DESEMBRE 2008

Informe Mensual

NÚMERO 319

Recordar-se de l'euro quan trona Pàg. 29
La protecció que proporciona l'euro davant una crisi financera internacional l'ha fet més atractiu

Té en compte el BCE la taxa d'atur quan fixa el tipus d'interès? Pàg. 35
El BCE respon més a les fluctuacions de l'atur que a les oscil·lacions de la inflació

L'euro i la inflació: balanç dels primers deu anys Pàg. 59
La inflació ha estat per damunt del 2% més temps del que s'esperava

Comerciant sota l'euro Pàg. 65
L'euro ha incrementat el volum de comerç dels seus membres

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	1,4	–0,5	2,3	2,5	2,1	0,7	0,4
Japó	2,1	0,4	–0,1	1,6	1,3	0,7	0,0	–0,6
Regne Unit	3,0	1,0	–0,5	2,9	2,3	1,5	0,3	0,0
Zona de l'euro	2,6	1,1	–0,3	2,1	2,1	1,4	0,6	0,2
Alemanya	*2,6*	*1,3*	*–0,4*	*1,7*	*2,7*	*1,9*	*0,8*	*0,3*
França	*2,1*	*0,8*	*–0,2*	*2,2*	*2,0*	*1,2*	*0,6*	*–0,2*
Preus de consum								
Estats Units	2,9	3,9	0,2	4,0	4,1	4,4	5,3	2,0
Japó	0,1	1,1	0,0	0,5	1,0	1,4	2,2	0,0
Regne Unit	2,3	3,7	2,6	2,1	2,4	3,3	4,9	4,4
Zona de l'euro	2,1	3,3	1,6	2,9	3,4	3,6	3,8	2,5
Alemanya	*2,3*	*2,7*	*1,3*	*3,1*	*2,9*	*2,9*	*3,2*	*1,8*
França	*1,5*	*2,9*	*1,7*	*2,3*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*2,0*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,4	0,8	–0,8	2,9	2,1	1,1	0,1	–0,3
Consum de les AP	4,9	5,0	3,8	4,4	3,6	4,9	5,9	5,5
Formació bruta de capital fix	5,3	–1,6	–7,7	4,5	2,8	–0,2	–3,2	–5,9
Béns d'equipament	*10,0*	*0,9*	*–11,6*	*7,1*	*5,7*	*2,2*	*–0,6*	*–3,7*
Construcció	*3,8*	*–4,3*	*–8,5*	*2,9*	*0,4*	*–2,3*	*–6,4*	*–8,9*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	4,4	0,8	–2,2	3,8	2,8	1,5	0,1	–1,0
Exportació de béns i serveis	4,9	2,8	0,8	4,0	4,4	4,2	1,5	1,0
Importació de béns i serveis	6,2	0,9	–3,0	4,9	4,0	2,4	–1,1	–1,6
Producte interior brut	**3,7**	**1,3**	**–0,8**	**3,3**	**2,6**	**1,8**	**0,9**	**–0,1**
Altres variables								
Ocupació	2,9	–0,2	–2,4	2,2	1,4	0,4	–0,8	–1,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,3	11,0	14,5	8,6	9,6	10,4	11,3	12,5
Índex de preus de consum	2,8	4,2	2,1	4,0	4,4	4,6	4,9	2,8
Costos laborals unitaris	2,9	3,6	2,7	3,0	3,9	4,0	3,6	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–10,1	–10,0	–8,4	–10,5	–12,1	–9,4	–8,7	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–9,7	–9,5	–7,9	–9,6	–11,3	–8,9	–8,5	
Saldo públic (% PIB)	2,2	–3,0	–4,6					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	2,1	0,5	4,5	3,2	2,1	2,0	1,1
Repo BCE	3,8	3,9	2,1	4,0	4,0	4,0	4,2	3,3
Bons EUA 10 anys	4,6	3,7	3,4	4,3	3,6	3,9	3,8	3,6
Bons alemanys 10 anys	4,2	4,0	3,2	4,2	3,9	4,3	4,3	3,7
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 econòmiques
8 Estats Units
11 Japó
14 Brasil
16 Argentina
17 Primeres matèries

19 Unió Europea
19 Perspectives Comissió Europea
21 Zona de l'euro
24 Alemanya
26 França
27 Itàlia
27 Regne Unit
29 Recordar-se de l'euro quan trona

33 Mercats financers
33 Mercats monetaris i de capital
35 Té en compte el BCE la taxa d'atur quan fixa el tipus d'interès?

44 Conjuntura espanyola
44 Activitat econòmica
50 Mercat de treball
54 Preus
59 L'euro i la inflació: balanç dels primers deu anys
62 Sector exterior
65 Comerciant sota l'euro
67 Sector públic
69 Estalvi i finançament

74 Índex de l'any

Euro: deu anys després

L'1 de gener de 1999, l'euro va passar a ser la moneda d'onze estats de la Unió Europea. Els bitllets i les monedes en euros trigarien encara tres anys a aparèixer, però 300 milions de ciutadans constataven que una de les referències bàsiques de la vida quotidiana, la moneda que circula per les butxaques, havia canviat. Deu anys després, la moneda única ha consolidat el seu paper en totes les comeses i s'ha convertit en un dels principals símbols de la integració europea, tot i que un nucli rellevant de països encara és refractari a adoptar-lo.

L'euro és un projecte agosarat, sorgit en uns moments d'optimisme i de ràpid canvi –finals dels anys vuitanta– , que pretenia aprofundir en el projecte d'integració dels països europeus iniciat en els anys cinquanta. Substituir les monedes nacionals per una moneda comuna i compartida era un pas sense precedents en la història econòmica moderna d'Europa, en no existir una sobirania política compartida. Va ser un pas que hauria complagut molt Jean Monnet, un dels inspiradors de les comunitats europees, antecedent de la Unió Europea, que defensava aquest tipus d'avanços per assolir, a la llarga, la somiada integració política dels pobles d'Europa.

Deu anys després, és difícil argumentar que la integració política europea hagi avançat, però son pocs els qui dubten que l'euro hagi estat un èxit. Dels onze països inicials s'haurà passat a 16 l'1 de gener del 2009 –Eslovàquia serà l'última incorporació– i, durant aquesta dècada, cap país s'ha plantejat sortir-ne. La moneda única s'ha convertit en la segona divisa mundial, després del dòlar. L'euro ha estimulat la integració econòmica, en incrementar els fluxos comercials intracomunitaris, i financera, en especial en els segments a l'engròs del mercat. La dècada de l'euro ha coincidit amb la creació de 16 milions de llocs de treball. L'euro i el seu mentor, el Banc Central Europeu, han consolidat el seu prestigi com a referents d'una zona d'estabilitat macroeconòmica i han consolidat les expectatives d'inflació baixa, tot i no complir estrictament els objectius autoimposats.

Però la unió econòmica i monetària també té detractors. Per a la major part dels ciutadans, canviar a l'euro ha complicat el càlcul dels preus i s'acusa la moneda comuna d'haver-ne provocat l'augment en el moment de la posada en circulació dels bitllets i de les monedes el 2002. Es culpa la zona de l'euro d'una certa esclerosi, ja que el potencial de creixement es manté molt baix, la productivitat va per darrere d'altres àrees i la renda per capita s'ha encallat en un nivell que és amb prou feines el 70% del dels Estats Units. A més a més, l'euro ha privat els estats d'autonomia en la determinació del tipus d'interès i del tipus de canvi, i ha dificultat els ajustaments necessaris a nivell nacional.

En aquests moments de crisi econòmica i financera global, l'euro patirà la primera gran prova. Un primer mèrit reconegut és el seu paper de paraigua o protecció de les turbulències financeres internacionals. Fins al punt que alguns dels països que fins ara han estat reticents a integrar-s'hi han reconsiderat la seva posició i es plantegen una incorporació a curt o a mitjà termini. Però l'euro no soluciona tots els mals i fins i tot descarta alguns remeis. Per tant, atesa una recessió econòmica com l'actual, sense precedents en aquests anys de moneda comuna, l'encert en les polítiques nacionals, l'adopció de les necessàries reformes estructurals i la coordinació estreta entre tots els estats membres són l'única via per transitar per un trajecte molt complicat.

RESUM EXECUTIU

La recessió ja és aquí

El 2008 acaba amb algunes economies en recessió...

Al començament del 2008, preocupava la crisi financera, la pujada dels preus de les primeres matèries i la moderació de l'activitat econòmica. No obstant això, en general, confiàvem que les turbulències financeres anirien remetent, que la inflació es mantindria sota control i que les economies emergents compensarien, com a mínim en part, la desacceleració dels països avançats. Ara, quan enfilem cap l'any 2009, ens trobem al llindar d'un fort alentiment del creixement mundial i són pocs els qui apostarien per l'estabilització definitiva del front financer. Tot plegat, però, podria haver estat pitjor. Les excepcionals intervencions de suport governamental a les entitats de crèdit orquestrades des del setembre han conjurat la possibilitat d'una onada generalitzada d'insolvències bancàries. I ara és el torn del suport públic a la feblesa estrictament macroeconòmica. Els preus de les primeres matèries, que, a l'estiu, trencaven rècords històrics, s'han enfonsat.

...i altres a punt d'entrar-hi.

Així i tot, domina el sentiment que les perspectives econòmiques per al 2009 i més enllà són francament fosques. Està justificat aquest pessimisme? Probablement sí, ja que els senyals que emeten els indicadors econòmics, el sentiment dels mercats financers i les anàlisis dels organismes internacionals són coincidents: entre les acaballes del 2008 i l'inici del 2009, les grans economies avançades estaran sumides en la recessió i els països emergents patiran una notable desacceleració. Els indicadors econòmics indiquen que, efectivament, la major part dels països avançats estan en recessió o aviat ho estaran. El producte interior brut (PIB) va caure en el tercer trimestre als Estats Units, al Japó i a la zona de l'euro. En aquests dos últims casos, es tracta del segon trimestre consecutiu en descens intertrimestral. És a dir, ja han entrat en el que, convencionalment, es coneix com a recessió tècnica. A més a més, els escassos indicadors disponibles del quart trimestre (l'indicador ISM d'activitat manufacturera dels Estats Units o l'indicador IFO d'Alemanya) confirmen que la intensitat de la crisi va a més a mesura que ens apropem al final de l'any.

El PIB d'Espanya recula per primer cop des del 1993.

Espanya no s'escapa del destí dels seus socis de referència, i el PIB també va disminuir en el tercer trimestre, una tessitura que no s'havia produït des del 1993. No solament és negativa la reculada intertrimestral considerada aïlladament, sinó que la seva composició afegeix alguns dubtes addicionals. En aquest sentit, el cas espanyol és representatiu de tendències força generalitzades. El PIB va caure el 0,2% en relació amb el segon trimestre, a causa, fonamentalment, de la contracció del consum privat, i una recessió del consum no és mai un auguri positiu. Amb la confiança dels consumidors en mínims i amb les compres de béns duradors en reculada des de fa uns quants mesos, el refredament de l'activitat s'intensifica en el quart trimestre. Afortunadament, alguns desequilibris s'estan reconduint. És el cas de la inflació, que s'ha situat en el 2,4% al novembre (5,3% al juliol), o del dèficit exterior, que es desaccelera apreciablement. Però aquestes bones notícies no treuen el mal sabor de boca provocat per la destrucció d'ocupació del tercer trimestre o per la reculada de l'afiliació a la Seguretat Social, en taxes del 3%.

Per tant, les tendències del final del 2008 deixen escassos dubtes sobre la direcció descendent de les principals variables. Els interrogants cal buscar-los en la intensitat de la contracció del creixement i en la seva durada. Tant les borses com el deute públic descompten un escenari recessiu juntament amb una intensa millora de les pressions inflacionistes. Així, la caiguda de les cotitzacions borsàries durant una bona part del mes de novembre, sumada a la dels mesos precedents, estaria anticipant una forta contracció dels beneficis empresarials com a conseqüència directa de les disminucions del producte a les principals economies avançades. Igualment, la reducció de rendibilitats del deute públic a llarg termini s'atribueix a l'augment de l'atractiu d'aquest actiu en etapes d'incertesa. Els mercats també permeten valorar com evoluciona el front financer de la crisi. Aquí es constata un cert relaxament dels tipus d'interès de l'interbancari, amb l'euríbor a un any per sota del 4% en els últims dies de novembre, més d'un punt percentual per sota dels màxims del setembre. Però també es constata que el mercat de deute corporatiu, després d'alguns intents, no acaba de trobar la via de la normalització.

Els organismes internacionals han acabat de reblar el clau de l'escenari de recessió. En particular, les previsions publicades pel Fons Monetari Internacional (FMI) i per l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE) coincideixen a l'hora d'indicar que les economies avançades recularan el 2009. Tot i que les xifres concretes varien, la major part de països se situaran en un rang de caigudes que va del 0,5% a l'1%. Per a Espanya, el Fons espera una reculada del PIB del 0,7%, mentre que l'OCDE augura un resultat pitjor, ja que el seu pronòstic és d'un descens del 0,9%. Així mateix, tant l'FMI com l'OCDE preveuen una important desaceleració de la inflació, que se situaria en la zona de l'1,5% el 2009, la meitat, aproximadament, que la xifra del 2008.

En definitiva, les dades disponibles confirmen que les economies avançades estan entrant, si no ho han fet ja, en recessió. En l'evolució dels mercats financers hi ha subjacent un escenari de forta reducció de l'activitat i mínimes tensions inflacionistes. I tant l'OCDE com l'FMI utilitzen previsions similars de forta contracció del creixement a Europa i als Estats Units. Atesa aquesta situació, els governs han optat per recuperar la recepta de l'estímul fiscal per pal·liar un enfonsament cíclic de magnitud important. El ràpid deteriorament econòmic ha obligat a reaccionar amb urgència i a dissenyar una certa coordinació internacional.

Els mercats financers anticipen un escenari recessiu amb inflació baixa a les economies avançades.

La reunió del G-20 a Washington el passat 15 de novembre va establir les bases mínimes d'un consens sobre la política econòmica que cal desenvolupar en els propers mesos: relaxament de la política monetària i expansió fiscal, juntament amb un major activisme dels organismes internacionals per ajudar les economies en dificultats i amb el manteniment de les mesures de salvament bancari. Així mateix, es va oficialitzar el compromís d'evitar temptacions proteccionistes i la necessitat d'impulsar la reforma del sistema financer internacional sota els principis de transparència, coordinació internacional i responsabilitat financera.

L'FMI i l'OCDE preveuen caigudes del PIB als països occidentals el 2009.

En aquesta línia, la Comissió Europea ha tractat d'orientar els esforços dels estats membres. El passat 26 de novembre, l'executiu comunitari va anunciar un seguit de mesures que han de servir per proporcionar un plus de creixement en els propers dos anys. El paquet, que puja a 200.000 milions d'euros, incorpora un seguit de mesures finançades pel pressupost comunitari, que sumen 30.000 milions d'euros, i d'altres, de desenvolupament nacional, que aniran a càrrec dels pressupostos estatals pels restants 170.000 milions d'euros. L'aportació comunitària es divideix, a parts gairebé iguals, en 15.600 milions

Esforç de coordinació internacional per consensuar les mesures d'estímul fiscal i de salvament financer necessàries.

Els estats busquen garantir la solvència i la liquiditat bancàries...

d'euros en forma de crèdits per a pimes del Banc Europeu d'Inversions i 14.400 milions d'euros a càrrec del pressupost de la UE, en la seva major part avançaments del Fons de Cohesió i xarxes transeuropees d'energia i telecomunicacions. Pel que fa a la part corresponent als pressupostos nacionals, la Comissió es limita a indicar una bateria de possibles mesures, com, per exemple, l'ampliació de la despesa pública, l'emissió d'avals per a crèdits o les disminucions de l'impost sobre el valor afegit (IVA) i de les cotitzacions socials.

Es tracta, indubtablement, de ratificar el que els estats ja estan impulsant. Tot i que, en aquests moments, es desconeix el detall de molts dels plans nacionals d'estímul econòmic, sí estan clares les línies d'actuació adoptades. Les més desenvolupades, perquè eren també les més urgents, són les accions destinades a resoldre els problemes de solvència i liquiditat de les entitats financeres. Segons certes estimacions, el total global compromès, inclosos els avals, pot haver superat el 7% del PIB mundial.

...i tracten de reactivar la demanda mitjançant rebaixes fiscals i inversió pública.

Un segon front, que ara s'està activant, són les mesures públiques que impacten directament sobre la despesa de les famílies i de les empreses –subvencions i rebaixes fiscals– i les que impliquen més despesa i inversió públiques. Pel que fa a les rebaixes de la fiscalitat, poden tenir caràcter general (com la proposta de disminuir el gravamen de l'IVA al Regne Unit) o específic (com les desgravacions a les inversions productives impulsades als Estats Units, Alemanya i França, o les desgravacions en els impostos sobre la renda aplicades, per exemple, a Espanya o Alemanya). Així mateix, s'han llançat nous programes d'infraestructures o s'han avançat els existents en països com la Xina o Alemanya.

El Govern espanyol impulsa una bateria de mesures que tracta d'incidir en els fronts crítics de l'economia: consum, inversió i crèdit.

Es tracta de paquets d'estímul fiscal encara relativament reduïts, ja que, en la majoria dels casos, equivalen a l'1,2%-1,3% del PIB nacional, llevat dels casos, força notables, dels Estats Units i de la Xina, que han compromès una quantitat molt rellevant en termes de PIB. A més a més, la política fiscal no actua sola, ja que el relaxament monetari s'ha continuat prolongant en les últimes setmanes. Al novembre, el Banc Central Europeu va abaixar el tipus d'intervenció fins al 3,25%, i s'espera que, al desembre, es produeixi una nova retallada. El Banc d'Anglaterra també va reduir el tipus de referència al 3%, i altres bancs centrals han seguit aquesta tònica a la baixa.

En el cas espanyol, les xifres disponibles de les mesures destinades a impulsar la despesa familiar i de les empreses han pujat, fins ara, a l'1,1% del PIB, aproximadament, quantitat que l'últim Consell de Ministres del novembre va ampliar en 11.000 milions d'euros, l'1% del PIB, que aniran dirigits a finançar obres públiques municipals i també a donar suport al sector de l'automoció i altres.

Cal destacar, finalment, el tercer domini d'intervenció pública: el conjunt d'avals i crèdits per a les famílies i les empreses no financeres, la finalitat del qual és activar els canals crediticis. L'actuació espanyola en aquest camp puja, aproximadament, al 3,8% del PIB el 2008 i el 2009, i cobreix aspectes com les inversions empresarials i el finançament de vehicles i d'habitatges.

Evitarà aquest esforç d'intervenció pública una excessiva contracció del creixement? A curt termini, els seus efectes haurien de servir, com a mínim, per pal·liar una part de l'impacte de la reculada. Els efectes a llarg termini són més incerts. Ara com ara, però, es tracta de mantenir el pacient amb vida. Després, si tot ha funcionat, ja arribarà el moment de plantejar-se com tornar a una via equilibrada de creixement.

28 de novembre de 2008

CRONOLOGIA

2007

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.
	28	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota el nivell més baix (7.905,4) des del 2004.
	29	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 1,00%.
novembre	**6**	El **Banc Central Europeu** abaixa el tipus d'interès oficial fins al 3,25%.
	15	Reunió del G-20 a Washington per a la **reforma del sistema financer internacional**.
	20	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra el nivell més baix (7.552,3) des del 2003.
	21	El preu del **petroli** qualitat *Brent* cau fins al nivell més baix (47,96 dòlars per barril) des del febrer del 2005.

AGENDA

Desembre

- **2** Afiliació a la Seguretat Social 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).

Gener

- **5** Avanç IPCH (desembre).
- **9** Índex de producció industrial (novembre).
- **15** IPC (desembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu. IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- **23** Enquesta de població activa (quart trimestre).
- **26** Preus industrials (desembre).
- **28** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **30** Balança de pagaments (novembre).

L'OCDE espera que les economies dels Estats Units, de la zona de l'euro i del Japó reculin el 2009.

Previsions de creixement a la baixa

L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE) i el Fons Monetari Internacional (FMI) han revisat a la baixa les perspectives de creixement. L'OCDE espera que l'economia dels Estats Units reculi el 0,9% el 2009 i creixi un moderat 1,6% el 2010. La zona de l'euro també reculará el 0,5% el 2009 i creixerà l'1,2% el 2010. El Japó, per la seva banda, reculará un menys dràstic 0,1% i després avançarà un magre 0,6%. Aquest escenari central de l'OCDE es basa en tres premisses: una durada curta de les tensions extremes al sector financer, seguida de turbulències intermitents que anirien amainant de forma gradual cap al final del 2009; un ajustament immobiliari al qual li queda encara un llarg recorregut, i l'efecte compensatori parcial d'unes primeres matèries més assequibles que incrementen el poder adquisitiu de les llars.

PREVISIONS DE L'OCDE (1)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (2)						
Estats Units	3,1	2,9	2,2	1,4	–0,9	1,6
Japó	1,9	2,4	2,1	0,5	–0,1	0,6
Zona de l'euro	**1,7**	**2,9**	**2,6**	**1,1**	**–0,5**	**1,2**
OCDE	**2,7**	**3,1**	**2,7**	**1,4**	**–0,3**	**1,5**
Inflació (3)						
Estats Units	3,4	3,2	2,9	3,6	1,2	1,3
Japón	–0,6	0,2	0,1	1,4	0,3	–0,1
Zona de l'euro	**2,2**	**2,2**	**2,1**	**3,4**	**1,4**	**1,3**
OCDE	**2,0**	**2,2**	**2,2**	**3,3**	**1,7**	**1,5**
Atur (4)						
Estats Units	5,1	4,6	4,6	5,7	7,3	7,5
Japón	4,4	4,1	3,9	4,1	4,4	4,4
Zona de l'euro	**8,8**	**8,2**	**7,4**	**7,4**	**8,6**	**9,0**
OCDE	**6,5**	**6,0**	**5,6**	**5,9**	**6,9**	**7,2**
Balança per Compte Corrent (5)						
Estats Units	–6,1	–6,2	–5,3	–4,9	–3,9	–3,6
Japó	3,7	3,9	4,8	3,8	4,3	3,9
Zona de l'euro	**0,4**	**0,2**	**0,2**	**–0,3**	**0,2**	**0,2**
OCDE	**–1,5**	**–1,7**	**–1,4**	**–1,5**	**–1,0**	**–1,0**

NOTES: (1) Hipòtesis de partida: a) Les polítiques fiscals en vigor o anunciades romanen sense canvis. b) Els tipus de canvi no variaran en relació amb el seu nivell del 28 d'octubre de 2008 (1 dòlar = 95,69 iens = 0,80 euros). c) La data de tancament de l'edició i d'incorporació de dades va ser el 31 d'octubre de 2008.
(2) Taxes percentuals de variació en termes reals.
(3) Taxes percentuals de variació del deflactor del PIB.
(4) En percentatge sobre població activa.
(5) En percentatge del PIB.
FONT: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics.

Per la seva banda, l'FMI ha reduït apreciablement les previsions de creixement publicades fa amb prou feines un mes en l'informe de perspectives de l'economia mundial, la qual cosa demostra el grau d'incertesa que envolta la conjuntura internacional. Segons el Fons, l'economia mundial creixerà el 2,2% el 2009, en lloc del 3,0% vaticinat prèviament. Per als Estats Units s'espera una reculada del 0,7% el 2009 i per al Japó es preveu un descens del 0,2%. De forma similar, per a Europa s'esperen reculades a gairebé tots els països. Així, l'economia de la zona de l'euro es replegarà el 0,5% el 2009, i s'espera que Alemanya tingui un creixement negatiu del 0,8%, afectada per una menor demanda global per a les seves exportacions. Per la seva banda, França recularia el 0,5% i Espanya, el 0,7%. El descens més intens el patirà el Regne Unit, per al qual es pronostica una contracció de l'1,3%.

L'FMI també creu que es registrarà una desacceleració important a les principals economies emergents, tot i que la taxa de creixement per al seu conjunt, del 5,1%

Les previsions de l'FMI, que ha revisat les presentades fa amb prou feines un mes, són molt semblants.

PREVISIONS DEL FMI

Variació anual en percentatge

	2006	2007	2008 (*)	2009 (*)	Diferencia con la previsión de octubre	
					2008	2009
PIB						
Estats Units	**2,8**	**2,0**	**1,4**	**–0,7**	**–0,2**	**–0,8**
Japó	2,4	2,1	0,5	–0,2	–0,2	–0,7
Alemanya	3,0	2,5	1,7	–0,8	–0,1	–0,8
França	2,2	2,2	0,8	–0,5	–0,1	–0,7
Itàlia	1,8	1,5	–0,2	–0,6	–0,1	–0,4
Regne Unit	2,8	3,0	0,8	–1,3	–0,2	–1,2
Espanya	3,9	3,7	1,4	–0,7	–	–0,5
Zona de l'euro	**2,8**	**2,6**	**1,2**	**–0,5**	**–0,1**	**–0,7**
Economies avançades	**3,0**	**2,6**	**1,4**	**–0,3**	**–0,1**	**–0,8**
Total mundial	**5,1**	**5,0**	**3,7**	**2,2**	**–0,2**	**–0,8**
Països en desenvolupament	*7,9*	*8,0*	*6,6*	*5,1*	*–0,3*	*–1,0*
Amèrica Llatina	*5,5*	*5,6*	*4,5*	*2,5*	*–0,1*	*–0,7*
Europa de l'Est i Central	*6,7*	*5,7*	*4,2*	*2,5*	*–0,3*	*–0,9*
Rússia	*7,4*	*8,1*	*6,8*	*3,5*	*–0,2*	*–2,0*
China	*11,6*	*11,9*	*9,7*	*8,5*	–	*–0,8*
Preus al consum						
Economies avançades	**2,4**	**2,2**	**3,6**	**1,4**	**–**	**–0,6**
Països en desenvolupament	*5,4*	*6,4*	*9,2*	*7,1*	*–0,2*	*–0,7*
Comerç mundial en volum (**)	**9,3**	**7,2**	**4,6**	**2,1**	**–0,3**	**–2,0**
Preu del petroli ($/barril) (***)	**20,5**	**10,7**	**40,2**	**–31,6**	**–10,6**	**–25,3**

NOTES: (*) Previsions de noviembre 2008.
(**) Béns i serveis.
(***) Mitjana de preus spot de les qualitats Brent, Dubai and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 71,13 el 2008 i 68,00 el 2009.
FONT: Fons Monetari Internacional.

Els Estats Units s'apropen a la recessió amb una crisi de confiança i uns consumidors endeutats...

el 2009, continuarà essent molt superior a les del grup de països avançats.

Estats Units: cap a la recessió

L'economia nord-americana empitjora de forma ràpida i sense perspectives convincents de recuperació. Els suports i les garanties subministrats al sector financer continuen sense traslladar-se a la resta de branques de l'activitat econòmica, tal com ho demostra l'evolució alcista de les primes de risc del deute de les empreses. Al centre d'aquest panorama a la baixa hi ha els consumidors, els quals, amb un poder adquisitiu disminuït i un endeutament alt, veuen com l'amenaça de noves fallides i el constant descens del valor dels seus actius redueixen la confiança. Un element positiu és la moderació de la inflació.

...per bé que la reducció del preu de les primeres matèries és un alleujament.

La reducció del preu de les primeres matèries és un alleujament per al poder adquisitiu de les llars, ja que, amb els mateixos dòlars, poden comprar més galons de benzina. Si el preu del petroli es manté en els nivells actuals, propers als cinquanta dòlars per barril, cap a la meitat del 2009 es podrien donar increments negatius de l'IPC.

