81,9*
Béns de capital	16.178	–14,1	8,3	11.032	1,4	8,7	–5.146	68,2
Béns intermedis no energètics	90.539	4,5	46,7	63.350	4,8	50,0	–27.190	70,0
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	105.659	–1,5	54,5	87.885	4,6	69,3	–17.774	83,2
Zona de l'euro	*88.071*	*–2,2*	*45,4*	*70.090*	*3,6*	*55,3*	*–17.982*	*79,6*
Altres països	88.244	18,4	45,5	38.906	10,9	30,7	–49.338	44,1
Rússia	*5.937*	*10,9*	*3,1*	*1.901*	*48,8*	*1,5*	*–4.035*	*32,0*
Estats Units	*7.694*	*20,9*	*4,0*	*5.057*	*–0,8*	*4,0*	*–2.637*	*65,7*
Japó	*3.621*	*–11,1*	*1,9*	*969*	*8,1*	*0,8*	*–2.652*	*26,8*
Amèrica Llatina	*10.682*	*12,7*	*5,5*	*6.129*	*–10,2*	*4,8*	*–4.554*	*57,4*
OPEP	*20.081*	*43,0*	*10,4*	*4.438*	*29,6*	*3,5*	*–15.643*	*22,1*
Resta	*40.228*	*14,3*	*20,7*	*20.412*	*16,2*	*16,1*	*–19.816*	*50,7*
TOTAL	**193.903**	**6,7**	**100,0**	**126.791**	**6,5**	**100,0**	**–67.112**	**65,4**

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

La reducció del desequilibri no energètic queda compensada pel dèficit més intens de la balança energètica.

la correcció viscuda als mercats energètics d'origen a partir de mitjan juliol, i que ja es reflecteix en la distensió dels preus del petroli d'importació de l'agost, obre la porta a una correcció del dèficit energètic en els propers mesos. Aquest canvi, sumat a la previsible continuïtat de la reducció del dèficit no energètic (tendència iniciada al març del 2008), permet esperar una reconducció significativa del dèficit comercial espanyol.

Pel que fa al detall per grups de productes al gener-agost, cal destacar l'important increment interanual de les exportacions dels productes energètics, superior al 60% interanual, un ritme que només es pot explicar pel seu escàs valor total. Els dos segments quantitativament més importants de l'exportació espanyola, els béns intermedis no energètics (avanç del 4,8% interanual) i els béns de consum (augment del 3,8% interanual), van mostrar un menor dinamisme. Per la seva banda, les importacions energètiques i de béns intermedis no energètics també van ser les més dinàmiques, i cal destacar que tant els béns de consum com els de capital van caure en termes interanuals durant el període gener-agost.

Balança de pagaments: correcció del dèficit corrent

Al juliol, el dèficit per compte corrent es va situar en 7.383 milions d'euros, xifra que representa un ajustament apreciable

en relació amb els 10.026 milions d'euros d'un any enrere. A aquesta correcció van contribuir els diferents comptes (comercial, serveis, transferències i rendes), per bé que en diversos graus. Així, la reducció del dèficit de la balança de rendes va ser la principal explicació de la caiguda del dèficit corrent, seguida de la correcció dels dèficits comercial i de transferències. L'augment del superàvit de serveis va quedar a una certa distància.

En una perspectiva a més llarg termini, es constata que el desequilibri corrent, sense deixar de ser important, tendeix a reduir-se, ja que, en els dotze mesos que van acabar al juny, va arribar als 113.508 milions d'euros i, un mes després, es va col·locar en 110.982. La millora deriva, en gairebé la meitat del total, de la reducció del dèficit de rendes, la contribució negativa de les quals és cada cop menor. L'altre 50% de la disminució del dèficit corrent acumulat de dotze mesos s'explica a parts aproximadament iguals per la rebaixa dels dèficits de transferències i comercial.

El dèficit corrent es corregeix gràcies a un comportament menys negatiu de la balança de rendes.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, el tret més destacat és que les inversions netes en cartera són negatives. Com a reflex del comportament inversor internacional i de la fugida cap a actius percebuts com a refugi, en un any s'ha passat d'un saldo net positiu d'inversions en cartera de 162.667 milions d'euros a un de negatiu per valor de 5.563 milions d'euros. Per la seva banda, les inversions directes van reduir el saldo net negatiu fins als 7.140 milions d'euros.

Les entrades en cartera es tornen negatives i reflecteixen les turbulències financeres.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Juliol 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	–53.916	9,2	–94.344	–8.419	9,8
Serveis					
Turisme	*15.734*	*3,1*	*28.278*	*804*	*2,9*
Altres serveis	*–2.391*	*–29,1*	*–4.677*	*425*	*–8,3*
Total	13.343	12,2	23.600	1.229	5,5
Rendes	–19.037	4,2	–32.281	–5.126	18,9
Transferències	–6.415	21,5	–7.868	–606	8,3
Total	**–66.026**	**8,2**	**–110.892**	**–12.922**	**13,2**
Compte de capital	**4.016**	**103,0**	**6.553**	**910**	**16,1**
Balança financera					
Inversions directes	10.256	–	–7.140	40.198	–84,9
Inversions de cartera	1.077	–99,0	–5.563	–168.230	–
Altres inversions	28.031	–	58.318	55.717	–
Total	**39.364**	**–48,9**	**45.616**	**–72.316**	**–61,3**
Errors i omissions	3.831	9,7	4.083	793	24,1
Variació d'actius del Banc d'Espanya	18.815	–	54.639	83.534	–

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.

Sector públic

Els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2009

L'escenari macroeconòmic dels pressupostos preveu un creixement del PIB de l'1,0% el 2009.

El Govern ha presentat per a la seva discussió i aprovació el projecte de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per a l'any 2009 en mig d'una conjuntura desfavorable de canvi de fase del cicle econòmic. Un cop fets públics, la crisi financera internacional ha obligat el Govern a adoptar mesures de reforç del sistema financer que obligaran a modificar-los en el transcurs del debat parlamentari. D'un còmode superàvit del 2,2% del producte interior brut (PIB) el 2007, la sobtada desacceleració econòmica comportarà un apreciable dèficit per al 2008 i un de més intens el 2009, com es reconeix als PGE-2009, sobretot per l'actuació dels estabilitzadors automàtics (menor recaptació impositiva dels impostos progressius, més prestacions per atur, etc.), quan els PGE preveien per al 2008 un superàvit públic de l'1,15% del PIB per a enguany.

Cal destacar que el projecte de PGE-2009 va ser elaborat amb referència a un quadre macroeconòmic realitzat al juliol que preveia un creixement del PIB de l'1,6% el 2008 i de l'1,0% el 2009. L'impacte de la crisi financera internacional dels últims mesos ha desfasat aquestes projeccions,

PRESSUPOSTOS CONSOLIDATS DE L'ESTAT, ORGANISMES AUTÒNOMS I SEGURETAT SOCIAL, I ALTRES ORGANISMES PER AL 2009

Milions d'euros

DESPESES	Estat	Organismes autònoms	Seguretat Social	Altres organismes	Total consolidat	% variació sobre pressupost inicial
Operacions corrents						
Despeses de personal	26.833	2.045	2.453	1.727	33.058	5,6
Béns corrents i serveis	3.499	2.307	1.995	740	8.540	2,0
Despeses financeres	17.124	31	19	0	17.174	3,0
Transferències corrents	85.657	36.307	113.332	775	217.219	5,4
Total	**133.113**	**40.690**	**117.799**	**3.242**	**275.991**	**5,2**
Operacions de capital						
Fons de contingència	3.471				3.471	12,0
Inversions reals	10.413	2.168	515	590	13.685	–2,7
Transferències de capital	10.608	2.130	1.115	125	10.968	10,0
Total	**21.021**	**4.298**	**1.629**	**715**	**24.652**	**2,6**
Total operacions no financeres	**157.604**	**44.988**	**119.428**	**3.957**	**304.114**	**5,0**
Actius financers	14.275	937	10.567	3	25.782	4,1
Passius financers	33.973	326	0	8	34.307	–1,7
Total operacions financeres	**48.248**	**1.263**	**10.567**	**11**	**60.089**	**0,7**
TOTAL	**205.852**	**46.251**	**129.996**	**3.968**	**364.203**	**4,3**

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

que ja eren optimistes. D'aquesta manera, actualment se situen per sota del consens dels analistes.

La despesa consolidada prevista pel projecte de PGE-2009 per al sector públic estatal no empresarial és de 329.896 milions d'euros, és a dir, el 29,0% del PIB previst, 4 dècimes més que el 2008. Aquesta quantitat representa el 4,9% més que el pressupost del 2008 i 1,4 punts més que el creixement nominal estimat per a l'economia. Aquesta despesa consolidada exclou la variació de passius financers i tampoc no inclou la que efectuen les administracions territorials (comunitats

La despesa consolidada augmenta el 4,9%, 1,4 punts més que el creixement nominal de l'economia.