El producte interior brut (PIB) nord-americà va recular en el tercer trimestre el 0,5%, en termes intertrimestrals anualitzats, i s'espera que continuï a la baixa en el quart. El punt més feble, i també el risc més important, és avui el consum privat, que, al seu torn, va recular el 3,7%. També resten forces al creixement la inversió en equipament i la construcció, que continua sense tocar fons. En aquest entorn de feblesa de la demanda interna, el sector exterior ha passat a tenir contribucions positives, però cada cop té menys força, amb unes exportacions que, arran de l'alentiment de la demanda global, van cedir la meitat de la

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			
			III	IV	I	II	III	Octubre
PIB real	2,8	2,0	2,3	2,3	2,5	2,1	0,7	–
Vendes al detall	5,8	4,1	4,1	4,9	3,0	2,6	0,7	–4,1
Confiança del consumidor (1)	105,9	103,4	105,7	91,2	76,5	57,3	57,3	38,0
Producció industrial	2,2	1,7	1,8	2,1	1,9	0,2	–2,6	–4,1
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	53,1	51,1	51,3	49,6	49,2	49,5	47,8	38,9
Venda d'habitatges unifamiliars	–18,0	–26,8	–27,3	–33,7	–33,1	–39,1	–34,6	...
Taxa d'atur (2)	4,6	4,6	4,7	4,8	4,9	5,3	6,0	6,5
Preus de consum	3,2	2,9	2,4	4,0	4,1	4,4	5,3	3,7
Balança comercial (3)	–753,3	–700,3	–701,4	–700,3	–697,8	–699,6	–708,3	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	5,2	5,3	5,4	4,9	3,0	2,8	3,2	3,0
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	82,5	77,9	77,0	73,3	72,0	70,9	73,5	80,4

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.

seva aportació del trimestre anterior. Amb aquests resultats, els Estats Units són al començament d'una recessió, amb unes perspectives per al 2009 que apunten a un creixement nul en el millor dels casos, és a dir, considerant els importants estímuls del sector públic.

Aquest escenari ombrívol es reflecteix en l'ànim dels consumidors, com ho palesa l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, que, a l'octubre, va baixar dels 61,4 punts als 38,0 punts, un mínim absolut en els gairebé 40 anys de vida de l'indicador. Confirmant aquest context, les vendes al detall de l'octubre van sumar el tercer mes consecutiu de descensos. Això va fer que, sense automòbils ni benzina, els components més fluctuants, el consum al detall cresqués un lànguid 0,5%, que, descomptant les variacions de preus, es tradueix en una disminució de l'1,6%. D'altra banda, les vendes d'automòbils del mateix període acumulaven una davallada del 23,4% interanual. Amb aquests elements, els comerciants auguren una mala temporada de compres nadalenques.

La visió empresarial, reflectida en l'índex d'activitat de l'Institute for Supply Management, va abandonar ambigüitats passades i, a l'octubre, va intensificar la tendència de reculada i va mostrar un escenari clar de recessió, amb nivells similars als del 1991. L'índex de manufactures va baixar dels 43,5 punts als 38,9 punts, ja força per sota del nivell d'equilibri dels 50,0 punts, considerats el llindar que indica riscos de recessió. Per la seva banda, l'índex dels serveis va baixar de manera dràstica dels 52,1 punts als 44,2 punts. En els dos casos, s'evidencia que, en pocs mesos, s'ha passat de les tensions inflacionistes a tenir dràstiques davallades de preus. Destaquen la feblesa de l'ocupació i l'intens deteriorament de les noves comandes, en especial en manufactures.

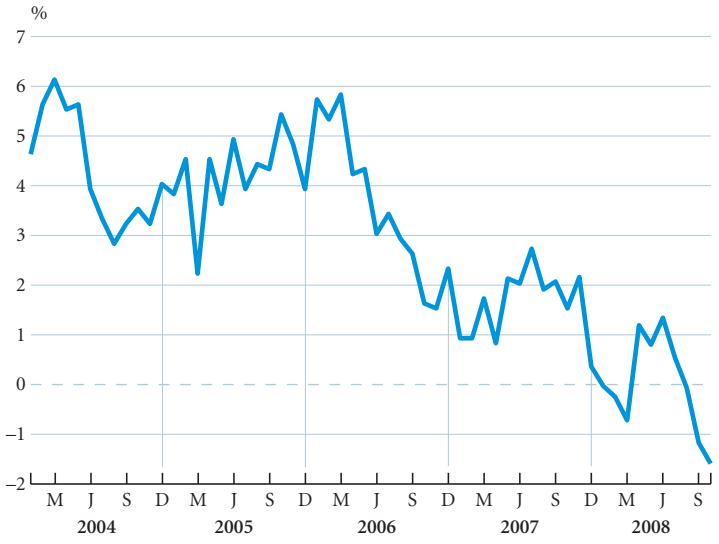
El sector de l'habitatge continua sense tocar fons. Pel costat de la demanda, el preu dels immobles continua disminuint la ri-

El pessimisme dels consumidors es traslladа al consum al detall.

Els empresaris empitjoren de manera dràstica les seves previsions i no veuen tensions de preus.

ESTATS UNITS: LA DESACCELERACIÓ DEL CONSUM S'INTENSIFICA

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



NOTA: (*) Dades deflactades per l'índex de preus de consum sense energia ni aliments.
FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

La construcció continua sense tocar fons a causa de l'excés d'oferta acumulat.

quesa percebuda de molts consumidors. L'índex Case-Shiller acumula una reculada del 22,0% en relació amb el màxim del juny del 2006, que, afegida a la pujada de l'IPC, representa una pèrdua de valor del 28,0%. Arran del constant descens dels preus, sembla que la disminució del nombre de transaccions ha tocat fons, però hi ha encara un important excés d'oferta acumulat al mercat de l'habitatge, agreujat pel retard que han patit els ingressos en relació amb els preus dels immobles. Això impedeix que l'oferta toqui fons, tal com ho demostren la caiguda de la construcció en el PIB del tercer trimestre i els habitatges iniciats, que, a l'octubre, van recular el 38,0% interanual. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, indicador avançat de l'anterior, van baixar el 40,1%. L'evidència més palpable de la duresa de l'ajustament no són els descensos, sinó els nivells assolits, ja que els 791.000 habitatges iniciats a l'octubre, en termes anuals, són un mínim històric des de l'inici de l'indicador el 1959.

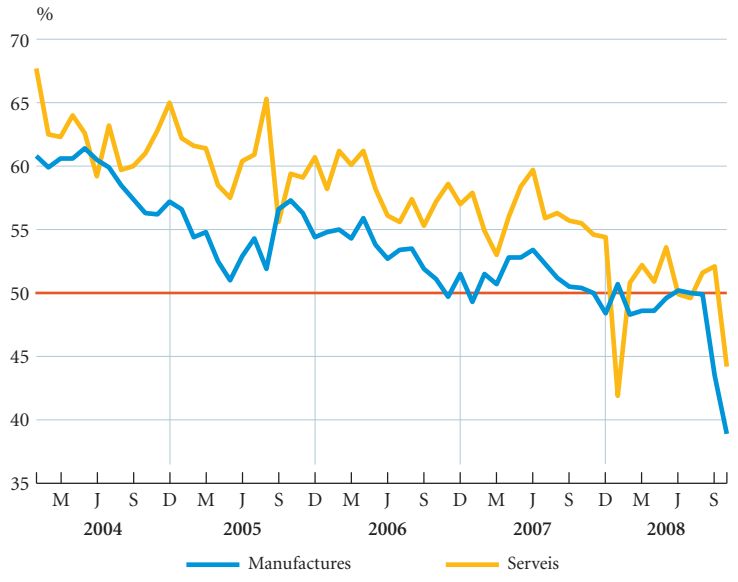
Amb 1,2 milions de llocs de treball perduts, s'intensifica el deteriorament del mercat laboral.

La feblesa del consum privat té el seu origen en l'esmentada davallada del poder adquisitiu de les famílies, i aquí la fragilitat del mercat de treball juga un paper crucial. A l'octubre, es van destruir 240.000 llocs de treball i es va comprovar que la pèrdua de llocs de treball en els mesos anteriors havia estat molt superior a l'estimada inicialment. Això va situar en 1.179.000 el total de llocs de treball perduts en el període gener-octubre d'enguany. La taxa d'atur de l'octubre va arribar al 6,5% de la població activa, i la tendència és a l'alça. Per la seva banda, els salaris van mantenir el poder adquisitiu en relació amb el mateix període de l'any anterior, gràcies, en gran part, al descens del preu del petroli.

Pel costat dels preus, l'índex de preus al consum (IPC) es va incrementar a l'oc-

ESTATS UNITS: ELS EMPRESARIS VEUEN MALS TEMPS

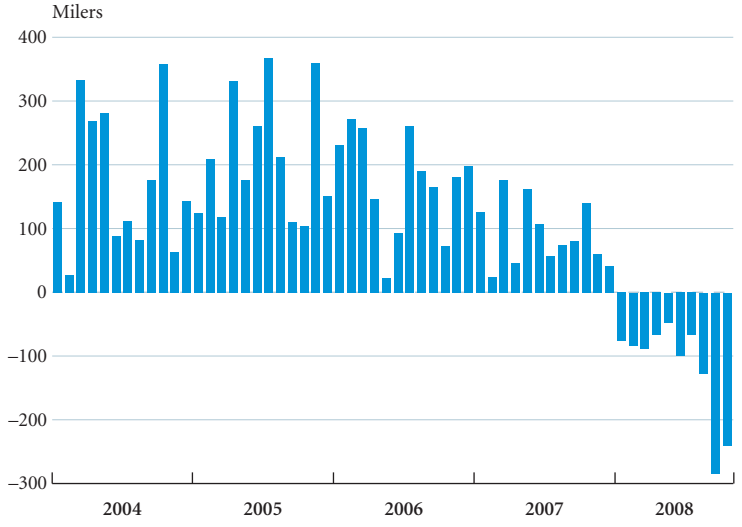
Nivell dels índexs de l'ISM (*)



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

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

Creació (+) o destrucció (–) mensual neta de llocs de treball agrícoles



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

tubre el 3,7% interanual, que representa una forta desacceleració en relació amb la pujada del 4,9% del setembre. Enfront d'aquesta volatilitat de l'índex general, la variable clau continua essent el component subjacent, el general sense els aliments ni l'energia, que també va moderar els avanços, amb una pujada del 2,2% interanual enfront del 2,5% previ. Els preus de producció del mateix període es van incrementar el 5,1% interanual, que representa una intensa desacceleració en relació amb el 8,7% del setembre, a causa de la baixa utilització de la capacitat productiva, que, a l'octubre, es va situar en el 76,3%, i del descens del preu del petroli.

Al sector exterior, convertit ara en el suport del creixement, la balança comercial de béns i serveis va presentar al setembre un dèficit de 56.470 milions de dòlars, saldo que, malgrat la feblesa de la demanda interna, se situa l'1,8% per damunt del mateix període de l'any anterior. En aquest sentit, l'esperada millora de la balança comercial, un cop exclosos el petroli i els productes derivats, fa quatre mesos que està estancada, per no dir que recula. La causa cal buscar-la en la desacceleració de les exportacions, que sembla que han tocat sostre. Així, les exportacions van créixer el 8,8% interanual, enfront de l'increment del 16,3% del mes anterior, una desacceleració més intensa que la de les importacions, que van passar de créixer el 13,6% a avançar el 6,9% interanual.

La inflació es modera amb rapidesa i baixa del 4%, però el dèficit comercial es resisteix a la correcció.

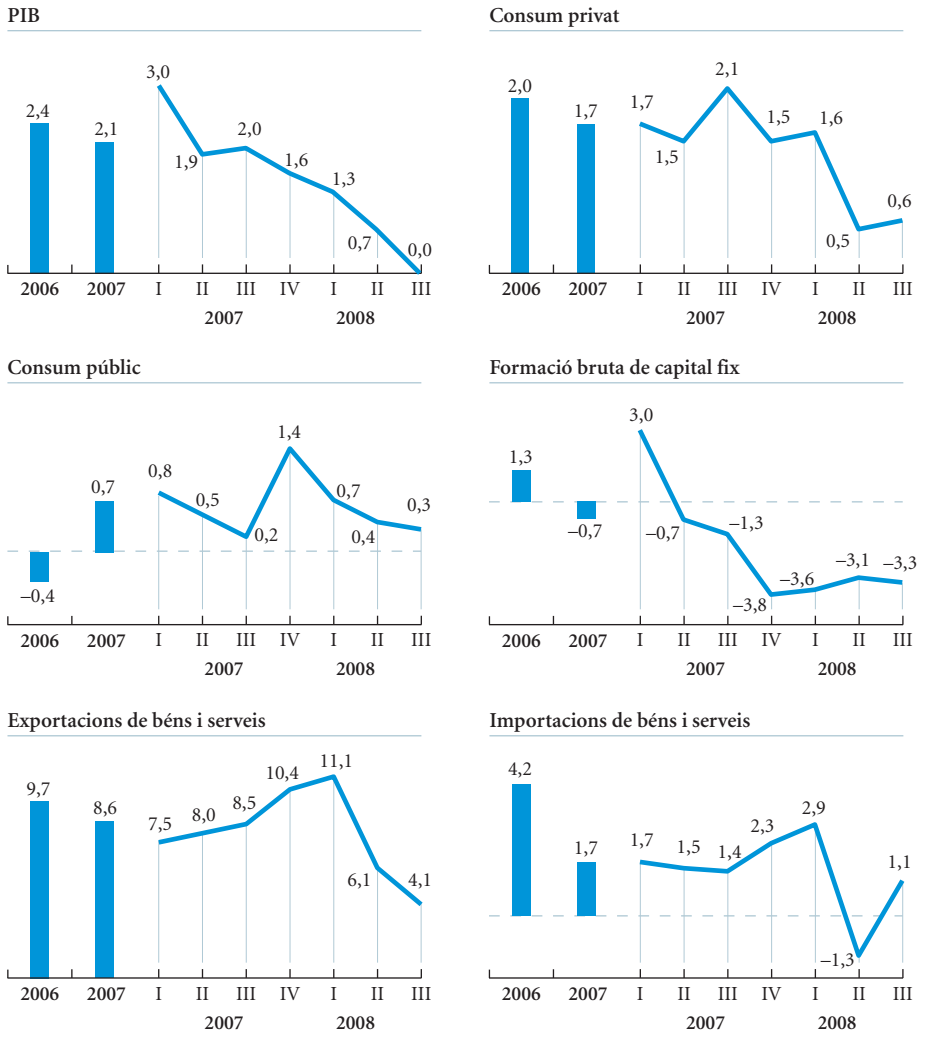
El Japó ja està en recessió

El PIB del tercer trimestre de l'economia japonesa va recular el 0,6%, en termes intertrimestrals anualitzats, la qual cosa deixa el creixement interanual en el 0,0%. El creixement dels tres trimestres previs també ha estat revisat a la baixa, en especial el corresponent al segon trimestre, que ara registra una caiguda del 3,7% intertrimestral anualitzat. Aquests dos períodes successius de creixement negatiu duen l'economia a una recessió.

El PIB del Japó recula per segon mes consecutiu i l'economia entra en recessió.

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

La inversió en equipament i les exportacions són els components més febles.

La distribució per components presenta majoritàriament ombres, tot i que també mostra alguna llum. Continua el deteriorament del sector exterior, arran de la feblesa de la demanda global, tot i que les exportacions van evolucionar menys malament que en el trimestre anterior. Va ser, però, el repunt importador el que va acabar arrossegant a la baixa el sector exterior. La feblesa de l'economia nipona rau en la dependència de les vendes a l'exterior, que, aquest cop, es va fer especialment patent en la reculada del 6,7% intertrimestral anualitzat de la inversió en equipament, que, en gran part, és realitzada per empreses exportadores. Aquest descens explica, tot sol, la reculada de l'economia en el tercer trimestre. Al costat positiu, cal destacar la lleugera recuperació del consum privat i el fort repunt de la construcció, que va passar de descensos de l'11,9% a creixements del 17,0% en termes intertrimestrals.

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				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	2,4	2,1	2,0	1,6	1,3	0,7	–	0,0	–
Producció industrial	4,2	2,9	3,1	2,7	2,5	1,0	1,2	–4,7	–2,1
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	22,5	22,0	23,0	19,0	11,0	5,0	–	–3,0	–
Habitatges iniciats	4,5	–17,2	–36,9	–27,1	–8,9	–10,9	19,2	53,5	54,4
Taxa d'atur (2)	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,0
Preus de consum	0,2	0,1	–0,1	0,5	1,0	1,4	2,3	2,1	2,1
Balança comercial (3)	9,4	12,5	12,3	12,5	11,7	10,2	9,7	8,2	7,0
Tipus interbancari 3 mesos (4)	0,3	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	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.

El dubte sobre aquestes bones notícies cal buscar-lo en la continuïtat. En primer lloc, el consum privat podria haver experimentat un cert repunt a causa dels Jocs Olímpics de Pequín. En segon lloc, els indicadors del mercat de l'habitatge no donen suport al dràstic viratge a l'alça que apareix als comptes nacionals. Això explica els dos plans d'estímul fiscal posats en marxa pel govern de Taro Aso. Amb 6,8 bilions de iens, l'1,3% del PIB, els principals beneficiaris serien les llars. Uns beneficis que inclourien 60.000 iens (uns 500 euros) per a una família mitjana de quatre persones i exempcions per als qui paguin hipoteca. Les petites i mitjanes empreses, i també la banca, serien receptores d'ajuts. El problema dels estímuls fiscals és que el deute brut de l'erari públic supera el 170% del PIB, tot i que, en saldo, els seus creditors són, sobretot, japonesos, a diferència del cas nord-americà.

Entre els indicadors de demanda més recents no hi ha gaires dades positives. La confiança del consumidor del tercer trimestre va arribar a mínims històrics i les vendes al detall van tornar a recular al setembre. Les vendes d'automòbils, indicador avançat de la demanda, van tornar a recular a l'octubre després d'uns tímids indicis de recuperació en la primera meitat del 2008. Pel costat de l'oferta, no sembla que tampoc hi hagi cap bàlsam. La producció industrial no es va recuperar del sever correctiu de l'agost i va cedir el 2,1% interanual al setembre. Per la seva banda, la producció industrial de béns de consum del mateix període va recular un percentatge més moderat, el 0,6%. Al capítol de la formació de capital, les expectatives per als propers mesos continuen essent 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.

Al front de l'habitatge, els últims indicadors no confirmen la continuïtat del fort repunt de la construcció del PIB del tercer trimestre. Malgrat el repunt de l'oc-

L'estímul fiscal de 6,8 bilions de iens pretén donar forces a la demanda interna.

La construcció es recupera, però no la venda d'immobles, mentre que la indústria continua a la baixa.

tubre, el volum de vendes de l'àrea de Tòquio va mantenir la forta tendència a la baixa, mentre que els preus estan relativament estancats des del maig. Pel costat de l'oferta, els habitatges iniciats de gener a setembre van avançar un moderat 2,3% interanual, que denota una recuperació més aviat modesta en relació amb el nivell assolit en el tercer trimestre del 2007.

La inflació es manté per damunt del 2%, però baixarà en els propers mesos.

Al front inflacionista, els avanços de l'índex general continuen causats més per la ressaca de l'encariment del petroli que no pel vigor de la demanda interna. L'IPC del setembre va pujar el 2,1% interanual, i l'índex sense aliments frescos es va mantenir just per sota del seu màxim històric, amb un increment del 2,3% interanual. No obstant això, els preus s'haurien de moderar amb rapidesa, ja que l'índex subjacent, el general sense l'energia ni els aliments, va registrar un increment del 0,2% interanual. L'IPC de Tòquio del mes d'octubre, amb un avanç de l'1,2% interanual, i la persistència dels descensos dels preus de les primeres matèries confirmen la hipòtesi d'un ràpid retorn de la inflació japonesa a valors molt propers a zero, sense descartar incursions en el terreny negatiu, de disminució de preus. Per la seva banda, la taxa d'atur del setembre va baixar lleugerament i es va situar en el 4,0% de la població activa.

Les exportacions continuen estancades per la menor demanda internacional.

Al sector exterior, el superàvit comercial es continua reduint amb rapidesa. En els dotze mesos fins al setembre, el saldo positiu va disminuir fins als 7,0 bilions de iens, el 42,3% per sota del nivell del mateix període de l'any anterior. És significatiu que el setembre fos el segon mes consecutiu de dèficit comercial. Quelcom que no és usual al Japó i que té la causa en l'estancament de les exportacions als Estats Units i, en especial, a la Xina. Les manufactures japoneses continuen essent competitives, però l'apreciació del ien i la feblesa de la demanda global fan difícil que tornin a bufar bons vents per al país del sol naixent.

Brasil: creixent en solitari

Sense disposar encara de les dades del PIB del tercer trimestre, els últims indicadors i les previsions per al 2009 mostren que el Brasil és una de les economies menys afectades per la crisi de crèdit. L'economia brasilera va créixer el 6,2% interanual en el segon trimestre, força per damunt de la mitjana dels últims

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB real	3,7	5,4	5,6	6,1	5,9	6,2	–	...	–	–
Taxa d'atur São Paulo (*)	15,9	15,0	15,0	14,0	13,8	13,7	12,7	12,8	...	...
Preus de consum	4,2	3,6	4,0	4,3	4,6	5,6	6,4	6,2	6,3	6,4
Balança comercial (**)	46,5	40,0	43,2	40,0	34,1	30,8	30,7	29,5	28,7	26,5
Tipus SELIC del banc central (***)	15,1	12,0	11,4	11,3	11,3	11,9	13,0	13,0	13,8	13,8
Rals per dòlar	2,2	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9	2,1

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

anys. El major protagonisme de l'activitat va continuar centrat en la demanda interna, tot i que amb una mica menys de consum i amb molta més inversió. Malgrat que el Brasil continua tenint el superàvit comercial més elevat del continent americà, el sector exterior va continuar evidenciant un perfil erràtic, amb les exportacions creixent molt per sota de les importacions.

Entre els últims indicadors d'activitat, la producció industrial va continuar intensificant les alces i, al setembre, va créixer un 9,4% interanual. De naturalesa més volàtil, però mantenint una línia de robustesa, la producció industrial de béns de capital va continuar amb els creixements de dos dígits i va registrar uns guanys del 25,8% interanual, la qual cosa augura la continuïtat del cicle alcista inversor en el PIB del tercer trimestre. Coherent amb aquest context, la utilització de la capacitat productiva ha mantingut el repunt prevalent des de l'inici d'enguany i ha arribat fins al 84,4%, percentatge que iguala el màxim històric del 2007.

Pel costat de la demanda, les vendes al detall van continuar mostrant creixements robusts. El consum al detall era l'assignatura pendent del Brasil, amb uns comptes macroeconòmics satisfactoris, que, malgrat tot, no es reflectien en el consum de les llars, moltes d'elles al llindar de la pobresa. No obstant això, a partir del 2004 i, especialment per la seva continuïtat, el 2007 i el 2008, les vendes al detall viuen un cicle alcista que no dóna senyals de debilitat, com ho demostra l'avanç del 9,4% interanual del setembre. De manera similar, les compres d'automòbils del període gener-octubre van créixer el 22,2% interanual. La persistència d'aquests ritmes d'avanç va fer que, a l'octubre, es venguessin el 47% més d'unitats que en la mitjana del 2006, la qual cosa evidencia l'embranzida de la demanda interna.

Aquesta força de la demanda interna provoca tensions inflacionistes relativament

El Brasil continua esquivant els efectes de la crisi de crèdit.

La indústria, liderada pels béns de capital, continua avançant amb força.

BRASIL: S'APROPA L'EQUILIBRI FISCAL

Dèficit públic dels dotze últims mesos en relació amb el PIB

FONTS: Instituto da Pesquisa Economica Aplicada i elaboració pròpia.

Les vendes al detall mantenen un to vigorós i l'IPC puja el 6,4%.

moderades, amb un IPC que, a l'octubre, va pujar el 6,4% interanual, inscrit en un perfil de relativa estabilitat. En els preus a l'engròs, les tensions amainen a poc a poc, com ho demostra l'avanç de l'octubre del 14,7%, elevat però ja inferior al 15% per segon mes consecutiu. Amb tots aquests elements, el banc central es manté a l'aguait i deixa invariat el tipus de referència SELIC en el 13,8%, nivell al qual es va arribar amb increments progressius fins al setembre.

Les finances públiques milloren i el superàvit comercial es redueix.

Al mercat de treball, les millores evolucionen més lentament, ja que la taxa d'atur del districte de São Paulo va interrompre els lents descensos i es va situar, a l'agost, en el 12,8% de la població activa. Per la seva banda, el sector públic continua millorant. En primer lloc, pels ingressos de les arques públiques. Gràcies a la forta activitat econòmica, el superàvit fiscal abans dels interessos del deute va ser del 4,6% del PIB en els dotze mesos fins al setembre. També van continuar els efectes de la millora en la qualificació de la qualitat del deute, de manera que els interessos pagats van ser del 5,9% del PIB, per sota del 6% per primer cop des del 1998. Tots aquests factors van ajudar a reduir el dèficit públic total fins a situar-lo en l'1,3% del PIB, menys de la meitat del nivell del 2006. Al sector exterior, la relativa pèrdua de valor del real no va aconseguir redreçar el deteriorament del superàvit comercial, que, en els dotze últims mesos fins a l'octubre, va ser de 26.510 milions de dòlars, 16.157 milions més que en el mateix període de l'any anterior. Un deteriorament que, malgrat la fragilitat de la demanda internacional, és degut més a l'augment de les importacions que no a la sobtada desacceleració exportadora.

Argentina: l'expansió perd força

L'Argentina creix el 7,5%, però els indicadors apunten a un alentiment.

En el segon trimestre, l'economia argentina va créixer el 7,5% interanual i va mantenir el ja llarg cicle expansiu basat en la demanda interna, tot i que amb un clar alentiment del consum privat i amb una desacceleració més intensa de la inversió.

Sembla que les tensions inflacionistes, que, a l'Argentina, han estat més intenses que en altres economies emergents, han amainat una mica. A l'octubre, l'avanç de l'IPC es va situar en el 8,4% interanual i va tornar, així, als ritmes de l'inici de l'any. De manera similar, els preus a l'en-

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB real	8,5	8,7	8,8	9,1	8,3	7,5	–	...	–	–
Producció industrial	7,7	5,9	3,6	6,2	5,1	3,7	3,6	4,1	2,3	...
Taxa d'atur (*)	10,2	8,5	8,1	7,5	8,4	8,0	–	...	–	–
Preus de consum	10,9	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	9,1	9,0	8,7	8,4
Balança comercial (**)	12,3	11,1	10,4	11,1	12,3	10,9	11,4	13,4	14,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (***)	9,9	11,3	12,6	13,7	10,7	14,2	14,1	13,9	13,7	19,3
Pesos argentins per dòlar	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0	3,1	3,4

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

gròs dels béns nacionals es van incrementar el 10,9%, la qual cosa també representa menys pujades, mentre que els béns energètics sí que van mantenir un notable increment del 20,9%. L'evolució del preu del petroli a la baixa ha de ser, en aquest sentit, un notable bàlsam per a l'economia argentina que s'hauria de notar en els propers mesos.

Els indicadors de demanda més recents, tot i que robusts, evidencien un procés d'intensa desacceleració. Les vendes al detall de la regió de Buenos Aires van créixer el 16,0% interanual al setembre i, en el total de grans magatzems, van pujar el 28,6%. Malgrat que aquestes xifres, que inclouen els increments de preus, són elevades, en els dos casos es notaria un alentiment en relació amb el mes d'agost, quan els ritmes d'avanç eren del 27,3% i del 37,0%, respectivament. La venda d'automòbils dels dotze últims mesos fins a l'octubre confirma aquests signes d'alentiment de la demanda, amb un creixement del 9,7% interanual, quan, només tres mesos enrere, els increments eren del 15%.

Al costat de l'oferta, també domina la tònica a la baixa. La producció industrial continua la tendència d'alentiment, amb un magre avanç del 2,3% interanual. Per sectors, l'automòbil va mantenir la recuperació, però les indústries metàl·lica i química van patir importants reculades, les quals es van estendre al sector de la construcció, ja que, a l'agost, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció va baixar el 2,1% interanual, segon descens en tres mesos, situació que no es donava des de la crisi del 2002. Per la seva banda, l'Indicador d'Activitat Industrial del setembre es va comportar millor i va avançar el 5,7% interanual.

En contrast amb la pèrdua de la demanda interna, el sector exterior va presentar un superàvit comercial dels dotze mesos fins al setembre de 14.185 milions de dòlars, gràcies a la notable força de les exportacions, que, durant el mateix període considerat, es van incrementar el 38,4% interanual.

La inflació continua per damunt del 8%, però hi ha perspectives de moderació de preus.

Primeres matèries: temporada de rebaixes

Al novembre, s'ha tornat a assistir a nous descensos de les cotitzacions de les primeres matèries. Entre els dies 1 i 24, l'índex «The Economist» de primeres matèries va caure el 2,5%. Més enllà de la reculada del novembre, impressiona el fet que, des dels màxims anuals del començament de juliol, aquest índex s'hagi enfonsat més del 40%. El petroli, que no està inclòs en l'índex que compila el setmanari econòmic, s'ha enfonsat el 15% entre l'1 i el 24 de novembre i més del 60% des del començament de juliol, quan va anotar els seus màxims històrics. El 24 de novembre, el nivell era de 52,5 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliurament a un mes), que cal comparar amb els 62 dòlars de l'inici del mes.