PRESSUPOSTOS GENERALS DE L'ESTAT 2009: RESUM PER POLÍTIQUES

Milions d'euros

	Pressupost 2009	% sobre total	% variació anual (*)	% sobre PIB estimat	
				2009	2008
Pensions	106.099	32,2	8,3	9,33	8,92
Transferències a altres administracions públiques	66.393	20,1	0,2	5,84	6,03
Desocupació	19.616	5,9	24,3	1,73	1,44
Deute públic	17.100	5,2	3	1,50	1,51
Altres prestacions econòmiques	14.973	4,5	6,3	1,32	1,28
Infraestructures	13.168	4	–10,4 (**)	1,16	1,34
Gestió i Administració de la Seguretat Social	12.920	3,9	15	1,14	1,02
Serveis de caràcter general	9.241	2,8	2,3	0,81	0,82
Agricultura, pesca i alimentació	8.835	2,7	–0,1	0,78	0,81
Seguretat ciutadana i institucions penitenciàries	8.647	2,6	2,3	0,76	0,77
Recerca, desenvolupament i innovació civil	8.192	2,5	6,7	0,72	0,70
Defensa	7.832	2,4	–3,9	0,69	0,74
Foment de l'ocupació	7.584	2,3	–1,3	0,67	0,70
Sanitat	4.622	1,4	4,3	0,41	0,40
Política exterior	3.676	1,1	6	0,32	0,32
Educació	2.988	0,9	1,9	0,26	0,27
Indústria i energia	2.856	0,9	22,9	0,25	0,21
Serveis socials i promoció social	2.472	0,7	8	0,22	0,21
Subvencions al transport	1.913	0,6	–15,6	0,17	0,21
Justícia	1.658	0,5	6	0,15	0,14
Comerç, turisme i PIME	1.626	0,5	36	0,14	0,11
Accés a l'habitatge	1.607	0,5	16,6	0,14	0,13
Administració financera i tributària	1.597	0,5	–1,9	0,14	0,15
Investigació, desenvolupament i innovació militar	1.459	0,4	–12,1	0,13	0,15
Cultura	1.226	0,4	0,5	0,11	0,11
Altres actuacions de caràcter econòmic	832	0,3	–5,1	0,07	0,08
Alta direcció	764	0,2	–0,7	0,07	0,07
TOTAL (***)	**329.896**	**100,0**	**4,9**	**29,01**	**28,61**

NOTES: (*) Sobre el pressupost homogeni inicial de 2008, tenint en compte el crèdit extraordinari per a immigració (RDL 1/2008).
(**) Si s'inclou el Sector Públic Empresarial, la inversió en infraestructures creix un 4,5%.
(***) Inclou variació d'actius financers.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

Les despeses de personal pugen el 5,6% malgrat una certa contenció.

autònomes i locals) ni les actuacions del sector públic empresarial i fundacional o d'altres ens públics com la Corporació RTVE.

Les despeses consolidades corrents no financeres augmenten el 5,2%. La partida que presenta una expansió més intensa són les despeses de personal, que pugen el 5,6%. L'alça dels sous només contempla l'actualització monetària i la millora de les pagues extraordinàries amb caràcter general. No obstant això, es congela el sou dels alts càrrecs. També es limita la cobertura de les vacants del personal al 30%, amb algunes excepcions. Per la seva banda, les despeses financeres augmenten el 3,0% fins als 17.174 milions d'euros, l'1,5% del PIB.

Prioritat per a les despeses socials, el pes de les quals puja fins al 53% del pressupost.

Per la seva banda, les despeses de capital consolidades pugen el 2,6%, 0,9 punts menys que el PIB nominal. Les inversions reals baixen el 2,7% fins a representar l'1,2% del PIB, per bé que les transferències de capital s'incrementen el 10,0% fins a l'1,0% del PIB.

Els actius financers sumen 25.782 milions d'euros, amb un increment anual del 4,1%. Aquest capítol engloba la dotació al Fons de Reserva de la Seguretat Social per valor de 8.023 milions d'euros. No obstant això, algunes partides tenen una aparença més propera a la despesa que a la inversió financera, com els 2.088 milions d'euros destinats a crèdits del Fons d'Ajuda al Desenvolupament (FAD).

Des d'una altra òptica, per polítiques de despesa, s'aprecia la plasmació de la prioritat establerta pel govern de la despesa social. En efecte, el conjunt de la despesa social puja el 9,5%, sensiblement per damunt del PIB nominal, de manera que, en relació amb el PIB nominal, s'incrementa en 8 dècimes fins al 15,3%. Així mateix, el seu pes sobre el total del pressupost consolidat augmenta 2,2 punts fins al 52,8%.