La feblesa de la construcció s'afegeix a la desacceleració del consum al detall i de la producció industrial.

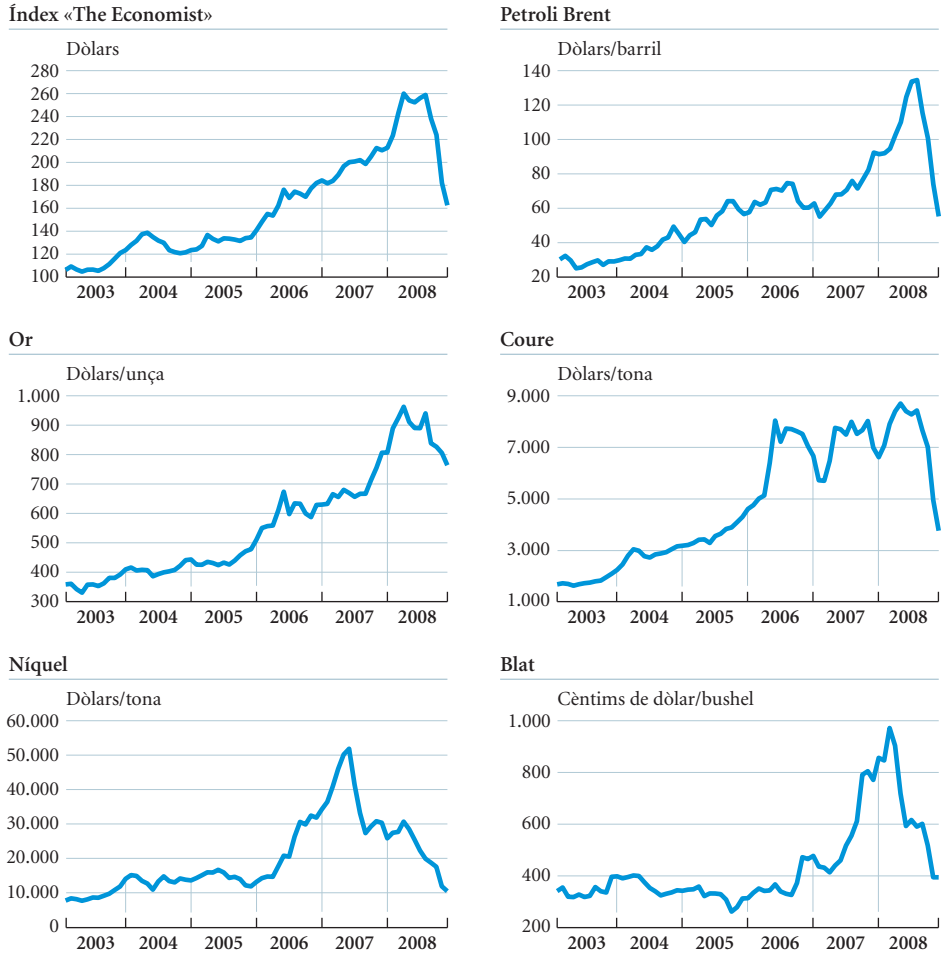
Des del començament de juliol, el segment que s'ha ajustat més ha estat el dels metalls, que ha caigut com a grup més del 50%. En aquesta categoria cal destacar que productes com el níquel, el coure i el platí han batut aquest ritme de descens. La resta de components s'han mogut en taxes de disminució més reduïdes, amb reculades inferiors al 40% des de les cotitzacions rècord del juliol. Concretament, les primeres matèries agrícoles no alimentàries han cedit el 38% i les alimentàries, el 37%. Aquestes dades suggereixen un patró: les primeres matèries d'ús industrial (la majoria dels metalls i certes primeres matèries agrícoles) són les que s'han ajustat més, ja que es tracta de productes amb una demanda de caràcter més cíclic que els aliments i altres primeres matèries.

Novembre, un nou mes amb les cotitzacions de les primeres matèries a la baixa.

Les perspectives de demanda global a la baixa deprimeixen els preus.

I, si el cicle és el principal responsable, cal vincular el descens de les cotitzacions als canvis en les perspectives de creixement global. En el cas del petroli, l'Agència Internacional de l'Energia ha revisat a la baixa la demanda esperada per al 2009, de manera que ha passat de preveure una demanda de 87,7 milions de barrils diaris a l'agost passat a vaticinar una demanda de 86,5 milions de barrils diaris al novembre. Si es compleixen les previsions de l'Agència, la demanda mundial de petroli del 2009 només seria el 0,3% superior a la del 2008. Una xifra tan baixa de creixement de la demanda no s'ha donat des del 1985.

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



FONTS: «The Economist», Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

UNIÓ EUROPEA

Previsions de la Comissió Europea: la primera recessió de l'euro

La Comissió Europea reconeix que la Unió Europea (UE) patirà plenament els efectes de la crisi global. Així, el triple impacte de la crisi financera, de l'ajustament immobiliari en diversos països i de l'efecte retardat de diversos anys de primeres matèries cares provocarà un alentiment del creixement mundial, que, al seu torn, copejarà la UE. Concretament, l'executiu comunitari espera, per a la Unió en conjunt, un creixement del producte interior brut (PIB) del 0,2% el 2009 (per al 2008 estima un creixement de l'1,4%) i de l'1,1% el 2010. Més favorable és l'escenari de la inflació, ja que el menor ritme d'activitat i l'ajustament dels preus de les primeres matèries afavoriran que la inflació passi del 3,9% del 2008 al 2,4% el 2009 i al 2,2% el 2010. Pel que fa a les previsions anteriors, aquestes xifres representen una notable correcció a la baixa del creixement per al 2008 i el 2009 i una revisió a l'alça de la inflació del 2008 (no de la inflació del 2009).

La zona de l'euro es mourà en paràmetres similars. Partint d'un ritme de creixement de l'1,2% el 2008, la Comissió preveu un creixement mínim del 0,1% el 2009 i una recuperació fins al 0,9% el 2010. La inflació també registrarà una trajectòria paral·lela a la de la Unió en conjunt i passarà de l'increment del 3,5% el 2008 al 2,2% el 2010. Més enllà d'aquestes xifres anuals, cal destacar que la Comissió Eu-

La Comissió Europea certifica que la zona de l'euro està entrant en la primera recessió de la seva història.

PROJECCIONS MACROECONÒMIQUES DE LA ZONA DE L'EURO (1)

	2005	2006	2007	Previsions actuals tardor 2008 (1)			Diferència amb la primavera de 2008 (2)	
				2008	2009	2010	2008	2009
Producte interior brut	**1,7**	**2,9**	**2,7**	**1,2**	**0,1**	**0,9**	**–0,6**	**–1,5**
Consum privat	1,8	2,0	1,6	0,5	0,4	1,0	–0,9	–1,1
Consum públic	1,5	1,9	2,3	1,8	1,2	1,0	–0,1	–0,5
Inversió	3,3	5,5	4,3	1,2	–2,6	0,2	–0,9	–3,8
Ocupació	0,7	1,4	1,7	0,9	–0,4	0,1	0,0	–0,9
Taxa d'atur (3)	9,0	8,3	7,5	7,6	8,4	8,7	0,4	1,1
Inflació (4)	2,2	2,2	2,1	3,5	2,2	2,2	0,4	0,0
Saldo públic (% del PIB) (5)	–2,5	–1,3	–0,6	–1,3	–1,8	–2,0	–0,3	–0,7
Deute públic (% del PIB)	70,0	68,3	66,1	66,6	67,2	67,6	1,7	3,1
Saldo per compte corrent (% del PIB)	0,1	–0,1	0,1	–0,4	–0,1	–0,1	–0,4	–0,1
Creixement del PIB a la UE	*2,0*	*3,1*	*2,9*	*1,4*	*0,2*	*1,1*	*–0,6*	*–1,6*

NOTES: (1) Les previsions de la Comissió estàn basades en dades disponibles fins al 23 d'octubre de 2008.
(2) Un signe «+»(«–») significa una xifra positiva més alta (més baixa) o una negativa més baixa (més alta) comparat amb la primavera de 2008.
(3) Percentatge de la població activa.
(4) Índex de preus de consum harmonitzat, canvi nominal.
(5) Els processos relatius a les llicències UMTS queden inclosos.
FONT: Comissió Europea.

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Tardor 2008

	PIB (1)				Inflació (2)				Atur (3)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bèlgica	2,8	1,4	0,1	0,9	1,8	4,7	2,5	2,0	7,5	7,1	8,0	8,7
Alemanya	2,5	1,7	0,0	1,0	2,3	3,0	2,1	1,9	8,4	7,3	7,5	7,4
Irlanda	6,0	–1,6	–0,9	2,4	2,9	3,3	2,1	1,8	4,6	6,1	7,6	7,4
Grècia	4,0	3,1	2,5	2,6	3,0	4,4	3,5	3,3	8,3	9,0	9,2	9,3
Espanya	3,7	1,3	–0,2	0,5	2,8	4,2	2,1	2,8	8,3	10,8	13,8	15,5
França	2,2	0,9	0,0	0,8	1,6	3,3	1,8	1,7	8,3	8,0	9,0	9,3
Itàlia	1,5	0,0	0,0	0,6	2,0	3,6	2,0	2,1	6,1	6,8	7,1	7,3
Xipre	4,4	3,7	2,9	3,2	2,2	4,5	2,9	3,2	4,0	3,9	3,8	3,7
Luxemburg	5,2	2,5	1,2	2,3	2,7	4,4	2,2	2,7	4,1	4,0	4,3	4,7
Malta	3,7	2,4	2,0	2,2	0,7	4,4	3,0	2,2	6,4	5,9	6,2	6,4
Països Baixos	3,5	2,3	0,4	0,9	1,6	2,5	3,0	2,3	3,2	3,0	3,4	3,7
Àustria	3,1	1,9	0,6	1,3	2,2	3,4	2,1	1,9	4,4	3,9	4,2	4,5
Portugal	1,9	0,5	0,1	0,7	2,4	2,9	2,3	2,1	8,1	7,7	7,9	7,9
Eslovènia	6,8	4,4	2,9	3,7	3,8	6,2	3,7	3,1	4,9	4,5	4,8	4,7
Finlàndia	4,5	2,4	1,3	2,0	1,6	4,2	2,6	1,8	6,9	6,3	6,5	6,4
Eslovàquia (4)	10,4	7,0	4,9	5,5	1,9	4,0	3,5	3,3	11,1	9,9	9,8	9,6
Zona de l'euro	**2,7**	**1,2**	**0,1**	**0,9**	**2,1**	**3,5**	**2,2**	**2,1**	**7,5**	**7,6**	**8,4**	**8,7**

NOTES: (1) Percentatge de variació real.
(2) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat.
(3) Percentatge de la població activa.
(4) Malgrat que la incorporació oficial d'Eslovàquia a la zona euro és a partir de l'1 de gener de 2009, la Comissió Europea la inclou en el càlcul de l'eurozona per tal de garantir l'homogeneïtat de totes les xifres.
FONT: Comissió Europea.

La crisi global deprimeix la inversió i les exportacions i deixa sense capacitat de creixement la zona de l'euro.

ropea espera que, durant el 2008, se succeeixin tres trimestres consecutius de descens intertrimestral del PIB, de manera que es produirà la primera recessió tècnica en els gairebé deu anys d'història de la moneda única. Certament, un aniversari que se celebrarà en un context trist.

L'impacte de la crisi econòmica deu molt a la particular posició de partida de la zona de l'euro. Durant l'etapa d'expansió, el dos elements centrals que van operar van ser la inversió i la demanda externa, mentre que el consum privat va exercir un paper menor. Per aquest motiu, quan el creixement global incideix sobre el sector exterior europeu i la crisi financera afecta la inversió, la zona de l'euro es veu immersa en un ràpid empitjorament del ritme de creixement. Segons l'executiu comunitari, el 2009 la inversió caurà gairebé el 2% i el ritme de les exportacions es reduirà a la meitat del registrat el 2008. Tot i que, pel que fa a la demanda externa, l'alentiment de les importacions permetrà compensar en bona part la menor embranzida exportadora, aquest no és el cas de la inversió.

Pel que fa a altres aspectes significatius, cal esmentar que, arran de l'empitjorament de l'activitat, el mercat laboral patirà un deteriorament apreciable. Així, el 2009 l'ocupació es contraurà el 0,4% i només es recuperarà marginalment el 2010. Per la seva banda, la taxa d'atur es dispa-

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA UNIÓ EUROPEA FORA DE LA ZONA DE L'EURO

Tardor 2008

	PIB (*)				Inflació (**)				Atur (***)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgària	6,2	5,8	5,6	4,7	7,6	12,4	7,9	6,8	6,9	6,0	5,8	5,7
República Txeca	6,5	4,7	5,0	3,9	3,0	6,6	3,1	2,7	5,3	5,0	5,0	5,2
Dinamarca	1,8	1,3	1,1	0,9	1,7	3,8	2,3	2,0	3,8	3,1	3,5	4,3
Estònia	7,1	2,7	4,3	2,0	6,7	10,6	4,9	3,3	4,7	5,0	6,7	7,7
Letònia	10,3	3,8	2,5	1,0	10,1	15,7	8,2	4,7	6,0	6,5	9,2	9,6
Lituània	8,8	6,1	3,7	–1,1	5,8	11,9	7,1	7,5	4,3	4,9	7,1	8,4
Hongria	1,3	1,9	3,2	1,8	7,9	3,6	3,9	2,9	7,4	8,1	8,6	8,5
Polònia	6,5	5,3	5,0	4,2	2,6	4,3	3,5	2,6	9,6	7,3	7,3	7,8
Romania	6,0	6,2	5,1	5,0	4,9	7,8	5,7	4,0	6,4	6,1	6,4	6,1
Suècia	2,6	2,2	1,8	1,8	1,7	3,0	1,7	1,9	6,1	6,0	6,8	7,3
Regne Unit	3,0	1,7	1,6	0,4	2,3	3,7	1,9	1,2	5,3	5,7	7,1	6,9
Unió Europea	**2,8**	**2,0**	**1,8**	**1,1**	**2,4**	**3,9**	**2,4**	**2,2**	**7,1**	**7,0**	**7,8**	**8,1**
EUA	2,2	0,9	0,7	1,0	2,8	4,4	1,5	0,8	4,6	5,7	7,5	8,1
Japó	2,0	1,2	1,1	0,6	0,0	1,6	0,8	0,7	3,9	4,1	4,7	4,6

NOTES: (*) Percentatge de variació real.
(**) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat, excepte per als Estats Units i Japó, que és l'índex de preus de consum nacional.
(***) Percentatge de la població activa.
FONT: Comissió Europea.

rarà un punt percentual entre el 2008 i el 2010 i s'apropará al 9% de la població activa. Al final del període de previsió, la xifra d'aturats de la zona de l'euro vorejarà els 14 milions de persones. Un altre àmbit en què s'apreciarà el deteriorament econòmic serà el de les finances públiques. Davant d'un desequilibri públic de l'1,3% del PIB el 2008, dos anys després el dèficit pujarà al 2,0%. Aquest empitjorament serà degut més a l'augment de la despesa que a la davallada dels ingressos.

Aquest escenari macroeconòmic, tot i tenir un to pessimista, pot acabar essent fins i tot excessivament positiu. Pocs dies després de la seva publicació, el Fons Monetari Internacional i l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics publicaven sengles informes de previsions en què es considerava una caiguda del PIB de la zona de l'euro de l'ordre del 0,5% per al 2009. Tot i que, certament, la Comissió Europea considera que els riscos per al seu escenari (en particular, que la crisi financera duri més del que estava previst i que sigui més intensa del que s'havia estimat) poden generar menys creixement, probablement la realitat circularà per camins més severs que els assumits per la institució comunitària.

L'escenari de la Comissió és probablement massa optimista.

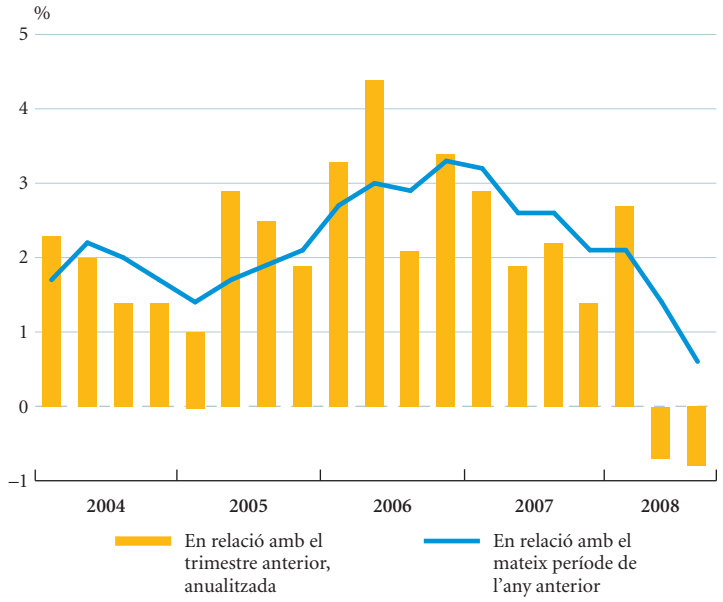
Zona de l'euro: en recessió, i ara què?

Les dades de creixement del tercer trimestre han confirmat que l'entrada de la zona de l'euro en recessió tècnica s'ha consumat. El PIB de la zona de l'euro va caure en aquest període el 0,2% en relació amb el tercer trimestre. Idèntica reculada es va registrar en el segon trimestre. Com ja s'ha comentat més amunt, es tracta de la primera recessió de la història de l'euro.

La zona de l'euro entra en la seva primera recessió pel mal to d'Alemanya i d'Itàlia.

LA ZONA DE L'EURO S'ENDINSA EN LA RECESSIÓ

Variació del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

El consum, en especial el durador, fortament afectat per la crisi.

En taxa interanual, el creixement es va alentir fins al 0,7%, un ritme que equival a la meitat de l'anotat en el segon trimestre. Amb les dades disponibles a la mà, es verifica que tres economies de la zona de l'euro estan ja en recessió: Alemanya i Itàlia (que van entrar en recessió en el tercer trimestre) i Irlanda (que va fer-ho en el segon). El baix creixement de França i d'Àustria (avanç intertrimestral del 0,1%) i l'avanç intertrimestral nul dels Països Baixos i de Portugal completen un escenari de ritme d'activitat gairebé obturat.

Quines són les vies per les quals es materialitza l'ajustament econòmic? Tot i que encara no es disposa del detall per components de la demanda del tercer trimestre, els indicadors mensuals ens permeten aproximar la qüestió. Un primer element que falla és el consum privat, com ho palesa la caiguda de les vendes al detall del tercer trimestre. El descens de la despesa de les llars afecta molt més el consum de béns duradors que el de béns no duradors. Així, la producció industrial de béns duradors cedia al setembre el 6,7% interanual, mentre que la producció industrial de béns no duradors registrava un descens interanual menor, del 2,2%.

Inversió i exportacions reflecteixen les dificultats financeres i l'empitjorament de la demanda internacional.

Un altre puntal de la demanda interna, la inversió, també cedeix. Tant l'ajustament del grau d'utilització de la capacitat productiva (va recular un punt percentual en el tercer trimestre) com l'evolució de la producció industrial de béns d'equipament (descens interanual del 0,9% al setembre) remarquen que la inversió en equipament s'acomoda ràpidament a les pitjors condicions del crèdit i al deteriorament de la demanda esperada.

Sense el suport de la demanda interna, el creixement de la zona de l'euro queda a càrrec del sector exterior. I en aquest front les notícies tampoc no són esperançadores. La balança comercial, que fins al se-

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	Octubre
PIB	3,0	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	–	0,7	–	–
Vendes al detall	1,5	0,9	1,2	–0,3	–0,2	–1,5	–1,5	–1,5	–1,3	...
Confiança del consumidor (1)	–9,1	–4,9	–3,9	–7,7	–11,9	–14,6	–19,7	–19,2	–18,9	–23,6
Producció industrial	4,0	3,5	4,0	3,1	2,5	1,1	–1,1	–0,7	–2,4	...
Sentiment econòmic (1)	106,3	108,4	108,7	104,3	100,5	96,5	89,5	88,5	87,5	80,4
Taxa d'atur (2)	8,3	7,4	7,4	7,3	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	...
Preus de consum	2,2	2,1	1,9	2,9	3,4	3,6	4,0	3,8	3,6	3,2
Balança comercial (3)	–10,4	20,1	31,4	34,3	23,5	11,5	–3,7	–14,9	–24,3	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	3,1	4,3	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0	5,3
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	107,6

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.

gon trimestre era positiva, va registrar al setembre un dèficit de 24.300 milions d'euros, en saldo acumulat de dotze mesos. L'estabilització del ritme d'avanç de les exportacions en la zona del 6% interanual en els dotze mesos que finalitzen al setembre implica que el ritme al qual es creix és, aproximadament, la meitat que l'anotat un any abans. Les importacions, en canvi, continuen avançant a taxes sensiblement superiors, de l'ordre del 10% interanual.

Aquesta situació de demanda, interna i internacional, a la baixa comporta un clar deteriorament de l'oferta. Així, la producció industrial va caure el 2,4% interanual al setembre, i la confiança dels serveis i de la construcció va davallar a l'octubre a nivells negatius no vistos en més d'una dècada. L'abast sectorial de la crisi és, per tant, molt ampli. La falta de to de la demanda també comença a impactar en la taxa d'atur, que, després de situar-se en la zona del 7,2% en el primer trimestre, s'ha enfilat progressivament fins al 7,5% al setembre.

La contrapartida favorable de l'ajustament de la demanda és que exerceix menys pressió sobre els preus. A l'octubre, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va situar en el 3,2% interanual, quatre dècimes percentuals per sota de la xifra del setembre. L'alentiment inflacionista deriva, en gran part, de la desacceleració del component energètic i, amb menys pes, del menor creixement del grup d'aliments no elaborats.

Partint d'aquesta situació, què cal esperar a curt termini? Els indicadors de tipus qualitatiu disponibles del quart trimestre (sentiment econòmic o índex de gestors de compres, per exemple) indiquen que, en els tres últims mesos del 2008, la recessió s'intensificarà, de manera que compromet qualsevol indici de recuperació fins ben entrat el 2009. Això alinea l'escenari previst amb el conside-

La inflació cau fins al 3,2% gràcies a l'abaratiment energètic.

La Comissió Europea tracta de coordinar un ambiciós paquet d'estímul fiscal.

rat per organismes internacionals com l'FMI o l'OCDE, que apunten a una caiguda del PIB el 2009 d'una certa intensitat (el –0,5% de mitjana anual). En aquest context, cal esperar un progressiu deteriorament addicional del mercat laboral, tot i que també una ràpida remissió de les tensions inflacionistes.

Per afrontar aquestes negatives perspectives, la Comissió Europea ha presentat un conjunt de mesures coordinades d'estímul fiscal. El paquet, que pujarà a uns 200.000 milions d'euros, aproximadament l'1,5% del PIB de la UE, es finançarà, majoritàriament, a compte dels pressupostos nacionals, que es faran càrrec d'uns 170.000 milions d'euros. Els 30.000 milions d'euros restants es distribuiran a parts gairebé iguals entre crèdits per a les pimes del Banc Europeu d'Inversions i l'avançament de programes europeus destinats a finançar infraestructures de transport, energia i telecomunicacions. Per a la part estatal, la Comissió només indica una bateria de possibles mesures (rebaixes de l'IVA i de les contribucions socials, augment de la despesa, cobertura pública del crèdit...). Perquè pugui entrar en vigor, la proposta ha de ser ratificada ara pel Consell Europeu.

L'economia alemanya, en recessió.

Alemanya: a les portes d'un 2009 complicat

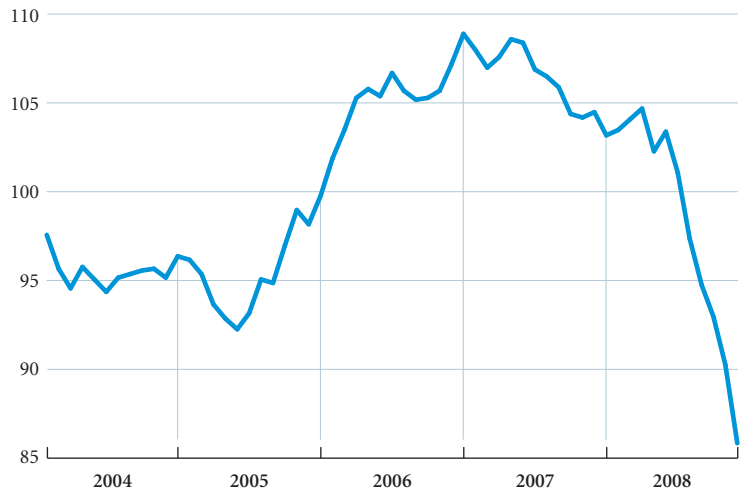
Alemanya afronta un exercici 2009 ple d'incertesa. La situació actual és de feblesa. En el tercer trimestre, el PIB va caure el 0,5% intertrimestral i va agreujar la reculada del 0,4% del segon trimestre, a causa del mal to de les inversions i de les exportacions. En taxa interanual, una xifra que aproxima la tendència a mitjà termini, el creixement del tercer trimestre va ser del 0,8%, que cal comparar amb l'1,7% del segon trimestre.

Fort deteriorament conjuntural al final del tercer trimestre i començament del quart.

Els escassos indicadors del quart trimestre, juntament amb els relacionats amb el final del tercer trimestre, mostren que el pols econòmic s'afebleix en l'últim

L'ACTIVITAT S'ENFONSA A ALEMANYA

Valor de l'índex d'activitat empresarial IFO



FONT: Institut IFO.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	3,2	2,6	2,4	1,7	2,7	1,9	–	0,8	–	–
Vendes al detall	0,3	–2,2	–2,2	–3,3	–0,9	–0,2	1,4	–3,3	1,2	...
Producció industrial	6,0	5,9	5,7	5,0	5,0	3,0	0,1	1,5	–2,3	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	105,4	106,2	105,5	103,9	104,0	102,2	97,3	94,7	92,9	90,2
Taxa d'atur (**)	10,7	9,0	8,9	8,5	8,1	7,9	7,8	7,7	7,6	7,5
Preus de consum	1,6	2,3	2,3	3,1	2,9	2,9	3,3	3,1	3,0	2,4
Balança comercial (***)	151,3	181,5	189,4	195,1	199,1	201,3	197,6	195,5	190,7	...

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.

tram del 2008. Així, la matriculació d'automòbils es va enfonsar el 8,2% interanual a l'octubre, la producció industrial va baixar el 2,3% interanual al setembre i el superàvit comercial va recular, en aquest mateix mes, fins als 190.700 milions d'euros (en saldo acumulat de dotze mesos). En definitiva, el consum està tocat, la indústria perd força i el sector exterior aporta cada cop menys creixement. Això explica que l'indicador IFO d'activitat empresarial s'hagi enfonsat al novembre fins a la zona dels 85 punts, mínim des de la crisi del 1992-1993. Que, a l'octubre, el mercat laboral encara hagi estat capaç de fer disminuir la taxa d'atur fins al 7,5% i que, al novembre, la inflació s'hagi desaccelerat fins a l'1,4% interanual són pal·liatius probablement insuficients davant l'aridesa de l'escenari econòmic.

Atesa aquesta tessitura, el govern alemany ha decidit adoptar un paquet d'estímul fiscal que suma uns 32.000 milions d'euros, és a dir, l'equivalent a l'1,3% del PIB. Es tracta d'una bateria de mesures que inclou, entre d'altres, l'augment de les deduccions empresarials per inversió en maquinària, més desgravacions per a les rehabilitacions domèstiques i l'eliminació de l'impost de matriculació. L'executiu estima que l'impacte induït pel paquet és d'uns 50.000 milions d'euros en termes d'inversió i de consum addicional.

El Consell Assessor d'Economistes, que agrupa representants dels grans instituts d'investigació econòmica, ha desqualificat durament el programa i l'ha titllat d'«una barreja de mesures clarament insuficients». Així mateix, el Consell considera que caldria apostar més clarament per fortes inversions en infraestructures i en educació. Altres veus han exigit, a més a més, retallades fiscals d'una certa intensitat. No obstant això, les perspectives d'anar gaire més enllà, en especial al front de les rebaixes impositives, són limitades, ja que convé recordar que el govern alemany afronta les eleccions federals el proper 2009 i la falta de consens en matèria de política econòmica al si de la «Gran Coalició» es detecta des de fa, pel cap baix, un any.

El govern aprova una bateria de mesures que combina les rebaixes fiscals i l'augment de la inversió.

França: se salva el tercer trimestre *in extremis*

França creix més del que s'esperava en el tercer trimestre...

Quan es donava per descomptat que França entraria en recessió en el tercer trimestre, va saltar la sorpresa en créixer el 0,1% intertrimestral. Tenint en compte l'escassa magnitud de l'avanç del PIB, es tracta, certament, d'un alleujament més psicològic que real, però ha tingut un cert impacte en un context europeu de notícies predominantment negatives. El que ja sembla menys probable és que l'economia gal·la eviti la reculada del creixement en el quart trimestre. En aquest sentit s'ha pronunciat el Banc de França, que espera un descens intertrimestral del PIB del 0,5% en el quart trimestre.

...però la feblesa del to actual compromet el final del 2008.

Els indicadors disponibles són obertament negatius. La confiança del consumidor s'ha enfonsat a l'octubre fins als –32 punts, el pitjor registre des del 1996. La caiguda de la producció industrial de béns de consum (descens interanual del 0,4% al setembre) i l'enfonsament de la matriculació de vehicles confirmen que el consum privat s'està ajustant sensiblement. I, si la demanda interna fluixeja, l'externa tampoc no ofereix cap alleujament. Al setembre, el dèficit comercial (en saldo acumulat de dotze mesos) es va situar en els 53.600 milions d'euros, dos mil milions més que a l'agost.

Remet la inflació, però empitjora la taxa d'atur.

Des de la perspectiva de l'oferta, la situació és similar. La producció industrial va caure al setembre l'1,9% interanual, una tònica que, atès l'empitjorament de la confiança industrial a l'octubre, continuarà en els propers mesos. Els serveis tampoc no estan en bona forma, com ho evidencia el fet que la confiança del sector serveis hagi perdut més de cinc punts a l'octubre. Finalment, la construcció continua immersa en una etapa molt complicada. En un context ja prou negatiu, les dades d'habitatges iniciats i de permisos de construcció han sorprès pel seu intens deteriorament. En definitiva, no es detecta quin segment de l'economia podria exercir de motor de l'activitat.

Com també succeeix en altres economies de la zona de l'euro, les conseqüències d'aquesta tònica de feblesa impacten en el mercat laboral i en el front dels preus. Així, la taxa d'atur, després de situar-se en la zona del 7,7% en el primer semestre, ha començat a repuntar en el tercer trimestre, període en què ha assolit el 7,9% de la població activa. Pel que fa a la inflació, l'IPC va cedir fins al 2,7% interanual a l'octubre, enfront del 3,0% interanual del

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	Octubre
PIB	2,4	2,1	2,4	2,2	2,0	1,2	–	0,6	–	–
Consum de les llars	3,3	4,4	4,8	3,8	2,4	1,5	1,4	0,1	1,4	0,7
Producció industrial	1,0	1,4	2,1	2,3	1,7	–0,2	–1,9	–2,6	–1,9	…
Taxa d'atur (*)	9,2	8,3	8,2	7,9	7,7	7,7	7,8	8,0	7,9	…
Preus de consum	1,7	1,5	1,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,2	3,0	2,7
Balança comercial (**)	–27,4	–33,2	–33,9	–38,3	–41,6	–45,9	–49,1	–51,5	–53,6	…

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

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	Octubre
PIB	1,9	1,4	1,6	0,1	0,4	–0,2	–	–0,9	–	–
Vendes al detall	1,2	0,5	0,2	0,5	0,9	–1,7	2,1	–1,3	0,5	...
Producció industrial	2,4	0,0	0,8	–2,9	–1,4	–1,7	–3,2	–3,7	–4,8	...
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	3,5
Balança comercial (**)	–17,6	–13,7	–11,3	–8,9	–9,1	–8,6	–9,1	–10,5	–11,6	...

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

setembre. La desacceleració va ser deguda, exclusivament, als components volàtils de l'índex, sense els quals la inflació es va mantenir en el 2,1% al setembre i a l'octubre.

Itàlia: empantanegats en la recessió

A partir del proper gener, Itàlia exercirà la presidència de torn del G-8. L'última ocasió en què el país transalpí va exercir aquest destacat paper internacional va ser el 2001. En vuit anys el món ha canviat molt, però Itàlia, si més no en el pla econòmic, ho ha fet menys del que seria desitjable. Ha estat un període en què la tercera economia de la zona de l'euro ha experimentat 11 caigudes trimestrals del PIB sobre un total de 32 trimestres i quatre recessions. El creixement mitjà anual d'aquests vuit anys ha estat inferior a l'1%. Una història decebedora per a un país tradicionalment industriós i competitiu.

La situació no és més brillant des d'una òptica estrictament conjuntural. En el tercer trimestre, el PIB va caure el 0,5% intertrimestral. Com en altres països, es tracta del segon trimestre consecutiu en descens. En termes interanuals, el PIB es va replegar el 0,9%. El creixement és llastat per l'efecte combinat de l'afebliment del consum, de la inversió i de les exportacions.

Itàlia suma la quarta recessió des del 2001.

Uns pocs indicadors ens mostren la gravetat de la situació en cadascun d'aquests dominis: les vendes al detall van caure l'1,3% interanual a l'agost, el component de béns d'equipament de la producció industrial va cedir el 8,2% interanual al setembre i les exportacions van passar de créixer gairebé el 8% interanual en el segon trimestre (en acumulat de dotze mesos) a fer-ho tres punts percentuals menys en el tercer. La inflació, en canvi, ha donat un respir, en situar-se a l'octubre en el 3,5% interanual, enfront del 3,8% del setembre.

La demanda interna pateix el cop de la crisi.

Regne Unit: estagflació a les illes

La conjuntura britànica circula per una via diferent a la dels seus socis comunitaris. Fins ara, la situació en matèria de creixement era només lleugerament desfavorable per a l'economia britànica. En el tercer trimestre, el seu creixement interanual va ser del 0,3%, quatre dècimes menys que a la zona de l'euro en conjunt. Res especialment alarmant, perquè l'ajustament britànic havia començat abans.

Les previsions fan pensar que l'economia britànica patirà una caiguda de l'activitat més intensa i un nivell d'inflació més alt que la zona de l'euro.

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	Octubre
PIB	2,8	3,0	3,3	2,9	2,3	1,5	–	0,3	–	–
Vendes al detall	3,2	4,4	5,0	3,8	5,4	4,4	2,0	3,0	1,7	2,0
Producció industrial	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	–1,1	–1,7	–2,3	–2,2	...
Taxa d'atur (*)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Preus de consum	2,3	2,3	1,8	2,1	2,4	3,3	4,4	4,8	5,2	4,5
Balança comercial (**)	–72,5	–83,2	–84,7	–88,4	–90,9	–92,9	–94,2	–94,8	–94,1	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,9	5,8	5,7	6,3
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	89,4

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.

El peatge que infligeix un consum a la baixa, llast excessiu per a la conjuntura britànica.

Però el que ara preocupa, i molt, és que el 2009 sembla un any sentenciat. Les previsions de l'FMI, per exemple, mostren una economia que caurà més de l'1% l'any vinent, és a dir, més del doble del deteriorament de les economies de l'euro. Es tracta d'un pronòstic certament contundent, que compromet les possibilitats d'una ràpida recuperació.

La dinàmica de la crisi britànica presenta certes particularitats. El problema principal, que alguns indicadors com les vendes al detall del setembre o la reculada de la confiança del consumidor de l'octubre ja evidencien, és que el consum s'enfonsarà en els propers trimestres. Atès que la fortalesa havia estat un tret distintiu del dinamisme britànic, la seva absència es notarà. Un altre problema específic és el fort ajustament de la inversió, tant d'equipament com en habitatge. Tot aquest escenari de feblesa es reflecteix de forma embrionària en els indicadors disponibles. Així, la producció industrial va recular el 2,2% interanual al setembre, l'atur es va incrementar per quart mes consecutiu a l'octubre i el sentiment econòmic es va enfonsar fins al nivell dels 70 punts en aquest mateix mes.

A més del baix creixement, present i especialment futur, un element que singularitza la conjuntura britànica és que les tensions inflacionistes estan més enquistades que en el cas dels socis continentals. Malgrat que la inflació es va desaccelerar a l'octubre fins al 4,5%, aquest ritme és desfavorable si es compara amb el 3,2% de la zona de l'euro. Es tracta d'un problema que ve de lluny, com ho demostra el fet que l'objectiu d'inflació a mitjà termini del Banc d'Anglaterra (el 2% interanual) hagi estat vulnerat des del començament del 2005. El pitjor és que la Vella Dama preveu en el seu informe del novembre que, després d'uns mesos en clara desaceleració, des de mitjan 2009 la inflació es mantindrà ancorada en una zona relativament elevada per a una economia en recessió.

La complicada situació econòmica ha forçat el govern britànic a llançar un pla d'estímul fiscal que arribarà als 20.000 milions de lliures esterlines. La mesura

estel·lar del pla és la rebaixa temporal de l'IVA, que passarà del 17,5% al 15% fins al 31 de desembre del 2009. Per compensar el descens dels ingressos fiscals, s'incrementaran certs impostos especials i l'impost sobre la renda per al tram superior d'ingressos.

El govern rebaixa l'IVA per impulsar el consum.

Recordar-se de l'euro quan trona

Després de deu anys de moneda única, el projecte pot ser valorat com un èxit en la mesura en què ha estat capaç de proporcionar estabilitat macroeconòmica a les economies que participen en la Unió Econòmica i Monetària (UEM). No obstant això, si hem de jutjar l'atractiu de l'euro en funció de la seva capacitat d'atreure nous membres, aquí el judici ja no és favorable. A més dels casos que podríem titllar de tradicionalment reticents a integrar-se en l'euro (el Regne Unit, Dinamarca i Suècia), una gran majoria dels nous estats membres que es van adherir a la UE el 2004 i el 2007 han mostrat escàs entusiasme per unir-se al club.

Dels dotze nous estats membres, només tres (Malta, Xipre i Eslovènia) han apostat per la UEM. L'escàs interès per l'euro es constata també en l'opinió pública. Així, un recent Eurobaròmetre (juliol del 2008), l'enquesta d'opinió oficial de la Comissió Europea, indicava que, dels nou estats de l'Europa central i oriental que formen part de la UE però no de l'euro, en sis (Eslovàquia, Lituània, Letònia, la República Txeca, Estònia i Polònia) el 45% de la població era contrària al pas a la moneda única. Dels tres restants, en dos (Hongria i Bulgària) s'oposava al projecte més d'un terç de la població i només a Romania la xifra era relativament reduïda, al voltant del 20%. Paradoxalment, Eslovàquia, que s'integrarà en l'euro al gener del 2009, era el país amb més percentatge de població reticent a aquest canvi. Tot i que aquestes xifres són només un reflex parcial de la realitat, ja que un sondeig sempre inclou biaixos, el cert és que la posició governamental s'alinea en aquest cas amb la posició ciutadana, i, a part d'Eslovàquia, només Romania ha oficialitzat el seu desig d'ingressar… el 2014.

Rere la percepció pública i la posició política, hi ha una indubtable realitat econòmica. La incorporació a la UEM i l'adopció de la moneda única requereixen el compliment dels anomenats criteris de convergència. Els cinc criteris de convergència que un país ha de satisfer són: 1) que la taxa d'inflació no superi en 1,5 punts percentuals la mitjana dels tres països amb inflació més baixa; 2) que el dèficit públic sigui inferior al 3% del PIB i que el nivell de deute públic estigui per sota del 60% del PIB; 3) que els tipus d'interès a llarg termini no superin en un 2% la mitjana dels tres països amb inflació més baixa; 4) que la moneda del país candidat participi en el mecanisme de tipus de canvi amb l'euro (manteniment d'una cotització central fixa amb una banda de fluctuació del 15%, conegut com ERM II) durant dos anys com a mínim, i 5) que la legislació nacional s'adeqüi al Tractat de Maastricht en els aspectes referits al Sistema Europeu de Bancs Centrals i al Banc Central Europeu (i als seus estatuts).

Què comporta per als nous estats membres de la UE el compliment d'aquests criteris? Es tracta de països amb menys prosperitat relativa i, per tant, amb més potencial de creixement, però amb tendència a registrar una inflació més elevada. Per tant, els criteris de convergència representen una etapa de consolidació fiscal i d'enduriment monetari. Tot plegat condueix a un creixement menor a curt termini, tot i que, certament, més sostenible a llarg termini. Es tracta d'un peatge polític complicat i que ajuda a entendre la resistència a incorporar-se a la UEM.

Aquesta era, si fa no fa, la tessitura a la tornada de l'estiu. De llavors ençà, però, s'han produït significatius pronunciaments en un sentit força inesperat. Al començament de setembre, el primer ministre de Polònia, Donald

Tusk, sorprenia tothom anunciant la intenció del seu país d'integrar-se en l'euro el 2012. Es tracta d'un procés complicat que implica, a més de l'esmentada necessitat de consolidar fiscalment el país (a l'abril del 2008, la Comissió considerava que Polònia estava en una situació de dèficit excessiu), canvis legals plens d'incerteses, inclosa una complexa reforma constitucional.

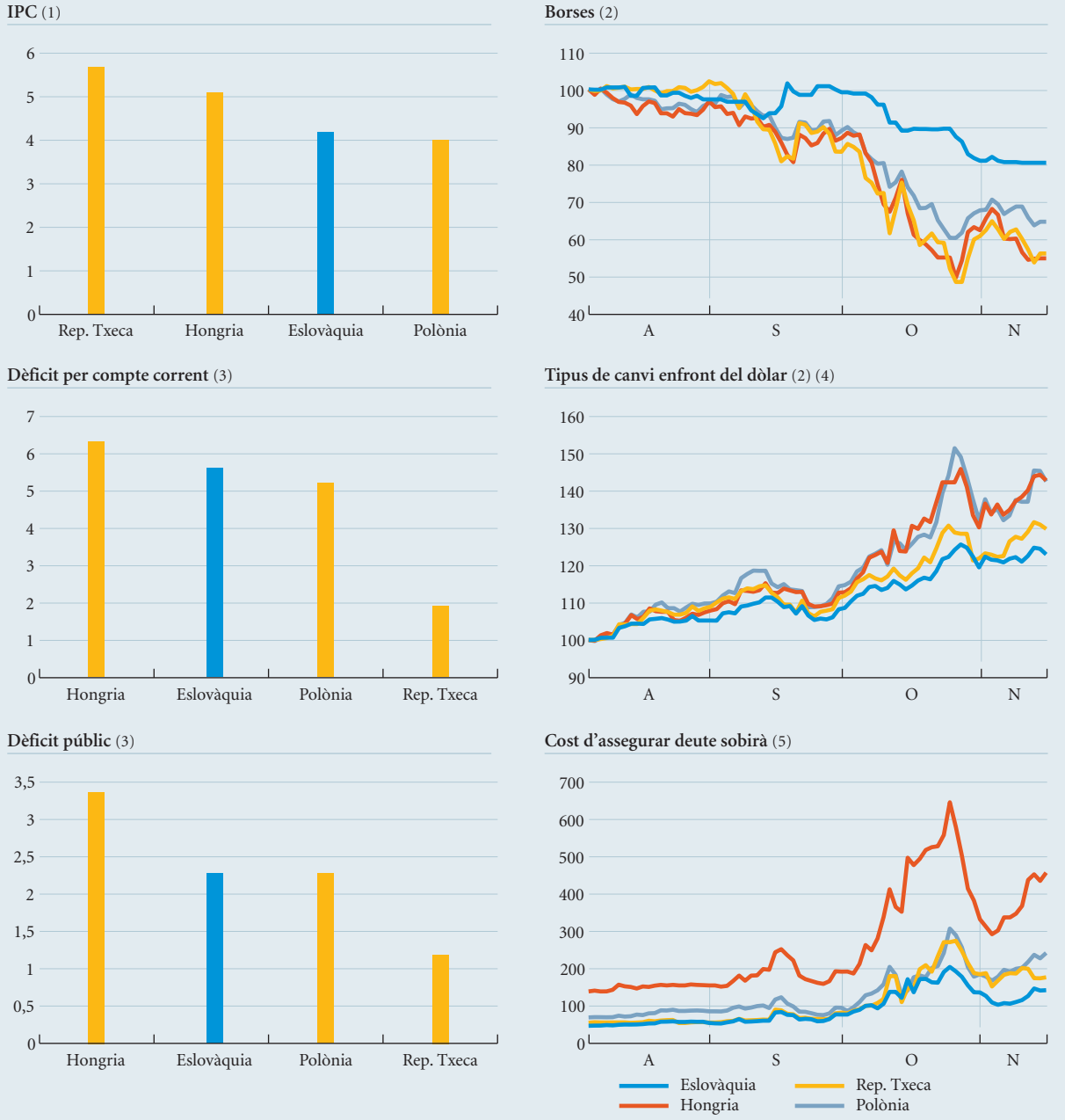
Però, en aquest gir copernicà cap a l'euro, Polònia no està sola. Altres nouvinguts han fet declaracions similars. La República Txeca pensa ara en un escenari d'adhesió el 2012, una data que altres països també han considerat desitjable, com, per exemple, Bulgària, Letònia o Estònia. Hongria creu que el 2009 podria complir els criteris de convergència. A més a més, han aparegut candidats a la moneda única totalment imprevistos uns mesos enrere. Membres del govern de Suècia i de Dinamarca, països que havien rebutjat en sengles referèndums l'adhesió a la moneda única, han afirmat que seria recomanable plantejar-se-la. En el cas de Dinamarca, es parla ja que el 2011 podria ser la data d'un nou referèndum sobre la qüestió. Fins i tot el Regne Unit, adalil intel·lectual i polític de l'oposició a la moneda única durant anys, pot estar reobrint el debat. Finalment, Islàndia, que no solament no està en l'euro sinó que no és membre de la UE, es postula com a candidat a la moneda única. Què ha passat perquè un projecte que, fins a la data, no entusiasmava sigui ara objecte de desig?

La crisi financera, com en altres molts dominis de la realitat econòmica, ha canviat radicalment l'opinió sobre la desitjabilitat de la moneda única. Tot i que els beneficis i els costos de compartir la divisa, i en concret l'euro, han estat motiu de discussió acadèmica, política i ciutadana des de fa molts anys, en un context de forta crisi financera un dels beneficis de l'euro, la protecció contra els moviments del tipus de canvi no desitjats, sembla escassament discutible. No es tracta d'un debat teòric, allunyat del comú de la gent. En l'Eurobaròmetre esmentat més amunt, gairebé la meitat de la població d'Eslovàquia, Lituània, Letònia, la República Txeca, Estònia, Polònia, Hongria, Bulgària i Romania afirmava que un dels beneficis de la moneda única per al seu país seria protegir-lo dels efectes de les crisis internacionals.

Aquest efecte d'escut contra la crisi que ofereix l'euro és molt notable. Tot i que podria semblar que aquesta valoració tan contundent és difícil de demostrar, el fet que un dels nous estats membres, Eslovàquia, s'incorpori en l'euro al gener del 2009 permet visualitzar fins a quin punt la moneda única blinda una economia contra la crisi financera. Si les condicions macroeconòmiques, és a dir, els fonaments macro, són similars a Eslovàquia i a altres estats comunitaris que no pertanyen a l'euro, però, en canvi, la pressió sobre les divises, el tipus d'interès o les borses és menor, cal inferir que Eslovàquia es beneficia de l'efecte de protecció de l'euro (fins i tot abans d'adoptar-lo oficialment).

Les xifres indiquen que aquest és el cas. Els desequilibris macroeconòmics d'Eslovàquia no són sensiblement diferents dels d'altres països de l'Europa central i oriental. Les dades disponibles (vegeu els gràfics de la pàgina següent) evidencien que, en termes de dèficit corrent, de tensions inflacionistes o de desequilibri públic, la seva situació és semblant a la de països com la República Txeca, Hongria o Polònia. I, malgrat aquestes semblances macroeconòmiques, les variables financeres revelen que la crisi afecta relativament menys Eslovàquia. Tot i que, des de l'inici de l'agost passat, quan les turbulències financeres es van intensificar, la borsa eslovaca ha cedit aproximadament el 20%, la major part de mercats de valors de la regió han caigut més del doble. Igualment, la pressió sobre el tipus de canvi de la corona eslovaca ha estat menor. En relació amb el dòlar, i també des del principi d'agost, la divisa d'Eslovàquia s'ha depreciat, aproximadament, el 25%, lluny de la pèrdua de valor del 45% del forint hongarès o del zloty polonès. En aquest context, la necessitat de donar suport a la divisa mitjançant un agressiu tensionament monetari ha estat escassa. Mentre que els tipus d'interès a curt termini han tendit a pujar a totes les economies de la zona (de l'ordre de 150 punts bàsics des de l'agost passat), a Eslovàquia no solament no s'ha produït un augment, sinó que el tipus d'interès a tres mesos s'ha reduït gairebé en 75 punts bàsics.

L'ESCUT DE L'EURO A ESLOVÀQUIA: DESEQUILIBRIS MACROECONÒMICS SIMILARS PERÒ TENSIONS FINANCERES MENORS



NOTES: (1) Variació interanual en percentatge, octubre del 2008, taxa anualitzada.
(2) 1 d'agost del 2008 = 100.
(3) Percentatge del PIB, previsions per al 2008.
(4) Valors superiors impliquen depreciacions de la moneda.
(5) Credit Default Swap del deute a 10 anys, en punts bàsics.
FONTS: Comissió Europea i Thomson Reuters Datastream.

COMPLIMENT DELS CRITERIS DE CONVERGÈNCIA

País	Inflació	Tipus de canvi	Tipus d'interès	Dèficit i deute	Comptabilitat legal
Bulgària	•	•	✓	✓	•
República Txeca	•	•	✓	✓	•
Estònia	•	✓	•	✓	✓
Letònia	•	✓	✓	✓	•
Lituània	•	✓	✓	✓	✓
Hongria	•	•	•	•	•
Polònia	•	•	✓	•	•
Romania	•	•	•	✓	•
Eslovàquia	✓	✓	✓	✓	•
Suècia	✓	•	✓	✓	•

✓ Compleix criteri • No compleix criteri

FONTS: Comissió Europea, Informe de Convergència, maig del 2008.

Per tant, l'experiència recent reforça el paper de protecció contra la crisi de la moneda única. La situació per als possibles candidats és lluny ara d'estar expedita. L'escàs interès polític fins a la data palesa que tots ells incompleixen els criteris de convergència (vegeu el quadre adjunt). Tot i que el progrés en aquest camp es pot donar, en l'actual conjuntura econòmica, serà costós en termes de creixement, a més de complicat políticament. En canvi, la situació econòmica hauria permès afrontar amb menys dificultats la via de la convergència uns anys enrere. En economia, com a la vida, ens recordem de l'euro, perdó, de Santa Bàrbara, només quan trona. En aquesta ocasió, també.

Mercats monetaris i de capital

Hiperactivitat dels bancs centrals i dels governs davant la crisi

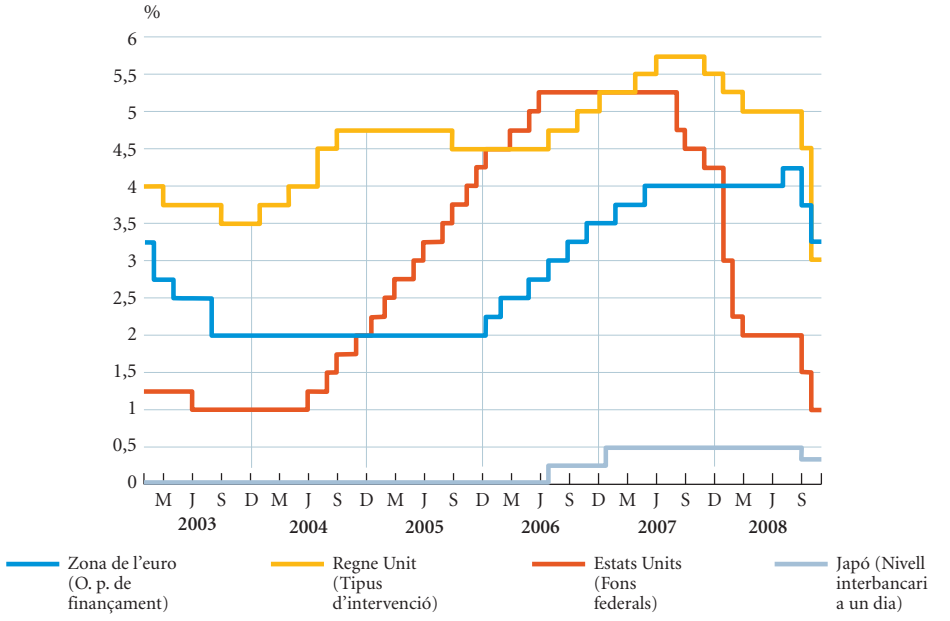
El clamor per una major coordinació de les polítiques econòmiques i per la reforma de l'arquitectura financera internacional va rebre una resposta positiva en la reunió del grup dels 20 (G-20) a Washington. El G-20 és un bloc format per les vuit principals economies avançades, les onze principals economies emergents i la representació de la Unió Europea. Aquest fòrum de cooperació i consultes es va reunir a Washington el 15 de novembre a proposta d'Europa i amb els Estats Units exercint d'amfitrió.

Aquesta primera reunió representa l'inici de les reformes esperades durant tant de temps. Tot i que és un primer pas, que anirà seguit de noves reunions, el procés ja està en marxa, i probablement no es pugui aturar a causa de la necessitat d'evitar que es produeixi una nova crisi en el futur o, fins i tot, perquè una falta d'acord podria agreujar la crisi actual. Per aquest motiu, l'incentiu per arribar a un acord era molt fort i, per tant, es va aprovar per unanimitat un conjunt de mesures per estabilitzar els mercats i el creixement econòmic. Per aconseguir aquests objectius, es va decidir donar suport, incondicionalment, al sistema financer, la coordina-

El G-20 es reuneix a Washington i consensua reformes de l'arquitectura financera internacional.

EL PREU DEL DINER CONTINUA BAIXANT

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONTS: Bancs centrals.

Reforçar la transparència, millorar la regulació, augmentar la cooperació internacional i el compromís amb una economia oberta són els principals pilars de l'acord.

ció de polítiques fiscals expansives i l'ajuda als països emergents.

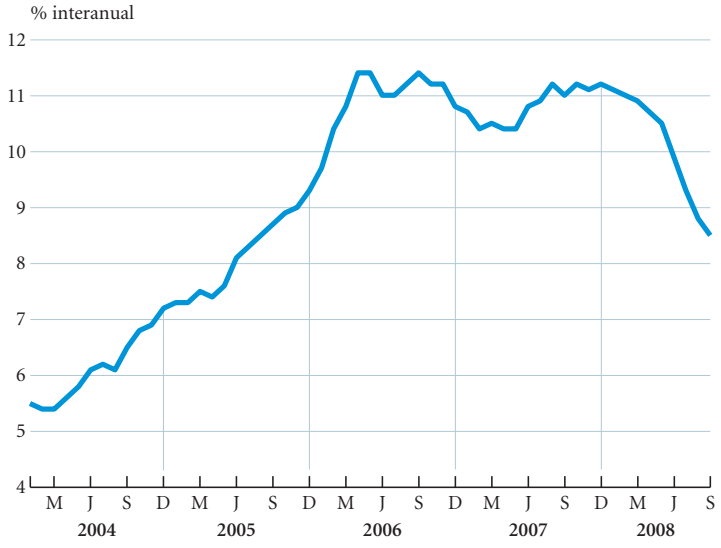
A les mesures anteriors, es va afegir un seguit de principis bàsics de reforma dels mercats financers. Reforçar la transparència dels mercats i dels productes financers, millorar la regulació i la supervisió de les agències de ràting, protegir l'inversor i els consumidors, augmentar la cooperació internacional en matèria de regulació i, finalment, reformar el Fons Monetari Internacional i el Fòrum d'Estabilitat Financera (FSF). L'FSF és un organisme internacional creat el 1999 amb l'objectiu de promoure l'estabilitat financera internacional. El seus membres són institucions financeres internacionals, bancs centrals, reguladors i supervisors nacionals. Les dues institucions hauran d'identificar els punts vulnerables de l'economia mundial i, d'aquesta manera, anticipar perills potencials per poder actuar de forma més preventiva. Finalment, els líders del G-20 van anunciar el seu compromís amb una economia global i oberta, per evitar incrementar les barreres al comerç i impulsar un acord en l'actual ronda de negociació a l'Organització Mundial de Comerç.