Les pensions i l'atur absorbeixen el 38% de la despesa total.

Pel que fa a la despesa social, la principal partida són les pensions, que representen gairebé un terç del pressupost consolidat i que augmenten el 8,3%. La despesa en pensions representa el 9,3% del PIB. L'increment d'aquesta partida respon al manteniment del poder adquisitiu de les pensions, a una millora de les pensions mínimes del 6% de mitjana i a l'increment del nombre de pensionistes, entre d'altres efectes. L'altra gran rúbrica de la despesa social, l'atur, encara experimenta un increment més gran, del 24,3%, arran d'una conjuntura que comportarà una important pujada del nombre d'aturats. El conjunt de les pensions i de l'atur representa el 38,1% de la despesa total. No obstant això, les polítiques actives d'ocupació baixen l'1,3% fins als 7.584 milions d'euros, a causa d'una reducció de la despesa en els incentius a la contractació.

Pel que fa a la resta de la despesa social, l'apartat que més augmenta és l'accés a l'habitatge, amb un increment del 16,6%. No obstant això, el seu total és relativament modest, de 1.607 milions d'euros, el 0,5% del total. A un nivell més detallat, però, l'ajuda a les persones dependents puja el 33,0%.

Una altra prioritat manifestada pel govern són les infraestructures. En el pressupost consolidat, la despesa en infraestructures és de 13.168 milions d'euros, el 4,0% del total i l'1,16% del PIB, amb un descens del 10,4% en relació amb l'any anterior. No obstant això, aquest decrement respon a un canvi en el finançament de les infraestructures gestionades per empreses públiques com ADIF (que s'ocupa de les infraestructures ferroviàries) i SEITTSA (que executa i/o explota les infraestructures de carreteres i ferroviàries). De fet, si s'inclou el sector públic empre-

sarial, la inversió en infraestructures augmenta el 4,5%.

També la despesa en R+D+I ha estat assenyalada com una prioritat. La recerca, desenvolupament i innovació civil augmenta el 6,7% fins al 2,5% del total. No obstant això, aquest increment és sensiblement inferior al de l'any anterior, del 17,4%. Pel que fa a la recerca, desenvolupament i innovació militar, la dotació pressupostària es redueix el 12,1% fins al 0,4% del total. En conjunt, l'R+D+I civil i militar del pressupost consolidat representa el 0,85% del PIB i es manté en el mateix nivell que el 2008, però per sota del nivell d'inversió dels països més desenvolupats.

Els serveis públics bàsics creixen només el 0,8% a causa del context d'austeritat, un augment negatiu en termes reals, és a dir, descomptant la taxa d'inflació. No obstant això, dues partides, justícia i política exterior, pugen el 6,0%. Justícia rep una certa prioritat pel procés de reestructuració en marxa. La seguretat ciutadana i institucions penitenciàries, en canvi, només s'incrementa el 2,3%. La retallada més important pertoca a defensa, que cau el 3,9% fins al 2,4% del total i el 0,69% del PIB.

A l'altre costat del balanç pressupostari, està previst que els ingressos baixin el 2,3% fins als 301.435 milions d'euros, el 26,5% del PIB, i que els no financers davallin el 2,2% en relació amb els pressupostos inicials. La pressió fiscal (impostos directes, indirectes i cotitzacions socials) en termes de pressupostos inicials es col·loca en el 23,4% del PIB el 2009, un punt menys que en els pressupostos inicials del 2008, situació provocada, sobretot, per la desacceleració econòmica. Cal destacar que la tendència ascendent de la

El conjunt de l'R+D+I es manté en relació amb el PIB.

La pressió fiscal baixa un punt després d'haver-se col·locat per damunt de la mitjana de l'OCDE.