El Banc d'Anglaterra i el BCE retallen els tipus d'interès oficials davant el deteriorament del creixement a les dues àrees.

La reunió del G-20 no ha impedit que la resta d'organismes oficials mantinguin l'activisme en la lluita contra la crisi. Així, els bancs centrals mantenen la tendència d'injecció de liquiditat i de retallada del preu del diner. En el cas del Banc d'Anglaterra, el comitè de política monetària, atesa la gravetat de la situació britànica, va retallar el tipus d'interès oficial en 150 punts bàsics (100 punts bàsics és l'1%) el 6 de novembre fins a deixar-lo en el 3%. El motiu principal va ser la previsió d'una recessió profunda per a l'economia del Regne Unit. La reducció ha estat la més intensa des del 1992 i ha deixat el tipus d'interès oficial en nivells que no es veien des del 1955. Segons l'acta de la reunió, els membres del comitè de política monetària van considerar, fins i tot, la possibilitat de retallar fins a 250 punts bàsics el tipus d'interès oficial.

MENYS CRÈDIT PER A EMPRESES I FAMÍLIES

Evolució de la concessió de crèdit a residents de la zona de l'euro



FONT: BCE.

El mateix dia 6 de novembre, el Banc Central Europeu (BCE) va prendre la decisió d'abaixar el tipus d'interès de referència en 50 punts bàsics fins a deixar-lo en el 3,25%. El president del banc emissor, Jean-Claude Trichet, va argumentar que les perspectives sobre l'estabilitat de preus a la zona de l'euro han millorat sensiblement, per la caiguda del preu de les primeres matèries i, sobretot, del petroli.

En canvi, als membres del Consell del BCE els preocupa l'impacte de la inestabilitat financera sobre l'economia real, quan les últimes dades econòmiques indiquen que la zona de l'euro ha entrat en recessió i les perspectives són d'empitjorament de la situació. Aquest és el segon factor que el BCE considera per al control de la inflació a mitjà termini. L'afebliment de la demanda redueix el poder de fixació dels preus de les empreses europees, ja que, en un entorn de reducció de les vendes, es fa més difícil que puguin apujar el preu dels béns i serveis sense perdre quota de mercat.

En la seva anàlisi, el BCE sol utilitzar un altre element clau per prendre decisions de política monetària, que és l'anàlisi de l'evolució dels agregats monetaris. En aquest cas, el BCE va constatar-ne la constant desacceleració i va afegir que els agents econòmics han apostat per treure els diners dels fons d'inversió monetària i per traslladar-los a dipòsits bancaris, a causa de les garanties concedides pels governs. En relació amb les masses monetàries, el banc central de la zona de l'euro va percebre una desacceleració en la concessió de crèdit als residents de la zona de l'euro.

Però la llista de bancs centrals que han abaixat els tipus d'interès al novembre és més extensa i inclou els de Dinamarca, la República Txeca, Eslovàquia, Corea del Sud i Austràlia. A més a més, el 20 de novembre, el banc central de Suïssa va retallar en 100 punts bàsics el tipus d'interès oficial fins deixar-lo en l'1%. En definitiva, es pot afirmar que, atesa la sincronització de la crisi econòmica, es manté la resposta coordinada de retallades dels tipus d'interès oficials a gairebé tot el món.

El BCE està preocupat per la futura trajectòria econòmica a la zona de l'euro i creu que el risc d'inflació és ara menys important.

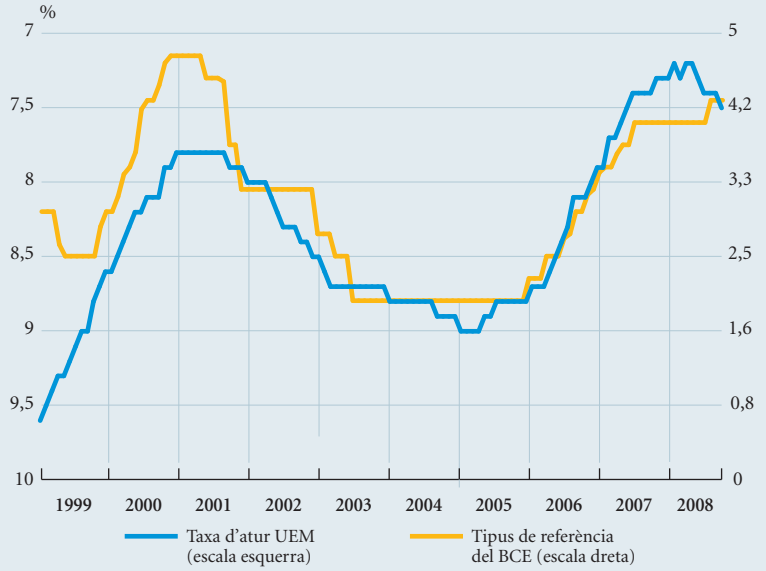
Nombrosos bancs centrals retallen els tipus d'interès de referència.

Té en compte el BCE la taxa d'atur quan fixa el tipus d'interès?

En temps de desacceleració econòmica, solen sorgir veus que clamen per una rebaixa dels tipus d'interès. Fa uns mesos, la fortalesa de l'euro també va provocar que, en cercles polítics i empresarials, apareguessin demandes d'una retallada de tipus per contrarestar l'apreciació de la moneda i reactivar l'economia. No obstant això, el BCE s'ha resistit a abaixar els tipus durant gran part de l'any al·legant que la inflació estava en uns nivells molt alts. Veus crítiques amb el banc central suggereixen que, entre els seus objectius, caldria incloure la maximització del nivell d'ocupació, la qual cosa permetria que el BCE abaixés els tipus fins i tot quan la inflació estigués en valors superiors a l'objectiu del 2%. Les esmentades crítiques no són desassenyades: la Reserva Federal nord-americana, per exemple, té un doble mandat d'estabilitat de preus amb la màxima taxa d'ocupació sostenible. Per tant, és raonable preguntar-se si el BCE hauria de tenir un mandat similar, en lloc de centrar-se, exclusivament, en la inflació, com ho requereix l'objectiu primari d'estabilitat de preus.

Tal com s'ha comentat en un altre quadre d'aquest Informe Mensual, el BCE només ha aconseguit mantenir la inflació en la banda objectiu de «per sota, però a la vora, del 2%» menys del 40% del temps durant els deu últims anys. Per tant, sembla que el BCE ha seguit una política monetària menys estricta que la requerida pels seus

LA RELACIÓ ENTRE EL TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA DEL BCE I LA TAXA D'ATUR A EUROPA ÉS CLARA



FONTS: BCE i Eurostat.

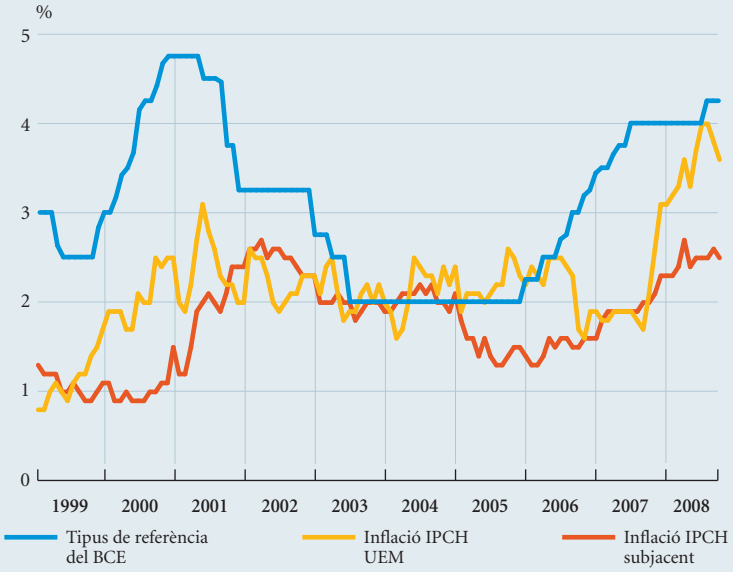
estatuts: no sembla que el BCE hagi sacrificat el creixement econòmic per aconseguir els objectius d'inflació, sinó més aviat el contrari. Com una imatge val més que mil paraules, el gràfic anterior mostra la taxa d'atur de la zona de l'euro (amb l'escala invertida) i el tipus de referència del BCE. Com es pot observar, les dues sèries es mouen conjuntament durant els deu últims anys: quan l'atur augmenta, el BCE tendeix a retallar els tipus d'interès. Aquesta relació es fa encara més evident a partir del 2001, quan el tipus d'interès de referència reacciona amb un cert retard a les fluctuacions en la taxa d'atur. Per tant, sembla que les crítiques que suggereixen que el BCE no para esment a la taxa d'atur a la zona de l'euro són exagerades.

I com reacciona el BCE als moviments de la taxa d'inflació? Al gràfic següent mostrem l'evolució del tipus de referència del BCE juntament amb la inflació de l'Índex de Preus al Consum Harmonitzat i el seu component subjacent (sense energia ni aliments frescos). Contràriament al cas de la taxa d'atur, és més difícil trobar, a primera vista, una relació entre el tipus de referència del BCE i la inflació. En alguns períodes, el tipus de referència ha estat molt per damunt de la taxa d'inflació, mentre que, entre el 2003 i el 2005, la inflació es va situar per damunt del tipus de referència, la qual cosa implica tipus d'interès reals negatius.

La intuïció d'aquesta simple anàlisi gràfica es confirma en un recent treball de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa".[1] Utilitzant mètodes economètrics, aquest estudi mostra que, des del 1999, el BCE ha respost molt més a les fluctuacions de la taxa d'atur que a les fluctuacions en la inflació. En contrast, durant els anys noranta, els bancs centrals de la zona de l'euro reaccionaven de forma similar a les fluctuacions de les dues variables. Aquest resultat s'observa també quan s'utilitzen altres variables d'activitat real en lloc de la taxa d'atur, com la bretxa del producte (és a dir, la diferència entre el PIB actual i el potencial, o *output gap*). Una

(1) Vegeu Rabanal, P., 2008, *Should the ECB Target Employment?*, "la Caixa" Economic Papers, núm. 6.

LA RELACIÓ ENTRE EL TIPUS D'INTERÈS DE REFERÈNCIA I LA TAXA D'INFLACIÓ A EUROPA NO ÉS TAN CLARA



FONTS: BCE i Eurostat.

explicació a aquest resultat és que, durant els anys noranta, els bancs centrals europeus intentaven rebaixar la inflació als nivells requerits per Maastricht i, per aquest motiu, responien agressivament a l'augment de la inflació. Des de la creació de la UEM, en canvi, la credibilitat del BCE ha permès mantenir les expectatives d'inflació ben ancorades, i, davant les fluctuacions moderades de la inflació, el BCE no ha necessitat variar els tipus perquè tornés a valors propers al 2%. El risc d'aquesta estratègia és que, si la inflació persisteix en nivells superiors a l'objectiu, el BCE pot perdre credibilitat, la qual cosa incrementaria les expectatives d'inflació i els tipus d'interès a llarg termini.

En resum, malgrat que el mandat del BCE és aconseguir l'estabilitat de preus, el BCE no és insensible a la situació del mercat de treball a la zona de l'euro. Tal com s'ha mostrat, el tipus de referència del BCE és sensible a les variacions en la taxa d'atur. A més a més, el BCE ha permès desviacions de la inflació del seu objectiu «per sota, però a la vora, del 2%», en lloc de mantenir una política monetària més restrictiva que hauria perjudicat el creixement i la creació d'ocupació a la zona de l'euro. Un resultat que, atesa la retòrica del BCE i el que diuen els qui critiquen la seva gestió, pot semblar sorprenent.

Cau la rendibilitat del deute públic davant la recessió global

Les mesures adoptades fins ara ajuden a normalitzar els mercats interbancaris. Al quadre següent es pot veure com el tipus d'interès euríbor a 1 any ha caigut fins al 4%, nivell que no es veia des del març de l'any passat. I encara hi ha camí per recórrer, ja que, mentre que, al començament de l'any, el diferencial entre el tipus oficial del BCE i l'euríbor a 1 any era de 0,32 punts percentuals, el 26 de novembre el diferencial era de 0,75 punts percentuals.

L'euríbor a un any baixa fins al 4%.

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									
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	3,75	4,76	4,87	1,00	3,03	0,94	4,50	5,84	2,43
Novembre (1)	3,25	3,90	4,00	1,00	2,20	0,93	3,00	3,96	1,85

NOTES: (1) Dia 26.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 7-12-06 (3,50%), 8-03-07 (3,75%), 6-06-07 (4,00%), 3-07-08 (4,25%) 8-10-08 (3,75%), 6-11-08 (3,25%).

(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%), 29-10-08 (1%).

(4) Últimes dates de variació: 10-05-07 (5,50%), 5-07-07 (5,75%), 6-12-07 (5,50%), 7-02-08 (5,25%), 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

La inflació més baixa i la recessió afavoreixen el deute públic.

No obstant això, es pot afirmar que, des dels màxims marcats al setembre, s'ha inaugurat una tendència a la baixa que ha vist reduir l'euríbor a 1 any des del 5,5% fins al 4% actual.

També es produeix el mateix fenomen als Estats Units, on el tipus d'interès del mercat interbancari a 3 mesos ha caigut fins al 2,20%, mentre que fa només dos mesos, al setembre, cotitzava una rendibilitat del 4,05%. En aquest cas, la reducció ha estat d'1,8 punts percentuals en els dos últims mesos. Al Japó, tot i el tensionament del setembre, el tipus d'interès del mercat interbancari a 3 mesos s'ha tornat a situar clarament per sota de l'1% i va arribar al 0,93% el 26 de novembre. És a dir, els bancs japonesos estan disposats a prestar-se diners per un període de tres mesos i cobrant un tipus d'interès del 0,93%. Es tracta d'un nivell baix, però cal tenir en compte que el tipus d'interès oficial al Japó ha baixat del 0,5% al 0,3%, i fins i tot no es descarten nous descensos, perquè l'economia nipona ha entrat en recessió.

El moviment més espectacular s'ha produït al mercat interbancari britànic, on el tipus d'interès a tres mesos ha caigut 2,34 punts percentuals en dos mesos, des del 6,30% que cotitzava al setembre fins al 3,96% de rendibilitat exigida el 26 de novembre.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

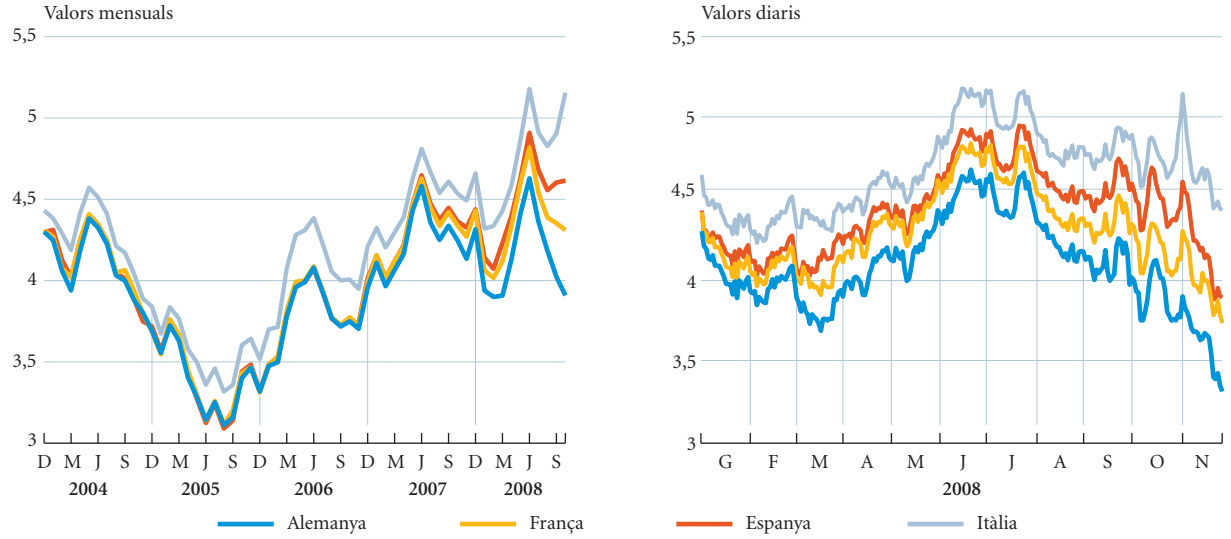
Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	Alemanya	França	Espanya	Itàlia	Estats Units	Japó	Regne Unit	Suïssa
2007								
Octubre	4,24	4,33	4,36	4,53	4,47	1,61	4,93	2,98
Novembre	4,13	4,26	4,32	4,48	3,94	1,48	4,64	2,88
Desembre	4,31	4,42	4,43	4,65	4,02	1,51	4,51	3,05
2008								
Gener	3,93	4,05	4,13	4,31	3,59	1,44	4,48	2,81
Febrer	3,89	4,01	4,06	4,33	3,51	1,37	4,47	2,96
Març	3,90	4,11	4,22	4,42	3,41	1,28	4,35	2,92
Abril	4,12	4,33	4,39	4,58	3,73	1,59	4,67	3,12
Maig	4,41	4,59	4,62	4,86	4,06	1,76	4,99	3,19
Juny	4,62	4,81	4,90	5,17	3,97	1,60	5,13	3,29
Juliol	4,36	4,53	4,67	4,90	3,95	1,54	4,81	3,05
Agost	4,18	4,38	4,55	4,82	3,81	1,42	4,48	2,89
Setembre	4,02	4,35	4,60	4,90	3,82	1,47	4,45	2,61
Octubre	3,90	4,30	4,61	5,15	3,95	1,48	4,52	2,84
Novembre (*)	3,31	3,73	3,89	4,43	3,01	1,39	3,80	2,23

NOTA: (*) Dia 26.
FONT: Bloomberg.

PREFERÈNCIA PEL DEUTE PÚBLIC ALEMANY

Rendibilitat del deute públic a 10 anys, en percentatge anual



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

Ara com ara, les perspectives de més emissions de deute públic no n'alteren les rendibilitats.

En el cas del deute públic a llarg termini, es manté la tendència de reducció de rendibilitats. Si no fa pas gaire el motiu era la fugida cap a la qualitat, és a dir, els inversors preferien sortir dels actius financers amb més risc i adquirir bons de l'Estat per protegir el seu capital, ara l'augment del pessimisme sobre la durada i la duresa d'una recessió sincronitzada a tot el món ha impulsat la compra d'un actiu que guanya valor en les recessions. D'altra banda, les expectatives de fortes caigudes en les inflacions de tots els països fan més atractiu aquest producte financer, ja que la pèrdua de poder adquisitiu del diner disminueix i, per tant, la renda fixa es torna més interessant.

Ara com ara, la previsió que els governs hauran d'ampliar les emissions de bons per finançar el previsible augment dels dèficits públics, per la caiguda de l'activitat econòmica i per poder finançar els plans d'impuls fiscal, no afecta negativament el deute públic. En condicions normals, un fort augment de l'emissió de bons de qualsevol govern hauria de fer-ne caure el preu i augmentar-ne la rendibilitat. Però, en aquests moments, el risc d'una severa recessió s'imposa sobre qualsevol altre factor.

La majoria de divises es prenen un respir, llevat de la lliura esterlina i del peso mexicà, que mantenen una forta volatilitat.

Per exemple, la rendibilitat del bo de deute públic a 10 anys dels Estats Units s'ha reduït del 3,95% del final d'octubre al 3% del 26 de novembre. A la zona de l'euro, la rendibilitat del deute públic alemany a 10 anys també s'ha reduït en 59 punts bàsics, fins al 3,31% del final de novembre. Si ens fixem en els països de la zona de l'euro, el bo espanyol ha convergit més de pressa que la resta en relació amb l'alemany. Des de l'inici de la crisi, els inversors han preferit refugiar-se en els bons alemanys, per la seva amplitud i per la seva major liquiditat en relació amb la resta de països de la zona de l'euro. Però ara s'està reduint el diferencial entre el deute alemany i el de la resta de països, com es pot veure al gràfic anterior. Aquesta reducció ha afavorit el deute públic espanyol.

La lliura esterlina pateix per l'expectativa d'una recessió profunda.

La lliura esterlina i el peso mexicà no aconsegueixen l'estabilitat

Després de la forta volatilitat viscuda durant el mes d'octubre, el mercat de divises s'ha pres un cert respir al novembre mentre consolida els nous nivells assolits, amb un parell d'excepcions. En primer lloc, la divisa que continua la forta tendència a la depreciació és la lliura esterlina. Enfront del dòlar, la divisa britànica s'ha depreciat el 5,8% durant el període del 24 d'octubre al 24 de novembre. Ara un dòlar compra 0,67 lliures esterlines, mentre que, al final de juliol, només n'adquiria 0,50. És a dir, durant aquest període, el dòlar s'ha apreciat el 32,6%. Però la divisa del Regne Unit també s'ha depreciat de forma intensa enfront de l'euro. Així, el 24 de novembre, un euro adquiria 0,851 lliures esterlines, mentre que, al final d'octubre, el tipus de canvi era de 0,792.

El motiu més important que explica aquest moviment de la lliura esterlina és l'ajustament de les carteres d'inversió. Els gestors de les carteres d'inversió globals han de seguir el principi de diversificació de riscos per evitar pèrdues massives arran d'un excés de concentració. El Regne Unit és una de les economies més grans del món, i, per tant, el pes dels actius britànics ha de ser coherent amb la seva importància. No obstant això, quan es genera un consens per part dels economistes que aquest país patirà una de les recessions més severes de la seva història en 2009, en comparació amb la resta de països, l'interès per adquirir actius en lliures esterlines desapareix.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

24-11-2008

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2007	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	96,0	1,7	–16,5	–11,9
Lliura esterlina	0,665	5,8	32,1	37,8
Franc suís	1,206	3,2	6,0	9,0
Dòlar canadenc	1,256	–1,7	20,5	21,2
Peso mexicà	13,467	0,6	19,1	18,2
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,280	1,4	–12,2	–13,9
Ien japonès	122,9	3,3	–24,6	–23,1
Franc suís	1,544	4,8	–6,7	–5,4
Lliura esterlina	0,851	7,4	15,8	18,6
Corona sueca	10,428	4,1	10,5	12,5
Corona danesa	7,455	0,0	0,0	0,0
Zloty polonès	3,851	1,0	7,1	4,6
Corona txeca	25,36	1,4	–4,5	–5,2
Forint hongarès	261,5	–4,9	3,4	1,4

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

L'altra excepció ha estat el peso mexicà, que ha provocat més d'un maldecap al banc central de Mèxic. La divisa asteca es va enfonsar enfront del dòlar i va arribar a cotitzar 13,90 pesos per dòlar el 20 de novembre.

A diferència dels dos casos anteriors, en la cotització de l'euro-dòlar s'ha produït una major estabilitat durant el mes de novembre. Des del mes de juliol, el moviment de la cotització de la divisa de la zona de l'euro enfront del dòlar ha tingut dues fases. Una primera de forta depreciació de l'euro, que es va iniciar al juliol d'enguany, quan un euro comprava gairebé 1,60 dòlars, i que va durar fins a la meitat d'octubre, quan un euro només adquiria 1,30 dòlars. La segona fase es va iniciar el 21 d'octubre, quan la cotització de l'euro es va situar en un rang d'1,25-1,30, aproximadament. Aquest rang perdura en l'actualitat. La forta depreciació de l'euro s'explica per la reducció dels diferencials de tipus d'interès entre les dues zones, ja que el BCE retalla el tipus oficial des d'un nivell superior, mentre que la Fed ja té el tipus d'interès de referència en l'1%. A més a més, s'hi van afegir les expectatives que els Estats Units, en haver entrat abans en la crisi, en sortiran abans que la zona de l'euro. Un cop incorporada aquesta informació en el preu de la cotització, sembla que, ara com ara, els mercats, mentre esperen noves notícies o canvis de tendència significatius, es troben còmodes en el rang esmentat més amunt.

La cotització de l'euro-dòlar espera nova informació econòmica per decidir la tendència futura.

Les borses no frenen les caigudes durant el mes de novembre.

Als dubtes sobre la salut del sector financer s'ha unit el deteriorament del sector automobilístic nord-americà, i tot plegat repercuteix en un augment del pessimisme dels inversors.

Les borses no troben un sòl ferm

Efectivament, el mes de novembre ha estat desolador per a les borses, que continuen lluitant per trobar un sòl. Només el dia 24 de novembre, després de fer-se pública la notícia d'un nou rescat per part del govern federal dels Estats Units del banc Citigroup, els índexs de renda variable dels països desenvolupats van rebotar amb força, amb alces situades en un rang del 4%-9%. Però aquest rebot va ser insuficient per recuperar uns nivells que permetin afirmar que la tendència a la baixa s'ha acabat. Si s'aconseguís consolidar aquests guanys, s'hauria fet el primer pas per abandonar un any que, de tota manera, difícilment evitarà passar a la història de les finances amb l'adjectiu de «desastrós».

Dos elements han pesat com una llosa durant el mes novembre en la renda variable. El primer són unes dades econòmiques que indiquen una recessió sincronitzada a tot el món, la durada i la severitat de la qual han generat nous dubtes sobre la solidesa d'alguns sistemes financers, com en el cas dels Estats Units. El rescat de Citigroup posa de manifest que la banca nord-americana continua necessitant recapitalitzacions públiques per evitar situacions d'alt risc d'impagament.

Però el segon element negatiu per als inversors han estat les dificultats que travessa el sector automobilístic als Estats Units. Tot i que, actualment, el pes d'aquesta indústria en l'economia és molt inferior al de 30 o 40 anys enrere, continua tenint rellevància, com ho palesa la

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

24-11-2008

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*8.216,0*	*–1,9*	*–38,1*	*–36,7*
Standard & Poor's	*820,2*	*–6,5*	*–44,1*	*–43,1*
Nasdaq	*1.416,4*	*–8,7*	*–46,6*	*–45,5*
Tòquio	7.910,8	3,4	–48,3	–46,9
Londres	3.976,9	2,4	–38,4	–36,5
Zona de l'euro	2.250,6	–3,5	–48,8	–47,3
Frankfurt	*4.298,0*	*0,1*	*–46,7*	*–43,5*
París	*3.006,5*	*–5,9*	*–46,4*	*–45,5*
Amsterdam	*232,8*	*–5,4*	*–54,9*	*–52,7*
Milà	*19.064,0*	*–4,1*	*–50,6*	*–49,8*
Madrid	*8.305,4*	*–0,6*	*–45,3*	*–46,0*
Zuric	5.303,2	–6,6	–37,5	–36,7
Hong Kong	12.457,9	–1,3	–55,2	–53,1
Buenos Aires	886,6	–0,4	–58,8	–59,9
São Paulo	33.473,0	6,3	–47,6	–45,1

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.

breu descripció següent. Així, als Estats Units, aquest sector ocupa de forma directa 240.000 persones. Ara bé, aquesta xifra puja a uns quants milions d'empleats si incorpora els qui treballen en concessionaris, en el proveïment de peces per a la indústria, etc. La contribució al producte interior brut del país és del 4%; gasta 12.000 milions de dòlars cada any en recerca i desenvolupament, i proveeix d'assegurança mèdica 2 milions de persones, si es tenen en compte les persones jubilades del sector que tenen aquest dret adquirit per ser antics empleats i la resta de membres de les seves famílies.

En aquest context, els inversors van mantenir la tendència de reducció de riscos en les carteres d'inversió, i van preferir retallar les tinences de renda variable.

Durant aquest últim mes, la borsa espanyola, representada pel selectiu Ibex 35, ho ha fet relativament millor que la majoria de les borses europees, llevat de l'alemanya. La comparació també és favorable a la borsa espanyola si es té en compte la rendibilitat des de l'inici de l'any. Mentre que la borsa espanyola ha experimentat una caiguda del 45,3%, la resta de borses han retallat més. Però és un consol amarg quan tota la classe suspèn l'examen. Efectivament, a un mes del final d'enguany, la inversió en renda variable presenta un panorama decebedor.

Tot i que l'índex de la borsa espanyola ho ha fet millor que els seus competidors en la zona de l'euro, el 2008 no haurà estat un bon any per a la renda variable.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

En el tercer trimestre, el PIB augmenta el 0,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior, 9 dècimes menys que en el segon.

Dràstica reducció de l'aportació de la demanda nacional al creixement del PIB i millora de la contribució del sector exterior.

La llarga fase d'expansió econòmica arriba al final

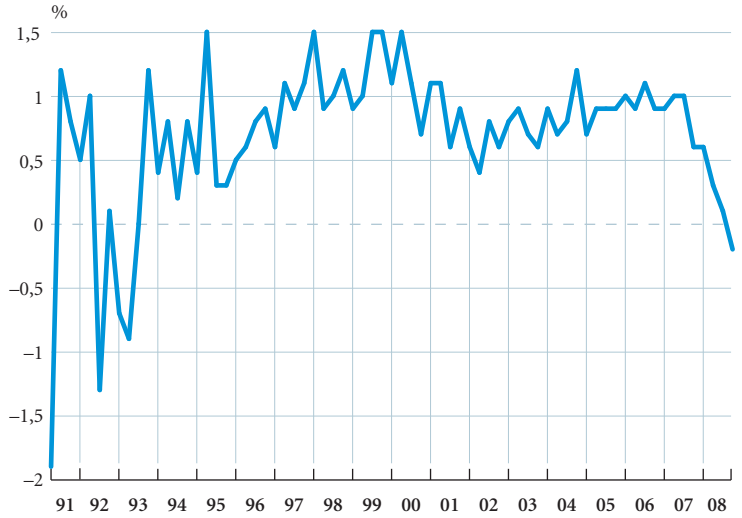
Després d'un any i mig d'alentiment econòmic, el producte interior brut (PIB) va experimentar una caiguda trimestral en el tercer trimestre del 2008, la primera reculada des del començament de 1993, segons la primera estimació de l'Institut Nacional d'Estadística. La intensificació de la desacceleració econòmica va ser deguda a l'impacte de la crisi financera internacional i també a l'efecte d'uns preus de les primeres matèries en nivells encara elevats en el període juliol-setembre. No obstant això, el principal impuls a la baixa procedeix del canvi de fase del cicle del sector immobiliari.

En taxa interanual, però, el PIB creixia encara el 0,9%, nou dècimes menys que en el trimestre anterior. Aquest ritme era lleugerament superior al del conjunt de la Unió Europea, que també experimentava una moderació del ritme d'expansió econòmica.

L'evolució del PIB en el tercer trimestre es va caracteritzar per l'enfonsament de l'aportació de la demanda nacional al creixement interanual, que va passar de l'1,5% del segon trimestre al 0,1%. En canvi, la contribució del sector exterior va experimentar una millora de 5 dècimes, fins al 0,8%. L'ajustament del desequilibri del sector exterior també es va manifestar en una reducció del dèficit per compte corrent fins al 8,7% del PIB, set dècimes menys que en el trimestre anterior, però encara se situava en un nivell massa alt.

PRIMERA CONTRACCIÓ TRIMESTRAL DEL PIB DES DEL COMENÇAMENT DE 1993

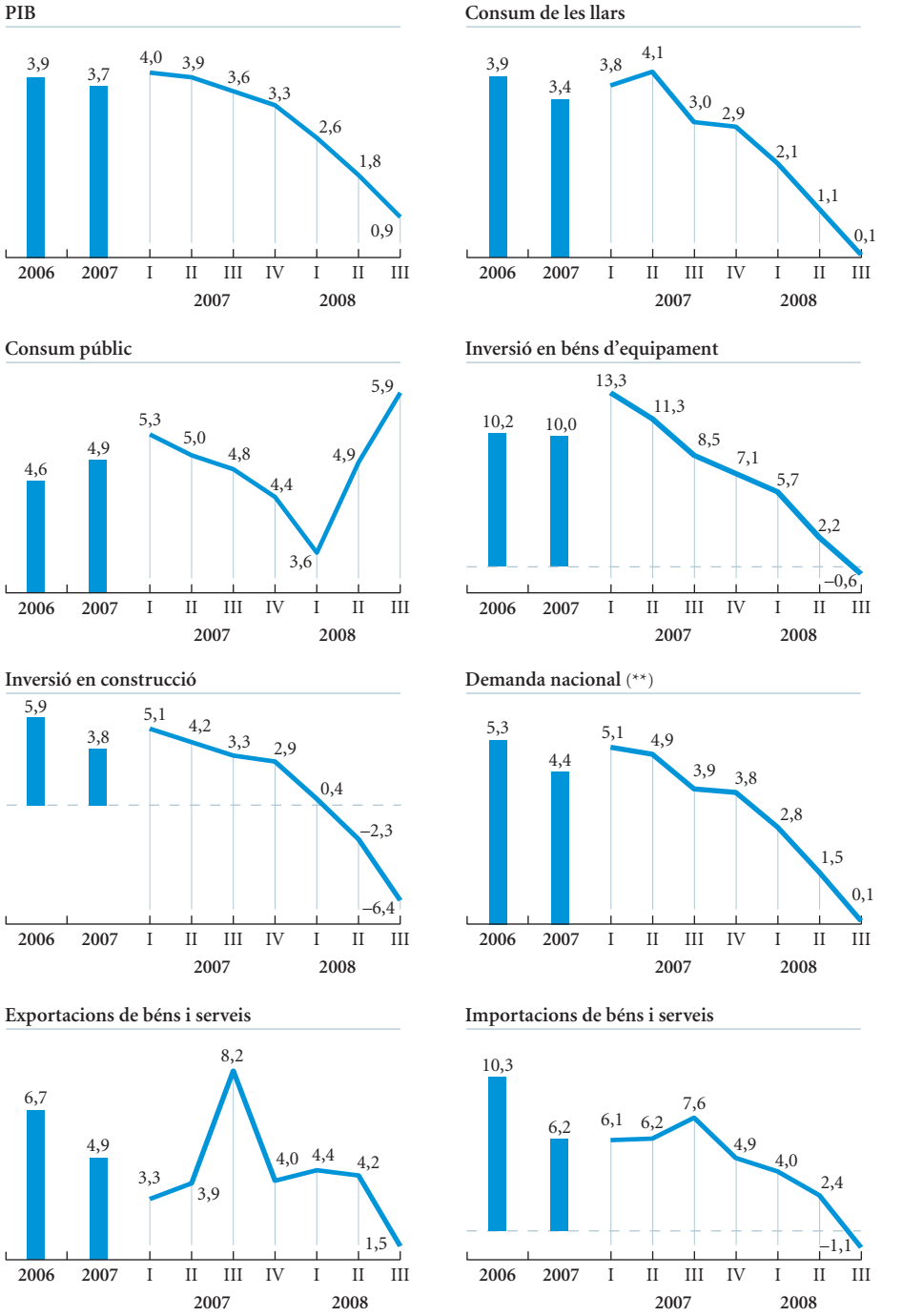
Variació trimestral del PIB



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)



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

Les llars frenen el consum...

La disminució del ritme de creixement de la demanda nacional va provenir tant de la inversió com del consum. Pel que fa al consum, el de les llars es va reduir l'1,0% en relació amb el trimestre anterior i es va contreure, sobretot, el de béns de consum durador. Sembla que aquesta tendència continuarà en el quart trimestre, segons es desprèn de la caiguda interanual de les vendes d'automòbils del 40,0% a l'octubre. L'afebliment del consum de les famílies es va produir en caure l'ocupació en el trimestre i fluixejar addicionalment la confiança dels consumidors per l'enfonsament de les borses i per l'orientació a la baixa dels preus dels habitatges, la qual cosa va incitar a incrementar el nivell d'estalvi.

...i les empreses reconsideren els plans d'inversió.

En canvi, el consum públic va adoptar un comportament anticíclic i va augmentar el 5,9% en relació amb el tercer trimestre del 2007. Aquest alt increment de la despesa pública corrent va ser degut tant a les remuneracions dels assalariats del sector com a les compres de béns i serveis.

Per la seva banda, responent a la feblesa de la demanda, tant interior com exterior, a la desacceleració dels beneficis empresarials i a l'enduriment de les condicions de finançament, la inversió va continuar disminuint. D'aquesta manera, la formació bruta de capital fix va anotar una reculada trimestral de l'1,9% en el tercer trimestre, igual que en el segon. La inversió en construcció va continuar intensificant la caiguda, en especial a causa dels habitatges, que van registrar una disminució trimestral del 6,9%. La inversió en béns d'equipament també es va reduir, sobretot a causa de l'equipament de transport, que va baixar el 4,6% en el trimestre. La inversió en altres productes, com *software* informàtic, prospeccions mineres i petrolieres, etc., va representar

INDICADORS DE DEMANDA

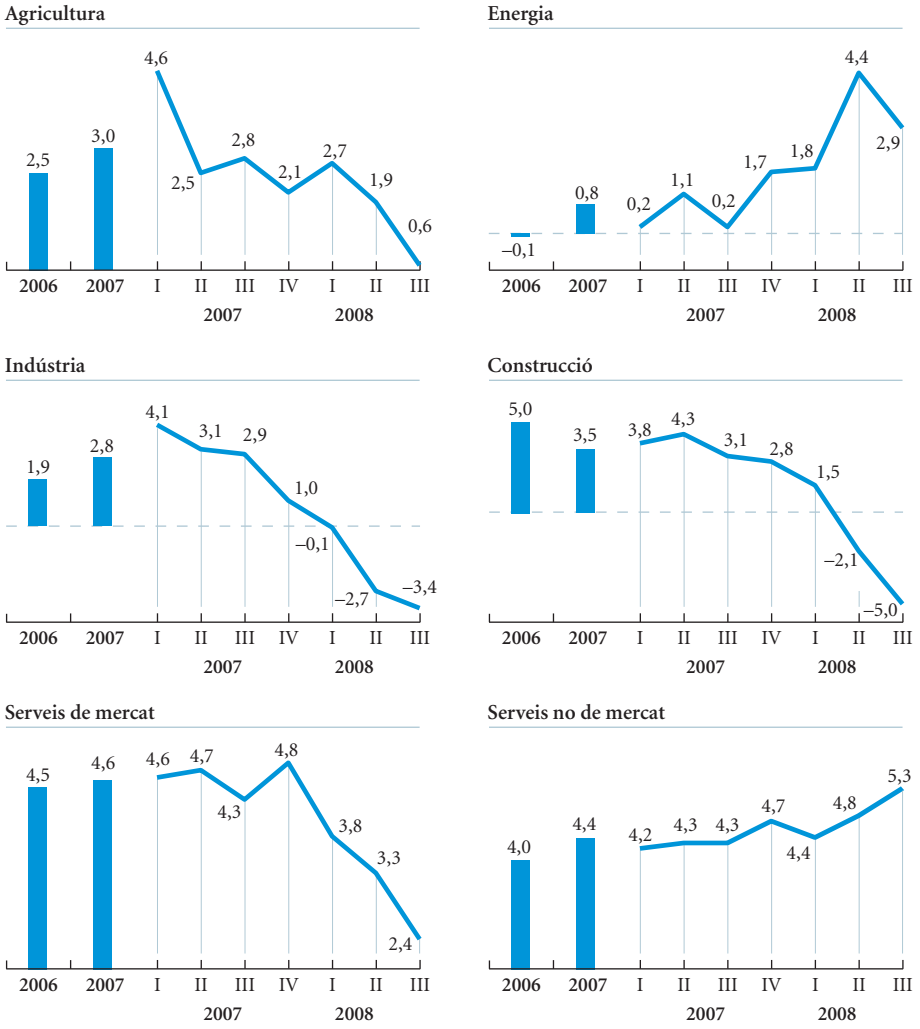
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2006	2007	2007		2008					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
Consum										
Producció de béns de consum (*)	2,3	1,2	0,9	–2,7	–0,8	–5,6	–2,1	–6,1	–8,6	...
Importació de béns de consum (**)	8,9	5,1	8,4	7,7	–1,2	–6,9	–4,0	–12,6	...	...
Matriculacions d'automòbils	–0,9	–1,2	–2,9	1,3	–15,3	–19,6	–27,4	–41,3	–32,2	–40,0
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	–44,0
Inversió										
Producció de béns d'equipament (*)	8,4	5,9	6,3	3,3	2,0	–3,1	1,8	–10,9	–5,0	...
Importació de béns d'equipament (**)	3,2	9,8	–0,6	9,0	–16,0	–16,4	–7,8	–28,1	...	...
Matriculació de vehicles industrials	1,5	0,3	–3,0	4,7	–29,5	–34,0	–46,6	–57,0	–48,1	–54,3
Comerç exterior (**)										
Importacions no energètiques	9,0	7,3	7,6	7,5	4,3	0,2	–2,7	–10,2	...	...
Exportacions	5,6	4,2	6,7	4,6	2,2	6,6	9,5	–2,7	...	...

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.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)



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

una compensació parcial en pujar el 2,6% en el trimestre.

La millora comentada més amunt del sector exterior va ser deguda, sobretot, a la caiguda interanual de l'1,1% de les importacions de béns i serveis, després d'haver registrat una pujada del 2,4% en el segon trimestre. Les exportacions també es van alentir, però menys, fins a un creixement de l'1,5% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior.

Des de l'òptica de l'oferta, l'expansió es va alentir a tots els grans sectors. Es va intensificar l'ajustament de la construcció, i el seu valor afegit va baixar el 5,0% en relació amb el tercer trimestre del 2007. Les branques energètiques i industrials també van intensificar la caiguda, en variació interanual, fins al 2,5%.

El creixement de les branques dels serveis es va desaccelerar fins a un augment interanual del 3,0%, sis dècimes menys

S'intensifica l'ajustament a la construcció.

Les organitzacions internacionals preveuen una recessió.

que en el trimestre anterior, a causa dels serveis de mercat, que van moderar el ritme de variació fins al 2,4% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior. Alguns serveis empresarials i de tecnologia de la informació eren les branques que mostraven més dinamisme. Al pol oposat se situava el comerç de vehicles. Per la seva banda, els serveis de no mercat van repuntar fins a un ascens interanual del 5,3%, mig punt més que en el segon trimestre.

L'agricultura, la ramaderia i la pesca van experimentar una contracció trimestral de l'1,7%. D'aquesta forma, el creixement interanual del seu valor afegit brut es va reduir al 0,6%.

Les previsions per a l'economia espanyola per part de les organitzacions internacionals aparegudes en les últimes setmanes s'han caracteritzat per la continuïtat de les revisions a la baixa del creixement econòmic per al 2009. Així, les projeccions de tardor de la Comissió Europea el situaven en una reculada del 0,2%. Les noves previsions del Fons Monetari Internacional duien el descens anual del PIB fins al 0,9%, set dècimes menys que

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	Octubre
Indústria										
Consum d'electricitat (1)	4,0	4,4	2,5	4,9	2,5	2,6	1,6	2,9	0,7	–1,7
Índex de producció industrial (2)	3,9	1,9	1,1	–0,2	–0,5	–5,1	–2,9	–6,7	–8,8	...
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	–27,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,5	81,3	82,1	81,1	81,3	80,3	–	79,3	–	76,8
Importació béns interm. no energ. (5)	10,5	8,0	8,7	7,1	11,4	6,9	–1,2	–5,8	...	...
Construcció										
Consum de ciment	8,5	0,2	–1,1	–1,9	–13,3	–18,9	–23,8	–30,2	–24,8	–34,4
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	–38,0
Habitatges (visats obra nova)	18,6	–24,7	–50,7	–33,6	–59,8	–56,0	–58,0	–67,9	...	...
Licitació oficial	31,3	–14,9	–30,0	–33,1	27,8	–32,1	–9,3	12,2	...	...
Serveis										
Vendes comerç minorista (6)	2,1	2,4	3,1	–0,3	–3,6	–5,6	–6,1	–6,1	–7,2	–8,0
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	0,3	...	...
Mercaderies ferrocarril (t-km)	–1,2	–4,4	–1,4	–5,3	–2,7	–0,7	–0,7	–17,8	4,1	...
Tràfic aeri passatgers	6,8	9,0	10,6	8,5	7,9	–0,7	–3,7	–2,4	–8,8	–10,8
Consum de gasoil automoció	5,5	4,8	4,3	4,7	–0,9	–2,8	–0,9	–8,3	...	...

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.

les anteriors d'un mes abans. L'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics també apunta a una caiguda anual del PIB del 0,9% el 2009 i a una lenta sortida posterior de la recessió econòmica.

En aquest entorn, el Govern va aprovar un pla de suport financer a les pimes estructurat en una nova línia de finançament de l'Institut de Crèdit Oficial, dotada amb 10.000 milions d'euros, i en ampliacions d'altres existents per un valor superior als 3.000 milions, que permetran també el finançament del capital circulant. A més a més, el Govern va anunciar la preparació de mesures d'estímul econòmic de forma concertada amb la Unió Europea, les quals se centraran en inversions en infraestructures. Fins ara la principal mesura amb impacte pressupostari ha estat la nova deducció fins a 400 euros en l'impost sobre la renda de les persones físiques.

El Govern llança noves mesures d'estímul econòmic.

Mercat de treball

A l'octubre es produeix un descens considerable dels afiliats a la Seguretat Social.

El mercat laboral es refreda

La crisi econòmica repercuteix sensiblement en el mercat de treball. Així, a l'octubre, el nombre mitjà d'afiliats en alta a la Seguretat Social es va situar en 18.918.473, amb un descens mensual de 101.886, xifra que contrasta amb un augment de 80.699 en el mateix mes del 2007. D'aquesta manera, es fa patent el deteriorament del mercat laboral en l'últim període, fins al punt que, tendencialment, el ritme de destrucció d'ocupació s'aproxima al 3% anual.

En els dotze últims mesos, el nombre mitjà mensual d'afiliats a la Seguretat Social es va reduir en 453.211 persones, el 2,3%. Els descensos interanuals van afectar, sobretot, els treballadors del Règim General, tot i que els autònoms del sistema normal van disminuir el 0,9%. En canvi, els efectius de treballadors de la llar van augmentar el 6,4%. Per grans sectors, el nivell d'afiliació va baixar a la construcció i a la indústria i va pujar als serveis i a l'agricultura.

INDICADORS D'OCUPACIÓ

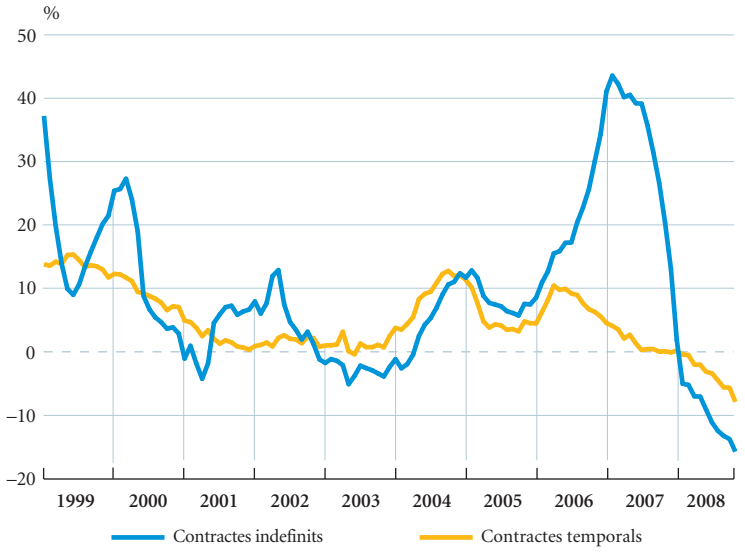
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2006	2007	2007		2008			
			III	IV	I	II	III	Octubre
Afiliats a la Seguretat Social								
Sectors d'activitat								
Indústria	*0,0*	*2,5*	*2,5*	*2,4*	*0,3*	*–1,4*	*–2,8*	*–4,7*
Construcció	*8,7*	*3,3*	*2,3*	*0,5*	*–2,8*	*–7,8*	*–13,0*	*–18,2*
Serveis	*5,2*	*3,5*	*3,0*	*3,0*	*2,6*	*2,0*	*1,4*	*0,2*
Situació professional								
Assalariats	*4,7*	*3,0*	*2,6*	*2,2*	*1,2*	*0,0*	*–1,2*	*–3,0*
No assalariats	*2,2*	*2,8*	*2,9*	*2,9*	*2,3*	*1,1*	*–0,3*	*–1,5*
Total	**4,3**	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**1,4**	**0,2**	**–1,0**	**–2,7**
Població ocupada (*)	**4,1**	**3,1**	**3,1**	**2,4**	**1,7**	**0,3**	**–0,8**	**–**
Llocs de treball (**)	**3,2**	**2,9**	**2,8**	**2,2**	**1,4**	**0,4**	**–0,8**	**–**
Contractes registrats (***)								
Indefinits	41,1	2,0	–1,6	–21,1	–11,8	–5,6	–13,8	–22,7
Temporals	4,7	0,3	–0,5	1,2	–6,5	–7,4	–9,4	–16,3
Total	**7,9**	**0,5**	**–0,7**	**–2,1**	**–7,2**	**–7,2**	**–9,9**	**–17,1**

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

PÈRDUA DE VIGOR DE LA CONTRACTACIÓ

Contractes registrats a l'INEM: variació de l'acumulat dels 12 últims mesos en relació amb el mateix període de l'any anterior



FONTS: Institut Nacional d'Ocupació i elaboració pròpia.

Les xifres de llocs de treball equivalents a temps complet de la comptabilitat nacional corroboren la tendència a la destrucció d'ocupació. En el tercer trimestre, els llocs de treball es van reduir el 0,8% en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront d'un augment interanual del 0,4% en el segon trimestre. Les caigudes de l'ocupació van ser generalitzades, i, en aquest sentit, cal destacar la de la construcció, amb una reducció anual del 12,8%. A les branques industrials i energètiques, el nivell d'ocupació va baixar l'1,2% i, al sector primari, el 4,1%. L'increment del 2,1% a les branques dels serveis només va poder compensar parcialment la disminució a la resta de sectors.

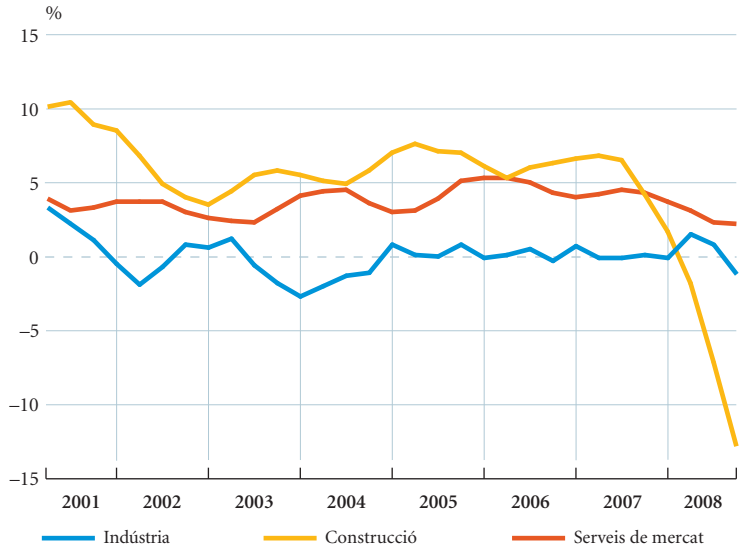
D'altra banda, en el tercer trimestre, va prosseguir la recuperació de la productivitat aparent del treball, que va augmentar l'1,7% en relació amb el mateix període del 2007, 4 dècimes més que en el trimestre anterior, arran de l'evolució del producte interior brut trimestral i de l'ocupació a temps complet. La remuneració dels assalariats es va moderar fins a un creixement anual del 4,5%, sobretot a causa del decrement de l'ocupació, ja que la mitjana per assalariat amb prou feines es va alentir fins al 5,3%. D'aquesta manera, l'increment anual del cost laboral unitari es va desaccelerar fins al 3,6%, 2 dècimes per damunt del deflactor implícit de l'economia.

El menor dinamisme del mercat de treball també es manifesta en la contractació. Així, a l'octubre, el nombre de contractes registrats als serveis públics d'ocupació va caure el 17,1% en relació amb el mateix mes de l'any anterior fins a 1.584.811, enfront d'un descens interanual del 9,2% de l'acumulat en els deu primers mesos de l'any. A l'octubre del 2008, es van registrar 180.229 contractes de treball de caràcter indefinit, la qual cosa representa una davallada del 22,7% sobre el mateix mes de l'any anterior. Malgrat aquesta reducció, els contractes

El nombre de contractes registrats fixos a temps complet disminueix més que el de contractes a temps parcial.

LA CREACIÓ D'OCUPACIÓ ALS SERVEIS NOMÉS COMPENSA PARCIALMENT LES CAIGUDES A LA CONSTRUCCIÓ I A LA INDÚSTRIA

Variació interanual dels llocs de treball equivalents a temps complet



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El govern avança diverses propostes per estimular l'ocupació.

estables van representar l'11,4% del total. D'altra banda, els contractes fixos a temps complet van disminuir més que els contractes a temps parcial. Per la seva banda, els contractes temporals van experimentar un decrement del 16,3% en relació amb l'octubre del 2007 fins a 1.404.582.

Atès aquest panorama, el govern, en el marc del procés iniciat de diàleg social, va avançar la proposta d'una nova modalitat de bonificació en la quota empresarial a la Seguretat Social de 1.500 euros anuals durant dos anys per estimular la contractació indefinida d'aturats amb responsabilitats familiars. A més a més, també es planteja l'ampliació de la capitalització del 40% al 60% de la prestació per atur per fomentar l'autoocupació.

Augment generalitzat de l'atur a tots els sectors, però en especial a la construcció.

Setè mes consecutiu d'ascens de l'atur registrat

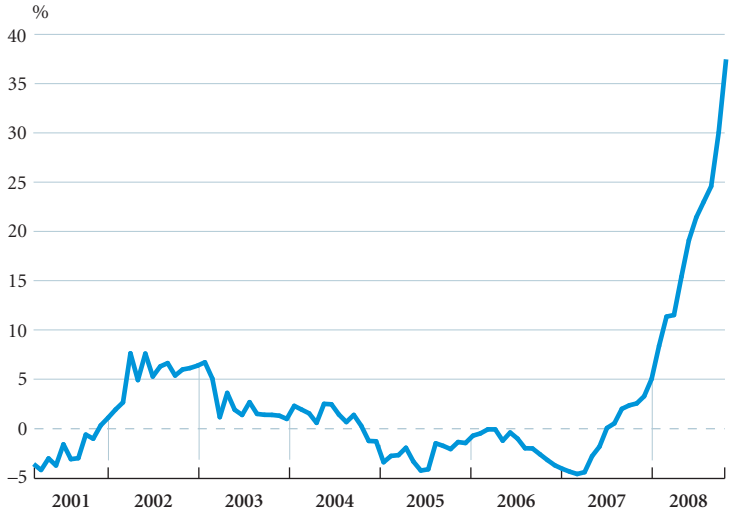
Les despeses d'atur experimenten una alça interanual del 42% al setembre del 2008.

La reducció neta del nivell d'ocupació provoca una forta pujada de l'atur. A l'octubre, el nombre d'aturats registrats als serveis públics d'ocupació va augmentar en 192.658. Tot i que, en part, l'increment de l'atur a l'octubre obeeix a factors estacionals derivats del final de la temporada turística, la seva magnitud, sis cops superiors a l'alça anotada en el mateix mes del 2007, palesa clarament el deteriorament del mercat de treball. Així, al final d'octubre, el nombre d'aturats registrats pujava a 2.818.026, amb un increment interanual del 37,6%.

El fort augment de l'atur registrat s'ha traduït en un increment significatiu de les despeses d'atur, que van augmentar el 41,8% al setembre del 2008 en relació amb el mateix mes del 2007. Al final de setembre, els beneficiaris pujaven a 1.851.308, el 31,3% més que dotze mesos abans. D'altra banda, al setembre del 2008, el nombre de beneficiaris estrangers es va incrementar el 78,5% en relació amb el mateix mes de l'any anterior fins als 209.101, l'11,3% del total.

FORT REPUNT DE L'ATUR REGISTRAT

Taxa de variació interanual de l'atur registrat (*)



NOTA: (*) Al maig del 2005 es produeix una ruptura en la sèrie a causa de l'entrada en funcionament del nou model de gestió SISPE.
FONTS: Ministeri de Treball i Assumptes Socials i elaboració pròpia.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Octubre 2008

	Aturats	Variació sobre desembre 2007		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	94.630	25.818	37,5	27.865	41,7	3,4
Indústria	349.430	69.449	24,8	78.874	29,2	12,4
Construcció	479.576	195.709	68,9	239.191	99,5	17,0
Serveis	1.631.882	347.632	27,1	378.077	30,2	57,9
Primera ocupació	262.508	49.871	23,5	45.442	20,9	9,3
Per sexes						
Homes	1.335.865	450.726	50,9	533.034	66,4	47,4
Dones	1.482.161	237.753	19,1	236.415	19,0	52,6
Per edats						
Menors de 25 anys	358.755	118.372	49,2	123.630	52,6	12,7
Resta d'edats	2.459.271	570.107	30,2	645.819	35,6	87,3
TOTAL	**2.818.026**	**688.479**	**32,3**	**769.449**	**37,6**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

La caiguda de la inflació s'intensifica

La taxa d'inflació interanual disminueix un punt a l'octubre fins al 3,6%...