PRESSUPOSTOS CONSOLIDATS DE L'ESTAT, ORGANISMES AUTÒNOMS I SEGURETAT SOCIAL, I ALTRES ORGANISMES PER AL 2009

Milions d'euros

INGRESSOS	Estat	Organismes autònoms	Seguretat Social	Altres organismes	Total consolidat	% variació sobre pressupost inicial
Operacions corrents						
Impostos directes i cotitzacions socials	77.041	26.703	112.437	–	216.181	–1,8
Impostos indirectes	50.202	–	–	–	50.202	–5,9
Taxes i altres ingressos	3.732	1.540	1.056	242	6.570	29,2
Transferències corrents	5.807	11.104	11.306	2.844	12.208	–3,5
Ingressos patrimonials	3.181	791	2.715	35	6.722	15,4
Total	**139.962**	**40.138**	**127.513**	**3.121**	**291.882**	**–1,7**
Operacions de capital						
Alienació d'inversions reals	120	247	1	0	368	–35,7
Transferències de capital	1.028	2.933	1.164	573	2.687	–34,0
Total	**1.148**	**3.180**	**1.165**	**573**	**3.055**	**–34,2**
Total operacions no financeres	**141.110**	**43.318**	**128.678**	**3.694**	**294.937**	**–2,2**
Actius financers	2.340	2.567	1.318	273	6.498	–6,4
Total operacions financeres	**2.340**	**2.567**	**1.318**	**273**	**6.498**	**–6,4**
TOTAL	**143.450**	**45.885**	**129.996**	**3.968**	**301.435**	**–2,3**
Necessitat d'endeutament brut	*–62.402*	*–366*	–	–	*–62.768*	*54,4*

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

S'espera un notable descens de la recaptació de l'impost de societats.

càrrega tributària de les administracions públiques la va dur a superar la mitjana dels països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE) el 2006 i també el 2007, malgrat l'última reforma fiscal, segons les dades d'aquesta organització internacional.

Pel que fa a la recaptació impositiva, es preveu que la principal figura, l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), pugi el 6,7% en relació amb l'avanç de liquidació del 2008. Cal anotar que, a diferència de l'any anterior, el 2009 no s'actualitza, ni tan sols el 2%, la tarifa, ni els imports dels mínims personal i familiar ni les deduccions per rendiments del treball, la qual cosa representa, *de facto*, un increment de la pressió fiscal d'aquest impost.

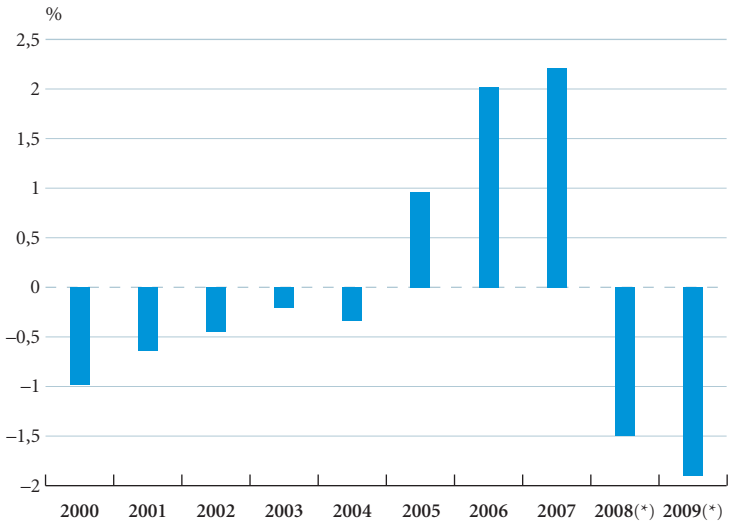
El dèficit públic augmenta fins a l'1,9% del PIB el 2009.

L'impost de societats s'enfonsa el 15,1% en relació amb l'avanç de liquidació del 2008 a causa de la desfavorable evolució dels beneficis empresarials. Les cotitzacions socials pugen el 7,5% arran d'un augment del 7,2% de les cotitzacions de les empreses i dels treballadors ocupats i del 10,4% dels aturats. No obstant això, la magnitud de la primera taxa sembla més aviat el resultat d'un càlcul optimista, tot i que té en compte la pujada de les bases de cotització, ja que, en el quadre macroeconòmic dels PGE-09, figura una davallada de l'ocupació del 0,5%.

Els PGE-09 presenten un dèficit consolidat en termes de comptabilitat nacional equivalent a l'1,9% del PIB, 4 dècimes superior al previst per al 2008. Això és conseqüència d'un dèficit de l'Administració central de l'1,5% del PIB, d'un excedent de la Seguretat Social del 0,8% i del dèficit de l'1,0% de les comunitats autònomes i del 0,2% de les corporacions locals. D'aquesta manera, la ràtio del deute de les administracions públiques en relació amb el PIB pujaria fins al 38,8% del PIB, 2,6 punts per damunt del mínim del 2007.

TORNA EL DÈFICIT PÚBLIC AMB EL CANVI DE FASE DEL CICLE ECONÒMIC

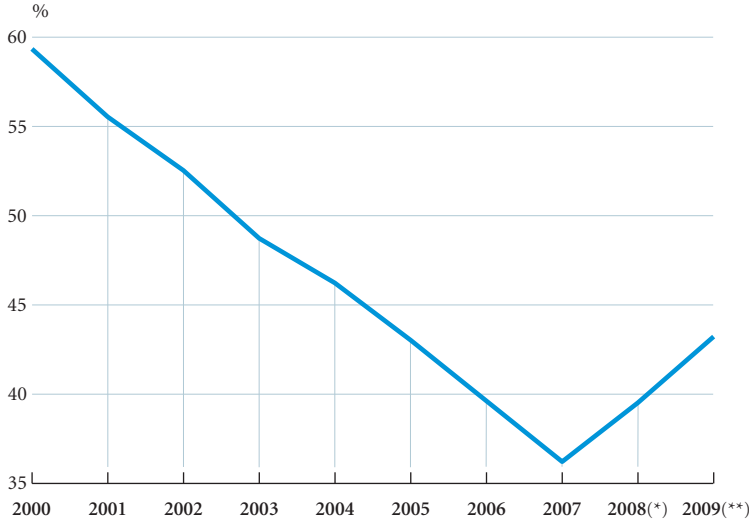
Capacitat (+) / necessitat (–) de finançament de les administracions públiques, en relació amb el PIB



NOTA: (*) Previsions oficials.
FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

GIR ALCISTA DEL DEUTE PÚBLIC

Deute de les administracions públiques en percentatge del PIB



NOTES: (*) Previsió pressupostària més el finançament de 30.000 milions del Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers.
(**) Previsió pressupostària més el finançament de 50.000 milions del Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

No obstant això, aquesta xifra dels pressupostos inicials s'hauria d'incrementar fins al 43,2% del PIB si es té en compte la necessitat de finançament fins a 50.000 milions d'euros del Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers creat pel govern a l'octubre arran de l'agudització de la crisi financera internacional. I això sense tenir en compte l'eventual cost del programa extraordinari d'autorització d'avals a les emissions de les entitats creditícies. No obstant això, la corresponent ràtio del deute públic de la Unió Europea se situa en l'actualitat sensiblement per damunt.

El pla de suport al sector financer incrementarà el deute públic per damunt del 40% del PIB.

Estalvi i finançament

La demanda de crèdit del sector privat perd vigor

Contracció de la demanda i de l'oferta creditícia.

El finançament a les empreses i famílies es va continuar alentint a l'agost. Així, la taxa de variació interanual va baixar fins al 8,7%, menys de la meitat que un any abans, però es va situar en línia amb el crèdit de la zona de l'euro. La desaceleració del crèdit al sector privat va obeir tant a un enduriment generalitzat de les condicions d'oferta com a una contracció de la demanda, segons es desprèn de l'enquesta de préstecs bancaris relativa al segon trimestre i amb perspectives per al tercer publicada recentment pel Banc d'Espanya.

El capital prestat per hipoteques sobre habitatge cau el 33,2% en els dotze últims mesos.

Tot i que la desaceleració del finançament afectava tant les empreses com les famílies, el creixement anual del destinat a les empreses continuava essent superior al dedicat als particulars. Els recursos financers rebuts per les societats no financeres van augmentar el 8,7% en els dotze últims mesos fins a l'agost. El crèdit comercial, destinat al finançament del capital circulant, va registrar un descens interanual del 5,9%.

El ritme de creixement del crèdit a les famílies va continuar disminuint i va presentar una variació anual del 7,2%. Destaca la frenada dels préstecs per a l'habitatge, que van anotar una alça anual del saldo del 6,8%, enfront d'una taxa del 13,2% al desembre. Les dades de les hipoteques constituïdes sobre habitatges de l'Institut Nacional d'Estadística també ho constaten. Al juliol, el nombre d'habitatges hi-

FRENADA DELS PRÉSTECS PER A L'HABITATGE

Variació interanual del finançament a les famílies per a habitatge

FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Agost 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	82.484	–8.358	–9,2	–5.138	–5,9	4,5
Deutors amb garantia real (*)	1.104.070	35.698	3,3	72.583	7,0	59,9
Altres deutors a termini	518.465	20.582	4,1	43.762	9,2	28,1
Deutors a la vista	43.524	2.952	7,3	10.879	33,3	2,4
Arrendaments financers	47.532	1.239	2,7	2.918	6,5	2,6
Crèdits dubtosos	46.125	29.874	183,8	32.052	227,8	2,5
TOTAL	**1.842.200**	**81.987**	**4,7**	**157.057**	**9,3**	**100,0**

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

potecats va ser de 72.968, el 28,6% menys que un any abans. El capital prestat, 10.245 milions d'euros, va ser el 33,2% inferior al de juliol del 2007. La demanda de crèdit de les famílies s'ha desinflat en l'últim període en caure la confiança dels consumidors fins a nivells mínims històrics en un context d'acceleració de l'atur.

La resta del finançament a les famílies també es va alentir, però amb menys intensitat, i va passar d'una expansió anual de l'11,2% al desembre al 8,0% a l'agost. L'import de les noves operacions de crèdit al consum de les famílies al gener-agost va caure el 18,6% en relació amb el mateix període del 2007.

Els actius morosos van continuar augmentant i van representar més del triple dels de l'agost del 2007. No obstant això, la taxa de dubtositat només va pujar el 2,5%, nivell relativament reduït, ja que es partia de mínims històrics. Cal destacar que les entitats financeres espanyoles disposen d'un ampli matalàs de provisions per afrontar eventuals fallides.

D'altra banda, al setembre, el tipus d'interès euríbor a 1 any, utilitzat com a referència en nombroses operacions, va col·locar-se en el 5,38% de mitjana mensual, molt a la vora del màxim històric del juliol, i el dia 2 d'octubre va marcar un rècord en pujar fins al 5,53%. Després de la retallada de mig punt anunciada pel Banc Central Europeu el 8 d'octubre, de les expectatives de noves rebaixes, de les fortes injeccions de liquiditat generalitzades i de totes les mesures concertades pels governs europeus per restaurar la confiança en el sistema financer, l'euríbor a dotze mesos es va relaxar lleugerament cap a la meitat d'octubre, però continuava evidenciant la persistència de la desconfiança entre les entitats creditícies. En aquest context, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits al sector privat va continuar pujant a l'agost fins al 6,55%, el nivell més alt dels últims anys, amb un increment anual de 69 punts bàsics.

L'euríbor a un any es relaxa lleugerament després de marcar un rècord el dia 2 d'octubre.

En aquest marc de dificultats de finançament als mercats a l'engròs, el govern espanyol ha adoptat un seguit de mesures per restablir la confiança en el sistema financer i, de retruc, facilitar liquiditat a empreses i famílies. Així, el 10 d'octubre, va disposar la creació d'un fons per a l'adquisició d'actius financers de màxima qualitat a les entitats creditícies per un import màxim de 30.000 milions d'euros, ampliable a 50.000. Així mateix, dins el pla d'acció concertat pels països de la zona

El govern, en un pla d'acció concertat amb la zona de l'euro, adopta diverses mesures per reforçar la confiança en el sistema financer.

La taxa d'estalvi dels dotze últims mesos puja 7 dècimes fins al 10,7% de la renda disponible.

de l'euro, s'ha autoritzat l'atorgament d'avals fins a 100.000 milions d'euros el 2008, ampliable fins al final del 2009, per a operacions de finançament. A més a més, per reforçar els recursos propis de les entitats financeres, s'ha autoritzat la compra de títols emesos per les entitats creditícies, incloses les participacions preferents i les quotes participatives.

Els dipòsits, favorits dels estalviadors

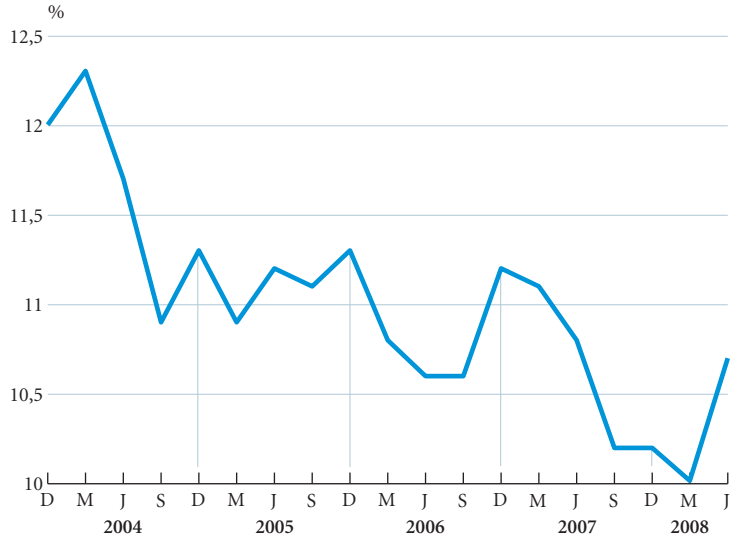
L'estalvi de les famílies es va recuperar en el segon trimestre des de nivells mínims. Durant el període abril-juny, el consum va augmentar menys que la renda disponible, el 4,8% enfront del 8,1%, en termes interanuals. D'aquesta manera, la taxa d'estalvi es va col·locar en el 14,0% de la renda disponible, 2,7 punts més que en el mateix període de l'any anterior. L'estalvi generat i les transferències de capital van ser suficients per finançar la inversió, principalment habitatges, que era el 5,0% inferior a la del mateix període del 2007. D'aquesta manera, es va produir una capacitat de finançament del 0,6% del producte interior brut trimestral. No s'obtenia un saldo positiu en un segon trimestre des de l'any 2005. Si es consideren períodes mòbils de quatre trimestres, la taxa d'estalvi va repuntar fins al 10,7% de la renda disponible, 7 dècimes més que en el període precedent. Aquesta recuperació de l'estalvi és lògica en un període de forta desacceleració de l'activitat i forma part de l'ajustament en marxa.

Els comptes a termini fins a dos anys pugen el 49% des de l'agost del 2007.

L'augment de la retribució dels dipòsits bancaris registrat en els últims mesos pot haver contribuït a la recuperació de l'estalvi. Els problemes de finançament existents als mercats de valors van empènyer les entitats de crèdit a intensificar la captació de dipòsits del sector privat. Les remuneracions que van experimentar un ascens més intens van ser les dels dipòsits a termini, que es van situar en el 4,8% per als particulars a l'agost, 87 punts bàsics més que dotze mesos abans. Així, els comptes a termini fins a dos anys van anotar una

RECUPERACIÓ DE L'ESTALVI DE LES FAMÍLIES DES DE MÍNIMS

Taxa d'estalvi de les famílies i institucions sense ànim de lucre al servei de les llars (*)



NOTA: (*) En relació amb la renda bruta disponible. Mitjana mòbil de quatre trimestres.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Agost 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	417.787	–20.270	–4,6	–8.000	–1,9	30,0
A termini fins a 2 anys	466.724	114.018	32,3	153.692	49,1	33,5
A termini a més de 2 anys	397.028	–4.946	–1,2	6.230	1,6	28,5
Cessions temporals	66.669	–18.923	–22,1	–20.225	–23,3	4,8
Total	**1.348.208**	**69.879**	**5,5**	**131.696**	**10,8**	**96,8**
Dipòsits en monedes no euro	**44.947**	**1.103**	**2,5**	**–381**	**–0,8**	**3,2**
TOTAL	**1.393.155**	**70.982**	**5,4**	**131.315**	**10,4**	**100,0**

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

forta expansió anual del 49,1%. En canvi, a causa de les baixes remuneracions, els saldos dels dipòsits a la vista i d'estalvi van registrar una caiguda anual. Cal destacar que, en concordança amb mesures similars a la Unió Europea, el govern va apujar la garantia de dipòsits bancaris i d'inversions fins als 100.000 euros des dels 20.000 previs.

La forta competència dels dipòsits bancaris i les turbulències als mercats financers van continuar minant un altre producte favorit dels estalviadors, les participacions en els fons d'inversió mobiliària. Així, al setembre, el patrimoni d'aquests fons es va col·locar en 185.612 milions d'euros, amb un descens interanual del 26,5%. Al setembre, es van registrar reemborsaments nets de participacions per valor de 5.021 milions d'euros, que van afectar totes les categories, llevat dels garantits de renda fixa, la qual cosa evidencia l'aversió al risc imperant.

Les rendibilitats mitjanes van variar molt en funció de les diferents modalitats. Els fons monetaris van obtenir un rendiment mitjà anual del 2,68%, mentre que la renda variable emergent es va endur la pitjor part en registrar minusvàlues del 34,2%. La rendibilitat mitjana anual ponderada dels disset últims anys s'ha col·locat en el 4,15%.

Malgrat que, a nivell internacional, el setembre va ser un mal mes per als *hedge funds*, al mercat espanyol, el patrimoni dels fons d'inversió lliure es va continuar incrementant fins als 1.367 milions d'euros. Una part de l'explicació cal buscar-la en el fet que encara són en les primeres fases del seu desenvolupament.

La garantia de dipòsits bancaris i d'inversions puja fins als 100.000 euros.

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
Novembre 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"

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