A l'octubre es va accelerar la davallada de la inflació iniciada a l'agost. Així, la taxa de variació interanual de l'índex de preus de consum (IPC) va disminuir en un punt fins al 3,6%, lluny del màxim del 5,3% del juliol. Aquest descens va reflectir, sobretot, l'enfonsament del preu del petroli als mercats internacionals i també d'altres primeres matèries. Així, la inflació subjacent, considerada el nucli més estable de la inflació i que exclou els elements més volàtils com els productes energètics i els aliments frescos, es va reduir en 5 dècimes fins al 2,9%.

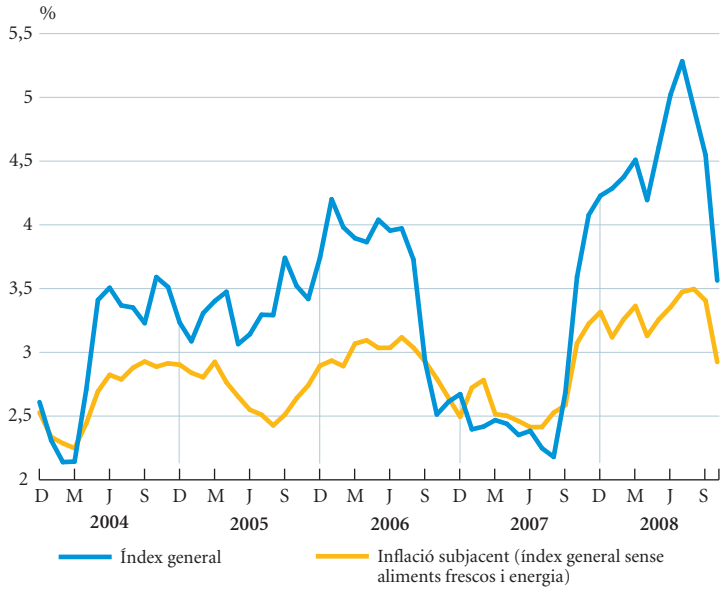
...gràcies a l'impuls a la baixa dels carburants i combustibles...

El principal impuls a la baixa de la inflació a l'octubre va provenir dels carburants i combustibles, que van retallar més de mig punt la taxa interanual de l'IPC en passar d'un increment interanual del 16,2% al setembre al 8,9% a l'octubre. L'altre element erràtic de la cistella de la compra, els aliments sense elaborar, es va moderar des d'un augment anual del 3,9% al 3,0% i va contribuir amb gairebé una dècima a la reducció de la inflació interanual.

Pel que fa als components de la inflació subjacent, els preus que van protagonitzar la seva disminució a l'octubre van ser els dels aliments elaborats, que van ro-

MARCAT DESCENS DE LA INFLACIÓ SUBJACENT

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2007			2008		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2007	% variació anual
Gener	–0,7	–0,7	2,4	–0,6	–0,6	4,3
Febrer	0,1	–0,6	2,4	0,2	–0,5	4,4
Març	0,8	0,1	2,5	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	0,3	2,4	3,6
Novembre	0,7	3,8	4,1			
Desembre	0,4	4,2	4,2			

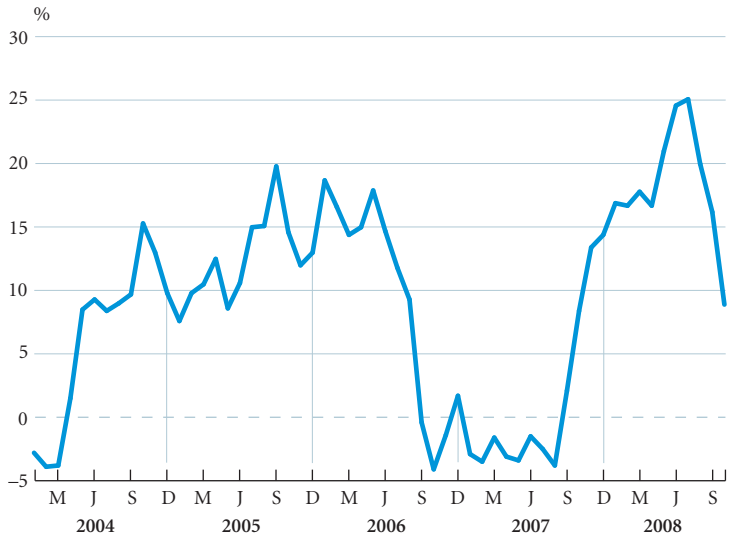
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

mandre gairebé estables en relació amb les fortes alces del mateix mes de l'any anterior. Cal destacar les repercussions negatives dels productes lactis i del pa sobre la inflació, que tradueixen la tendència a la baixa de les primeres matèries agràries als mercats globals en els últims mesos, en normalitzar-se l'oferta.

...i dels aliments elaborats.

ELS PREUS DELS CARBURANTS I COMBUSTIBLES FRENEN

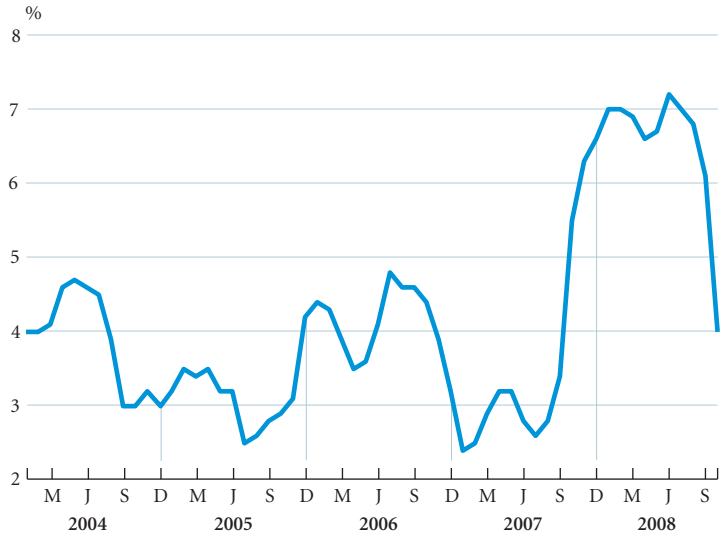
Variació interanual dels preus dels carburants i combustibles



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

MODERACIÓ DEL PREU DELS ALIMENTS

Variació interanual dels preus dels aliments i begudes no alcohòliques



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es redueix fins a 0,4 punts, la cota mínima des del començament del 2002.

Per la seva banda, la taxa de variació interanual dels preus dels béns industrials no energètics es va mantenir en el 0,5%. Aquesta contenció va ser propiciada per la forta competència als mercats internacionals. La pressió a la baixa en els preus a causa de la feblesa de la demanda va ser contrarestada per la depreciació de l'euro.

La taxa de variació interanual dels preus dels serveis tampoc no va variar a l'octubre, però va situar-se en un nivell molt més elevat, el 4,1%, que, en part, reflectia un menor grau de competència. Així, les taxes interanuals del servei domèstic (4,8%), de les consultes mèdiques (4,8%) i dels hotels, cafès i restaurants (4,7%) es van col·locar més d'un punt per damunt de la inflació general.

L'índex de preus harmonitzat amb la Unió Europea també va anotar una pujada interanual del 3,6%. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va reduir en mig punt fins a 0,4 punts, el nivell mínim des del començament del 2002. Cal destacar que aquesta reducció està molt influïda per la davallada del preu dels carburants, que té més pes en l'IPC espanyol.

La inflació podria acabar l'any clarament per sota del 2,5%.

Quan falten dos mesos perquè acabi l'any, les perspectives per a la inflació són francament optimistes. Així, si no es trenca la tendència dels preus de les primeres matèries, és probable que la taxa de variació interanual de l'IPC tanqui l'exercici clarament per sota del 2,5%.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Octubre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	110,5	1,9	–0,1	4,8	2,2	5,5	4,0
Begudes alcohòliques i tabac	111,6	0,2	0,1	5,8	3,8	6,6	4,0
Vestit i calçat	106,7	9,0	9,2	–1,0	–1,5	0,9	0,7
Habitatge	112,4	0,7	0,1	4,1	6,6	4,2	7,4
Parament	106,0	0,4	0,5	1,9	2,1	2,5	2,7
Medicina	98,8	0,2	0,2	–2,3	0,3	–2,1	0,5
Transport	107,3	0,3	–2,5	4,8	1,9	4,9	4,2
Comunicacions	100,2	–0,1	0,0	1,0	0,3	0,6	0,0
Oci i cultura	99,3	–0,8	–0,5	–1,4	–0,2	–0,7	0,4
Ensenyament	111,9	2,4	2,7	3,8	4,3	4,5	4,6
Hotels, cafès i restaurants	110,7	0,0	–0,2	4,5	4,3	4,8	4,7
Altres	107,4	0,1	0,2	2,7	3,4	3,0	3,7
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	111,2	2,3	0,1	5,9	3,1	6,1	4,5
Aliments sense elaboració	109,4	0,5	–0,4	2,8	0,9	4,7	3,0
Conjunt no alimentari	107,0	1,1	0,5	2,4	2,4	2,9	3,4
Béns industrials	105,3	2,2	0,9	1,5	1,2	2,0	2,7
Productes energètics	*113,3*	*1,0*	*–3,9*	*7,4*	*5,3*	*7,0*	*9,3*
Carburants i combustibles	*112,9*	*1,3*	*–5,1*	*8,9*	*3,7*	*8,4*	*8,9*
Béns industrials sense productes energètics	*102,6*	*2,7*	*2,7*	*–0,4*	*–0,2*	*0,4*	*0,5*
Serveis	108,9	0,1	0,0	3,4	3,6	3,8	4,1
Inflació subjacent (**)	107,1	1,4	0,9	2,6	2,2	3,1	2,9
ÍNDEX GENERAL	**107,9**	**1,3**	**0,3**	**3,0**	**2,4**	**3,6**	**3,6**

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

Es confirma l'orientació a la baixa dels preus a l'engròs

La caiguda dels preus de les primeres matèries en l'últim període i, en particular, l'enfonsament del preu del petroli des del juliol es continuen traslladant als preus a l'engròs, la inflació dels quals havia anotat els nivells màxims dels últims anys. Diverses causes, tant del costat de la demanda com de l'oferta, han contribuït a la reversió del moviment alcista de les primeres matèries. Una de les més significatives és la feblesa de la demanda, afectada per la crisi financera global.

En aquest context, els preus industrials es van continuar moderant. La seva taxa de variació anual es va situar a l'octubre en el 5,9%, 2,2 punts menys que en el mes anterior i 4,4 per sota del màxim des del 1984 registrat al juliol del 2008. El principal factor a la baixa va ser l'energia, la taxa de variació de la qual va baixar 6,4 punts fins al 15,2%, nivell, malgrat tot, encara

La taxa de variació anual dels preus industrials disminueix fins al 5,9% a l'octubre.

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											
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	3,3
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	6,9	9,2	4,9	2,3	7,5	25,3	9,6	1,3	0,3	5,8	3,4
Setembre	–2,3	8,1	4,2	2,1	7,1	21,6	8,6	1,7	0,6	6,6	–
Octubre	...	5,9	2,9	2,1	5,0	15,2	...	...	...	...	–

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

Descens interanual dels preus agraris malgrat el repunt dels preus del bestiar d'escorxador.

elevat i amb marge per a nous descensos. La taxa interanual dels béns intermedis va baixar 2,1 punts fins al 5,0%. Així mateix, els preus dels béns de consum van reduir el ritme d'augment fins al 2,9% en relació amb l'octubre del 2007.

Per branques, les que han experimentat els increments més importants dels preus en els dotze últims mesos han estat les energètiques, la metal·lúrgia i la química, que encara reflectien les passades tensions en els preus de les primeres matèries. En canvi, la fabricació de màquines d'oficina i d'equips informàtics mostrava una davallada anual del 2,0%, gràcies a una marcada competència als mercats internacionals i als increments de productivitat.

Els preus d'importació van confirmar la seva inflexió al setembre, quan la taxa d'inflació interanual es va situar en el 8,6%, un punt menys que en el mes anterior. L'impuls a la baixa va provenir de l'energia, la taxa interanual de la qual es va reduir en 9,9 punts fins al 35,1%. En canvi, les taxes de variació anuals dels preus de consum, d'equipament i intermedis, pressionades per la depreciació de l'euro, van pujar lleugerament.

Pel que fa als preus percebuts pels agricultors, van caure al setembre fins al 2,3%, nivell inferior al del mateix mes de l'any precedent. Els preus agraris no registraven una taxa interanual negativa des del febrer del 2007. Aquest descens s'explica per les davallades dels productes ramaders (el 9,7%) i agrícoles (el 5,0%). En canvi, els preus del bestiar d'escorxador, que s'havien mantingut relativament deprimits, van repuntar amb força fins al 8,4% interanual.

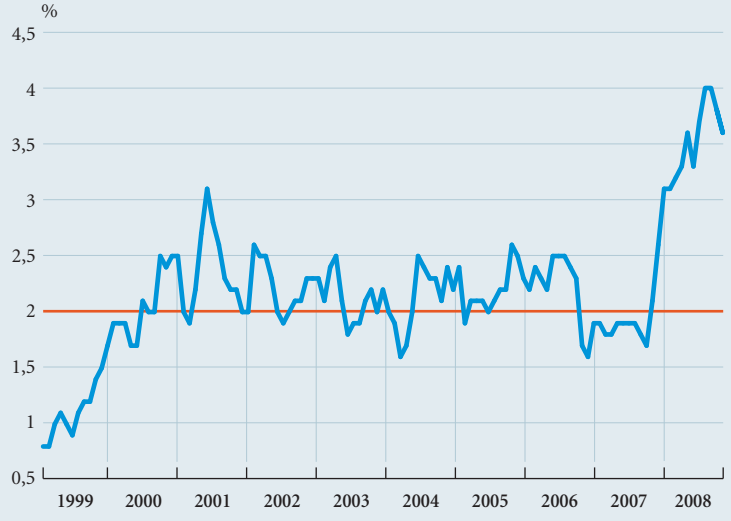
L'euro i la inflació: balanç dels primers deu anys

Al gener de 1999, es va posar en circulació la nova moneda comuna europea, l'euro, i el Banc Central Europeu va assumir el control de la política monetària dels països que van adoptar-la. Seguint la tradició del banc central alemany, el Bundesbank, els arquitectes de la unió monetària van tenir clar des del principi que la funció principal d'un banc central havia de ser mantenir la inflació en nivells molt baixos. Per aquest motiu, el Tractat de la Unió Europea va assignar un objectiu primari a la política del BCE: l'estabilitat de preus. Cap a la meitat de 1998, el BCE va definir l'estabilitat de preus com una taxa d'inflació de l'Índex de Preus al Consum Harmonitzat (IPCH) per sota del 2% a mitjà termini.[1] Deu anys més tard, sembla un bon moment per avaluar l'eficàcia del BCE en l'acompliment d'aquesta tasca.

Al gràfic següent presentem l'evolució de la taxa d'inflació des del gener de 1999, amb una línia horitzontal marcant l'objectiu del 2%. Si al lector li sembla que la taxa d'inflació ha estat per damunt de l'objectiu d'inflació durant la major part del temps, té raó: la taxa d'inflació ha estat en la zona objectiu durant només 42 dels 118 últims mesos. Des d'aquest punt de vista, el BCE només ha complert l'objectiu d'inflació el 36% del temps.

No obstant això, de mitjana, la inflació no ha estat gaire superior al 2%. En concret, des de la creació de l'euro, la mitjana d'inflació a la unió monetària ha estat del 2,18%, un valor que, certament, està per damunt de l'objectiu a mitjà termini, però que és força baix en termes absoluts i històrics. Tal com es pot observar a la taula següent, la inflació mitjana a la zona de l'euro se situa en el rang intermedi en comparació amb altres economies industrialitzades. A la zona de l'euro, la inflació ha estat inferior a la registrada als Estats Units, Canadà o Austràlia, però superior a la registrada al Japó. Cal destacar que el Regne Unit i Suècia, dos dels països de la

LA TAXA D'INFLACIÓ SE SITUA SOVINT PER DAMUNT DEL 2%



FONT: Eurostat.

(1) Amb posterioritat, en la revisió de la seva estratègia que el BCE va dur a terme el 2004, es va clarificar que l'objectiu era una inflació «per sota, però a la vora, del 2%».

UE-15 que van decidir no entrar en l'euro, han registrat taxes d'inflació mitjana inferiors al 2% en l'última dècada. L'altre país que va optar per quedar-se fora, Dinamarca, ha registrat una taxa mitjana d'inflació una dècima inferior a la de la UEM.

INFLACIÓ MITJANA 1999-2008	
Zona de l'euro	2,18
Regne Unit	1,71
Suècia	1,69
Dinamarca	2,09
Estats Units	2,86
Austràlia	3,12
Canadà	2,27
Japó	–0,20

FONT: Thomson Reuters Datastream.

A més a més, cal tenir en compte que, en els cinc últims anys, el preu de l'energia s'ha arribat a multiplicar per cinc i que s'ha produït un encariment generalitzat de les primeres matèries, inclosos els aliments. Poc o res ha pogut fer el BCE per evitar l'impacte directe d'un augment global en els preus del petroli i d'altres primeres matèries sobre la inflació. De mitjana, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments frescos) ha estat de l'1,8% des del 1999.

En general, ateses les circumstàncies, es pot argumentar que el BCE ha fet un bon paper. Sense cap mena de dubte, aquesta dècada no ha estat fàcil. A més dels increments del preu de les primeres matèries, el BCE ha hagut de trampejar els efectes de l'explosió de la bombolla *dotcom*, les incerteses associades al canvi de mil·lenni, els atacs terroristes de l'11 de setembre del 2001 als Estats Units i, més recentment, la crisi financera global. També és cert que el BCE es va fixar uns estàndards molt alts que no ha estat capaç de complir. Per utilitzar un símil futbolístic, és com si un equip es fixés guanyar en un any la Lliga de Campions i la Lliga i la Copa del seu país. És un fracàs guanyar *només* els dos primers tornejos? Tot depèn de com es van plantejar els objectius.

Si s'utilitza el criteri que la inflació ha d'estar per sota del 2% a mitjà termini, es podria concloure que el BCE no ha aconseguit el seu objectiu. Però convé recordar que altres països avançats tenen objectius més flexibles. La Reserva Federal nord-americana, per exemple, no té un objectiu numèric explícit. Altres bancs centrals amb objectius explícits d'inflació, com és el cas de Canadà, el Regne Unit, Nova Zelanda o Suècia, tenen un objectiu central per a la inflació del 2%, amb una banda de fluctuació de l'1% al voltant de l'objectiu central, mentre que Austràlia té un objectiu d'inflació entre el 2% i el 3%. Això els permet tenir una certa flexibilitat a l'hora de gestionar la política monetària, sobretot quan l'economia pateix xocs inflacionistes. Si avaluem el BCE suposant que hagués adoptat un objectiu d'inflació del 2% amb una banda de fluctuació de l'1%, el seu percentatge d'èxit hauria estat del 85%.

De fet, ja fa uns anys, un informe d'avaluació d'un grup d'experts sobre política monetària va opinar que el BCE es comportava, a la pràctica, com si tingués un objectiu d'inflació entre l'1% i el 3% i va suggerir que

adoptés aquest objectiu explícitament.[2] El BCE va optar per un objectiu d'inflació «per sota del 2%» per establir les seves credencials antiinflacionistes i per assegurar als països membres del nord d'Europa que la política del Bundesbank tindria continuïtat. No obstant això, pot ser contraproduent fixar objectius que després s'incompleixen de forma reiterada, ja que això, a llarg termini, pot provocar un problema de credibilitat. És a dir, és pitjor tenir un objectiu estricte que es compleix rarament que tenir un objectiu més realista o menys ambiciós que es compleix amb freqüència.

Un objectiu per a la inflació del 2% amb una banda de l'1% ampliaria el marge de maniobra del BCE. A més a més, l'autoritat monetària podria complir l'objectiu de forma folgada la majoria del temps. D'altra banda, no s'incorreria en cap cost significatiu, ja que la inflació ja fluctua entre l'1% i el 3% la major part del temps, i no hi ha cap evidència empírica que suggereixi que tenir una taxa d'inflació entre l'1% i el 3% sigui pitjor per a l'activitat econòmica que una inflació per sota, però a la vora, del 2%.[3]

(2) Vegeu Galí, J., Gerlach, S., Rotemberg, J., Uhlig, H. i Woodford, M., 2004, «The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered», Monitoring the European Central Bank 5, CEPR.
(3) Vegeu Khan, M. i Senhadji, A., 2001, «Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth», IMF Staff Papers, Vol. 48, pp. 1-21.

Sector exterior

Continua la millora del saldo no energètic

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

Entre els mesos de gener i setembre del 2008, el dèficit comercial va ser de 74.544 milions d'euros, un increment del 4,8% interanual que confirma que el deteriorament continua perdent força i apunta a descensos del dèficit per als propers mesos. Pel que fa a la taxa de cobertura, es va situar en el 65,9%, una mica per damunt del 65,3% del mateix període de l'any anterior.

La raó del lleuger augment del desequilibri comercial cal buscar-la encara en el deteriorament de la balança comercial energètica, el saldo negatiu de la qual en el període gener-setembre es va incrementar el 50,5% interanual i va arribar als 36.224 milions d'euros. No obstant això, les tendències dels últims mesos mostren que aquests augments perden força, ja que el dèficit energètic del setembre, de 3.620 milions d'euros, va ser el 20,1% inferior al màxim del juliol i va continuar evolucionant a la baixa. Per la

COMERÇ EXTERIOR

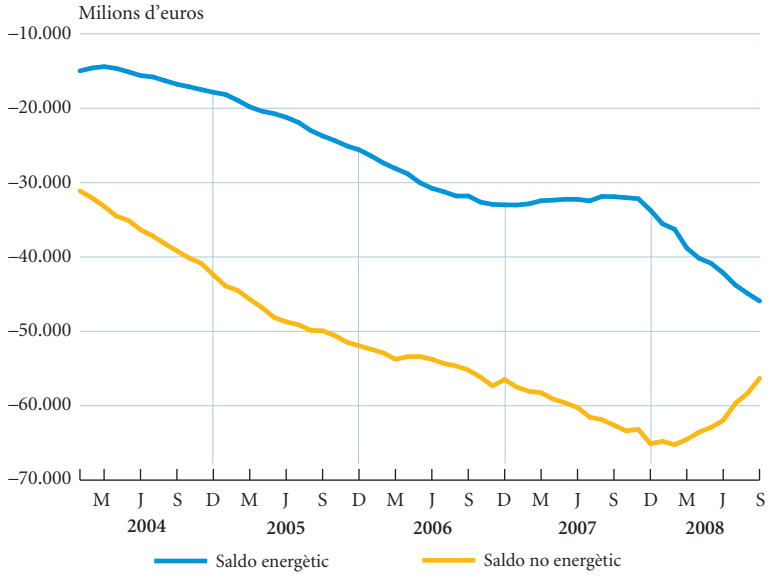
Gener-setembre 2008

	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	45.287	52,9	20,7	9.063	63,2	6,3	–36.224	20,0
Béns de consum	53.212	–5,9	24,3	51.141	6,3	35,5	–2.071	96,1
Alimentaris	*11.880*	*3,5*	*5,4*	*16.423*	*7,9*	*11,4*	*4.542*	*138,2*
No alimentaris	*41.332*	*–8,9*	*18,9*	*34.718*	*2,0*	*24,1*	*–6.614*	*84,0*
Béns de capital	18.135	–14,4	8,3	12.387	1,6	8,6	–5.748	68,3
Béns intermedis no energètics	101.992	4,4	46,7	71.491	4,9	49,6	–30.501	70,1
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea	119.274	–1,3	54,6	100.238	6,2	69,6	–19.036	84,0
Zona de l'euro	*99.180*	*–2,1*	*45,4*	*79.908*	*5,1*	*55,5*	*–19.271*	*80,6*
Altres països	99.352	17,9	45,4	43.843	10,8	30,4	–55.508	44,1
Rússia	*6.410*	*6,1*	*2,9*	*2.186*	*46,7*	*1,5*	*–4.224*	*34,1*
Estats Units	*8.553*	*18,8*	*3,9*	*5.653*	*–0,7*	*3,9*	*–2.900*	*66,1*
Japó	*3.982*	*–12,2*	*1,8*	*1.080*	*6,3*	*0,7*	*–2.902*	*27,1*
Amèrica Llatina	*12.147*	*12,3*	*5,6*	*6.902*	*–8,3*	*4,8*	*–5.245*	*56,8*
OPEP	*22.643*	*42,8*	*10,4*	*5.028*	*31,0*	*3,5*	*–17.615*	*22,2*
Resta	*45.616*	*14,6*	*20,9*	*22.995*	*14,8*	*16,0*	*–22.621*	*50,4*
TOTAL	**218.626**	**6,6**	**100,0**	**144.082**	**7,5**	**100,0**	**–74.544**	**65,9**

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

EL DÈFICIT NO ENERGÈTIC ES CORREGEIX AMB INTENSITAT

Saldo comercial per tipus de producte (*)



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

seva banda, el dèficit no energètic del gener-setembre va ser de 38.320 milions d'euros, el 18,5% inferior al del mateix període de l'any anterior, la qual cosa significa el setè mes consecutiu d'uns descensos que van guanyant en intensitat. La millora del saldo comercial no energètic va ser deguda, sobretot, a la millora de la balança en béns de consum no alimentaris, seguida per la de béns de capital.

Balança de pagaments: es redueix el dèficit corrent

La balança per compte corrent va registrar a l'agost un dèficit de 6.931,7 milions d'euros, un nivell que és el 7,8% inferior al del mateix període de l'any anterior.

En un context temporal més ampli, l'evolució de la suma acumulada de dotze mesos mostra una clara moderació de les últimes tendències. Des del març del 2008, el deteriorament del dèficit corrent mostra un procés de desacceleració que va guanyant en intensitat. En els dotze mesos que acaben a l'agost, va créixer el 10,9% interanual, taxa molt inferior al 21,5% del març. Aquest alentiment del deteriorament és causat per un menor augment del saldo negatiu de la balança de rendes i, amb menys pes, del de transferències corrents.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, continua el procés de substitució del saldo d'inversió en cartera per un increment del saldo del compte d'altres inversions, tot i que amb menys intensitat que en mesos anteriors. El compte d'altres inversions, exclosos els derivats, està constituït, fonamentalment, per préstecs, dipòsits i repos d'altres sectors residents, d'administracions públiques i d'institucions financeres monetàries. Partides que obeeixen al canvi en els instruments de cobertura de les necessitats de liquiditat de l'economia espanyola.

El dèficit no energètic intensifica la reculada i les exportacions avancen més que les importacions.

Els dèficits de les balances de rendes i de transferències corrents creixen menys que al començament del 2008.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Agost 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	–60.938	7,9	–94.284	–8.443	9,8
Serveis					
Turisme	*19.569*	*2,8*	*28.340*	*719*	*2,6*
Altres serveis	*–2.477*	*–31,6*	*–4.515*	*627*	*–12,2*
Total	17.092	10,8	23.825	1.345	6,0
Rendes	–21.980	2,8	–32.100	–3.348	11,6
Transferències	–7.132	16,6	–7.750	–365	4,9
Total	**–72.957**	**6,4**	**–110.309**	**–10.811**	**10,9**
Compte de capital	**4.422**	**112,7**	**6.859**	**1.844**	**36,8**
Balança financera					
Inversions directes	6.869	–	–9.767	35.078	–78,2
Inversions de cartera	9.257	–91,6	3.432	–156.255	–97,9
Altres inversions	25.237	–	59.892	60.696	–
Total	**41.363**	**–41,8**	**53.557**	**–60.481**	**–53,0**
Errors i omissions	2.876	154,9	5.492	2.851	108,0
Variació d'actius del Banc d'Espanya	24.297	–	44.401	66.597	–

NOTA: El saldo resultant de la suma de la balança corrent, del compte de capital i de la balança financera es compensa per la variació d'actius del Banc d'Espanya més els errors i omissions.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Les entrades netes d'inversió en cartera disminueixen notablement.

Així, les entrades per inversió de cartera dels dotze últims mesos fins a l'agost van ser de 3.432 milions d'euros, mentre que, en el mateix període de l'any anterior, havien estat de 159.686 milions. Aquesta disminució va continuar essent compensada, en la seva major part, per un augment del compte d'altres inversions, que, en el mateix període, va passar d'un saldo negatiu de 150 milions d'euros a un altre de positiu de 77.165 milions. No obstant això, aquest procés perd una certa intensitat, ja que el saldo d'altres inversions disminueix des del màxim de 107.989 milions d'euros del març del 2008.

La inversió estrangera directa arriba als 66.000 milions d'euros.

Per la seva part, adquireix força la millora del saldo d'inversions directes, que, en els dotze últims mesos fins a l'agost, va presentar un saldo net de sortides fins als 9.767 milions d'euros, una cinquena part del registre corresponent al final de l'any. Aquesta millora és deguda, en la seva major part, a l'augment dels fluxos d'entrada, les inversions estrangeres a Espanya, que, amb 66.207 milions d'euros, tripliquen amb escreix el mínim del setembre del 2007.

Comerciant sota l'euro

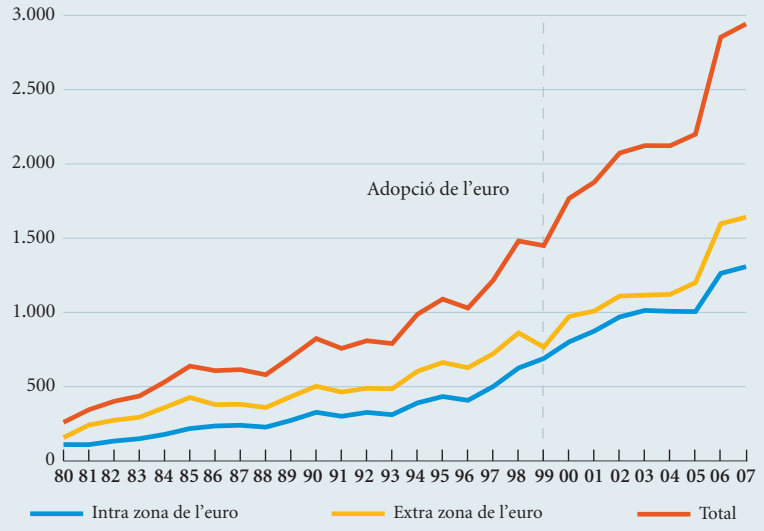
La introducció de l'euro fa deu anys, a més de ser un esdeveniment de fort simbolisme polític, va constituir una fita en el camí d'integració econòmica de la Unió Europea. S'ha parlat molt dels costos derivats de renunciar a una política monetària autònoma amb l'adopció de l'euro. Compartir una moneda, però, també té avantatges, entre els quals podem esmentar el fet de facilitar les relacions comercials. Tot i que les importacions dels països de la zona de l'euro han crescut tant en el decenni anterior a l'adopció de l'euro com en el posterior (vegeu el gràfic adjunt), calcular l'impacte de l'euro sobre el comerç requereix aïllar aquest efecte dels derivats d'altres factors, com, per exemple, els preus de les importacions, les mesures d'integració econòmica al si de la UE o els canvis en la política aranzelària.

Durant anys, els economistes han considerat l'ús de monedes diferents entre països com un factor limitador del comerç i, per tant, del creixement econòmic. La idea clàssica, que s'origina amb Jacob Viner i que sustenta la teoria de les unions monetàries òptimes del premi Nobel Robert Mundell, es basa en els riscos o costos que comporta la variació del tipus de canvi. Sota aquesta perspectiva, el tipus de canvi és un cost de transacció inherent al comerç que desapareix amb l'adhesió a una unió monetària, tot i que, això sí, només entre les economies de la unió. L'adopció d'una moneda comuna és equivalent, en aquest sentit, a una liberalització preferencial al comerç, on l'avantatge per la reducció del cost, i per tant del preu, no és general a tots els països del món sinó només al grup de països que comparteixen moneda.

Les mesures preferencials, en general, tenen un doble efecte en el comerç: creació de comerç i desviació de comerç. Es dóna una situació de creació de comerç entre les zones preferencials quan se substitueix producció domèstica per importacions d'altres països membres, que ara es poden realitzar a un cost més baix (aquest aug-

LES IMPORTACIONS DESPRÉS DE L'EURO

Milers de milions d'euros



FONTS: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

ment en volum de comerç es coneix com a *marge intensiu*). No obstant això, aquesta liberalització preferencial pot generar també desviació de comerç si se substitueixen importacions provinents de països que no pertanyen a la unió monetària per importacions de països membres que, tot i ser menys eficients, es veuen afavorits per la disminució en els costos de transacció.

L'evidència empírica suggereix que l'efecte de creació de comerç derivat de la introducció de l'euro ha estat força petit –al voltant del 5%– i, el que és més sorprenent, no s'observa desviació de comerç.[1] D'altra banda, els països fundadors de la UE que no van adoptar l'euro –el Regne Unit, Dinamarca i Suècia– no presenten grans diferències en creació i desviació de comerç en relació amb la resta dels 11 països fundadors. No sembla, per tant, que la teoria de Viner-Mundell sigui l'explicació principal de l'augment de comerç als països de la zona de l'euro.

La variació en l'estructura de mercat que genera la creació d'una unió monetària és una segona via d'influència que ha estat estudiada. En concret, l'adopció d'una mateixa moneda facilita als compradors la comparació de preus entre els diferents països de la unió i incrementa, així, la sensibilitat a les diferències entre ells. En altres paraules, la demanda es fa més elàstica, la qual cosa obliga les empreses a rebaixar els marges i, de retruc, els preus (efecte pro-competitiu). A preus més baixos, més gran serà el comerç entre països (creació de comerç). Aquesta teoria, a diferència de la clàssica, no genera desviació de comerç, ja que el canvi en l'elasticitat de la demanda és cert per a qualsevol país que vulgui vendre al nou mercat i no solament per als països de la zona de l'euro. Les prediccions d'aquesta teoria són més coherents amb l'evidència empírica: es crea comerç i cauen els preus, tot i que els dos efectes són quantitativament petits.

Recentment, la branca més nova de l'economia internacional ha substituït l'estudi del comerç entre països per la investigació del que empeny les diferents empreses de cada país a l'exportació i a la inversió estrangera directa. Marc Meltiz va ser el primer economista que va plantejar aquesta nova manera d'enfocar l'estudi del comerç el 2003. Amb posterioritat, Baldwin i Taglioni (2004) la van aplicar a l'estudi de la zona de l'euro i van produir una anàlisi alternativa a la de Mundell, que, a més a més, ha estat corroborada empíricament. En la nova teoria, les empreses d'un mateix país i sector es diferencien entre elles pel seu nivell de productivitat, i només les més productives són capaces d'incórrer en el cost fix que representa exportar. A més a més, dins un mateix sector, es considera que cada empresa produeix un bé o servei lleugerament diferent al del seu competidor –una varietat única–, que li permet diferenciar-se en preus. Quan diferents països decideixen formar una unió monetària, el cost fix que comporta exportar al conjunt de països disminueix. Aquest cost fix més baix permet a empreses menys productives –juntament amb els seus béns i serveis– entrar al mercat de l'exportació i incrementar, així, la varietat de productes (augmenta l'anomenat *marge extensiu* del comerç).

En resum, i segons els estudis més recents, l'euro sí augmenta el comerç a la zona de l'euro, i això es tradueix en nivells més elevats de benestar. No obstant això, el mecanisme principal afecta el *marge extensiu* del comerç en lloc del *marge intensiu*. És a dir, tant els països de la unió com els que no hi pertanyen incrementen el nombre de varietats de béns i serveis que venen a la zona de l'euro. I, contràriament a la visió clàssica, l'increment en el volum de les varietats que ja eren exportades és clarament residual.

(1) Micco, Alejandro, Ernesto Stein i Guillermo Ordonez (2003) «The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence From EMU», Economic Policy, pp. 316-356.

Sector públic

Tendència a l'empitjorament del dèficit de l'Estat

La fase descendent del cicle econòmic està impactant sensiblement en els comptes públics. En els deu primers mesos de l'exercici, els ingressos de l'Estat en termes de caixa, és a dir, segons els fluxos monetaris registrats, van sumar 162.954 milions d'euros abans de les cessions a les administracions autonòmiques i locals d'acord amb el sistema de finançament vigent. Aquesta quantitat representa una davallada de l'11,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior.

La recaptació dels impostos directes en el període gener-octubre va anotar un descens interanual del 14,2%. La principal figura tributària d'aquest apartat, l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), va ingressar 60.394 milions d'euros, l'1,5% menys que en el mateix període del 2007. Aquest descens va ser degut, sobretot, a la nova deducció avançada fins a 400 euros en la quota líquida i a l'impacte de la deducció anticipada per naixement i adopció de fills. Més important va ser la caiguda de les entrades per l'impost de societats, del 34,6%, a causa, especialment, de l'empitjorament dels beneficis empresarials.

Els ingressos de l'Estat baixen el 12% en els deu primers mesos de l'exercici en deteriorar-se la conjuntura econòmica.

Els impostos indirectes van recaptar el 10,3% menys que en els deu primers mesos del 2007. L'impost estrella d'aquest grup, l'impost sobre el valor afegit (IVA), va patir una caiguda del 14,0%, a causa

Forts descensos de la recaptació de l'impost de societats i de l'IVA.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Octubre 2008

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	**19.074**	**–28,8**	**112.640**	**–18,6**
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	7.825	–10,2	60.394	–1,5
Impost de societats	5.706	–48,1	26.409	–34,6
IVA	7.182	–16,7	43.226	–14,0
Impostos especials	1.653	3,0	16.332	–0,2
Resta	1.212	–8,3	16.593	3,9
Total	**23.578**	**–24,6**	**162.954**	**–11,6**
Pagaments no financers	**12.883**	**8,3**	**119.458**	**5,5**
Saldo de caixa	**6.191**	**–58,5**	**–6.818**	**–**
Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament (**)	***4.991***	***–67,9***	***–8.585***	**–**

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

El superàvit pressupostari de l'any passat es converteix en dèficit en l'exercici actual.

del fort alentiment del consum i també d'una nova normativa de consolidació fiscal per a grups d'entitats fixada a partir del gener del 2008. Per la seva banda, els impostos especials van baixar el 0,2%, ja que el decrement del 4,3% del tribut especial més important, el d'hidrocarburs, va ser gairebé totalment contrarestat per l'alça del 4,8% de l'impost sobre el tabac.

A l'altre costat del balanç, els pagaments acumulats fins a l'octubre van pujar el 5,5%. Aquest augment és atribuïble als pagaments corrents, que van augmentar el 6,3%, mentre que els de capital van baixar el 0,7%.

Pel que fa a les despeses corrents, les de personal van augmentar el 6,7%. Les despeses financeres, per la seva banda, es van incrementar el 9,7%, mentre que les compres de béns i serveis van créixer el 3,1%.

En l'àmbit de les operacions de capital, les inversions reals van augmentar el 9,7%, impulsades per la pujada del 14,9% de les inversions civils del Ministeri de Foment. En canvi, les transferències de capital es van reduir el 12,0%.

Arran dels ingressos i dels pagaments, els comptes de l'Estat van comptabilitzar un dèficit públic de 6.818 milions d'euros durant el període gener-octubre. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, tenint en compte els drets i les obligacions generats, la necessitat de finançament va arribar als 8.585 milions d'euros. Aquest dèficit representa el 0,78% del producte interior brut (PIB), que es contraposa al superàvit del 2,64% corresponent al mateix període del 2007, situació que il·lustra les conseqüències de la crisi econòmica en els comptes públics.

D'altra banda, el dia 20 de novembre, va tenir lloc la primera subhasta del Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers. Com és sabut, la finalitat d'aquest fons és facilitar liquiditat a les entitats financeres perquè, al seu torn, estimulin el flux de liquiditat cap a les empreses i les famílies. El Fons està autoritzat a comprar actius per un màxim de 50.000 milions d'euros fins al final del 2009.

La primera subhasta del Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers no cobreix les expectatives.

La primera subhasta del Fons, realitzada el dia 20 de novembre, no va cobrir les expectatives. En efecte, l'import efectiu màxim a la subhasta va ser fixat en 5.000 milions d'euros, però l'import sol·licitat en 70 ofertes per part de 28 entitats sol·licitants només va pujar a 4.562 milions d'euros. L'import adjudicat de compra amb pacte de recompra a dos anys de cèdules hipotecàries, de bons de titulització de cèdules hipotecàries, de bons de titulització d'actius i de bons de titulització hipotecària, amb el suport dels crèdits concedits al sector privat i amb qualificació creditícia, com a mínim, de doble A, va ser de 2.115 milions d'euros, és a dir, el 42,3% del límit màxim. El tipus d'interès mínim acceptat a la subhasta va ser del 3,15%, inferior al 3,25% del Banc Central Europeu, que, a més a més, és a un termini molt més curt, però el tipus mitjà ponderat va ser del 3,34%. La següent subhasta s'ha fixat per al dia 11 de desembre, també amb un límit màxim de 5.000 milions d'euros, però, aquest cop, amb la compra en ferm.

Estalvi i finançament

Baixen els tipus d'interès

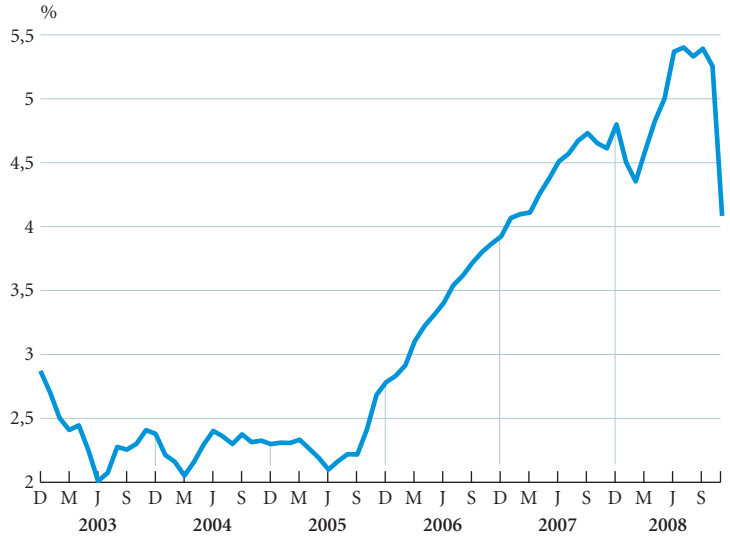
El tipus d'interès euríbor a un any, àmpliament utilitzat com a tipus de referència en operacions de crèdit, va disminuir 6 punts bàsics de mitjana mensual a l'octubre i es va situar en el 5,25%. La retallada efectuada pel Banc Central Europeu (BCE) del tipus d'interès oficial al començament del mes i les expectatives de noves rebaixes van influir en aquest relaxament. No obstant això, encara se situava només a 15 punts bàsics del màxim històric registrat al juliol i era 60 punts bàsics superior a un any abans. No obstant això, la tendència a la baixa es va intensificar en les primeres setmanes de novembre, fins a un nivell proper al 4% al començament de la quarta setmana del mes. Aquesta quota representava gairebé un diferencial de 0,8 punts percentuals per damunt del tipus d'interès del BCE, encara elevat, que reflectia la persistència de la desconfiança al mercat interbancari.

En aquest entorn, els tipus d'interès crediticis de les entitats financeres van moderar l'ascens al setembre. El tipus d'interès mitjà es va col·locar en el 6,57%, 2 punts bàsics per damunt del mes anterior, i va marcar el màxim dels últims anys, però cal destacar que l'ascens mensual dels dipòsits va ser més intens. Aquest lleuger augment mensual va ser degut a la pujada anotada en els tipus d'interès dels crèdits a les empreses, el tipus mitjà dels quals va augmentar 5

L'euríbor a un any s'apropa al 4% al novembre, a causa de les retallades del BCE...

L'EURÍBOR GIRA A LA BAIXA

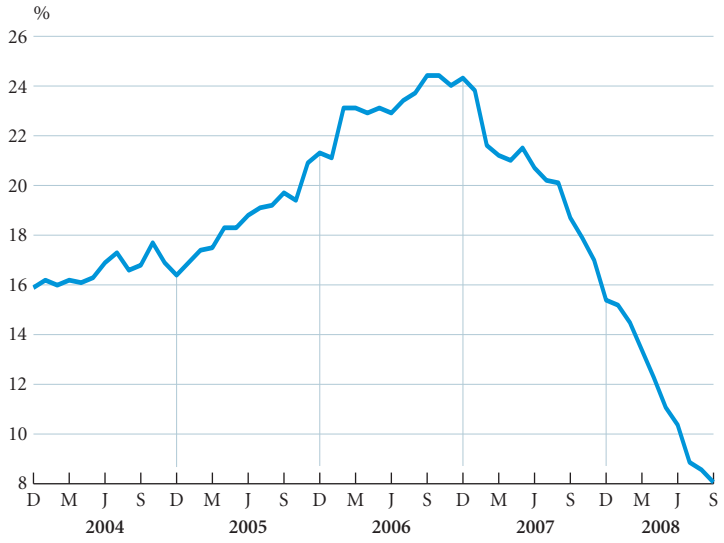
Euríbor a 12 mesos



NOTA: Dia 24 de novembre.
FONT: Banc d'Espanya.

PROSSEGUEIX LA DESACCELERACIÓ DEL FINANÇAMENT A EMPRESES I FAMÍLIES

Variació interanual del finançament a les empreses no financeres i a les famílies (*)



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

...i de la feblesa de la demanda de crèdit de les empreses i de les famílies.

punts bàsics fins al 6,11%, mentre que el tipus dels préstecs a les llars es va mantenir en el 7,07%.

El gir a la baixa dels tipus d'interès reflecteix també la feblesa de la demanda, derivada del deteriorament econòmic, la qual cosa, combinada amb unes condicions de liquiditat encara restrictives, motiva que el finançament al sector privat s'hagi continuat desaccelerant intensament. D'aquesta manera, al final del tercer trimestre, la taxa de variació interanual es va col·locar en el 8,0%, un ritme de creixement similar al del conjunt de la zona de l'euro.

El crèdit comercial cau el 13% des del setembre del 2007.

Pel que fa al finançament al sector privat, el saldo del crèdit a empreses i famílies ha pujat el 8,6% en els dotze últims mesos. Al setembre va anotar un creixement mensual del 0,6%, la meitat del registrat al setembre del 2007.

Frenada de les hipoteques sobre habitatges.

El finançament a les empreses no financeres es va continuar desaccelerant sensiblement fins a un augment anual del 9,1%, menys de la meitat que dotze mesos abans. El crèdit comercial, utilitzat per al finançament del capital circulant, va caure el 13,4% en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Així mateix, es va moderar molt el finançament per a projectes d'inversió, atès el modest increment anual del 4,5% dels arrendaments financers.

També es va alentir amb força el finançament a les llars. La seva taxa de variació anual es va situar en el 6,6%, enfront d'una taxa del 15,3% al setembre del 2007. Els préstecs per a la compra d'habitatge van experimentar una frenada, fins a una variació anual del 6,3%. La demanda d'habitatge s'afebleix pel deteriorament de la confiança de les famílies en accelerar-se l'atur i per les expectatives a la baixa dels preus. La resta de préstecs a les famílies, inclòs el consum de béns i serveis, també es va moderar, per bé que amb menys intensitat, i va presentar una alça anual del 6,8%.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Setembre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	76.076	–14.766	–16,3	–11.799	–13,4	4,1
Deutors amb garantia real (*)	1.107.513	39.141	3,7	68.892	6,6	59,8
Altres deutors a termini	527.585	29.702	6,0	42.877	8,8	28,5
Deutors a la vista	45.564	4.992	12,3	9.978	28,0	2,5
Arrendaments financers	47.036	743	1,6	2.030	4,5	2,5
Crèdits dubtosos	48.707	32.456	199,7	34.377	239,9	2,6
TOTAL	**1.852.481**	**92.268**	**5,2**	**146.355**	**8,6**	**100,0**

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

En aquest panorama de contracció de l'activitat, la morositat va continuar la tendència a l'alça, i la seva ràtio en relació amb el total del crèdit al sector privat es va col·locar en el 2,6% al setembre per al conjunt de les entitats creditícies. Malgrat aquest ascens en els últims mesos, la morositat es manté en nivells relativament baixos, i cal destacar que les entitats financeres espanyoles disposen d'àmplies provisions per afrontar els eventuals fallits.

Per alleujar les dificultats de les famílies, el Govern ha anunciat un seguit de mesures temporals. Així, ha obert la possibilitat que els aturats amb hipoteques inferiors a 170.000 euros inicials puguin ajornar parcialment el pagament de les quotes. Així mateix, ha ampliat el termini de materialització dels comptes d'estalvi habitatge, atesa l'atonia del mercat immobiliari. Igualment, ha ampliat en dos anys el termini per vendre l'habitatge habitual, quan prèviament se n'hagi adquirit un altre, i manté l'exempció fiscal de les plusvàlues. A més a més, els treballadors amb rendes inferiors a 33.000 euros anuals i que s'apliquen la deducció per compra d'habitatge habitual amb finançament aliè en l'impost sobre la renda de les persones físiques podran sol·licitar una minoració de 2 punts de les retencions en el mateix impost.

El Govern anuncia mesures per alleujar les dificultats financeres de les famílies.

Rècord de sortides dels fons d'inversió a l'octubre

Les dificultats d'obtenir finançament als mercats a l'engròs van continuar empenyent les entitats creditícies a redoblar els esforços per aconseguir-lo mitjançant els dipòsits de les famílies i de les empreses. Així, les retribucions dels dipòsits bancaris van continuar pujant al setembre. Especialment notable va ser la pujada de la remuneració dels dipòsits a termini dels particulars, que van augmentar 6 punts bàsics en el mes fins a col·locar-se en el 4,84%.

En aquest context, el saldo dels dipòsits bancaris del sector privat va mantenir un ritme de creixement anual proper al 10% al setembre. La màxima expansió anual corresponia als dipòsits a termini fins a 2 anys, amb una alça del 47,2%. En canvi, els comptes a la vista i d'estalvi van caure el 3,7%, afectats per les baixes remuneracions. El creixement anual dels dipòsits en moneda estrangera va ser d'un magre 0,5%, en presentar en general diferencials

El saldo dels dipòsits bancaris manté una velocitat de creuer del 10% anual gràcies a les imposicions a termini.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Setembre 2008

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	422.217	–15.840	–3,6	–16.082	–3,7	30,2
A termini fins a 2 anys	468.947	116.241	33,0	150.398	47,2	33,6
A termini a més de 2 anys	393.000	–8.974	–2,2	4.855	1,3	28,1
Cessions temporals	68.398	–17.194	–20,1	–17.562	–20,4	4,9
Total	**1.352.562**	**74.233**	**5,8**	**121.610**	**9,9**	**96,8**
Dipòsits en monedes no euro	**44.087**	**243**	**0,6**	**223**	**0,5**	**3,2**
TOTAL	**1.396.648**	**74.475**	**5,6**	**121.831**	**9,6**	**100,0**

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

Continua baixant el patrimoni dels fons d'inversió, que registren rendibilitats negatives.

de tipus d'interès desfavorables, ateses les expectatives de tipus de canvi.

La mala evolució dels mercats financers a l'octubre i la dura competència dels dipòsits van passar factura als fons d'inversió. Al llarg del mes, el seu patrimoni va baixar en 11.127 milions d'euros, a causa, sobretot, d'uns reemborsaments nets de participacions que van assolir un màxim històric per valor de 8.115 milions. De fet, des de l'esclat de la crisi als mercats financers internacionals a l'estiu del 2007, a causa de les hipoteques d'alt risc dels Estats Units, l'evolució del patrimoni dels fons ha tingut una tendència a la baixa. Així, al final del mes, els fons d'inversió mobiliària presentaven una caiguda interanual del 30,1% en el seu patrimoni fins als 174.485 milions d'euros. L'aversió al risc dels estalviadors es va manifestar amb força a l'octubre, i, a part del transvasament a dipòsits, el refugi van ser els garantits de renda fixa i els bons a llarg termini.

A causa de l'adversa marxa dels mercats financers, el rendiment mitjà en el mes va ser negatiu de l'1,5%, la qual cosa va comportar una rendibilitat mitjana anual negativa del 6,5%. No obstant això, la variabilitat va ser gran entre les categories de fons: des del 2,9% dels garantits de renda fixa fins a les minusvàlues del 51,3% de la renda variable emergent. En els 17 últims anys, però, el rendiment mitjà anual s'ha situat per damunt del 4%.

Malgrat les dificultats de la majoria dels *hedge funds* als mercats internacionals, més madurs, a l'octubre els fons d'inversió lliure van continuar augmentant el patrimoni al mercat espanyol fins als 1.503 milions d'euros, enfront dels 818 milions del desembre del 2007. Finalment, el patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va pujar fins als 8.176 milions d'euros, i la seva rendibilitat mitjana ponderada ha estat del 3,5% en els 12 últims mesos.

ÍNDEX 2008

Requadres temàtics publicats a l'Informe Mensual

		PÀGINA
Gener	**PERSPECTIVES ECONÒMIQUES**	
	L'economia global davant de la desacceleració dels Estats Units: i haurà *decoupling*?	9
	La crisi *subprime:* els riscos del risc	33
	Mercat de divises: tot el que puja, baixa?	40
	L'habitatge es refreda	49
Febrer	**PRIMERES MATÈRIES**	
	La Xina es menja el món	14
	Or a 900 dòlars: per què?	39
	La dependència energètica d'Espanya	47
	Biocarburants, a quin preu?	58
Març	**TIPUS DE CANVI**	
	Desequilibris comercials i canviaris: cercle viciós o virtuós?	10
	Euroland: junts... però no barrejats	26
	Tipus de canvi fix: retorn al futur?	44
	És possible determinar qui fa trampes amb el tipus de canvi?	67
Abril	**ECONOMIA FAMILIAR**	
	Què mou el consum?	18
	Casa, habitatge, família i llar: dinàmica de sinònims	44
	La despesa de les famílies: de la cuina al restaurant... i amb el mòbil	58
	Les famílies espanyoles suporten el deute	69
Maig	**ESTAGFLACIÓ**	
	Estagflació: com es pot frenar Pandora?	11
	Bombolles financeres i immobiliàries: lliçons de l'experiència japonesa	16
	Disminuir els tipus d'interès: un dilema per al BCE?	28
	Ben S. Bernanke: noves mesures per a nous problemes	37
Juny	**ÀFRICA**	
	Àfrica: la maledicció dels tròpics	11
	Després dels tigres asiàtics... Els lleons africans?	21
	La teoria del creixement econòmic: més que la pedra filosofal, un pedregar	35
	Àfrica mediterrània: tan a prop, tan lluny	64
Juliol-agost	**ESPORT**	
	Riquesa i or olímpic	21
	Drets de TV a la una, a les dues... Adjudicats!	32
	El guanyador s'ho emporta tot	53
	L'efecte de la flama olímpica sobre l'economia	65

		PÀGINA
Setembre	**PETROLI**	
	La set de petroli de les economies emergents	15
	L'escassa resposta de l'oferta de petroli	22
	Bombolles de petroli	42
	El petroli importa?	59
Octubre	**CRISI FINANCERA**	
	Convulsió en el sistema financer	10
	Regulació financera: rumb a Basilea III?	29
	La Fed i el BCE reaccionen als moviments en els mercats financers? Haurien de fer-ho?	35
	Banca relacional *vs.* mercats: retorn als orígens?	69
Novembre	**ESTATS UNITS**	
	L'economia dels Estats Units: solidesa rere les flames	8
	Eleccions presidencials 2008: I el guanyador és...?	14
	On va el mercat de l'habitatge als Estats Units?	17
	El rebot del dòlar, nova tendència o efecte passatger?	42
Desembre	**10 ANYS AMB L'EURO**	
	Recordar-se de l'euro quan trona	29
	Té en compte el BCE la taxa d'atur quan fixa el tipus d'interès?	35
	L'euro i la inflació: balanç dels primers deu anys	59
	Comerciant sota l'euro	65

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

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "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

Desembre 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**

El Canal Mòbil et permet tenir disponibles, allà on siguis, alguns dels continguts de la web del Servei d'Estudis de "la Caixa".
Només necessites un dispositiu mòbil, connexió a internet i un navegador.
Més informació a www.laCaixa.es/estudis

La informació i les opinions contingudes en aquest informe procedeixen de fonts que considerem fiables. Aquest document té només propòsits informatius, per la qual cosa "la Caixa" no es responsabilitza de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies del Servei d'Estudis i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

Disseny i maquetació: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

Edició electrònica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona