DESEMBRE 2007

Informe Mensual

NÚMERO 308

Crisis financeres i com escapar de la roda de la història Pàg. 18
En què s'assembla i en què es diferencia la crisi *subprime* de les anteriors crisis financeres?

Crisi subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?* Pàg. 35
Els CDO han estat el vehicle pel qual una crisi hipotecària local ha reverberat per tot el món. Com és possible?

De la clàssica hipoteca als bons amb garantia hipotecària Pàg. 63
Les cèdules hipotecàries, una innovació financera amb baix perfil de risc i alta qualitat creditícia

Hedge Funds*: llicència per invertir* Pàg. 66
Els «fons d'inversió lliure» són vistos amb reverència i temor. Com funcionen i per a què serveixen?

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2006	2007	2008	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions						Previsions
Producte interior brut								
Estats Units	2,9	2,1	2,0	2,6	1,5	1,9	2,6	2,5
Japó	2,2	1,9	1,7	2,4	2,5	1,5	2,2	1,5
Regne Unit	2,8	3,0	2,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,0
Zona de l'euro	2,9	2,6	2,1	3,3	3,2	2,5	2,6	2,2
Alemanya	*3,1*	*2,5*	*2,0*	*3,9*	*3,6*	*2,5*	*2,5*	*1,5*
França	*2,2*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*1,9*	*1,4*	*2,1*	*1,8*
Preus de consum								
Estats Units	3,2	2,7	2,7	2,0	2,4	2,6	2,4	3,5
Japó	0,2	0,0	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	0,2
Regne Unit	2,3	2,4	2,1	2,7	2,9	2,6	1,8	2,2
Zona de l'euro	2,2	2,1	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9	2,8
Alemanya	*1,7*	*2,1*	*2,0*	*1,4*	*1,8*	*1,8*	*2,1*	*2,7*
França	*1,7*	*1,3*	*1,7*	*1,3*	*1,2*	*1,2*	*1,3*	*1,8*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions						Previsions
Agregats macroeconòmics								
Consum de les llars	3,7	3,1	2,4	3,7	3,4	3,3	2,9	2,7
Consum de les AP	4,8	5,5	5,2	4,9	5,7	5,0	5,8	5,6
Formació bruta de capital fix	6,8	5,9	3,2	6,4	6,6	6,6	5,6	4,9
Béns d'equipament	*10,4*	*11,7*	*6,8*	*11,4*	*13,3*	*13,1*	*11,2*	*9,6*
Construcció	*6,0*	*4,2*	*1,7*	*5,7*	*5,2*	*4,6*	*3,8*	*3,4*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,1	4,6	3,3	5,3	5,1	4,9	4,4	4,1
Exportació de béns i serveis	5,1	6,0	5,6	7,3	3,6	4,8	8,0	7,7
Importació de béns i serveis	8,3	7,2	6,0	8,8	5,9	6,6	8,3	8,0
Producte interior brut	**3,9**	**3,8**	**2,9**	**4,0**	**4,1**	**4,0**	**3,8**	**3,5**
Altres variables								
Ocupació	3,2	3,0	2,0	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,1	8,2	8,3	8,5	8,0	8,0	8,1
Índex de preus de consum	3,5	2,8	3,1	2,6	2,4	2,4	2,4	3,8
Costos laborals unitaris	2,3	3,0	3,1	2,4	2,8	2,9	3,0	3,2
Saldo operacions corrents (% PIB)	–8,8	–9,5	–9,6	–8,6	–10,4	–9,0	–10,1	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–8,1	–8,9	–9,0	–7,4	–9,8	–8,8	–9,9	
Saldo públic (% PIB)	1,8	1,5	0,9					
MERCATS FINANCERS		Previsions						Previsions
Tipus d'interès internacionals								
Fed Funds	5,0	5,0	4,0	5,3	5,3	5,3	5,1	4,5
Repo BCE	2,8	3,9	4,0	3,3	3,6	3,8	4,0	4,0
Bons EUA 10 anys	4,8	4,6	4,5	4,6	4,7	4,8	4,6	4,4
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,3	4,6	3,8	4,0	4,4	4,3	4,3
Obligacions 10 anys	3,8	4,3	4,7	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4
Tipus de canvi								
$/Euro	1,26	1,38	1,47	1,30	1,32	1,35	1,39	1,46

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional
6 Estats Units
10 Japó
13 Xina
14 Mèxic
16 Primeres matèries
18 Crisis financeres i com escapar de la roda de la història

22 Unió Europea
22 Previsions Comissió Europea
24 Zona de l'euro
26 Alemanya
28 França
29 Itàlia
30 Regne Unit

32 Mercats financers
32 Mercats monetaris i de capital
35 Crisi* subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?

44 Conjuntura espanyola
44 Activitat econòmica
49 Mercat de treball
53 Preus
58 Sector exterior
61 Estalvi i finançament
63 De la clàssica hipoteca als bons amb garantia hipotecària
66* Hedge Funds*: llicència per invertir

70 Índex de l'any

Innovació financera, derivats i altres sospitosos habituals

Com imaginar 500 bilions de dòlars? Seria una xifra equivalent al producte interior brut dels Estats Units en 35 anys. Marejador? Doncs aquest és l'import de les posicions obertes als mercats de derivats no organitzats *(over-the-counter)* mundials, mesurades pels actius subjacents, cap al final de juny del 2007, segons el Banc de Pagaments de Basilea. I aquest segment de derivats és només una part de la galàxia de productes compresos sota la denominació d'innovació financera. Una innovació que, com gairebé sempre que hi ha una crisi al sector financer, passa a ser la primera sospitosa de les calamitats produïdes. Les turbulències que pateixen els mercats des de l'agost, amb la crisi hipotecària nord-americana, han tornat a centrar l'atenció en la innovació dels mercats financers.

La culpa segurament la tenen (com de costum, oi?) els bel·licosos executius de Wall Street. Però el cert és que la innovació financera és tan antiga com el diner, o més. Com es pot definir, si no, la idea sorgida en algun petit regne del Pròxim Orient d'encunyar moneda metàl·lica uns quants segles abans de la nostra era? O la d'utilitzar paper com a diner, com va succeir a la Xina de la dinastia Song fa 1.000 anys? Innovacions revolucionàries, al costat de les quals, els FRA, els *swaps* o els *warrants* semblen reformes menors.

El que actualment entenem per innovació financera es va començar a desenvolupar cap al final dels anys seixanta, quan l'economia mundial va començar a adquirir una dimensió més global i els mercats financers van deixar de ser reductes nacionals. Les innovacions financeres busquen un o diversos objectius al mateix temps. El més comú és transferir riscos, és a dir, protegir-se dels canvis inesperats en els tipus d'interès, els tipus de canvi, les cotitzacions borsàries, etc. També busquen augmentar la liquiditat facilitant la transmissibilitat dels actius. Pretenen, així mateix, obrir noves vies de finançament o d'inversió a inversors o estalviadors que normalment no hi tindrien accés. Poden servir, en fi, per augmentar els recursos propis d'un emissor i per millorar-ne, així, la solvència patrimonial. La creixent sofisticació d'aquestes innovacions va propiciar la creació d'una nova categoria, els derivats financers, la característica dels quals és que el seu valor es basa en el d'un altre actiu, l'anomenat subjacent. Es tracta d'una estructura que pot ser complexa, ja que pot integrar diverses figures bàsiques –la compravenda a termini sol ser la més freqüent– i una combinació d'actius. La seva utilitat n'ha estès molt la utilització, com es pot constatar en les xifres anteriors. La seva complexitat, però, no en facilita la comprensió i per això, en moments de pertorbació, sovint són culpabilitzats pel seu suposat potencial destructiu sobre els mercats financers.

L'actual crisi *subprime*, amb el protagonisme dels CDO *(collateralized debt obligations)*, ha de servir per afinar determinats aspectes vinculats a l'emissió, la negociació i la regulació d'aquest tipus de derivats. És desitjable una major transparència sobre el càlcul, la distribució i la concentració dels riscos d'aquest tipus de productes en l'àmbit financer internacional. Qualsevol regulació d'aquests instruments ha de ser coordinada internacionalment i ha d'evitar determinats buits legals que poden generar pràctiques abusives que, al final, s'acaben pagant. Però, això sí, sempre sense abandonar la flexibilitat que ha permès que els derivats, amb la seva capacitat de dividir els riscos financers en parts i en components més petits que poden ser negociats en funció d'objectius de gestió específics, hagin canviat la dimensió del sistema financer, n'hagin ampliat les capacitats i hagin millorat l'eficiència dels mercats.

RESUM EXECUTIU

La crisi de les hipoteques *subprime* amenaça l'estabilitat d'algunes grans institucions financeres internacionals.

Crisi *subprime*: temps difícils

El que va començar fa un parell d'anys com una crisi del sector immobiliari nord-americà es va convertir a l'agost en una crisi del mercat hipotecari que va derivar en un col·lapse de la liquiditat als mercats financers, amb fugida cap a la qualitat i revifada de l'aversió al risc. Ara amenaça amb la possibilitat de convertir-se en un problema de solvència per a algunes de les primeres institucions financeres internacionals, del qual pot derivar-se una possible frenada del crèdit. El panorama, lluny d'aclarir-se, s'ha deteriorat en les últimes setmanes.

Els resultats macroeconòmics del tercer trimestre reflecteixen unes economies amb un creixement encara elevat...

Per traçar el rumb de la crisi, cal recordar que, al setembre i a l'octubre, les borses van pujar, aparentment alienes als problemes de liquiditat de l'interbancari, a les provisions extraordinàries dels grans bancs d'inversió i al manteniment de les primes de risc en nivells alts. És més, les dades macroeconòmiques van ser sorprenentment bones. Als Estats Units, el producte interior brut (PIB) del tercer trimestre va créixer el 2,6% en relació amb el mateix període de l'any anterior, enfront de creixements de l'1,5% i de l'1,9% dels dos primers trimestres, respectivament. El mateix va passar al Japó, on el PIB es va incrementar el 2,2% al juliol-setembre (1,5% en el segon trimestre), o a la zona de l'euro, que va mantenir el pols econòmic en créixer el 2,6%, una dècima més que en el període precedent. Els resultats dels països emergents en el tercer trimestre no van decebre, ja que es van registrar avanços de l'11,5% a la Xina, del 9,2% a l'Índia, del 7,8% a Rússia o del 5,6% al Brasil.

...però la perspectiva és menys optimista de cara als propers mesos.

Però novembre ha estat un mal mes. Les esperances d'una resolució més o menys ràpida de la crisi s'han esvaït i s'ha registrat un deteriorament considerable de les expectatives. Es tem que encara hagin d'arribar noves males notícies, ara que s'apropa el tancament de l'exercici. Els senyals d'alarma s'han tornat a encendre: tensions als mercats monetaris, *spreads* elevats, més provisions per insolvències, restriccions de crèdit. Com a colofó, les borses han patit una intensa reculada al novembre, arrossegades, en gran part, pel declivi dels valors financers. El deute públic a 10 anys nord-americà ha baixat del 4%, la qual cosa explica clarament el pessimisme amb què el mercat encara el futur immediat. L'efecte de la crisi *subprime* sobre les entitats financeres nord-americanes es comença a comparar ja amb l'última gran crisi del sector, la dels *Savings&Loans*, a finals dels vuitanta.

Per tant, les bones dades macroeconòmiques del tercer trimestre han estat deixades de banda i molts parlen ja de recessió imminent. Segurament, no n'hi ha per a tant, però les dades que s'esperen per a l'últim compàs del 2007 són poc favorables. La recessió immobiliària dels Estats Units no es modera. La despesa en construcció del tercer trimestre va disminuir el 20,1% en relació amb el període anterior en termes anuals. Els habitatges iniciats, tot i un lleuger repunt a l'octubre, van quedar el 16,4% per sota del mateix període de l'any anterior. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, que són un indicador avançat de l'anterior, van davallar el 24,5%, i els preus continuen baixant. El consumidor –que genera les tres quartes parts del PIB– no es rendeix i es manté com a bastió in-

expugnable davant de les forces recessives. Però algunes dades comencen a inquietar, com el descens de la confiança fins als nivells del *Katrina*, ara fa dos anys.

Les dades del Japó i de la zona de l'euro tampoc no són tan bones com sembla. L'economia nipona pateix una crisi immobiliària intensa i el seu creixement continua depenent, en gran part, de l'exportació, amb l'element de fragilitat que això suposa. La sobtada apreciació del ien al novembre ha repercutit immediatament en un descens de la borsa, situació que expressa, en certa manera, la sensibilitat de l'economia a la situació del sector exterior. A la zona de l'euro, les bones dades de creixement no alteren la pauta de desacceleració, de manera que no podem confiar que l'Europa continental agafi el testimoni dels Estats Units. D'altra banda, la fortalesa de l'euro enfront dels principals socis comercials –dòlar, lliura esterlina, renmimbi, ien– no augura una trajectòria tranquil·la per a les vendes exteriors en els propers mesos.

Atès l'augment del risc d'estancament als Estats Units i de més desacceleració al Japó i a Europa, el remei hauria de ser la distensió monetària. La Reserva Federal dels Estats Units ha retallat dues vegades el tipus de referència dels fons federals des de l'inici de la crisi. El Banc Central Europeu i el Banc del Japó no han mogut fitxa. Ha de tornar a abaixar la Reserva Federal? Així ho reclama la comunitat financera.

Però Ben Bernanke, el president del banc central nord-americà, dubta. Per què? La resposta cal buscar-la en el preu del barril de petroli, que ha vorejat els 100 dòlars, i en la cotització del dòlar, en mínims històrics. Hi ha risc de desacceleració, fins i tot de recessió, però també d'inflació, i això crea un dilema molt complicat per a la política monetària. Retallar més els tipus pot donar ales a la inflació sense aconseguir revifar l'economia. I això té un nom de mala memòria, *stagflation*, o estancament amb inflació. Un escenari que ens remet a la dècada dels setanta i començament dels vuitanta, la més complicada per a la política econòmica des de la segona guerra mundial. A més a més, retallar els tipus d'interès nord-americans podria acabar d'enfonsar un dòlar ja molt afeblit. També aquí aflora la mala memòria dels setanta, quan el dòlar va patir les conseqüències del desequilibri de la balança de pagaments nord-americana i va entrar en un llarg declivi que va desbaratar el sistema monetari internacional creat a Bretton Woods.

No sembla que el Japó i Europa hagin d'agafar el relleu dels Estats Units com a motors de l'economia mundial.

Ni el Banc del Japó ni el BCE ho tenen gaire més fàcil. El governador japonès no amaga els seus desitjos d'apujar l'actual tipus d'interès de referència, ara en un nivell molt baix, el 0,50%. Però amb un creixement econòmic poc consolidat i amb la deflació que no recula, difícilment podrà fer aquest pas. Jean-Claude Trichet, governador del BCE, també té les mans lligades. L'índex de preus de consum es va enfilar fins al 2,6% a l'octubre i encara no ha tocat sostre. El risc d'inflació és evident i, per tant, potser caldria reprendre les pujades de tipus d'interès interrompudes per la crisi *subprime*. Però l'ascens de l'euro, que voreja el canvi de 1,50 dòlars, no permet afegir llenya al foc, pel risc de precipitar l'alentiment de l'activitat.

La política monetària té un marge d'actuació més estret, pels riscos inflacionistes i pels moviments dels tipus de canvi.

Economia espanyola: encarant la desacceleració

La situació conjuntural també es complica en el cas de l'economia espanyola. Els bons temps van quedant enrere a mesura que les dades de la comptabilitat nacional certifiquen el retorn de les taxes de creixement cap a nivells més sostenibles. En tot cas, les dades corresponents al tercer trimestre mostren un avanç ferm que es tradueix en un creixement del 3,8% en relació amb el mateix trimestre del 2006. L'expansió de l'economia espanyola continua essent sensiblement superior a la de la zona de l'euro, per bé que el diferencial s'ha reduït.

L'economia espanyola creix el 3,8% en el tercer trimestre.

El consum de les llars va perdent vigor i la despesa en construcció s'alenteix, tot i que la inversió en equipament encara presenta taxes elevades.

El creixement es modera, però, al mateix temps, es produeix de forma més equilibrada. L'alentiment es manifesta en el consum de les famílies i en la inversió en construcció. En canvi, el sector exterior, en restar menys creixement, ha millorat la contribució al PIB.

El consum de les llars va continuar perdent vigor durant els mesos d'estiu fins a presentar un augment interanual del 2,9%, quatre dècimes menys que en el segon trimestre. En canvi, el consum de les administracions públiques es va accelerar en el tercer trimestre fins a representar una alça interanual del 5,8%. Pel que fa a la inversió, tots els components van moderar el ritme de creixement. La taxa de variació interanual de la construcció va baixar fins al 3,8%, lluny del 7,1% del primer trimestre del 2006, i va posar de manifest un menor dinamisme en l'edificació residencial i també en l'obra pública. L'augment anual de la inversió en immobles residencials es va reduir al 2,9%, i probablement, en els propers mesos, continuarà la desaceleració de la construcció d'habitatges, atesa la caiguda dels visats d'obra nova. Pel que fa a la construcció d'infraestructures, l'última taxa anual està afectada, en la seva comparació amb el període anterior, per les últimes eleccions autonòmiques i locals, de manera que és previsible una propera recuperació, atesos els projectes en marxa. Per la seva banda, la inversió en béns d'equipament va moderar sensiblement l'expansió fins a mostrar un creixement intertrimestral del 0,8%, tot i que la taxa interanual se situava en un elevat 11,2%.

El sector exterior millora i compensa en part la desaceleració de la demanda interna.

Pel que fa al sector exterior, tant les exportacions de béns com les de serveis es van accelerar, gràcies a la puixança de la demanda externa. Les importacions de béns i serveis també es van revifar, però menys, de manera que es va frenar el deteriorament del sector exterior.

L'ocupació creix a un ritme del 3%, però la productivitat amb prou feines avança, i la inflació pateix l'impacte de la pujada del petroli.

Des del punt de vista de l'oferta, la desaceleració de la construcció i del sector primari només va poder ser compensada parcialment pel suau repunt dels serveis de mercat i de la indústria. El valor afegit brut de la construcció va experimentar una notable pèrdua de vigor i el seu ritme de variació anual es va situar en el 3,6%. La indústria es va accelerar lleugerament, tot i que la seva taxa de variació en termes anuals baixés fins al 2,4%. Les branques dels serveis de mercat que van experimentar més dinamisme van ser el transport, els serveis a les empreses i el comerç. En canvi, l'avanç dels serveis públics es va alentir. En conjunt, les branques de serveis van mantenir un notable ritme d'expansió i la taxa de variació interanual va pujar dues dècimes fins al 4,4%.

Segons les dades de la comptabilitat trimestral, en el tercer trimestre va continuar la tendència a un suau alentiment de l'ocupació, però encara amb un estimable creixement interanual del 3,0%. L'ocupació a la indústria no va millorar en relació amb el trimestre anterior i va continuar essent lleugerament inferior a la del mateix període de l'any precedent. La construcció va continuar perdent força, tot i presentar l'alça més intensa de l'ocupació en relació amb un any abans. Per la seva banda, els serveis de mercat van fluixejar, però mantenien un creixement interanual del 3,2%.

El punt feble continua essent l'evolució de la productivitat, que amb prou feines presenta millores. La inflació tampoc no travessa un bon moment, ja que l'efecte de l'alça del petroli ha provocat un notable ascens de l'índex de preus de consum, igual que a la resta d'economies. Amb un entorn internacional complicat, l'economia espanyola encara el final de l'exercici amb una inèrcia notable, que permetrà assolir un creixement total del 3,8% en l'any, un dels més elevats de la zona de l'euro, i unes perspectives de continuar creixent per damunt de la mitjana comunitària el 2008.

29 de novembre de 2007

CRONOLOGIA

2006

novembre	**29**	Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 35/2006 sobre reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de modificació parcial de les lleis dels Impostos de Societats, sobre la Renda dels no Residents i sobre el Patrimoni.
desembre	**7**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,50%.

2007

gener	**1**	La **Unió Europea** s'amplia a 27 estats membres després de la incorporació de Romania i Bulgària i la **zona de l'euro** a 13 després de l'adopció de la moneda única europea per part d'Eslovènia. Entren en vigor les reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de l'**Impost de Societats**.
març	**8**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,75%.
abril	**13**	Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 6/2007 que modifica el règim d'**ofertes públiques d'adquisició** (OPA) i que entrarà en vigor cap a la meitat d'agost.
juny	**6**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 4,00%.
	14	El Congrés aprova una nova **Llei de defensa de la competència** i crea la Comissió Nacional de la Competència.
	21	El Consell de Ministres de la UE aprova que **Malta i Xipre adoptin l'euro com a moneda nacional** l'1 de gener del 2008.
agost	**9**	El Banc Central Europeu injecta liquiditat extraordinària al mercat interbancari, en una primera operació d'emergència per alleujar les tensions desencadenades per la **crisi de les hipoteques *subprime*** dels Estats Units.
	13	La Reserva Federal dels Estats Units redueix el tipus d'interès de descompte del 6,25% al 5,75% per alleujar els efectes de la **crisi de les hipoteques *subprime***.
setembre	**18**	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,75%.
octubre	**9**	L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (14.164,5) amb una alça del 13,7% en relació amb el final de l'any 2006.
	19	El Consell Europeu acorda l'adopció del **Tractat de Lisboa**, que substituiria la Constitució Europea.
	31	La **Reserva Federal** redueix el tipus d'interès de referència fins al 4,50%.
novembre	**8**	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.945,7) amb uns guanys acumulats del 12,7% en relació amb el final de desembre del 2006.
	23	El preu del **petroli** qualitat *Brent* a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 95,45 dòlars per barril.
	27	L'**euro** cotitza a 1,487 dòlars, el valor màxim des del llançament de la moneda única europea al començament de 1999.

AGENDA

Desembre

- **4** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
- **5** Índex de producció industrial (octubre).
- **6** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **11** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- **14** IPC (novembre). Balança de pagaments (setembre). IPC harmonitzat de la UE (novembre).
- **18** Enquesta de cost laboral (tercer trimestre). Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).
- **26** Preus industrials (novembre). Comerç exterior (octubre).

Gener

- **3** Avanç IPCH (desembre).
- **10** Índex de producció industrial (novembre). Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- **15** IPC (desembre). Balança de pagaments (octubre).
- **16** IPC harmonitzat de la UE (desembre).
- **24** Preus industrials (desembre).
- **25** Enquesta de població activa (quart trimestre).
- **30** Comitè de Mercat Obert de la Fed.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

El PIB dels Estats Units creix el 2,6% en el tercer trimestre, gràcies a la demanda interna i a les exportacions...

...però la feblesa de la construcció continua i el preu dels immobles baixa el 5%.

Estats Units: la desacceleració és suau però continua

A l'evolució recent de l'economia nordamericana se li pot aplicar aquella vella expressió popular d'«entre poc i massa». Després d'un inici d'any molt feble, que encenia els llums d'alarma i donava munició als pessimistes, van venir les robustes dades del producte interior brut (PIB) del tercer trimestre, que poden fer pensar que tots els problemes s'han esvaït. Bé, doncs, entre poc i massa. L'economia continua alentint-se de manera suau però duradora.

El PIB es va accelerar lleugerament i va créixer el 2,6% interanual en el tercer trimestre, el 3,9% en relació amb el segon trimestre en termes anuals. El perfil de recuperació de l'activitat queda reforçat per la seva composició. La demanda interna va augmentar la contribució a l'avanç intertrimestral del 2,4% fins al 2,9%, gràcies a la recuperació del consum privat. D'altra banda, per bé que la contribució del sector exterior va passar de l'1,3% a l'1,0%, el veredicte va continuar essent alcista, ja que les exportacions van continuar vent en popa i només va restar el natural augment importador, a causa de la força del consum intern.

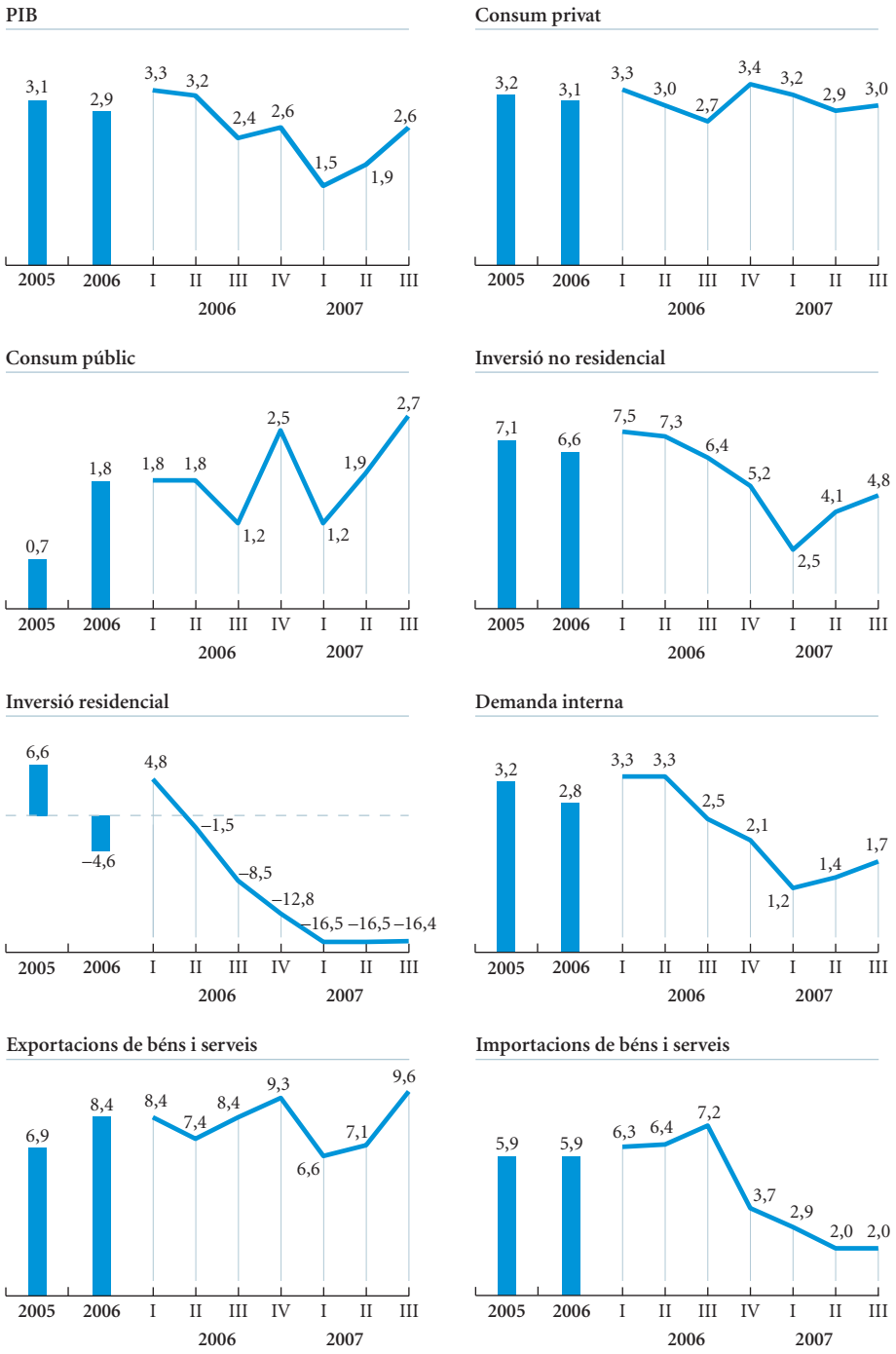
Malgrat tot, les expectatives de creixement s'han reduït una mica al nord-oest de l'Atlàntic. En primer lloc, la recuperació de la inversió en equipament no brilla per la seva intensitat i la construcció continua sense sortir del túnel. En segon lloc, la tendència de fons del consum privat continua essent de desacceleració lenta, ja que els efectes que sobre la desacceleració pugui tenir la feblesa del sector de l'habitatge es caracteritzen per ser de certa durada i en la seva major part encara han d'arribar. En tercer lloc, el mercat de treball, l'altre gran suport dels endeutats consumidors, aguanta, però també evoluciona a la baixa.

El mercat de l'habitatge influeix en l'activitat econòmica a través de dos mecanismes. D'una banda, en l'oferta, la despesa en construcció del tercer trimestre va disminuir el 20,1% en relació amb el període anterior en termes anuals i, com a component del PIB, va fer que perdés el 0,9% (sobre el total del 3,9%). Les perspectives continuen essent poc esperançadores, ja que els habitatges iniciats, tot i un lleuger repunt a l'octubre, van quedar el 16,4% per sota del mateix període de l'any anterior, amb una forta atonia en el crucial sector dels habitatges unifamiliars. Apuntant en la mateixa direcció, els permisos de construcció, que són un indicador avançat de l'anterior, van baixar el 24,5%.

El segon mecanisme pel qual el sector de l'habitatge actua sobre la demanda agregada és l'efecte riquesa. Uns preus a la baixa fan que els consumidors se sentin més pobres, i les seves compres en pateixen les conseqüències. L'índex Case-Schiller de preus de l'habitatge va intensificar a l'agost els descensos i va perdre el 5,0% interanual. Àrees com Las Vegas, Florida, Detroit o San Diego van patir reculades més intenses. La venda d'habitatges de segona mà del setembre va caure el 19,8% interanual, la de nous no va anar millor i la ràtio entre els habitatges venuts o llogats en relació amb els vacants va baixar

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



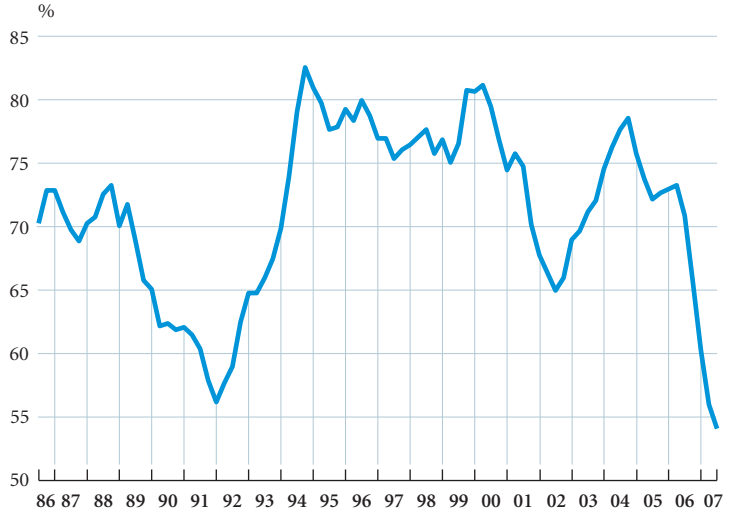
FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

en el segon trimestre fins al 54,1%, un nivell inferior als mínims del 1991, quan va tenir lloc l'anterior crisi de l'habitatge.

Amb els bancs veient pujar el nombre d'hipoteques que entren en mora, desfent-se dels actius considerats de risc i restrin-

ESTATS UNITS: EL MERCAT DEL TOTXO, EN MÍNIMS

Habitatges venuts o llogats en relació amb les existències d'habitatges disponibles



FONTS: Federal Housing Board i elaboració pròpia.

El consum privat i les seves expectatives s'alenteixen amb parsimònia, amb un mercat laboral que mostra fortalesa.

gint el crèdit, les perspectives de despesa dels endeutats consumidors són a la baixa. Les vendes al detall segueixen aquest camí, tot i que sense esvorancs. Sense cotxes ni benzina, altament volàtils, el consum al detall de l'octubre va créixer el 3,6% interanual, resultat que marca una línia de desacceleració lenta però ben definida. Coherent amb aquesta tendència, l'Índex de Confiança del consumidor del Conference Board va continuar a la baixa i va passar de 99,5 al nivell dels 95,6 punts.

El mercat de treball segueix una evolució molt similar. Les dades de l'octubre, amb 166.000 nous llocs de treball, van ser millors del que s'esperava, però, així i tot, en els dotze últims mesos s'han creat 1.676.000 llocs de treball, mentre que, en el mateix període de l'any anterior, se n'havien creat 2.394.000. La taxa d'atur de l'octubre va romandre inalterada en el 4,7% de la població activa.

Els empresaris veuen un manteniment de l'activitat i de l'ocupació...

Aquesta tendència a la desacceleració és, però, esmorteïda per les empreses no financeres, que continuen presentant beneficis i que, a diferència dels consumidors, presenten uns nivells d'endeutament raonables. L'alentiment de la marxa econòmica troba així un element de resistència que es pot observar en l'evolució de l'octubre de l'índex d'activitat empresarial de l'Institute for Supply Management. Al sector de manufactures, va baixar lleugerament dels 52,0 als 50,9 punts, un nivell que, en situar-se per damunt dels 50 punts, indica que les respostes optimistes encara guanyen la partida, tot i que sigui per poc, a les respostes pessimistes. En serveis, l'índex fins i tot es va permetre una lleugera pujada, de 54,8 a 55,8 punts. Destaca, a més a més, que, a part de la pressió a l'alça dels components de preus, les noves comandes, en especial les d'exportació, se situen entre les més altes, mentre que l'ocupació continua per damunt de 50.

Per la seva banda, la inflació continua calmada. L'índex de preus al consum (IPC) de l'octubre es va accelerar i va passar de créixer el 2,8% al 3,5% interanual pel pe-

ESTATS UNITS: CONTINUA LA DESACCELERACIÓ DEL CONSUM

Variació interanual de les vendes al detall sense automòbils ni benzina

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

culiar comportament del sector energètic. Els preus de l'octubre del 2007 no han estat sensiblement més alts que els del setembre, però la comparació amb el nivell de preus de l'octubre del 2006, que llavors va patir un descens important, presenta un fort increment que no correspon a la situació actual, que queda més ben plas-

...i els preus no collen, amb permís del petroli.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006	2007			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	3,1	2,9	2,6	1,5	1,9	2,6	–
Vendes al detall	6,6	6,1	5,0	3,4	4,0	4,0	5,2
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	106,8	109,9	106,7	105,7	95,6
Producció industrial	3,2	4,0	3,5	2,5	1,7	1,8	1,8
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	50,9	50,8	55,2	52,9	50,9
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	–18,0	–21,9	–24,6	–21,2	–22,8	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7
Preus de consum	3,4	3,2	1,9	2,4	2,7	2,4	3,5
Balança comercial (3)	–714,4	–758,5	–758,5	–746,4	–731,5	–704,4	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	4,9
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,9	79,3	77,0	73,9

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.

La capacitat de l'economia de créixer sense inflació es redueix.

mada en el component subjacent, el general sense aliments ni energia, que va continuar creixent a un ritme del 2,1% interanual.

No obstant això, el màxim ritme al qual l'economia pot avançar sense crear tensions inflacionistes s'ha reduït, tal com ho constata la Reserva Federal. En la situació actual, això es tradueix en taxes de creixement més baixes sense que hi hagi canvis significatius en la taxa d'increment dels preus, és a dir, que els riscos provenen més d'un menor creixement que de les tensions inflacionistes. Tot plegat afebleix el dòlar i facilita el creixement de les exportacions, que, en els últims temps, són una de les fortaleses de l'economia. El dèficit comercial del setembre va ser de 55.000 milions de dòlars, el 23% per sota del nivell màxim assolit el 2006. No obstant això, les ajudes d'un dòlar feble no haurien d'arribar a extrems no desitjats, ja que és en la confiança en la divisa verda on rau la capacitat de finançament de l'economia nordamericana.

EL PIB del Japó repunta i creix el 2,2%, gràcies a la inversió en equipament i al sector exterior...

Japó: un repunt fràgil

L'economia japonesa es va recuperar de l'anèmic segon trimestre i va créixer un saludable 2,2% interanual en el tercer. Les claus del repunt cal buscar-les, ordenades segons la seva importància en termes quantitatius, en una recuperació de la inversió en equipament, en la continuïtat de l'acceleració exportadora de les existències i en una certa recuperació del consum privat, que sembla més intensa del que és, ja que es compara amb un tercer trimestre del 2006 especialment feble. No obstant això, no tot va tan bé com sembla. En primer lloc, el repunt sembla més intens perquè el creixement dels tres trimestres previs s'ha revisat a la baixa; en segon lloc, la construcció presenta una forta reculada, que es pot prolongar un cert temps, i, en tercer lloc, el repunt inversor podria tenir una durada curta.

La inversió en construcció del tercer trimestre va cedir el 10,9% interanual, en gran part a causa dels canvis en la regulació que busquen edificis més segurs en cas

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

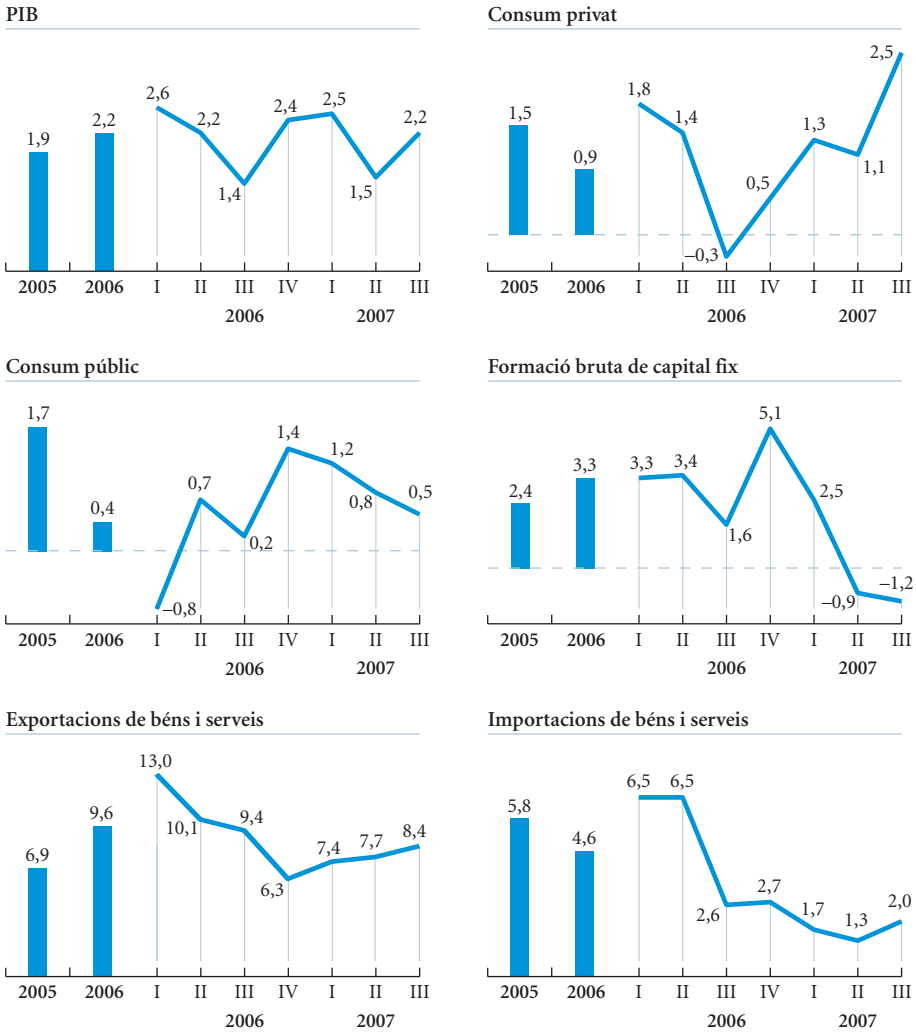
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	1,9	2,2	2,4	2,5	1,5	2,2	–
Producció industrial	1,5	4,5	5,3	3,6	2,3	3,3	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	25,0	23,0	23,0	23,0	–
Habitatges iniciats	3,9	4,5	5,4	–1,9	–2,7	–37,1	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,0	4,0	3,8	3,8	...
Preus de consum	–0,3	0,2	0,3	–0,1	–0,1	–0,1	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	9,4	10,2	11,1	12,3	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	86,2	81,1	79,2	77,6	75,7	76,9	76,9

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

EVOLUCIÓ DEL PIB JAPONÈS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

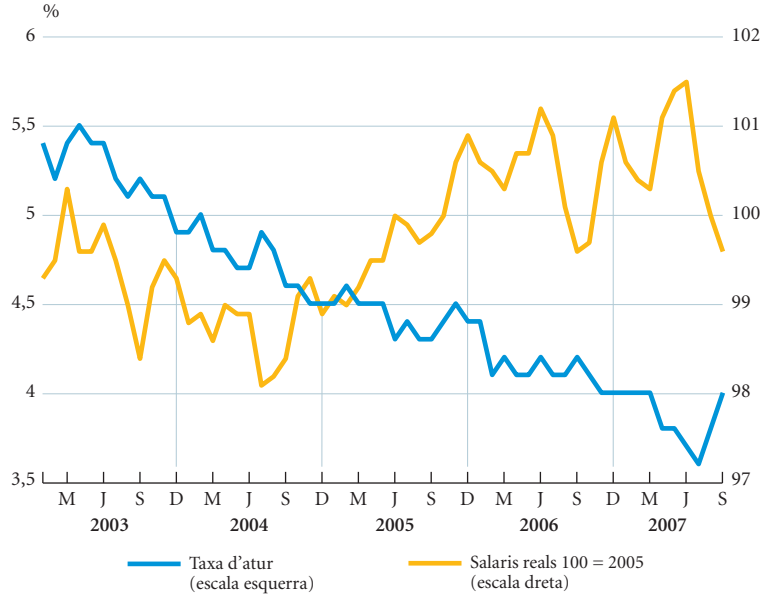
de terratrèmols. Per bé que això no és degut al funcionament normal del mercat immobiliari, en alguns aspectes els seus efectes han estat superiors als de la crisi de l'habitatge als Estats Units. Així, els habitatges iniciats del setembre van cedir el 44,0% interanual. A més a més, deixant de banda els canvis de legislació, el mercat de l'habitatge japonès, amb unes vendes que, a l'octubre, van recular el 25,8% a l'àrea de Tòquio, tampoc no va sobrat de forces. Els preus, en no haver participat en l'escalada que ha tingut lloc en altres països, van resistir amb increments del 8,0%.

Sembla que, en el tercer trimestre, la inversió en equipament s'ha recuperat lleugerament d'un període de feblesa i s'ha accelerat fins a taxes d'avanç de l'1,6% interanual. Una magra recuperació que no compensa les reculades en construcció i que, a més a més, sembla tenir els dies comptats, ja que les comandes de maqui-

...però la construcció recula l'11% i el consum no troba el camí.

JAPÓ: L'ATUR ÉS BAIX, PERÒ ELS SALARIS NO S'ENLAIREN

Taxa d'atur i mitjana trimestral del nivell de salaris reals (*)



NOTA: (*) Descomptant els increments de preus.
FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Els salaris continuen sense enlairar-se, tot i el baix atur.

nària, el seu indicador avançat, van veure reduir el ritme d'avanç del 5,5% a l'1,6% interanual i van combinar creixements en les destinades a la indústria exportadora amb fortes reculades en les dirigides a atendre la demanda interna.

L'índex d'activitat Tankan de grans empreses manufactureres que publica el Banc Central del Japó va continuar en el nivell dels 23 punts, que indica que el sector continua gaudint de bona salut, amb uns beneficis empresarials que continuen essent alts. Aquest no és el cas dels salaris. Tot i una població activa a la baixa per causes demogràfiques i una taxa d'atur de només el 4,0% de la població activa, la flexibilització del mercat de treball ha dut els salaris a créixer el 0,6% en termes reals, descomptant increments de preus, en relació amb la mitjana del 2005. Malgrat que, en els dos últims mesos, s'ha produït un tímid repunt en aquest sentit, caldrà esperar que tingui continuïtat. Tot plegat, unit a factors culturals, no ajuda a estimular el consum privat, l'índex de confiança del qual del tercer trimestre ha baixat per tercera vegada consecutiva, aquest cop fins al nivell dels 43,9 punts.

El final de la deflació sembla proper, però els preus encara baixen.

Al front dels preus, la deflació no para d'anunciar el seu final, ara amb enquestes que mostren un encariment del cost de la vida. No obstant això, l'IPC del setembre va recular el 0,2% interanual, mentre que l'índex subjacent, que exclou del general els aliments frescos, va cedir el 0,1%. La bona notícia és que, a l'octubre, els preus van créixer a Tòquio el 0,1%, de manera que, pel que sembla, aquest cop va de debò.

Tot i que la producció industrial del setembre va mostrar una clara desaceleració i va reduir el seu creixement fins al 3,4% interanual, la balança comercial va seguir vent en popa amb un superàvit acumulat en els dotze mesos fins al setembre que es va enfilar fins als 12,3 bilions de iens, gràcies a la continuada salut de les exportacions.

Xina: creixent amb indústria i liquiditat

El mes passat, en un supermercat de l'empresa Tesco, es va posar un cartell que anunciava que es vendrien 3.000 ampolles d'oli de cuina a meitat de preu. En el dia indicat, l'aglomeració de compradors va acabar amb 19 persones a l'hospital. Aquest episodi descriu la situació inflacionista a la Xina més gràficament que les estadístiques oficials.

L'economia xinesa va créixer, en el tercer trimestre, l'11,5% interanual, ritme una mica més lent que en el trimestre anterior, però enquadrat en la marxa portentosa d'enguany. Les exportacions, que arriben ja al 33,8% de l'economia, i la inversió van tornar a ser els protagonistes de l'avanç. Per sectors, l'acceleració se centra gairebé de manera exclusiva en el sector industrial.

Els indicadors d'activitat van seguir el mateix patró, amb la producció industrial de l'octubre avançant el 17,4% interanual, percentatge que allunya qualsevol perspectiva de refredament. No obstant això, el consum privat continua essent la part que no creix com hauria de fer-ho. En aquest sentit, les vendes al detall de l'octubre van avançar el 18,1% interanual, que representa una acceleració que hauria de ser ben rebuda. El problema és que és deguda totalment als increments de preus. Descomptats aquests increments, els avanços continuen molt per darrere de la resta de l'economia.

La inflació continua accelerant, amb un IPC general que, a l'octubre, es va incrementar el 6,5% interanual. El problema és que els preus de l'alimentació van créixer el 17,6%. Aquest sector representa el 14,1% del total de les vendes al detall, però, en zones rurals (el 70% de la població), aquest percentatge augmenta de manera considerable, la qual cosa contribueix a agreujar la diferència camp-ciutat, que és el problema endèmic del desenvolupament xinès.

La influència més important d'una possible desacceleració nord-americana sobre l'economia xinesa no cal veure-la tant en la hipotètica reducció de les importacions provinents de la Xina com en els efectes que té en la política monetària. Les exportacions als Estats Units contribueixen directament en un 0,4% al creixement nominal xinès, que és del 19,7%. Més crucial és la contribució al creixement de les exportacions a Europa, l'1,6%, i de les que

L'economia xinesa creix l'11,5%, liderada per les exportacions i per la inversió.

La indústria continua mostrant fermesa, però el consum queda enrere.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

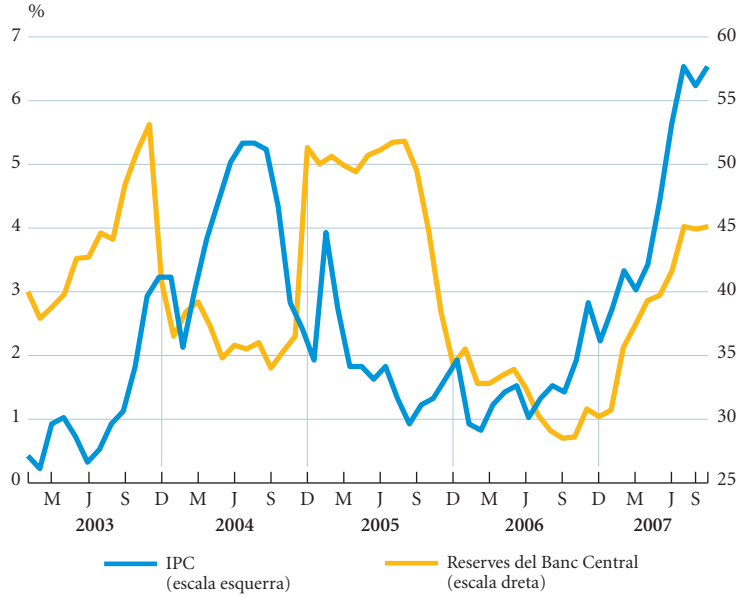
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	10,1	10,7	10,4	11,1	11,9	11,5	–
Producció industrial	15,9	16,4	14,8	...	...	...	...
Producció elèctrica	13,4	14,7	15,3	12,4	17,7	16,3	17,4
Preus de consum	1,8	1,5	2,0	2,7	3,6	6,1	6,5
Balança comercial (*)	102,0	177,5	177,5	200,5	228,8	253,3	256,5
Tipus interbancari 3 mesos (*)	2,4	2,8	3,1	2,8	3,4	3,5	4,3
Renminbi per dòlar	8,2	8,0	7,8	7,7	7,7	7,5	7,5

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

XINA: L'ACUMULACIÓ DE RESERVES REVIFA LA INFLACIÓ?

Variació interanual de l'IPC i de les reserves del Banc Central



FONTS: Oficina Nacional d'Estadística de la Xina i elaboració pròpia.

La inflació arriba al 6,5%, esperonada per l'acumulació de reserves, i la borsa bat rècords.

van a Àsia, que hi contribueixen el 2,1%. Fins i tot considerant els efectes indirectes, segons el Banc Asiàtic de Desenvolupament, una desacceleració de l'economia nord-americana difícilment podria arribar a sostreure més de l'1,0% del creixement.

No obstant això, l'anomenat *desajustament asiàtic* no és complet. Les davallades de tipus de la Reserva Federal han afeblit el dòlar. Els banquers centrals asiàtics, per esmorteir l'apreciació de les seves divises en relació amb el bitllet verd, han adquirit grans quantitats de reserves en dòlars. Com la venda de bons governamentals no funciona amb eficiència, això es tradueix en augments de massa monetària que neutralitzen les tímides pujades de tipus i de coeficients de caixa per refredar una mica la maquinària econòmica i revifen així el foc inflacionista en un país que, segons l'Agència Internacional de l'Energia, pot ser el màxim consumidor d'energia mundial el 2010.

Aquesta liquiditat també va a parar a la borsa, la capitalització total de la qual, a l'octubre, va arribar a ser el 109,3% del PIB nominal, 177,7% si afegim els mercats de Hong Kong i de Taiwan, quan fa només un any era del 31,7%. En aquest sentit, cal destacar que la sortida a borsa, i posterior acceptació, d'una petita part del capital de l'empresa energètica estatal Petrochina, l'ha convertit en la primera entitat del món amb un valor de mercat superior al bilió de dòlars.

Mèxic: creixement sense inflació però amb dèficit exterior

EL PIB de Mèxic creix el 3,7% sense crear tensions inflacionistes, amb el suport del consum privat i de la inversió.

L'economia mexicana va créixer el 3,7% interanual en el tercer trimestre, resultat que representa una notable acceleració en relació amb el 2,8% del període anterior. El consum i la inversió privats són les principals locomotores del creixement, mentre que el sector exterior es queda enrere. Entre els indicadors d'acti-

LA INDÚSTRIA MEXICANA PERD FORÇA

Variació interanual de la producció industrial (*)

NOTA: (*) Sèrie de tendència.
FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

vitat més recents, la producció industrial del setembre es va desaccelerar i va créixer només el 0,4% interanual. Tot i que la construcció va mantenir un perfil baix però a l'alça, va ser a les manufactures on es va perdre l'embranzida, amb un descens interanual del 0,3%, en comparació amb l'avanç del 3,2% del mes previ.

Tot i els últims mals de la indústria, sembla que els costos laborals unitaris tornen a la cleda. Després del fort repunt del maig i del juny, a l'agost van avançar un assossegat 0,3% interanual, gràcies als increments de productivitat. En la mateixa línia, i malgrat la força de la demanda interna, la taxa d'avanç de l'IPC va tornar a

La indústria es queda enrere, però els costos laborals es moderen després del repunt del segon trimestre.

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

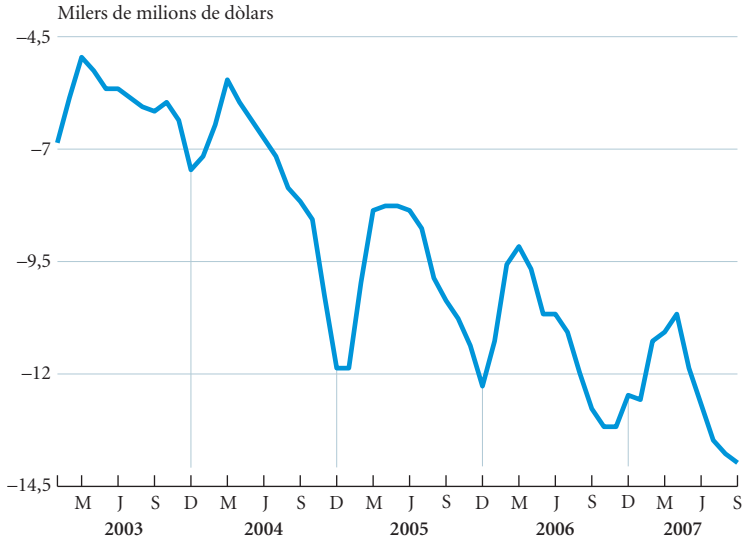
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006	2007			
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	2,8	4,8	4,3	2,6	2,8	3,7	–
Producció industrial	1,8	5,0	3,6	0,5	0,7	1,8	...
Taxa d'atur general (*)	3,6	3,6	3,7	4,0	3,4	3,9	...
Preus de consum	4,0	3,6	4,1	4,1	4,0	4,0	3,7
Balança comercial (**)	–7,6	–6,1	–6,1	–9,4	–11,7	–11,8	...
Tipus interbancari 3 mesos	9,5	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pesos mexicans respecte al dòlar	10,9	10,9	10,9	11,1	10,8	11,0	10,7

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

MÈXIC: EL DÈFICIT COMERCIAL CONTINUA SENSE TOCAR FONS

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



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

La inflació es modera, però el dèficit comercial es continua deteriorant.

baixar del 4% i es va situar a l'octubre en un moderat 3,7% interanual. Per la seva banda, l'índex subjacent, sense energia ni alimentació, també va moderar lleugerament els avanços fins al 3,9%.

La taxa d'atur del setembre es va quedar en el 3,9% de la població activa, un nivell molt baix que, malgrat tot, podria amagar bosses importants d'atur. Al front del sector exterior, la balança comercial dels dotze últims mesos fins al setembre va presentar un dèficit creixent d'11.800 milions de dòlars. Sense les exportacions de petroli, aquest mateix dèficit va arribar als 50.273 milions de dòlars, l'11,8% per damunt del mateix període de l'any anterior.

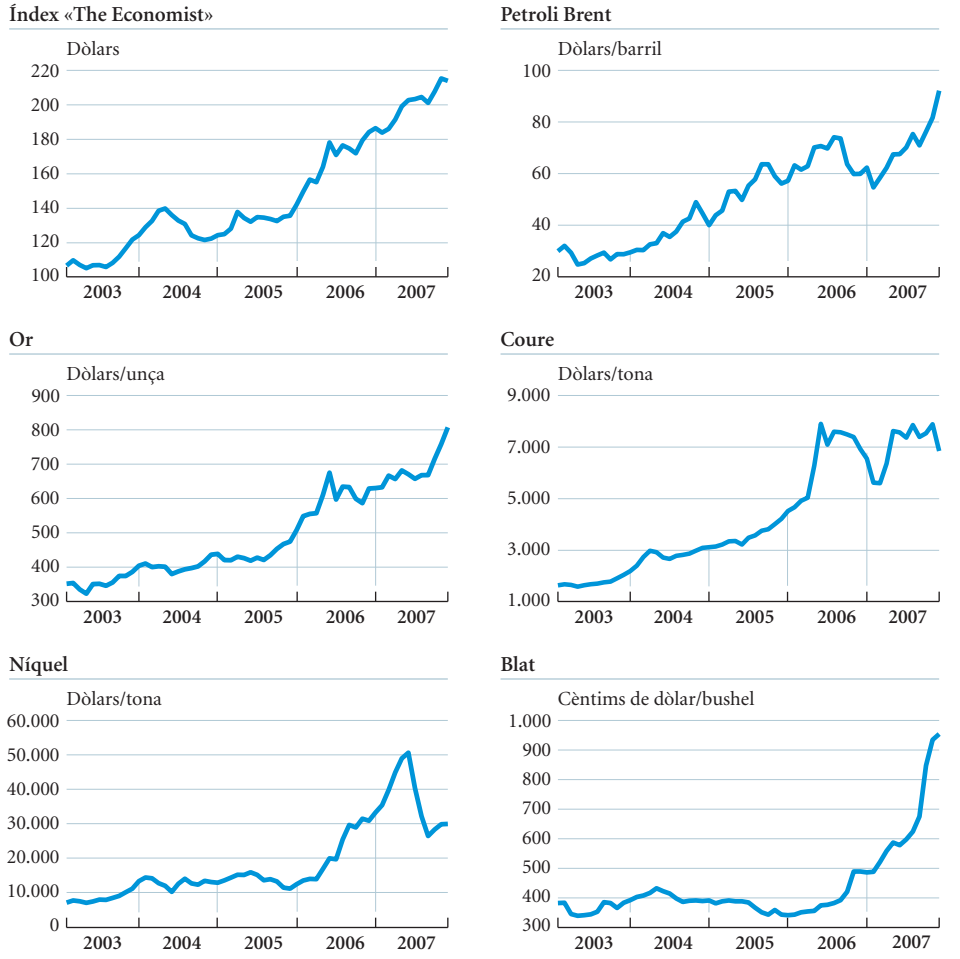
Primeres matèries: el petroli assoleix cotitzacions de vertigen

El petroli continua ancorat en zona de màxims, amb el nivell psicològic dels 100 dòlars per barril a l'abast de la mà.

Malgrat les importants fluctuacions registrades al llarg del mes, el petroli es resisteix a abandonar la zona de màxims. Després de situar-se per damunt dels 94 dòlars per barril (qualitat *Brent* per a lliuraments a un mes) al començament de novembre, la tensió de les cotitzacions semblava que remetia. No obstant això, el dia 23 es va tornar a registrar un màxim històric, 95,45 dòlars per barril. Tres dies abans, la cotització del barril de la qualitat *West Texas* havia tancat en 98,48 dòlars. El nivell psicològic dels 100 dòlars per barril (assolit en certs moments en cotitzacions intradia) es percep, per tant, a l'abast de la mà.

Quin és el motiu d'aquestes vertiginoses cotitzacions? Hi ha tres elements que empenyen els preus de l'or negre. El primer, de caràcter fonamental, són les dificultats de l'oferta per satisfer una demanda en forta expansió. Aquest argument es veu reforçat pel fet que els màxims del petroli han coincidit amb moments en què s'han conegut mals indicadors de relació d'oferta i demanda –i, en especial, les dades d'existències de productes petroliers als Estats Units–. No obstant això, aquesta

EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES



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

explicació, que pot ser versemblant per justificar la tendència creixent dels últims anys, no explica de manera satisfactòria l'últim moviment alcista, una pujada gairebé en vertical de les cotitzacions en poc menys d'un mes i mig (augment del 21% des del 10 d'octubre). Aquí intervenen els dos factors addicionals. El primer, l'entrada de fons de caràcter més especulatiu; el segon, la prima de risc geoestratègic, vinculada fonamentalment a la situació de l'Orient Mitjà.

A mitjà termini, les perspectives són incertes. Al seu informe mensual de novembre, l'Agència Internacional de l'Energia revisava a la baixa la demanda esperada per a l'últim trimestre del 2007 i per al 2008. La causa fonamental d'aquesta davallada de la demanda prevista són els alts preus del petroli, que, segons l'organisme internacional, es combinen amb unes perspectives de creixement lleugerament pitjors. Addicionalment, la tercera Cimera de caps d'estat i de govern de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) va confirmar la tesi del càrtel petrolier que la pujada dels preus no és deguda a un problema d'oferta insuficient, la qual cosa podria qüestionar les previ-

L'Agència Internacional de l'Energia considera que aquests preus erosionaran la demanda de cru.

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2007					
			I	II	III	IV	Octubre	Novembre
Índex «The Economist» en dòlars (*)								
General	**3,4**	**27,5**	**21,8**	**17,7**	**17,2**	**16,8**	**20,1**	**15,6**
Alimentàries	–1,8	10,8	16,5	18,9	30,9	30,1	35,6	30,1
Industrials	9,8	46,1	26,9	17,0	6,4	5,6	7,3	3,5
Agrícoles no alimentàries	*–2,4*	*12,4*	*4,5*	*3,1*	*7,6*	*25,8*	*21,9*	*29,2*
Metalls	*16,6*	*62,0*	*36,2*	*21,8*	*6,2*	*0,2*	*3,4*	*–3,3*
Índex «The Economist» en euros (*)	**3,3**	**26,0**	**11,6**	**9,8**	**8,6**	**4,3**	**6,7**	**1,7**
Petroli (**)								
Dòlars/barril	55,3	66,4	58,7	68,7	74,5	89,5	82,2	92,4
Taxa de variació	45,5	20,1	–6,7	–2,6	5,0	46,8	36,6	53,4
Or								
Dòlars/unça	445,3	604,4	649,6	667,8	680,2	782,7	754,6	806,6
Taxa de variació	8,7	35,7	17,2	6,4	9,4	27,4	28,7	28,5

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.
(**) Qualitat Brent; preus a un mes.
FONTS: «The Economist», Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Els metalls corregeixen a la baixa al novembre.

sions existents d'un augment de producció per part de l'OPEP.

Pel que fa a la resta de primeres matèries, durant el mes de novembre, s'ha assistit a una certa treva en el *rally* experimentat en els últims temps. L'índex «The Economist» de primeres matèries, mesurat en dòlars, ha reculat l'1,1% durant el mes de novembre i ha desaccelerat el ritme de creixement en més de quatre punts en relació amb un mes abans. Aquest resultat ha estat degut a la caiguda dels metalls, que, en un mes, han reculat el 5,8% i s'han situat el 3,5% per sota dels nivells d'un any enrere. Especialment destacats han estat els enfonsaments del coure, el plom i el zenc, que han registrat caigudes superiors al 15% en l'últim mes. Les primeres matèries alimentàries i les agrícoles no alimentàries, en canvi, han continuat creixent en aquest mes de novembre.

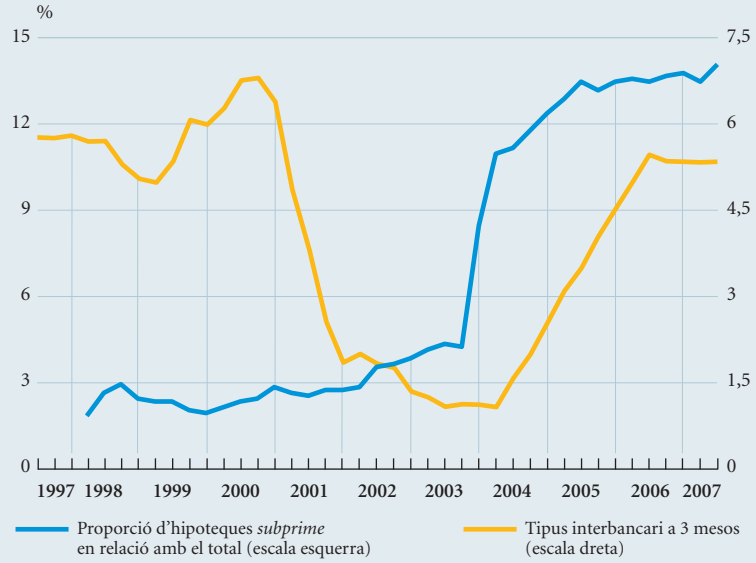
Crisis financeres i com escapar de la roda de la història

Sovint, quan els preus dels actius experimenten pujades molt fortes, se sol estendre la convicció que ens trobem en una etapa nova i diferent de qualsevol etapa anterior. Quan la bombolla esclata, arriben les lamentacions per no haver sabut aprofitar l'experiència de les crisis prèvies. Ortega i Gasset deia que cal conèixer la història per poder-ne escapar. Quina llum poden oferir les crisis anteriors per explicar millor les actuals turbulències dels mercats?

Després d'alguns avisos previs, la tempesta que travessen els sistemes financers, l'anomenada «crisi *subprime*», va esclatar amb totes les seves conseqüències cap a la meitat de l'estiu passat. L'explicació de l'actual crisi dels mercats inclou pecats elementals en la gestió del risc i excessos de sofisticació tècnica. Els primers van començar als Estats Units amb la concessió d'hipoteques a persones de solvència dubtosa. Aquestes hipoteques *subprime*, de baixa qualitat creditícia, han passat de ser el 2,5% del total el 2001 al 14,0% actual. Pocs eren els incentius per a la cautela. Els drets a percebre els pagaments de les quotes de les *subprime* es distribuïen en paquets anomenats *collateralized debt obligations* (CDO), obligacions de garantia subsidiària (vegeu el requadre «Crisi *subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?» a la pàg. 35). Els CDO eren venuts a altres entitats, que els integraven en les carteres d'actius financers, i el pecat inicial quedava sense culpa, ja que els perills quedaven lluny de qui els havia creat i minimitzats en un entorn de davallada de tipus d'interès i de primes de risc baixes. Quan els tipus van anar a l'alça, però, les famílies amb ingressos baixos van començar a incomplir el pagament de les quotes hipotecàries i els CDO van passar a estar sota sospita.

LES HIPOTEQUES ES VAN DONAR AMB ALEGRIA I ELS BANCS VAN TALLAR EL CRÈDIT

Proporció d'hipoteques *subprime* en relació amb el total i tipus interbancari a 3 mesos (dades al final del trimestre)



FONTS: Reserva Federal, Moody's i elaboració pròpia.

D'altra banda, les carteres de CDO es construïen amb instruments matemàtics complexos i amb criteris de valoració a vegades esbiaixats. Amb els primers impagaments, la falta d'un preu de mercat de valoració va generar una caça de bruixes i gairebé tots els actius de risc de crèdit van quedar sota sospita a tot el món. Les entitats financeres van fugir cap als diners comptants i van afegir a la feblesa del sector immobiliari una restricció de liquiditat que es manifesta en els tipus interbancaris.

El primer període que es pot comparar amb els temps presents compleix ja 20 anys. El 19 d'octubre de 1987, l'índex Dow Jones de la Borsa de Nova York va cedir el 22%, la caiguda més important en un únic dia de la seva llarga història. Els causants van ser els programes automàtics del *portfolio insurance* (assegurances de carteres),

que, davant dels descensos de preus, van donar ordres de venda anticipades tots alhora. L'economia nord-americana estava relativament forta, la Reserva Federal va abaixar els tipus i l'ensurt no va anar més enllà. Tot plegat serveix per aportar optimisme a la present situació, ja que, en els pitjors moments d'aquest estiu, l'índex borsari Dow Jones amb prou feines va arribar a perdre el 10%. A més a més, els beneficis empresarials són ferms, la Fed ajuda i la resta del món continua creixent. No obstant això, el crac de 1987 és poc comparable amb l'actual. Llavors els problemes els van tenir les empreses no financeres, mentre que l'episodi de les *subprime* ha afectat, sobretot, els bancs i els fons d'inversió.

Però les crisis no sempre són capítols independents. La història actual podria ser l'epíleg del que va començar el 1998. L'episodi més similar a la present situació va tenir lloc l'estiu de 1998, quan, davant de la fallida de la borsa russa, el sofisticat fons d'inversió Long Term Capital Management (LTCM), assessorat per les màximes autoritats acadèmiques de les arts financeres, es va trobar davant d'un forat de gairebé 3.000 milions de dòlars. Llavors, com ara, els actius afectats eren molt sofisticats i era difícil valorar les possibles pèrdues. Hi havia incertesa, que és sinònim de risc. Atesa la gravetat de la situació, la Reserva Federal va fer de setè de cavalleria i va abaixar el tipus d'intervenció en 0,25 punts percentuals tres vegades consecutives. Una política monetària laxa, unida a la il·lusió d'una «nova economia» generada per les noves tecnologies de la informació i les comunicacions, va disparar una vertiginosa carrera alcista de la borsa. La galopada va quedar tallada bruscament l'any 2000, quan va esclatar la bombolla de les empreses d'internet. Des dels màxims de març del 2000 fins als mínims de l'octubre del 2002, l'índex borsari S&P500 va perdre el 45%; el tecnològic Nasdaq, el 78%, i el creixement econòmic se'n va ressentir.

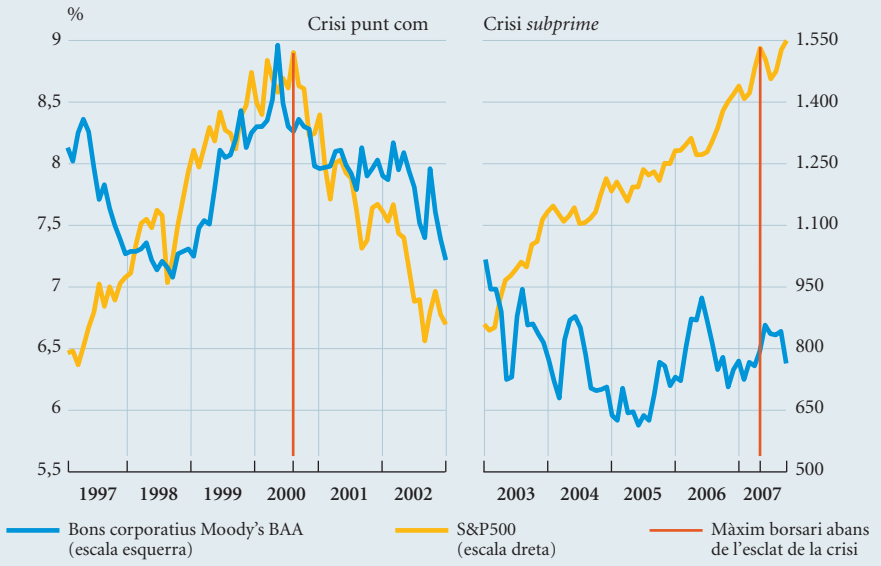
La naturalesa de la bombolla d'internet encara és més lluny del present. En la «nova economia», les cotitzacions a l'alça coincidien amb els mals resultats empresarials en la creença que l'adveniment de la nova era aportaria grans beneficis futurs. Els problemes es van centrar, una altra vegada, en el sector no financer, en especial en les empreses de noves tecnologies de la informació. Aquestes ínfules optimistes van ocasionar una gran demanda de crèdit que va empènyer cap amunt els tipus d'interès i les primes de risc. Amb la fallida de les expectatives de la nova economia, la borsa i la demanda de crèdit van caure de manera simultània i van disminuir els tipus d'interès i, una mica més tard, les primes de risc.

El 2007 ha passat tot el contrari. El sector no financer, en especial el de les tecnologies de la informació, resisteix la tempesta amb alts beneficis i baix endeutament, mentre que els problemes cal buscar-los al costat financer. Però una cosa bé de l'altra. El 2001 la Fed va tornar a abaixar els tipus i el mercat va entendre que, si la cosa anava malament, hi havia el banquer central per arreglar-ho tot. L'èxit dels bancs centrals en la lluita contra la inflació i els efectes de la globalització han reduït els riscos inflacionistes. La prudència de les escarmentades empreses va fer la resta per dur-nos a una època de diner barat sense que importi el nivell de palanquejament (endeutament) del deutor.

Es repeteixi o no, la història continua i ens pot proporcionar noves emocions. En primer lloc, les pèrdues en els balanços bancaris poden arribar als 200.000 milions de dòlars, uns setanta cops les de l'LTCM. En segon lloc, el problema és més generalitzat que llavors i inclou febleses immobiliàries, que normalment tenen efectes més profunds i duradors sobre l'economia real que les crisis borsàries. En tercer lloc, l'optimisme de la borsa per repetir les pujades de 1999 es basa en el fet que la Reserva Federal garantirà la liquiditat, els beneficis empresarials continuen alts i un dòlar feble combinat amb una demanda robusta dels països emergents donarà forces al sector exportador. El problema és que la Reserva Federal té memòria i estarà més preparada que llavors per apujar els tipus si les pressions inflacionistes s'intensifiquen. Una altra qüestió és que, quan els beneficis empresarials

PUNT COM I *SUBPRIME*: DUES CRISIS BEN DIFERENTS

Tipus d'interès i índex borsari als Estats Units (dades al final del mes)



FONTS: Reserva Federal, Moody's i elaboració pròpia.

són a l'àtic, és més fàcil baixar que pujar. Finalment, la demanda dels països emergents s'ha basat, en gran part, en exportacions a uns Estats Units que, en el futur, podrien comprar menys.

L'episodi actual representa un enduriment de les condicions del crèdit de les entitats financeres. Amb les empreses sense grans palanquejaments però amb molts consumidors endeutats, els efectes sobre l'economia, tot i que relativament suaus, poden ser més generalitzats i duradors que els de la crisi de 1998.

UNIÓ EUROPEA

La Comissió Europea espera una desacceleració moderada el 2008 i el 2009.

Previsions de la Comissió Europea: la Unió Europea trampeja el temporal

Crisi de les hipoteques *subprime*, recessió immobiliària als Estats Units, màxims del petroli. La Unió Europea (UE) s'enfronta a un seguit de factors amb elevada capacitat d'incidir negativament en el seu recorregut econòmic futur. No obstant això, segons el parer de la Comissió Europea, la UE serà capaç de trampejar aquests obstacles sense gaires dificultats. Per a cada risc, hi ha un element esmorteïdor. La pressió inflacionista de les primeres matèries queda filtrada per l'apreciació de l'euro. El peatge que un euro fort infligeix sobre l'aportació del sector exterior queda parcialment compensat per uns fonaments interns sòlids. I la desacceleració nord-americana no presenta el risc d'episodis anteriors, ja que, en gran part, el vigor de les economies emergents, amb la incombustible Xina en posició destacada, agafa el relleu.

Concretant les grans xifres, tot i que el fort ritme de creixement del 2007, del 2,9% al conjunt de la UE, no es repetirà en el futur immediat, el ritme d'activitat només es desaccelerarà moderadament i se situarà en el 2,4% el 2008 i el 2009. La zona de l'euro replicarà una trajectòria similar i passarà del 2,6% de l'exercici actual al 2,2% el 2008 i al 2,1% el 2009. Els preus tampoc no presenten una evolució negativa. Tot i que l'executiu comunitari espera un repunt de la inflació en els propers mesos, preveu que la desacceleració posterior permetrà que el 2008 el creixement anual d'aquesta variable sigui del 2,4% a la UE, només marginalment superior al 2,3% del 2007. A més a més, el camí

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

	2005	2006	Previsions actuals tardor 2007			Diferència amb la primavera de 2007 (2)	
			2007	2008	2009	2007	2008
Producte interior brut	**1,5**	**2,8**	**2,6**	**2,2**	**2,1**	**0,0**	**0,3**
Consum	1,5	1,8	1,7	2,1	1,9	–0,4	–0,3
Inversió	1,4	1,9	2,0	2,1	2,0	0,2	0,2
Ocupació	0,5	1,3	1,5	1,0	0,8	0,1	–0,2
Taxa d'atur (3)	8,9	8,3	7,3	7,1	7,1	0,1	0,3
Inflació (4)	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	0,1	0,2
Saldo públic (% del PIB)	–2,5	–1,5	–0,8	–0,9	–0,8	0,2	–0,1
Deute públic (% del PIB)	70,3	68,6	65,0	66,5	63,4	–0,3	0,0
Saldo per compte corrent (% del PIB)	0,2	–0,1	0,0	0,0	0,1	–0,2	–0,1
Creixement del PIB a la UE-27	*1,8*	*3,0*	*2,9*	*2,4*	*2,4*	*0,0*	*–0,3*

NOTES: (1) Variació anual en percentatge llevat d'indicació expressa.
(2) Un signe «+»(«–») significa una xifra positiva més alta (més baixa) o una negativa més baixa (més alta) comparat amb la primavera de 2007.
(3) Percentatge de la població activa.
(4) Índex de preus de consum harmonitzat.
FONT: Comissió Europea.

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES DELS PAÏSOS DE LA ZONA DE L'EURO

Tardor 2007

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

NOTES: (*) Percentatge de variació real.
(**) Percentatge de variació de l'índex de preus de consum harmonitzat.
(***) Percentatge de la població activa.
FONT: Comissió Europea.

serà d'anada i tornada, ja que, per al 2009, s'espera una inflació del 2,2%. La zona de l'euro presenta uns registres encara més ajustats: del 2,0% del 2007 al 2,1% el 2008 i de nou al 2,0% el 2009.

Quins són els trets essencials del moment econòmic europeu? Tres perspectives diferents ens permeten jutjar millor la qüestió. Des del punt de vista de la composició del creixement, i fent referència a la zona de l'euro, la desacceleració s'explica per una menor contribució del sector exterior i pel cicle de la inversió, que s'allunya del moment culminant viscut en els últims trimestres. Això deixa com a únic component en acceleració el consum, incapaç, però, de compensar plenament l'alentiment de la demanda externa i de la inversió.

La revisió de la posició cíclica per països apunta a un altre aspecte destacable: el patró que havia dominat en la fase alcista del cicle es trenca en part en aquesta etapa a la baixa. Així, l'embranzida d'Alemanya i dels països del seu *hinterland* tradicional (Àustria, els Països Baixos i Bèlgica) dóna pas a un creixement sensiblement inferior d'aquest grup de països. Al fet que la locomotora alemanya aixeca el peu de l'accelerador s'afegeix un ritme econòmic escassament dinàmic dels altres dos grans de la zona de l'euro, França i Itàlia. Així mateix, cal esmentar que Espanya, en opinió de la Comissió, perdrà força en relació amb dues altres economies d'elevat dinamisme recent (Irlanda i Grècia). Fora de la zona de la moneda única, tot i un cert alentiment, el moment de creixement explosiu dels països de l'Europa Central i Oriental es manté. Finalment, cal esmentar que el Regne Unit, després d'una etapa de nombrosos exercicis de creixement dinàmic encadenats, afronta dos anys de perspectives més tèbies.

La zona de l'euro creixerà lleugerament per damunt del 2% en els propers dos anys.

Alemanya començarà a perdre força el 2008, en contrast amb el persistent dinamisme de l'Europa de l'Est.

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

Tardor 2007

	PIB (*)			Inflació (**)			Atur (***)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgària	6,3	6,0	6,2	7,1	7,3	5,8	7,5	6,8	6,0
República Txeca	5,8	5,0	4,9	3,0	3,8	3,2	5,9	5,4	5,5
Dinamarca	1,9	1,3	1,4	1,7	2,4	2,4	3,0	2,7	2,7
Estònia	7,8	6,4	6,2	6,3	7,3	4,8	4,9	4,8	4,9
Xipre	3,8	3,9	3,9	2,0	2,3	2,1	4,3	4,1	3,9
Letònia	10,5	7,2	6,2	9,6	9,8	6,0	5,8	5,5	5,6
Lituània	8,5	7,5	6,3	5,6	6,5	5,2	4,2	4,2	4,4
Hongria	2,0	2,6	3,4	7,7	4,9	2,8	7,3	7,0	6,9
Malta	3,1	2,8	2,9	0,8	2,5	2,2	6,8	6,6	6,5
Polònia	6,5	5,6	5,2	2,5	2,8	2,9	9,4	7,3	6,4
Romania	6,0	5,9	5,8	4,7	5,6	4,6	7,1	7,0	6,9
Eslovàquia	8,7	7,0	7,2	1,7	2,5	3,0	11,2	9,7	9,0
Suècia	3,4	3,1	2,4	1,6	2,0	2,0	6,1	5,8	5,7
Regne Unit	3,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,0	5,3	5,4	5,3
UE-27	**2,9**	**2,4**	**2,4**	**2,3**	**2,4**	**2,2**	**7,1**	**6,8**	**6,6**
EUA	*2,1*	*1,7*	*2,6*	*2,7*	*1,9*	*1,5*	*4,6*	*5,3*	*5,4*
Japó	*1,9*	*1,9*	*2,3*	*0,0*	*0,2*	*0,5*	*3,9*	*4,0*	*4,0*

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.

Va saltar la sorpresa: l'economia de la zona de l'euro s'accelera en el tercer trimestre, contràriament al que s'esperava.

Inversió i sector exterior, candidats al paper de motors del creixement.

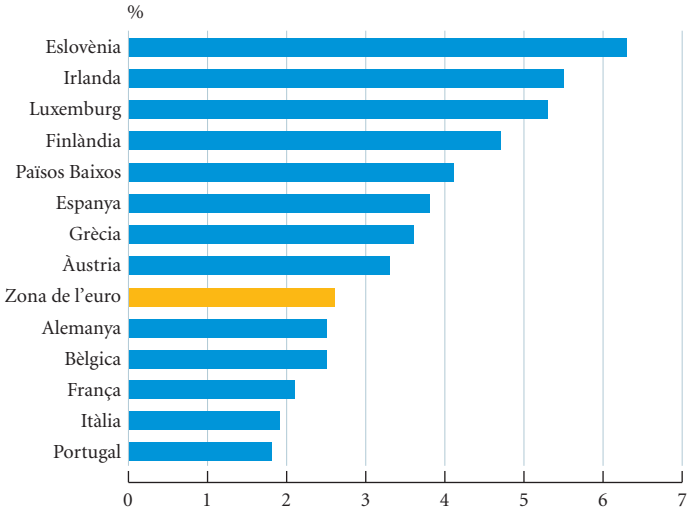
La tercera de les perspectives, la que es podria anomenar, en termes generals, de fonaments econòmics, completa el panorama. Concretament, l'executiu comunitari destaca els elevats marges de beneficis de les empreses europees, el manteniment dels indicadors de confiança (empresarial i del consumidor) en nivells per damunt de la seva tendència a llarg termini, el creixement continuat de l'ocupació i, en determinats països, el suport addicional que aporta la política fiscal. Tots aquests factors doten l'economia europea d'un fons de resistència que permet mitigar els riscos de patir una desacceleració profunda de l'activitat.

Zona de l'euro: sorpresa positiva en el tercer trimestre

Les dades de creixement del tercer trimestre s'esperaven amb una certa expectativa, ja que havien de permetre dilucidar l'abast de la desacceleració econòmica i l'autèntic estat de forma dels tres grans: Alemanya, França i Itàlia. Les xifres han representat una sorpresa. D'entrada, i quan s'esperava que el creixement econòmic de la zona de l'euro s'alentís en el tercer trimestre en relació amb el 2,5% anterior, l'avanç publicat per Eurostat va dictaminar que s'havia crescut el 2,6% interanual. Aquest ritme més intens del que estava previst va ser degut, fonamentalment, al fet que Alemanya i França van

LES ECONOMIES PETITES CREIXEN MÉS

Variació interanual real del producte interior brut de la zona de l'euro



NOTA: Dades referides al tercer trimestre del 2007, llevat dels casos de Finlàndia, Luxemburg, Irlanda i Eslovènia, amb valors referits al segon trimestre.
FONT: Eurostat.

trencar a l'alça les previsions i van créixer el 2,5% i el 2,1%, respectivament.

Quin deu haver estat l'origen d'aquest plus d'activitat? Els indicadors mensuals constataven, en termes generals, un menor ritme d'activitat (per exemple, el sentiment econòmic havia caigut més de dos punts en el tercer trimestre). Tot i aquest senyal erroni general, els indicadors sí aporten certes claus sobre els principals suports de l'expansió. Des de la perspectiva de la demanda, sembla que el consum privat ha exercit d'element positiu, però contingut, ja que la recuperació en relació amb el segon trimestre d'indicadors clau, com les vendes al detall, és moderada. En canvi, la inversió en béns d'equipament pot haver jugat un paper més decisiu. En aquest sentit apunta, per exemple, l'acceleració del component de béns d'equipament de la producció industrial en el tercer trimestre.

A més del probable canvi del cicle inversor, un altre puntal pot haver estat el sector exterior. Amb les dades de la balança comercial de mercaderies a la mà, el creixement del superàvit comercial fins al setembre és apreciable. Concretament, en la mitjana del tercer trimestre, el superàvit comercial, en acumulat de 12 mesos, s'ha doblat gràcies a un creixement exportador superior al 10% interanual, que va batre l'avanç interanual del 6% de les importacions. Aquest resultat és especialment meritori si tenim en compte que el tipus de canvi efectiu nominal de l'euro s'ha apreciat el 4% entre els mesos de gener i octubre. D'altra banda, cal destacar que la reducció del dinamisme exportador cap als Estats Units és compensat per un augment del pes dels mercats emergents. Precisament, els quatre països cap als quals les exportacions, en xifres acumulades de gener a agost, han augmentat més en relació amb un any abans són Rússia, l'Índia, el Brasil i la Xina, és a dir, els anomenats BRIC.

L'exportació europea bascula cap als BRIC (Brasil, Rússia, Índia i Xina).

El bon moment exportador explica, en gran part, que la indústria europea esti-

La inflació repunta a causa del mal comportament de l'energia i dels aliments.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	1,6	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5	–	2,6	–	–
Vendes al detall	1,2	2,1	2,4	2,3	1,7	1,0	1,4	1,0	1,6	...
Confiança del consumidor (*)	–14	–9,0	–8	–7	–5	–2	–2	–4	–6	–6
Producció industrial	1,3	4,0	4,1	4,0	4,0	2,7	4,0	4,6	3,4	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	108,2	109,9	110,0	111,6	111,0	110,0	106,9	105,9
Taxa d'atur (**)	8,9	8,3	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Preus de consum	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6
Balança comercial (***)	42,1	–10,4	–21,6	–13,1	–0,9	15,6	26,1	33,4	34,1	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,1	3,2	3,6	3,8	4,1	4,2	4,3	4,7	4,8
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	103,3	103,6	104,5	104,6	105,5	107,1	107,3	107,2	107,0	109,6

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

Alemanya viu un moment econòmic positiu.

gui experimentant una etapa feliç. Així, en el tercer trimestre, la producció industrial va créixer el 3,9% interanual, enfront del 2,7% del segon trimestre. Així i tot, cal destacar que les perspectives immediates s'allunyen d'aquest punt culminant (tant la confiança industrial com les comandes industrials cedeixen en el seu impuls fins a l'octubre).

Pel que fa a l'evolució de la inflació, els preus de consum van créixer a l'octubre el 2,6% interanual, notable repunt en relació amb el 2,1% del setembre. Aquesta acceleració s'ha degut al tensionament del component energètic, però també al de l'alimentació, tant fresca com elaborada. Conseqüentment, la inflació subjacent (que descompta l'energia i els aliments no elaborats) s'ha accelerat una dècima, fins al 2,1% interanual. Més positiu és el recorregut de la taxa d'atur, que al setembre va baixar una dècima percentual, fins al 7,3%.

Alemanya: present brillant, futur incert

Alemanya continua presentant dues cares. La primera, la positiva, és la referida a la situació econòmica actual. La dada que millor representa aquesta tessitura és el creixement econòmic del tercer trimestre, que va sorprendre positivament en assolir un increment interanual del 2,5%, registre idèntic al del segon trimestre. Cal recordar que el conjunt dels analistes esperaven xifres de l'ordre de mig punt percentual inferiors.

El desglossament per components mostra que la demanda interna s'ha accelerat gràcies al to més positiu del consum privat i de la inversió en béns d'equipament. Aquesta intensificació de l'embranzida de la demanda interna ha permès que la reducció del sector exterior –fruit més del dinamisme importador que de la pèrdua de vigor de les exportacions, que continuen fortes– hagi estat compensada amb escreix.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	1,0	3,1	3,2	3,9	3,6	2,5	–	2,5	–	–
Vendes al detall	1,4	6,1	5,5	6,5	–1,0	–1,9	–0,7	–1,9	–1,9	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,7	6,3	7,6	5,2	4,6	5,4	6,1	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	105,3	107,0	107,5	108,0	106,4	105,8	104,2	103,9
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	10,6	10,1	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8	8,7
Preus de consum	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,4	2,4
Balança comercial (***)	156,3	151,6	146,0	155,3	165,1	177,4	187,2	190,5	193,9	...

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

Des de la perspectiva de l'oferta, el sector industrial és el gran beneficiat del bon pols exportador. Trencant les previsions, la producció industrial va créixer al setembre el 6,1% interanual, de manera que suma dos mesos consecutius en acceleració en relació amb nivells ja prou dinàmics.

Aquest ritme d'activitat explica, en gran part, que l'evolució laboral continuï essent favorable. La taxa d'atur va baixar a l'octubre una dècima percentual i es va situar en el 8,7% de la població activa. Aquest registre és 1,6 punts percentuals millor que el d'un any abans. A més a més, cal destacar que Alemanya va aconseguir assolir a l'octubre l'objectiu assignat a l'Estratègia de Lisboa –el programa econòmic a mitjà termini de la UE– de situar la taxa d'ocupació en més del 70% de la població activa (concretament, en el 70,7%, equivalent a més de 40 milions de persones). Es tracta d'una fita històrica que s'assoleix molt abans del límit establert de l'any 2010. Aquesta lectura positiva de la situació actual és evident, també, en la inflació. Tot i situar-se en el 2,4% interanual a l'octubre, a diferència d'altres economies, l'IPC germànic no ha empitjorat en relació amb el mes de setembre, resultat que fa que la dada no sigui tan negativa.

Per tant, on és la segona cara, la menys satisfactòria? En el futur, i no gaire llunyà. Diferents elements conflueixen perquè el 2008 sigui un any menys esperançador. En primer lloc, la negociació salarial ha començat amb mal peu, ja que els sindicats ferroviaris han exigit una alça salarial superior al 30% i, atesa la inevitable negativa empresarial, han respost amb una vaga d'àmplia repercussió i amb efectes que han arribat fins i tot a l'activitat industrial.

El govern, per la seva banda, no es troba en una situació de gaire fortalesa. Tot i que la «gran coalició» continua indiscutida, sembla que la dimissió del vicecanceller Franz Müntefering, abanderat de la línia més liberalitzadora del partit socialdemòcrata germànic, confirma que la resta de la legislatura no es caracteritzarà per un gran afany reformador. A aquesta pinça social i política s'afegeix el front pròpiament econòmic. Els experts consideren unes previsions de creixement només moderat per al 2008. El quadre macro-

La conjuntura laboral és satisfactòria, amb més de 40 milions d'alemanys treballant.

Previsions de creixement a la baixa, afebliment del govern i vaga ferotge als ferrocarrils, senyals de l'entrada a una etapa de menor bonança econòmica.

econòmic del govern i la Comissió Europea donen les xifres més optimistes, el 2,1%; el Fons Monetari Internacional rebaixa una dècima, fins al 2,0%, i, finalment, el comitè d'experts independents del govern (els anomenats «cinc savis») apunta a un creixement de l'1,9%. Cal recordar que s'espera que l'any es tanqui amb un avanç del PIB de l'ordre del 2,6%.

Massa pessimistes? Ara com ara, els indicadors de caràcter més avançat ja han començat a apuntar que aquests escenaris tenen l'aire d'ésser veritat. L'indicador IFO d'activitat empresarial va caure a l'octubre fins als 103,9 punts, de manera que suma sis mesos consecutius a la baixa. Tot i que els nivells actuals encara són històricament elevats, la tendència a la moderació no admet gaires matisos. En una línia similar apunten indicadors de confiança rellevants, com els del consumidor i dels serveis.

França: respir en el tercer trimestre

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

Després d'un decebedor creixement del PIB de l'1,4% interanual en el segon trimestre, l'acceleració fins al 2,1% del tercer ha estat rebuda amb satisfacció a França. El consum privat, puntal tradicional del patró de creixement gal, ha tornat a guanyar ritme en el tercer trimestre, la qual cosa, juntament amb el manteniment del ritme inversor i a la major contribució de les existències, ha facilitat una acceleració de set dècimes percentuals de la demanda interna en relació amb el segon trimestre. D'altra banda, la detracció del sector exterior s'ha reduït a la meitat.

A partir d'aquestes tendències, els últims indicadors es mostren més continguts. La confiança del consumidor ha cedit gairebé cinc punts en els dos últims mesos (setembre i octubre), la qual cosa, juntament amb la desacceleració del consum de les llars a l'octubre, avala un menor impuls de la despesa de les famílies en els propers mesos. En termes més generals, l'índex de sentiment econòmic s'ha estabilitzat en el nivell dels 110 punts al setembre i a l'octubre, resultat que allunya l'indicador dels elevats nivells de l'estiu passat. Tot plegat permet aventurar que la pròxima dada de creixement del PIB apuntarà a l'alentiment econòmic més que a l'expansió.

Malgrat tot, aquestes perspectives més tèbies no impliquen que el to general de l'economia gal·la sigui ombrívol. Tot i el repunt inflacionista, provocat, sobretot, pel petroli, l'IPC de l'octubre registrava un

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

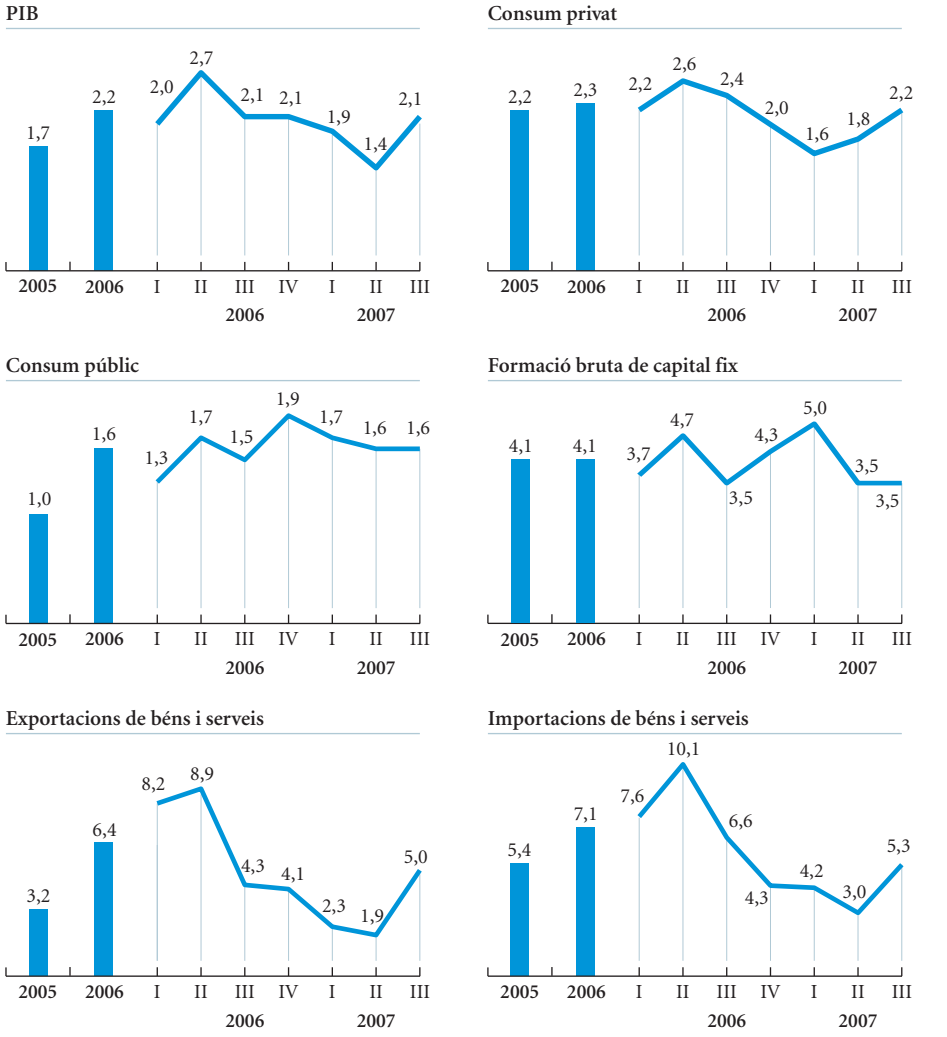
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	1,7	2,2	2,1	2,1	1,9	1,4	–	2,1	–	–
Consum de les llars	3,2	2,7	2,8	2,8	3,6	2,8	4,5	3,0	5,1	2,7
Producció industrial	0,2	0,9	0,7	0,5	1,0	0,2	3,0	2,1	1,1	...
Taxa d'atur (*)	9,7	9,5	9,5	9,3	9,0	8,8	8,7	8,6	8,6	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2	1,5	2,0
Balança comercial (**)	–1,3	–2,2	–2,3	–2,3	–2,4	–2,5	–2,6	–2,6	–2,8	...

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

EVOLUCIÓ DEL PIB DE FRANÇA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: INSEE i elaboració pròpia.

avanç del 2,0% interanual, i, un cop descomptades les partides més volàtils, l'índex resultant només creixia l'1,6% interanual, sense variació en relació amb el setembre. Igualment, la taxa d'atur continuava registrant una tendència a la baixa constant. En la mitjana del tercer trimestre, aquesta taxa se situava en el 8,6% interanual, dues dècimes per sota del nivell del segon trimestre.

Itàlia: lleugera millora econòmica

Coherent amb els resultats d'altres grans economies europees, el creixement italià del tercer trimestre va ser positiu. Segons les xifres preliminars, durant aquest període, l'economia va créixer l'1,9% i va remuntar en una dècima percentual la xifra del segon trimestre. Els indicadors disponibles fan pensar que, en gran part, aquesta suau acceleració haurà derivat d'una

El consum exerceix de puntal de la recuperació, però les seves perspectives immediates són més contingudes.

Itàlia creix l'1,9% en el tercer trimestre i millora el registre del trimestre anterior.

certa recuperació de la demanda interna (per exemple, i fent referència al consum, les vendes al detall van créixer l'1,4% interanual a l'agost, enfront del 0,1% del segon trimestre) i d'una major contribució del sector exterior.

En aquest sentit, cal destacar el bon to de l'exportació, que, en aquest tercer trimestre, ha crescut l'11,3% interanual i ha millorat el 10,4% del segon trimestre. Aquesta evolució, combinada amb una menor embranzida importadora (les compres a l'exterior han crescut el 5,9% en el tercer trimestre), ha facilitat que el dèficit exterior (acumulat de dotze mesos) s'hagi reduït el 28% durant el tercer trimestre. La principal beneficiària de la recuperació exportadora és la indústria, tot i que el ritme de creixement de l'activitat secundària continua essent reduït (la producció industrial ha avançat el 0,8% interanual en el tercer trimestre, xifra modesta, però millor que el 0,6% del trimestre anterior).

El sector exterior experimenta una millora notable.

L'evolució dels preus i de l'atur s'assembla a la registrada en altres països de la zona de l'euro. La inflació repunta, fonamentalment, a causa de l'encariment energètic (al setembre, l'IPC creixia el 2,1% interanual, enfront de l'1,7% anterior), i la taxa d'atur es va situar en el segon trimestre en el 6,0% de la població activa, dues dècimes menys que en els tres primers mesos del 2007.

Partint d'aquesta situació, les perspectives immediates italianes són d'un cert empitjorament. Al front estrictament conjuntural, l'indicador sintètic d'indicadors avançats recula el 3% interanual al setembre i apunta a un primer semestre en desacceleració. La caiguda de l'indicador de sentiment econòmic a l'octubre fins als 102,2 punts reforça aquest diagnòstic. Pel que fa a l'àmbit de la política econòmica, ha estat notícia que el govern ha aconseguit *in extremis* l'aprovació dels pressupostos en una ajustada votació al Senat i, d'aquesta manera, ha pogut salvar la coalició governamental d'un nou escull. No obstant això, atès el delicat joc d'equilibris que el mateix govern realitza en cada iniciativa de caràcter econòmic, sembla improbable que assistim a intents reformadors ambiciosos.

Regne Unit: una etapa daurada s'acaba

El dia 19 d'octubre, es coneixia que l'economia britànica havia crescut el 3,3%

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	0,2	1,9	1,6	2,8	2,4	1,8	–	1,9	–	–
Vendes al detall	0,4	1,2	1,6	1,0	1,0	0,1	0,1	1,4	...	...
Producció industrial	–0,8	2,6	1,8	3,8	1,2	0,6	0,6	1,1	0,8	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	6,6	6,4	6,2	6,0	–	...	–	...
Preus de consum	1,9	2,1	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	2,1
Balança comercial (**)	–9,8	–21,4	–22,0	–21,4	–18,4	–14,5	–12,7	–11,7	–10,4	...

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

interanual en el tercer trimestre i havia trencat a l'alça les previsions més optimistes. Menys d'un mes després, l'informe sobre la inflació del Banc d'Anglaterra dibuixava un escenari de baix creixement (inferior al 2% en certs trimestres del 2008, el més moderat des del final del 2005) i anticipava que l'efecte de la contracció del crèdit sobre l'activitat de les empreses i dels consumidors seria significatiu. La intensitat de la desacceleració va dur el governador del Banc d'Anglaterra, Mervyn King, a afirmar que «seria certament forta comparada amb el suau moviment que s'ha vist en els deu últims anys».

Els indicadors disponibles amb prou feines permeten albirar aquesta via de correcció. La dada que ha suscitat més interès ha estat la de les vendes al detall de l'octubre. La seva caiguda intermensual, del 0,1%, la primera en nou mesos, ha estat destacada pels mitjans econòmics. No obstant això, en termes interanuals, el seu creixement continua essent del 4,4%. Tot i que certament es tracta d'una desaceleració en relació amb el 5,9% interanual del setembre, aquesta dada, presa aïlladament, no permet descartar la idea que el final d'any britànic encara retindrà una gran part de l'impuls recent. Especialment, si es té en compte que, en aquest mateix mes d'octubre, la confiança del consumidor ha repuntat.

Altres indicadors confirmen la mateixa idea de continuïtat de la tendència de notable ritme d'activitat. La taxa d'atur es manté a l'octubre en el 2,6% de la població activa, en mínims històrics. Els preus de consum, tot i accelerar-se a l'octubre fins al 2,0% interanual, encara se situen en el nivell objectiu del Banc d'Anglaterra. El mal moment de la indústria (la producció industrial va caure el 0,3% interanual al setembre) ve de lluny, i, per tant, llegir aquest descens en clau de desacceleració cíclica podria ser un error. En resum, tot i que les previsions per al 2008 són certament poc optimistes, el camí cap a aquesta etapa de baix creixement encara està en un moment inicial.

El Banc d'Anglaterra reconeix que el 2008 serà un any de feble creixement...

...però el camí de la desacceleració amb prou feines s'ha començat a recórrer.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
PIB	1,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,1	–	3,3	–	–
Vendes al detall	1,9	3,0	3,5	3,6	4,3	3,9	4,2	4,8	5,9	4,4
Producció industrial	–2,0	0,0	0,5	0,9	–0,1	0,7	0,9	0,7	–0,3	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
Preus de consum	2,0	2,3	2,4	2,7	2,9	2,6	1,9	1,7	1,7	2,0
Balança comercial (**)	–64,9	–74,1	–75,3	–77,0	–78,1	–80,0	–81,8	–82,1	–83,4	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,8	4,8	4,9	5,2	5,5	5,8	6,0	6,0	6,7	6,3
Tipus de canvi efectiu nominal de la lliura	100,3	101,0	102,0	103,3	104,2	103,7	104,3	104,6	104,4	102,2

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

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

Els bancs centrals, preocupats per la crisi *subprime*

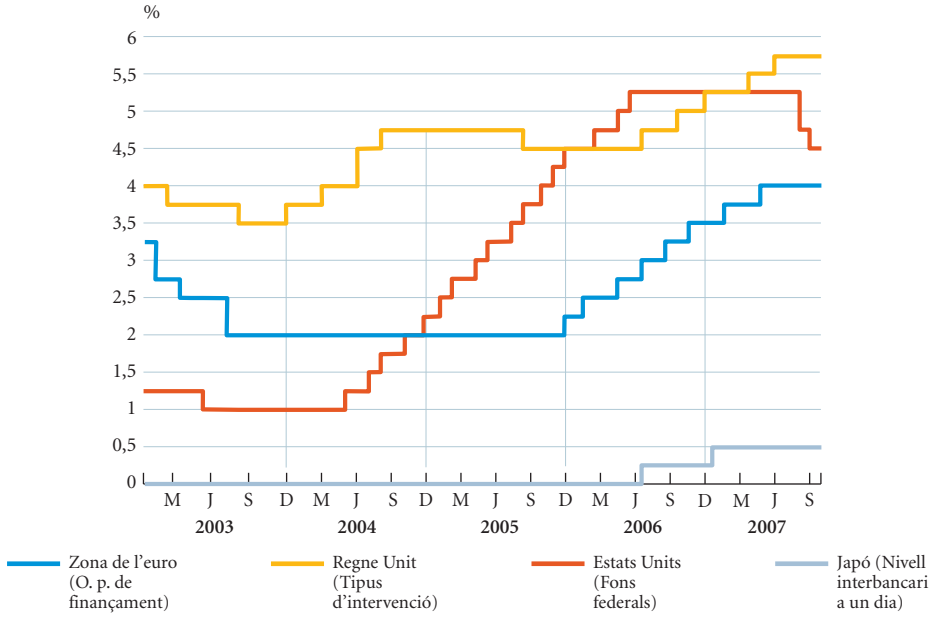
Atesa la gravetat de la crisi hipotecària, el governador de la Reserva Federal compareix al Congrés dels Estats Units.

El 8 de novembre, atesa la magnitud de la crisi hipotecària *subprime*, el governador de la Reserva Federal (Fed), el banc central, va comparèixer davant el Comitè Econòmic del Congrés dels Estats Units. Els congressistes i senadors, després d'agrair a Bernanke que acceptés la seva invitació, van ser molt incisius, ja que consideren que la Fed hauria de potenciar una bateria de mesures per evitar que el problema s'agreugi. El president del comitè, Schumer, va afirmar que la crisi *subprime* no solament no s'ha contingut, sinó que ha contagiat la resta de l'economia. Fins i tot, va instar el governador perquè, si considera que, pel càrrec que ocupa, no té capacitat de dir en públic tot el que desitjaria dir, com a mínim, de forma privada ho comenti amb membres de l'administració i treballi «darrere de l'escenari», com ho havia fet el seu predecessor Alan Greenspan, a qui no li tremolava el pols, fins i tot arriscant el seu prestigi personal, a l'hora de resoldre les crisis a les quals s'havia hagut d'enfrontar.

Bernanke va comentar les polítiques que la Fed havia posat en marxa. La primera mesura va ser abaixar de nou el tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics del 4,75% al 4,50% a la reunió del 31 d'octubre. En segon lloc, la Fed va aconsellar a les institucions de crèdit que treballin conjuntament amb els propietaris que no poden afrontar les últimes quotes

LA RESERVA FEDERAL APLICA BÀLSAM A LA FERIDA

Tipus d'interès de referència dels bancs centrals



FONT: Bancs centrals.

hipotecàries per aconseguir un pla de repagament que permeti reconduir la situació i, en alguns casos, evitar l'embargament. La indústria hipotecària segueix aquests consells i intensifica l'esforç que representa buscar solucions cas per cas. Tot i que l'embargament no sempre es pot evitar, aquestes tècniques de mitigació de les pèrdues que preserven la propietat de l'habitatge poden arribar a ser menys costoses. En tercer lloc, la Fed ha muntat equips de treball formats per tots els agents econòmics implicats per trobar solucions comunitàries en algunes àrees molt copejades per la crisi. Finalment, la Fed, utilitzant l'autoritat concedida per part del Congrés, publicarà una normativa, abans que acabi l'any, per reduir les pràctiques fraudulentes i els abusos en la concessió hipotecària *subprime*.

Bernanke explica les mesures que la Fed ha adoptat en relació amb la crisi.

El banc central va aprofitar el mes de novembre per comunicar que, a partir d'ara, publicarà les seves estimacions sobre l'economia quatre cops a l'any i afegirà resums sobre les discussions d'aquestes projeccions d'inflació i creixement. El 20 de novembre, la Fed va publicar les actes de l'última reunió oficial i va incorporar-hi per primer cop aquestes estimacions, en les quals destaca el deteriorament de les previsions de creixement de l'any 2008 dels membres del Comitè Federal de Mercat Obert. A més a més, s'amplia

Les previsions econòmiques reflecteixen més incertesa.

TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

En percentatge anual

	Zona de l'euro			Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa
	Tipus de referència del 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						
2006									
Octubre	3,25	3,56	3,86	5,25	5,37	0,44	4,75	5,19	1,84
Novembre	3,25	3,64	3,86	5,25	5,37	0,51	5,00	5,25	1,94
Desembre	3,50	3,73	4,03	5,25	5,36	0,57	5,00	5,32	2,09
2007									
Gener	3,50	3,78	4,10	5,25	5,36	0,53	5,25	5,59	2,18
Febrer	3,50	3,85	4,06	5,25	5,35	0,71	5,25	5,53	2,19
Març	3,75	3,92	4,18	5,25	5,35	0,67	5,25	5,62	2,27
Abril	3,75	4,02	4,30	5,25	5,36	0,67	5,25	5,73	2,32
Maig	3,75	4,12	4,46	5,25	5,36	0,69	5,50	5,81	2,42
Juny	4,00	4,18	4,53	5,25	5,36	0,76	5,50	6,00	2,67
Juliol	4,00	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agost	4,00	4,74	4,78	5,25	5,62	0,97	5,75	6,69	2,86
Setembre	4,00	4,79	4,73	4,75	5,23	1,03	5,75	6,30	2,82
Octubre	4,00	4,60	4,60	4,50	4,89	0,90	5,75	6,28	2,68
Novembre (1)	4,00	4,64	4,60	4,50	5,00	0,92	5,75	6,49	2,63

NOTES: (1) Dia 20.

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

(3) Últimes dates de variació: 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%), 18-09-07 (4,75%), 31-10-07 (4,50%).

(4) Últimes dates de variació: 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

El BCE manté l'estratègia d'esperar i veure.

de forma intensa la dispersió de les estimacions del conjunt dels participants a la reunió, reflex d'una major incertesa dels banquers centrals sobre la futura trajectòria econòmica.

El Banc Central Europeu (BCE) no es va lliurar de les reverberacions de la crisi hipotecària *subprime*, ja que va reconèixer, després de la reunió del 8 de novembre, que segueix el desenvolupament de les tensions al mercat interbancari amb gran atenció. Segons el BCE, tant l'anàlisi econòmica com l'anàlisi monetària aconsellen que és millor esperar abans de prendre una decisió sobre el tipus d'interès de referència. En realitat, el BCE no ha observat una disminució del nivell d'incertesa als mercats financers des de la reunió anterior del mes d'octubre. El governador Jean-Claude Trichet va anunciar que és molt important que les expectatives d'inflació als mercats financers romanguin ancorades. L'increment de la inflació provocat pels preus energètics i alimentaris no es trasllada a la resta de components que formen part de la cistella de béns i serveis. Tot i que considera que la inflació es mantindrà, durant alguns mesos, per damunt del 2%, creu que s'anirà moderant a mesura que avanci l'any 2008. A més a més, ara com ara, estima que el xoc d'increment de preus energètics i d'alimentació és transitori i no permanent.

Per la seva banda, el Banc d'Anglaterra apunta la possibilitat d'abaixar els tipus l'any vinent.

En canvi, el Banc Central d'Anglaterra, a l'informe sobre inflació del novembre, va apuntar que hi ha la possibilitat d'abaixar el tipus d'interès de referència en el primer trimestre del 2008 per prevenir una desacceleració econòmica sense impulsar la inflació. En l'informe apunta que la previsió és que la inflació torni el 2009 al 2%, que és l'objectiu, amb la hipòtesi que abaixaria el tipus de referència del 5,75% al 5,5%. Fins i tot en l'última reunió, del 8 de novembre, dos dels nou membres del Comitè de Política Monetària van votar a favor de retallar el tipus de referència.

Es manté el tensionament als mercats interbancaris.

La crisi *subprime* també va pesar en l'ànim dels membres del Banc Central del Japó, que, en l'última acta publicada, va reflectir la necessitat d'adoptar una actitud d'esperar i veure com es desenvolupen els esdeveniments als mercats financers. Tot i que els discursos dels membres del Comitè Executiu del Banc Central del Japó insisteixen en la necessitat d'apujar els tipus per evitar la creació de bombolles financeres, la incertesa actual ha evitat que poguessin apujar el tipus de referència del 0,5% actual.

Les diferents declaracions i estratègies dels bancs centrals més importants s'han traduït en comportaments diferents dels tipus d'interès a curt termini. Mentre el tipus d'interès a tres mesos de la zona de l'euro cotitza el 4,64%, sense grans canvis en relació amb el mes anterior, els tipus a curt termini a 3 mesos dels Estats Units es van tensar i van arribar al 5,00%, quan el tipus de referència es manté en el 4,50%. Les dificultats al mercat interbancari també es van traslladar al Regne Unit, ja que sembla contradictori que, mentre el banc central comenta la possibilitat d'abaixar el tipus de referència el 2008, el tipus interbancari a tres mesos assoleixi un nivell del 6,49%, un increment del 0,21% des de l'octubre.

Al següent gràfic es pot observar com s'ha intensificat l'aversió al risc al mercat interbancari als Estats Units i com s'ha ampliat el diferencial de tipus en aquest mercat amb els tipus del deute públic, fins a assolir un nivell del 0,90%. És a dir, mentre la rendibilitat oferta en una lletra a 3 mesos del tresor nord-americà és del 4,15%, si un banc sol·licita un préstec a tres mesos a un altre banc se li exigeix el 5,05%. Malgrat totes les injeccions de li-

PER FAVOR, PORTEU LA FARMACIOLA

Diferencial a 3 mesos del tipus d'interès dipòsits interbancaris-lletres

FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

quiditat i les retallades per part de la Fed, l'anunci de les dotacions per menyscaptes extraordinaris de les institucions de crèdit dels Estats Units causa un augment de la incertesa i del preu del risc en forma de tipus d'interès més alts.

Crisi *subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?

Warren Buffet, l'inversor més conegut del món, qualifica els derivats financers de «bombes de rellotgeria». En canvi, Alan Greenspan, l'anterior governador de la Reserva Federal, opina que són «eines indispensables de gestió del risc». Segur, però, que tots dos estan d'acord en el fet que els derivats financers són un dels elements clau en la crisi hipotecària *subprime*. Però què són els actius financers derivats? Un derivat és un instrument financer el valor del qual es basa en el preu d'un altre actiu, anomenat actiu subjacent. Un exemple de derivat és l'opció de comprar 1.000 accions de General Electric d'aquí a un any a un preu fix de 40 dòlars. El comprador de l'opció obté un benefici si d'aquí a un any el preu és superior al 40 dòlars, ja que podrà comprar un actiu que potser valgui 60 dòlars pagant-ne només 40. En aquest cas, la possibilitat, que no l'obligació, de comprar és el que entenem per actiu derivat i les accions de General Electric constitueixen l'actiu subjacent, és a dir, l'actiu preexistent i que informa del preu de l'actiu financer derivat.

Les quatre característiques principals d'un actiu derivat són: 1) la seva valoració depèn del preu de l'actiu subjacent; 2) requereix una inversió inicial que sol ser molt reduïda en comparació amb la compra directa de l'ac-

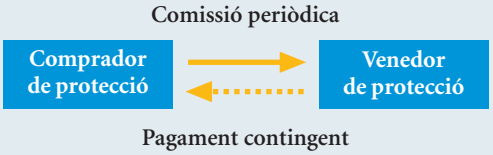
tiu subjacent; 3) el contracte es liquida en una data futura, i 4) es pot cotitzar en mercats organitzats (com, per exemple, una borsa) o en mercats no organitzats.

Amb quins actius financers podem formar derivats? A grans trets, podem classificar els actius financers subjacents que utilitzem per formar derivats en quatre grans grups: 1) divisa, 2) renda variable, 3) primeres matèries, i 4) renda fixa. Dins d'aquests últims, els bons són els actius més coneguts. El bo més senzill és un instrument financer que paga un tipus d'interès fix. En realitat, però, podem descompondre'l en un seguit d'atributs complexos: la seva liquiditat, el risc de tipus d'interès i el risc creditici o d'impagament. Aquest últim risc és el risc en què incorre el comprador d'un bo si l'emissor no pot tornar els diners i fa fallida.

És amb aquest risc de crèdit amb el qual formem els derivats de crèdit. El risc d'impagament és l'actiu subjacent d'aquesta classe de derivats. En definitiva, els derivats de crèdit són instruments el preu dels quals es basa en la solvència d'un emissor. El tret característic dels derivats de crèdit és que separen i aïllen el risc de crèdit i faciliten la negociació del risc d'impagament amb l'objectiu de replicar, transferir o cobrir aquest risc. La majoria d'aquests actius poden adoptar moltes formes i assolir un nivell de complexitat molt elevat.

El derivat de crèdit més simple és un contracte bilateral pel qual el venedor ofereix protecció davant del risc de crèdit sobre una companyia que s'anomena entitat de referència, mentre que el comprador adquireix protecció davant de la possibilitat que es produeixi un impagament. El més bàsic és un producte anomenat *credit default swap* (CDS). Es tracta d'una permuta del risc de crèdit. Si un inversor compra bons o crèdits emesos per una entitat privada i desitja protegir la seva inversió, pot comprar un CDS. En el cas que l'emissor de l'actiu faci fallida, el venedor li cobreix les pèrdues. És assimilable a una assegurança contra incendis, en què el pagament depèn del fet que es produeixi el dany que es pretén cobrir. Si la cobertura es compra per als propers tres anys, el comprador pagarà una comissió periòdica, per exemple anual. En el cas que es produeixi la contingència, el venedor cobrirà les pèrdues provocades per l'incendi.

CREDIT DEFAULT SWAP



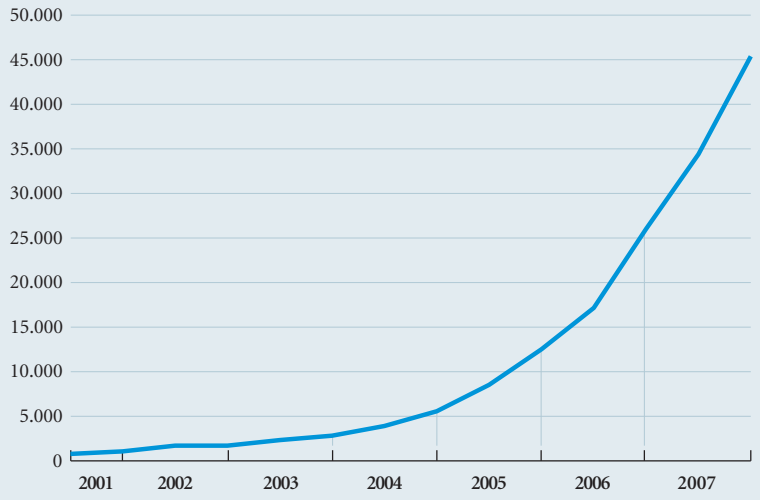
Un dels derivats de crèdit més utilitzat, i de més actualitat d'ençà que ha aflorat la crisi *subprime*, és el *collateralized debt obligation* (CDO). Es tracta d'un bo el subjacent del qual és deute de llars o empreses. En el cas de les empreses, el deute pren la forma de préstecs bancaris o de bons emesos al mercat de renda fixa; en el cas de les llars, normalment són els crèdits amb garantia hipotecària. I aquests són els actius subjacents al CDO. Si alguna de les companyies que formen l'actiu subjacent es declara en fallida o la hipoteca es deixa de pagar, la pèrdua la suporta el tenidor del CDO, ja que aquest instrument deixa de pagar part del flux financer que estava recolzat per aquestes companyies i famílies. En última instància, a través del CDO, l'inversor suporta el risc d'impagament dels actius subjacents. El valor del CDO depèn del risc de crèdit de les companyies o dels actius que formen el subjacent, i per aquest motiu és un derivat de crèdit.

És mitjançant els CDO que l'inversor obté exposició de risc de crèdit d'un nombre extens de diferents tipus de crèdit a través d'un únic actiu. Aquesta exposició al risc d'impagament es pot vendre en rodanxes (*tranches*) de qualitats de risc de crèdit. Per exemple, un CDO amb tres segments, l'inferior dels quals és el primer que pateix pèrdues en el cas d'un augment de la morositat produïda en l'actiu subjacent, que, en aquest cas, són els bons corporatius titulitzats per crear el CDO.

Quines dimensions té aquest mercat? Al juny del 2007, el volum emès de derivats de crèdit, mesurat pels actius subjacents, pujava a 45 bilions de dòlars. Com a referència per comparar, el producte interior brut dels Estats Units és de 13,8 bilions de dòlars. Al gràfic següent, es pot veure l'increment espectacular dels derivats de crèdit en els últims anys fins a assolir el volum actual. És un mercat molt més important que, fins i tot, el mercat de derivats de renda variable que cotitzen fora de les borses, que van arribar a un volum viu de 10 bilions de dòlars.

AUGE DELS DERIVATS DE CRÈDIT

Evolució del volum viu de derivats de crèdit en milers de milions de dòlars



FONT: International Swaps and Derivatives Association.

Quina relació té la crisi hipotecària *subprime* dels Estats Units amb els derivats de crèdit? Als Estats Units, l'augment de la morositat de les hipoteques de baixa qualitat creditícia anomenades *subprime* ha produït substancials pèrdues als inversors que tenien actius (entre els quals, derivats de crèdit) recolzats amb garantia d'hipoteques *subprime*. També s'han produït increments de les primes d'interès exigides a aquests actius. Però una de les característiques dels derivats de crèdit comentada més amunt és que requereixen una inversió molt petita en comparació amb el valor de l'actiu subjacent. És a dir, si una unitat de l'actiu subjacent –que podria ser un crèdit hipotecari– costa 200.000 euros, el derivat pot costar només 2 euros. Per tant, amb una petita inversió és possible obtenir una rendibilitat relativament elevada. També l'exposició de risc és alta –característica essencial d'un derivat financer–, perquè augmenta la capacitat de potenciar les pèrdues i els guanys d'aquests instruments. Si la compra d'aquests derivats es realitza o es garanteix mitjançant crèdit, l'efecte amplificador és llavors enorme. En definitiva, en l'actual crisi *subprime*, els derivats de crèdit han funcionat com a amplificadors de les pèrdues produïdes en els actius subjacents.

En realitat, tant Warren Buffet com Alan Greenspan tenen raó: un mal ús d'aquests derivats pot provocar enormes pèrdues pel palanquejament que s'aconsegueix amb aquestes estructures financeres. No obstant això, els derivats de crèdit permeten completar els mercats financers i, d'aquesta forma, assignar més eficientment els riscos entre els agents del mercat. Els derivats de crèdit són com els telèfons mòbils o com tants altres invents moderns: útils i gairebé indispensables quan en descobrim les virtuts, però molestos i fins i tot perillosos si se'n fa un mal ús.

Els tipus d'interès a llarg termini reflecteixen el deteriorament d'expectatives

Continua la tendència a la baixa dels tipus d'interès a llarg termini.

Els tipus d'interès a llarg termini del deute públic han intensificat la tendència a la baixa iniciada al juny. L'increment de les pèrdues de la banca dels Estats Units ha impulsat una compra de bons i la conseqüent caiguda de la seva rendibilitat. El tipus d'interès del deute públic a 10 anys als Estats Units cotitza el 4,0%, mentre que el tipus de referència del banc central es manté en el 4,50%.

A la zona de l'euro, la rendibilitat del deute públic a llarg termini s'ha reduït 21 punts bàsics (100 punts bàsics és un 1%) fins a situar-se en el 4,0%. Amb aquest moviment, s'ha tancat el diferencial de tipus entre el deute públic dels Estats Units i la zona de l'euro. Durant l'any 2007, el deute públic a llarg termini dels Estats Units oferia, de mitjana, una rendibilitat superior del 0,45%.

La caiguda dels tipus d'interès a llarg termini ha estat generalitzada a tot el món. En el cas del Japó, el tipus d'interès a 10 anys, que va arribar a cotitzar gairebé el 2% cap a la meitat d'enguany, ha caigut fins a l'1,43%. No obstant això, tot i que les davallades dels tipus a llarg termini del deute públic han estat intenses, no han superat les caigudes en els trams curts de les corbes d'interès. La conseqüència ha estat una positivització de les corbes, és a dir, les corbes han augmentat el pendent.

És interessant explicar l'evolució de la corba de tipus d'interès de la zona de l'euro en l'últim mes, ja que reflecteix molt bé les expectatives dels agents de mercat.

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

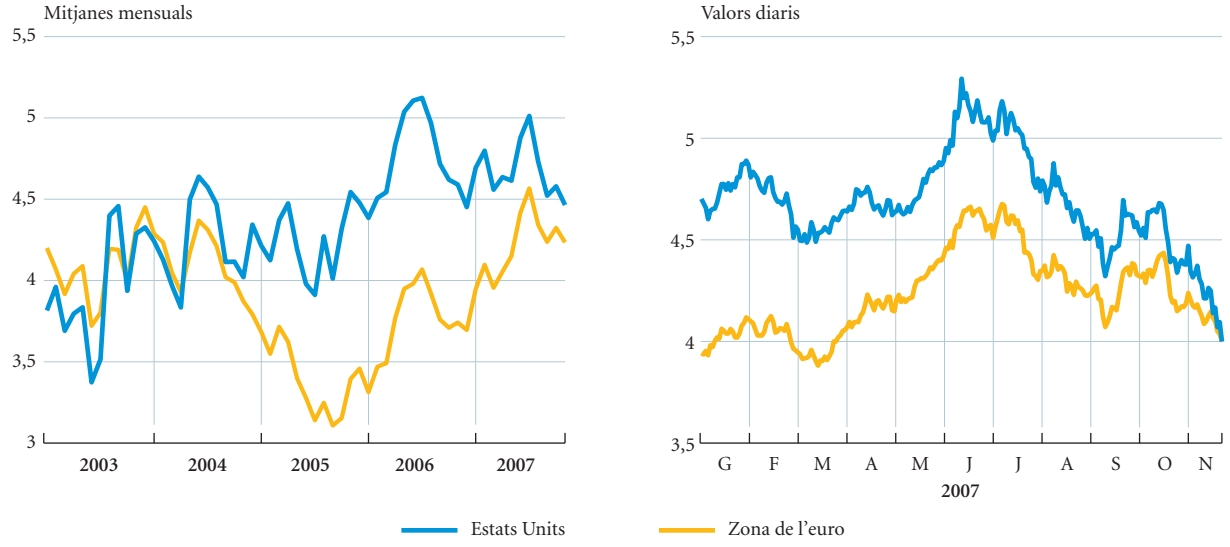
Deute públic a 10 anys, final del període, en percentatge anual

	2005	2006	2007			
			Juny	Setembre	Octubre	Novembre (*)
Estats Units	4,39	4,70	5,02	4,59	4,43	4,00
Japó	3,31	1,69	1,88	1,69	1,59	1,43
Zona de l'euro	1,48	3,95	4,57	4,33	4,21	4,00
Regne Unit	4,10	4,74	5,46	5,01	4,90	4,59
Suïssa	1,97	2,52	3,23	3,01	2,94	2,85

NOTA: (*) Dia 21.
FONT: Bloomberg.

ELS TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI HAN DEIXAT LES ZONES DE MÀXIMS

Tipus d'interès del deute públic a 10 anys



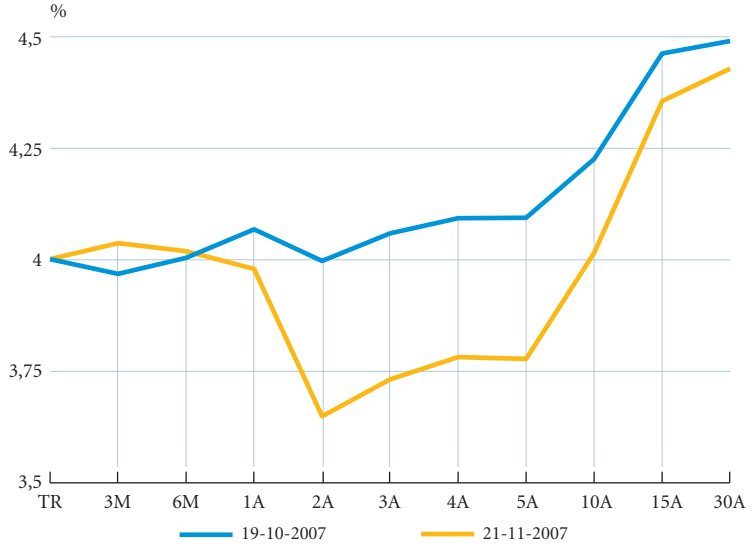
FONT: Bloomberg.

En el tram més curt (fins a l'any), els tipus romanen molt a la vora del 4%, que és el tipus de referència del BCE i que, de forma indirecta, marca el preu del diner al qual els bancs es poden finançar recorrent al BCE. El tram intermedi, des de l'any fins als 5 anys, és la part de la corba que millor expressa les expectatives del cicle econòmic pel que fa a creixement i reflecteix més incertesa sobre el creixe-

El deute públic a 10 anys europeu i nord-americà ofereix la mateixa rendibilitat.

MENYS CREIXEMENT SENSE RISC D'INFLACIÓ

Corba de tipus d'interès del deute públic de la zona de l'euro



NOTES: TR = Tipus de referència del Banc Central Europeu, M = Mesos, A = Anys.
FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

La corba de tipus d'interès de la zona de l'euro indica menys creixement sense problemes d'inflació.

ment de l'any 2008. En canvi, el tram llarg de la corba de tipus d'interès, que inclou des dels 10 anys fins als 30 anys, recull amb més intensitat les perspectives inflacionistes.

El moviment de l'últim mes indica que els inversors creuen que l'augment puntual de la inflació, per l'increment del preu energètic i de les primeres matèries agrícoles, no és un augment permanent i que, a mesura que avanci l'any 2008, la inflació s'apropará a l'objectiu del 2% marcat pel BCE.

El valor del dòlar continua essent una incògnita

L'acceleració del ritme de depreciació del dòlar encén les alarmes.

Al mercat de divises, és necessari destacar dos fets fonamentals. El primer és la continuació del moviment de depreciació del dòlar. La violència del moviment enfront de l'euro, però, ha estat de tal magnitud que el mateix governador del BCE, Jean-Claude Trichet, ha tornat a rescatar del bagul d'intervencions verbals la frase: «els moviments brutals [en una divisa] no són benvinguts». Altres importants gestors de política econòmica també s'han mostrat d'acord amb aquesta idea. Per exemple, el secretari del Tresor dels Estats Units, Henry Paulson, ha manifestat que el seu país manté una política de dòlar fort.

D'altra banda, en l'última reunió de l'OPEP, es va discutir la situació de la valoració del dòlar. Alguns països sostenien la necessitat de canviar el sistema de fixació del preu en dòlars, a causa de la seva feblesa, i desitjaven incloure al comunicat final una afirmació en aquest sentit. En canvi, altres ministres van considerar que

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

21-11-2007

	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2006	Anual
Enfront del dòlar dels Estats Units				
Ien japonès	108,4	–5,7	–9,8	–8,8
Lliura esterlina	0,487	–1,1	–4,7	–7,6
Franc suís	1,104	–6,7	–10,4	–12,4
Dòlar canadenc	0,989	1,1	–17,8	–15,9
Pes mexicà	11,016	1,8	1,8	0,6
Enfront de l'euro				
Dòlar dels EUA	1,482	4,5	12,3	15,4
Ien japonès	160,7	–1,1	2,3	6,1
Franc suís	1,637	–2,0	1,7	2,7
Lliura esterlina	0,721	3,4	7,0	6,6
Corona sueca	9,338	1,5	3,3	2,5
Corona danesa	7,454	0,0	0,0	0,0
Zloty polonès	3,689	1,0	–3,7	–2,9
Corona txeca	26,80	–1,6	–2,5	–4,1
Forint hongarès	256,6	1,8	2,2	–0,1

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

fer-ho podria representar afegir volatilitat al mercat i incrementar el risc d'un enfonsament més intens del dòlar. Els ministres de l'OPEP van realitzar aquestes declaracions creient que ho feien a porta tancada. Per un error, però, les afirmacions van ser esbombades pels mitjans de comunicació i van augmentar la volatilitat als mercats.

La divisa europea va assolir un màxim històric d'1,482 dòlars el 21 de novembre, de manera que, en relació amb la moneda única, el dòlar s'ha depreciat el 12,3% des de l'inici d'enguany. La divisa nord-americana, però, no va caure enfront de totes les divises, ja que, durant l'últim mes, s'ha recuperat una mica enfront del dòlar canadenc, tot i que al llarg d'enguany ha acumulat una caiguda del 17,8%.

A causa de la introducció de l'euro al gener de 1999, només hi ha cotització de l'eurodòlar d'un període relativament curt d'uns vuit anys. Per guanyar més sensibilitat, és interessant fer un petit exercici de reconstrucció arqueològica que consisteix a crear un índex sintètic des de l'any 1971 que reconstrueixi la sèrie eurodòlar utilitzant la cotització del marc alemany traduïda a l'euro amb el *fixing* en què la moneda alemanya es va fixar d'1 euro equivalent a 1,95 marcs alemanys. Aquest petit treball permet observar el moviment del dòlar i comprovar si el nivell assolit es va produir en algun moment de les últimes dècades i entendre més clarament la preocupació dels banquers centrals, dels ministres d'economia i de la resta de gestors econòmics.

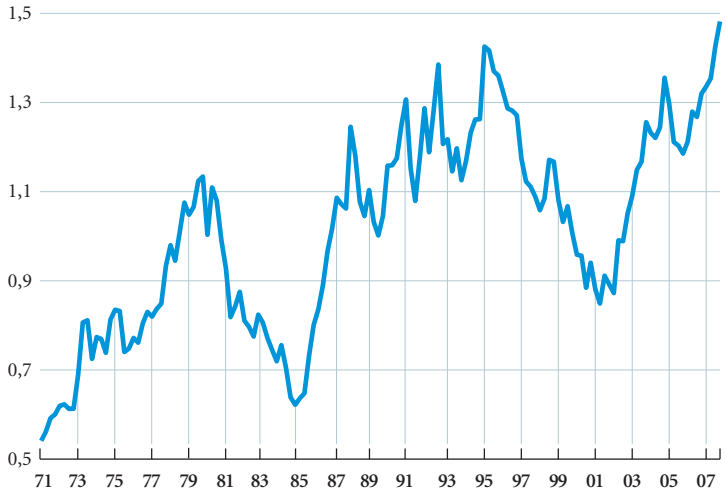
Al gràfic següent es mostra que el màxim anterior, en aquest índex sintètic de l'eurodòlar, es va assolir al març de 1995, quan cotitzava a 1,4255, un nivell molt alt però inferior a l'1,482 assolit al final de novembre. Els moviments violents en les divises tenen efectes negatius sobre els empresaris per la major incertesa sobre els ingressos finals en moneda local o el cost de les importacions. L'augment de la volatilitat implica que realitzar una cobertura mitjançant una assegurança de canvi surt més car. Aquest nivell repre-

Mai no s'havia assolit el nivell actual d'un euro, 1,482 dòlars.

Per observar un valor semblant, cal remuntar-se al 1995.

PER AQUEST PREU EN COMPRO DOS

Índex sintètic del dòlar enfront de l'euro



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

El ien s'enforteix per l'augment de l'aversió al risc.

senta, sens dubte, una major dificultat per als exportadors europeus.

El segon fet fonamental al mercat de divises ha estat l'apreciació del ien japonès. L'augment de l'aversió al risc ha suposat la reducció de les posicions finançades per mitjà de l'endeutament amb el ien. El mes passat, un dòlar comprava 114 iens. Actualment, només pot comprar 108,4 iens, és a dir, en l'últim mes el ien s'ha apreciat el 5,7%. Per aquest motiu, les autoritats japoneses s'han pronunciat públicament en contra de la velocitat d'aquest procés, ja que consideren que repercuteix negativament sobre l'economia nipona. Un país com el japonès, en deflació, mitjançant una apreciació de la divisa aconsegueix comprar més barat a l'exterior, però agreuja així el problema de la caiguda dels preus. D'altra banda, els exportadors japonesos tindran més dificultats, ja que els seus productes perden atractiu per a la resta del món per l'encariment relatiu que pateixen.

El petroli, les expectatives de creixement i els beneficis empresarials pesen sobre les borses.

La situació es complica als mercats de renda variable

Tres factors han pesat sobre el pessimisme dels inversors, que han reduït la seva exposició a les borses. En primer lloc, l'alt nivell dels preus energètics, que redueix els ingressos disponibles de les famílies i encareix els costos de producció, en un context en què les companyies, a causa de la globalització, no tenen un elevat poder de fixació dels preus. En segon lloc, el deteriorament de les estimacions de diferents institucions sobre el creixement, que representa un entorn més complicat per incrementar els beneficis empresarials. I, finalment, els mals resultats empresarials

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

20-11-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
Dow Jones	*12.958,4*	*–4,2*	*4,0*	*5,2*
Standard & Poor's	*1.433,3*	*–4,5*	*1,1*	*2,3*
Nasdaq	*2.593,4*	*–4,8*	*7,4*	*5,7*
Tòquio	15.211,5	–9,5	–11,7	–3,3
Londres	6.169,1	–5,5	–0,8	–0,6
Zona de l'euro	4.257,8	–3,5	3,3	4,0
Frankfurt	*7.578,4*	*–3,9*	*14,9*	*17,5*
París	*5.472,2*	*–4,7*	*–1,3*	*0,3*
Amsterdam	*493,7*	*–10,4*	*–0,3*	*0,4*
Milà	*37.932,0*	*–4,9*	*–8,5*	*–6,8*
Madrid	*15.624,9*	*0,6*	*10,5*	*9,6*
Zuric	8.317,7	–6,9	–5,3	–5,1
Hong Kong	27.771,2	–5,7	39,1	46,5
Buenos Aires	2.243,5	0,3	7,3	18,3
São Paulo	62.336,0	2,4	40,2	51,9

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

del tercer trimestre, centrats en el sector financer, que dota importants provisions per cobrir les pèrdues en els productes relacionats amb la crisi hipotecària *subprime*. Però també en altres sectors s'han produït revisions a la baixa de les previsions de beneficis per als propers trimestres, com, per exemple, als sectors immobiliari, de transport i tecnològic, en els quals s'observa una desacceleració del ritme de la cartera de comandes.

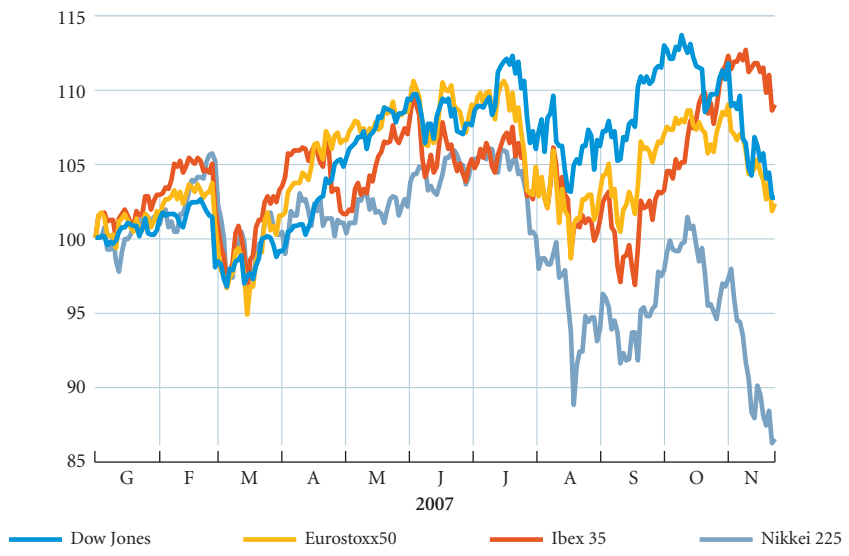
Els diferents índexs de renda variable dels Estats Units han caigut al voltant del 4,5% durant l'últim mes. Per exemple, l'S&P 500 presenta només una variació acumulada de l'1,1% des de l'1 de gener. Altres borses, però, han patit més durant les últimes quatre setmanes, com l'índex dels Països Baixos, amb una caiguda del 10,4%, i l'índex Nikkei 225 del Japó, que presenta una variació acumulada negativa de l'11,7%.

Aquest increment de la incertesa sobre la trajectòria econòmica mundial i el seu impacte sobre els comptes de resultats de les empreses s'han traduït en una major volatilitat a les borses. Aquesta intensificació de la volatilitat es pot interpretar com un augment del preu del risc que representa invertir en renda variable. Un increment de la variabilitat dels beneficis comporta que els inversors exigeixin una prima més alta. En conseqüència, les cotitzacions a les borses cauen per reflectir aquesta inseguretat sobre els propers trimestres. El principal problema és que els dos escenaris alternatius estan molt allunyats. Un possible escenari és una reconducció de la crisi que eviti el risc d'una recessió als Estats Units. L'escenari alternatiu és, en canvi, precisament un creixement negatiu del PIB dels Estats Units. Actualment, el primer escenari és el més probable, i així ho reflecteixen les expectatives dels agents econòmics. El problema, però, és que les conseqüències dels dos escenaris són diametralment oposades i això provoca més nerviosisme entre els inversors.

Augmenta la volatilitat a la borsa, reflex d'una intensificació de la incertesa.

NO HEM DEIXAT LES CORBES ENRERE

Evolució de les borses en base 1-1-2007 = 100



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Moderació de la demanda nacional

El PIB augmenta el 3,8% en el tercer trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, en línia amb les previsions.

El producte interior brut (PIB) de l'economia espanyola es va continuar desaccelerant en el tercer trimestre, segons la primera estimació de l'Institut Nacional d'Estadística (INE). D'aquesta manera, l'economia va créixer el 3,8% en termes interanuals, dues dècimes menys que en el trimestre anterior, en línia amb les previsions. Així, es confirma la via d'alentiment de l'expansió econòmica, com es veu més clarament si s'observen les taxes de variació intertrimestrals del gràfic adjunt. No obstant això, el ritme de creixement interanual de l'economia espanyola continua essent sensiblement superior al de la zona de l'euro, tot i que el diferencial s'ha reduït.

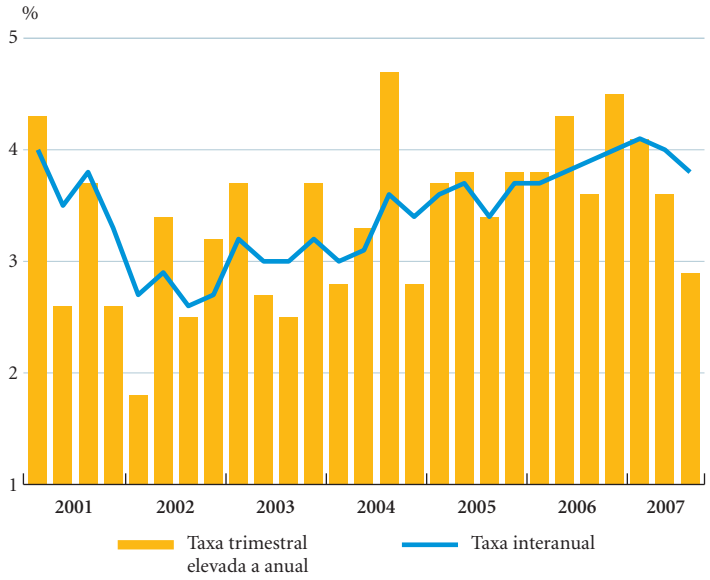
L'economia espanyola continua creixent més que la de la zona de l'euro, però el diferencial es redueix.

La moderació del creixement econòmic va ser deguda a la majoria de components de la demanda, en especial al consum de les famílies i a la inversió en construcció. En canvi, el sector exterior va millorar la contribució negativa a la variació del PIB en 3 dècimes, fins a 6 dècimes. D'aquesta manera, com a nota positiva s'aprecia un major equilibri en el creixement econòmic, fins ara molt centrat en la construcció i amb un important desequilibri amb l'exterior.

Efectivament, la contribució de la demanda nacional al creixement interanual del PIB va baixar 5 dècimes fins a 4,4 punts percentuals, lluny dels 5,8 punts del segon trimestre del 2005. El principal component, el consum de les llars, va conti-

EL MÀXIM CÍCLIC QUEDA ENRERE

Variació del PIB

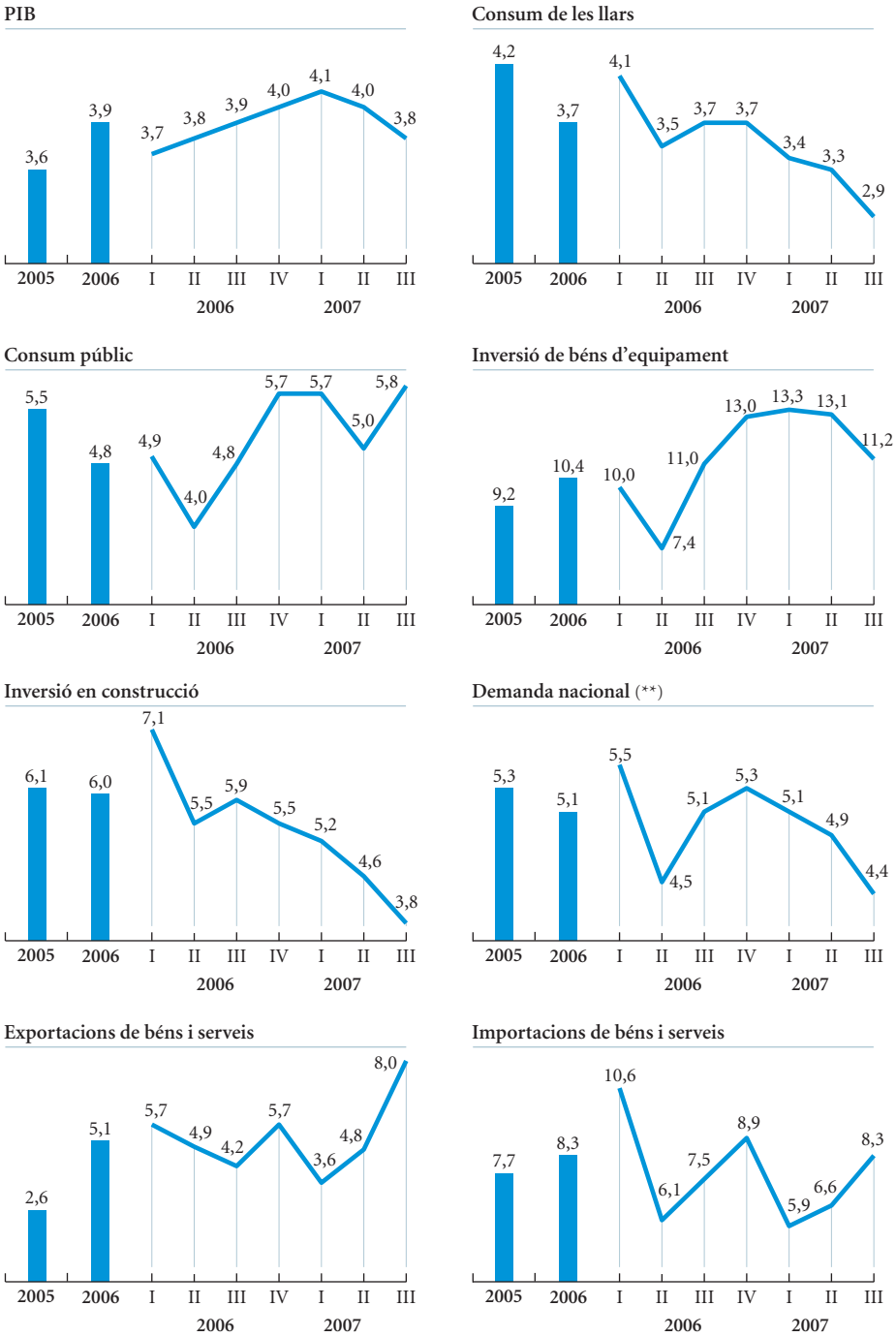


FONTS: INE i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)

La moderació és deguda, sobretot, al consum de les famílies i a la construcció.



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

Millora del sector exterior, tot i que la seva aportació continua essent negativa.

nuar perdent vigor fins a presentar un augment interanual del 2,9%, 4 dècimes menys que en el segon trimestre. Segons les dades de l'INE, l'alentiment de la despesa de consum de les famílies es dóna més en els béns que en els serveis. I, dins dels béns, destaca la davallada de les compres de vehicles. Previsiblement, l'alentiment del creixement del consum de les llars continuarà en els propers trimestres, tot i que suaument, ja que la creació d'ocupació continua donant-li suport. De fet, a l'octubre les vendes d'automòbils van experimentar una recuperació, tot i que van ser impulsades per ofertes de les marques.

En canvi, el consum de les administracions públiques es va accelerar en el tercer trimestre fins a presentar una alça interanual del 5,8%. Tant les remuneracions dels assalariats com l'adquisició de béns i serveis van contribuir a aquesta embranzida.

Tots els components de la inversió van moderar el ritme de creixement. La taxa de variació interanual de la construcció va baixar fins al 3,8%, lluny del 7,1% del primer trimestre del 2006. Això reflecteix un menor dinamisme en l'edificació residencial i també en l'obra pública. L'augment anual de la inversió en immobles residencials es va reduir al 2,9%, amb la pèrdua de to del mercat immobiliari. Probablement, en els propers mesos continuarà la desacceleració de la construcció d'habitatges, segons es desprèn de la caiguda dels visats d'obra nova. Pel que fa a la construcció d'infraestructures, l'última taxa anual està afectada per la comparació amb el període anterior a les últimes eleccions autonòmiques i locals, de manera que és previsible una pròxima recuperació, atesos els projectes en marxa. Pel que fa a la inversió en béns d'equipament, va moderar sensiblement l'expansió fins a mostrar un creixement intertrimestral del 0,8%, tot i que la taxa interanual se si-

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
Consum										
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	1,9	4,3	4,8	2,1	1,3	1,9	–0,4	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	2,4	7,6	–1,1	5,6	15,0	5,7	4,6	...
Matriculacions d'automòbils	2,1	–0,9	–4,1	1,8	–0,7	–2,4	0,0	–2,7	–7,7	3,4
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	14,5	13,2	12,0	13,8	9,6	–	...	–	–
Indicador de confiança dels consumidors (***)	–10,8	–12,3	–13,7	–10,3	–10,7	–12,7	–11,0	–12,0	–14,0	–16,0
Inversió										
Producció de béns d'equipament (*)	–0,1	8,4	7,9	11,2	8,9	5,3	7,8	5,3	4,8	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	6,5	3,4	20,1	11,0	0,6	–6,2	3,0	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	0,5	–1,0	1,7	–2,2	4,2	–4,6	–11,2	4,4
Comerç exterior (**)										
Importacions no energètiques	6,0	9,0	8,9	9,3	6,4	7,7	13,8	4,3	4,5	...
Exportacions	0,2	5,6	1,7	4,7	3,0	2,8	10,6	6,0	3,4	...

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.

tuava en un elevat 11,2%. La resta de la inversió, que inclou despeses en software informàtic, prospeccions mineres i petrolieres, etc., va caure en relació amb el segon trimestre.

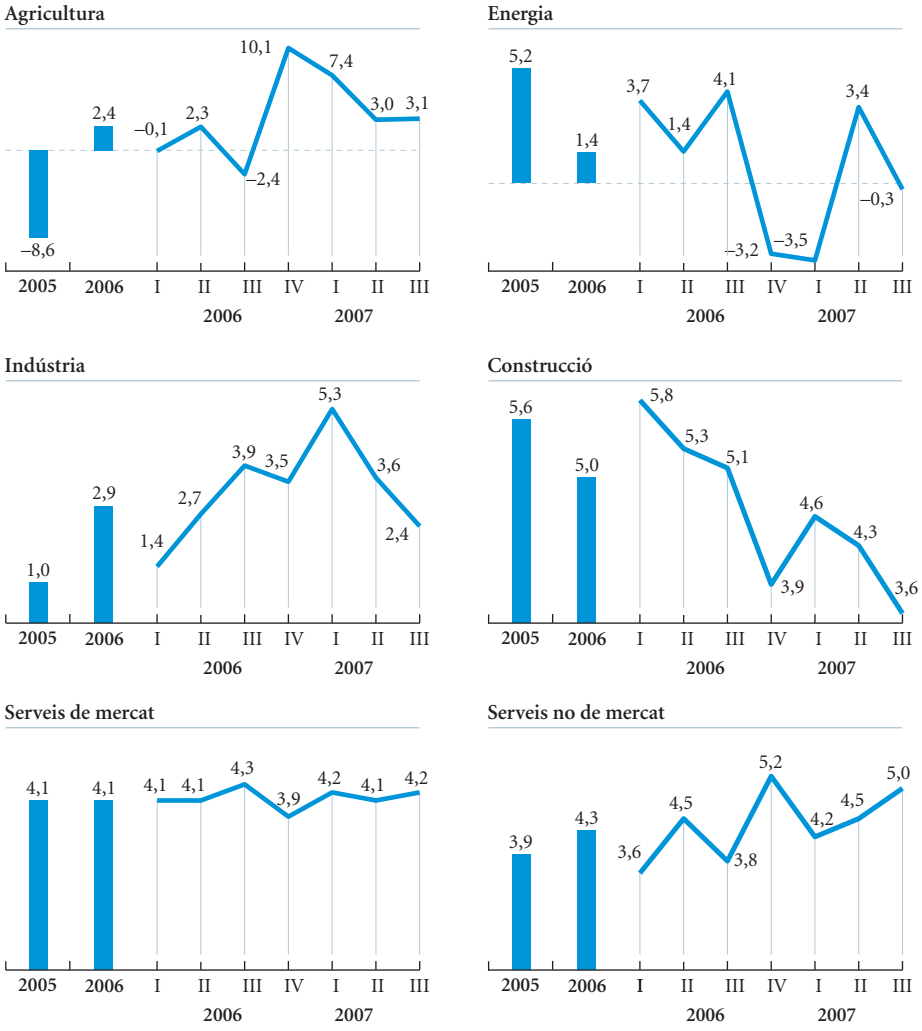
Pel que fa al sector exterior, tant les exportacions de béns com les de serveis es van accelerar, gràcies a la puixança de la demanda externa. Les importacions de béns i serveis també es van revifar, però menys, de manera que es va frenar el deteriorament del sector exterior.

Des del punt de vista de l'oferta, la desaceleració de la construcció i del sector primari només va poder ser compensada parcialment pel suau repunt dels serveis de mercat i de la indústria. El valor afegit brut de la construcció va experimentar una notable pèrdua de vigor i el seu ritme de variació anual es va situar en el 3,6%. El sector de l'energia va patir una caiguda interanual. La indústria es va accelerar lleugerament, tot i que la seva taxa de variació anual va baixar 1,2 punts fins al 2,4%. Si tenim en compte les últimes da-

No n'hi ha prou amb el dinamisme dels serveis i de la indústria per compensar la desaceleració de la construcció.

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.

Riscos a la baixa per al creixement econòmic, que difícilment arribarà al 3% el 2008.

des de l'entrada de comandes a la indústria, sembla difícil que, en els propers mesos, els sectors industrials puguin contrarestar el previsible alentiment de la construcció.

Les branques dels serveis de mercat que van experimentar més dinamisme van ser el transport, els serveis a les empreses i el comerç. Els serveis de no mercat, en canvi, van alentir l'avanç. En conjunt, les branques de serveis van mantenir un notable ritme d'expansió, i la taxa de variació interanual va pujar dues dècimes fins al 4,4%.

El valor afegit brut del sector primari va continuar caient en relació amb el trimestre anterior. No obstant això, la seva taxa interanual de variació va augmentar una dècima fins al 3,1%, gràcies al resultat, relativament bo, de l'agricultura.

Continuarà la tendència a l'alentiment econòmic? Probablement. Més aviat, la discussió gira al voltant de la seva intensitat. Un major grau de restricció creditícia, l'enfortiment de l'euro i l'encariment de les primeres matèries han incrementat els riscos a la baixa. En aquest panorama, la Comissió Europea ha rebaixat recentment la previsió de creixement econòmic per al 2008 fins al 3% i per al 2009 fins al 2,3%. Efectivament, tot i que el creixement per a aquest exercici sembla assegurat al voltant del 3,8%, en els dos propers exercicis difícilment arribarà al 3% anual.

INDICADORS D'OFERTA

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

	2005	2006	2006		2007					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
Indústria										
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	6,0	3,8	5,2	4,4	1,4	1,5	2,3	3,4
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,2	4,6	4,2	2,4	1,1	1,6	0,6	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	–4,8	–2,7	–2,3	–0,3	2,3	1,2	0,0	–1,0	–1,0	–6,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	80,3	81,6	80,6	81,3	–	82,1	–	–
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	13,8	12,1	8,1	8,2	15,8	5,7	4,7	...
Construcció										
Consum de ciment	7,3	8,5	5,7	8,5	5,5	–1,3	3,7	–2,7	–5,6	5,2
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	14,7	15,0	10,7	15,7	15,0	6,0	15,0	8,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	18,6	50,5	0,2	8,0	–15,0	–37,1	–39,0	...	...
Licitació oficial	18,5	31,3	19,1	55,0	14,9	–2,1	21,5	–55,8	...	...
Serveis										
Vendes comerç minorista	4,4	5,0	5,9	5,2	6,2	4,5	4,8	5,4	2,4	...
Turistes estrangers	6,6	3,8	1,8	2,3	5,3	0,1	1,8	3,0	1,8	0,0
Ingressos turisme	6,0	5,6	4,9	3,1	5,8	2,0	2,6	4,0	...	...
Mercaderies ferrocarril (T-km)	–3,2	–1,2	–3,3	–6,4	–4,1	–6,5	7,2	–4,0	–6,7	...
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,8	4,7	7,1	9,5	7,1	11,4	10,4	9,6	...
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	3,9	4,9	5,8	3,3	7,1	6,1	...	...

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

Mercat de treball

Alentiment de la creació d'ocupació

D'acord amb la conjuntura de lleugera desacceleració econòmica, les últimes dades de l'afiliació a la Seguretat Social evidencien que la creació d'ocupació creix a un ritme moderat. Queda enrere el període de regularització extraordinària iniciat el 2005, que va comportar una alça espectacular de l'afiliació, com es pot apreciar al gràfic adjunt. A l'octubre, el nombre de treballadors afiliats a la Seguretat Social va caure en 75.719 persones, a causa, primordialment, de l'efecte estacional derivat del final de la temporada d'estiu. El nombre total d'afiliats es va situar en 19.232.271, que representa una alça del 2,5% en relació amb el mateix mes de l'any anterior.

En els dotze últims mesos, el nombre total d'afiliats a la Seguretat Social ha crescut en 464.520 persones (308.105 espanyols i 156.415 estrangers). Els estrangers han augmentat el 8,4% en l'últim any fins als 2.021.166 milions i representen actualment el 10,5% del total d'afiliats.

Els afiliats a la Seguretat Social creixen a un ritme anual del 2,5%.

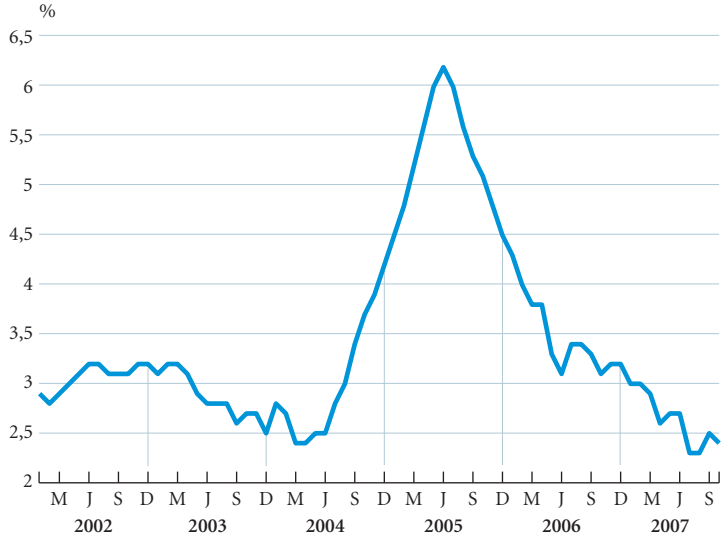
Per gèneres, les dones s'han continuat incorporant amb més fermesa al mercat laboral. D'aquesta manera, les afiliades a la Seguretat Social han augmentat el 3,8% en els dotze últims mesos. Per la seva banda, els homes ho han fet l'1,5%. Així, les dones afiliades, 8.043.185, ja representaven el 41,8% del total al final d'octubre.

Els estrangers afiliats pugen el 8,4% en l'últim any fins a representar el 10,5% del total.

El sector que mostra més dinamisme en la creació de llocs de treball són els ser-

L'OCUPACIÓ CREIX MENYS

Variació interanual del nombre total d'afiliats a la Seguretat Social (*)



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	III	Octubre
Afiliats a la Seguretat Social								
Sectors d'activitat								
Indústria	*–0,5*	*0,0*	*0,0*	*0,2*	*2,2*	*2,7*	*2,5*	*2,6*
Construcció	*8,6*	*8,7*	*7,5*	*6,8*	*6,1*	*4,4*	*2,3*	*1,4*
Serveis	*5,7*	*5,2*	*4,6*	*4,0*	*4,1*	*3,7*	*3,0*	*2,9*
Situació professional								
Assalariats	*4,8*	*4,7*	*3,9*	*3,5*	*3,9*	*3,5*	*2,6*	*2,4*
No assalariats	*2,6*	*2,2*	*2,1*	*2,2*	*2,5*	*2,7*	*2,9*	*3,0*
Total	**4,4**	**4,3**	**3,6**	**3,3**	**3,6**	**3,3**	**2,7**	**2,5**
Població ocupada (*)	**5,6**	**4,1**	**3,7**	**3,6**	**3,4**	**3,4**	**3,1**	**–**
Llocs de treball (**)	**3,2**	**3,2**	**2,7**	**3,1**	**3,3**	**3,2**	**3,0**	**–**
Contractes registrats (***)								
Indefinits	8,7	41,1	46,6	76,8	25,8	15,6	–1,6	–2,7
Temporals	4,6	4,7	0,5	0,5	2,6	–1,9	–0,5	6,3
Total	**5,0**	**7,9**	**4,1**	**7,3**	**5,3**	**–0,1**	**-0,7**	**5,1**

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.

Els autònoms de la construcció augmenten el 10,1% en els dotze últims mesos, però la resta cau el 0,9%.

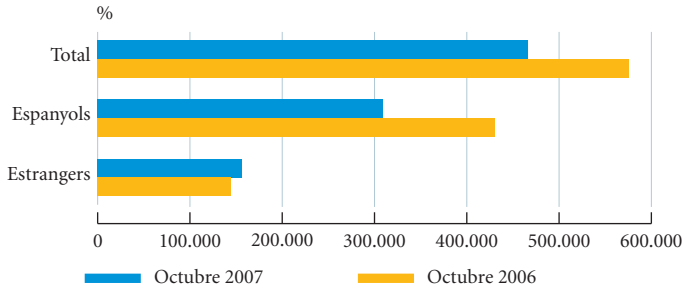
veis, amb un augment interanual del 2,9%. Sembla que la construcció mostra una certa millora de l'ocupació, però és deguda als autònoms, que van augmentar el 10,1% en relació amb l'octubre del 2006, ja que els afiliats al règim general han baixat el 0,9% en els dotze últims mesos. Pel que fa a la indústria, mostrava una tendència de moderada creació d'ocupació, amb una taxa de variació interanual del 2,6%.

D'altra banda, les dades dels llocs de treball equivalents a temps complet de la comptabilitat nacional corresponents al tercer trimestre presenten un panorama similar. En el tercer trimestre, va continuar la tendència a un suau alentiment de l'ocupació, amb un creixement interanual del 3,0%, 2 dècimes menys que en el trimestre anterior. L'ocupació a la indústria no va millorar en relació amb el trimestre anterior i va continuar essent lleugerament inferior a la del mateix període de l'any anterior. Pel que fa a la construcció, va continuar perdent vigor, tot i presentar l'alça més elevada de l'ocupació en relació amb un any abans. Per la seva banda, els serveis de mercat van fluixejar, però mantenien un creixement interanual del 3,2%.

Arran de l'evolució del producte interior brut trimestral i de l'ocupació a temps complet, la variació interanual de la productivitat aparent del treball es va situar en el 0,8%, el mateix nivell del segon trimestre. La remuneració dels assalariats va mantenir un augment anual del 7,3% en el tercer trimestre, ja que la retribució mitjana es va revifar lleugerament i va compensar la desacceleració del nombre d'assalariats. D'aquesta manera, l'increment del cost laboral unitari va augmen-

DINAMISME DE LES AFILIACIONS A LA SEGURETAT SOCIAL DELS ESTRANGERS

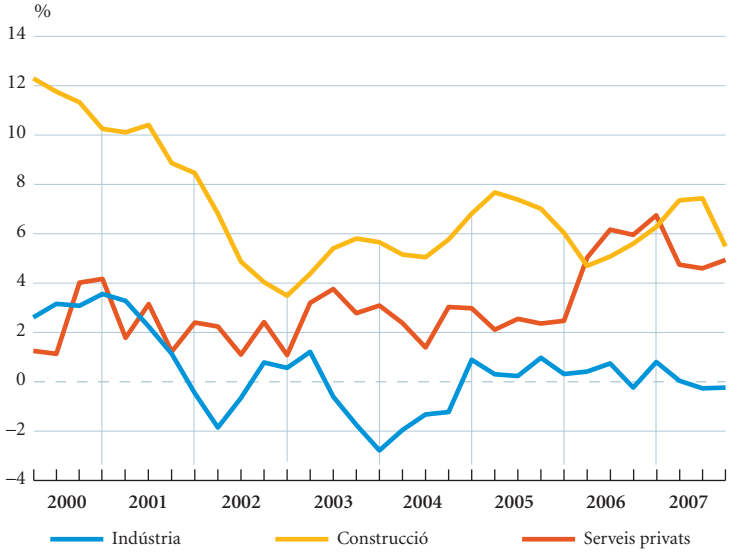
Variació del nombre d'afiliats a la Seguretat Social en els dotze últims mesos



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

LA CONSTRUCCIÓ PERD GAS I ELS SERVEIS S'ANIMEN

Variació interanual dels llocs de treball equivalents a temps complet



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

tar una dècima fins al 3,0% i va superar el deflactor implícit de l'economia.

D'altra banda, es constata un fons de dinamisme al mercat laboral, atès el vigor de la contractació. Així, a l'octubre del 2007, es van registrar 1.911.389 contractes de treball, el 5,1% més que en el mateix mes de l'any anterior. El nombre de contractes indefinits realitzats en el mes va baixar el 2,7% en relació amb l'octubre del 2006, un cop desapareguts els incentius per a les conversions d'altres tipus de contractes en indefinits des del final del 2006. No obstant això, a l'octubre, els contractes estables van representar el 12,2% del total, una participació notable.

Vigor de la contractació a l'octubre.

Es modera el deteriorament de l'atur registrat a l'octubre

El nombre d'aturats inscrits a les oficines del servei públic d'ocupació va augmen-

El nombre d'aturats registrats masculins estrangers creix el 31% en els dotze últims mesos.

Increment sostingut dels beneficiaris de les prestacions econòmiques per atur en els últims anys.

tar a l'octubre i va arribar a 2.048.577 persones, el 2,8% més que dotze mesos abans. No obstant això, la major part de l'augment mensual, 31.214 persones, va ser degut a un efecte estacional provocat per l'acabament de la temporada turística. En conjunt, s'aprecia una certa moderació de la tendència al deteriorament de l'atur registrat. En l'últim any, on més ha augmentat l'atur ha estat al sector de la construcció, el 12,6%. D'aquesta manera, no és estrany que, en els dotze últims mesos, l'atur hagi augmentat sensiblement més entre els homes que entre les dones. Així mateix, el nombre d'aturats registrats masculins estrangers va pujar el 31,0% en relació amb l'octubre del 2006.

D'altra banda, els beneficiaris de prestacions econòmiques per atur han augmentat d'una manera sostinguda en els últims anys i han sumat 1.409.580 al setembre. Aquesta xifra representa un augment del 34,0% des de l'any 1999. Aquesta alça ha estat superior en el cas del nivell contributiu, del 75,6%. D'aquesta manera, la taxa de cobertura neta s'ha enfilat des del 63,5% del 1999 fins al 95,3% del mes de setembre.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Octubre 2007

	Aturats	Variació sobre desembre 2006		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	66.765	5.271	8,6	3.828	6,1	3,3
Indústria	270.556	–11.592	–4,1	–5.997	–2,2	13,2
Construcció	240.385	3.614	1,5	26.980	12,6	11,7
Serveis	1.253.805	28.936	2,4	38.209	3,1	61,2
Primera ocupació	217.066	–525	–0,2	–7.279	–3,2	10,6
Per sexes						
Homes	802.831	–1.443	–0,2	40.340	5,3	39,2
Dones	1.245.746	27.147	2,2	15.401	1,3	60,8
Per edats						
Menors de 25 anys	235.125	–6.887	–2,8	–15.159	–6,1	11,5
Resta d'edats	1.813.452	32.591	1,8	70.900	4,1	88,5
TOTAL	**2.048.577**	**25.704**	**1,3**	**55.741**	**2,8**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

Els aliments i el petroli disparen l'IPC

El fort encariment dels aliments i dels carburants i combustibles s'ha traduït en una sobtada pujada de l'índex de preus de consum (IPC) a l'octubre, de manera que la seva taxa de variació interanual va arribar al 3,6% i va tornar al nivell de l'agost del 2006. Els màxims històrics marcats pel preu del petroli a l'octubre no van poder ser compensats totalment per l'apreciació de l'euro, de manera que el seu efecte es va fer sentir en les estacions de servei i, conseqüentment, en l'IPC. L'escalada dels preus de les primeres matèries agràries als mercats mundials també s'ha traslladat a la cistella de la compra. En aquest cas, el nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, també ha resultat afectat i ha augmentat fins al 3,1%.

L'IPC torna al nivell de l'agost del 2006.

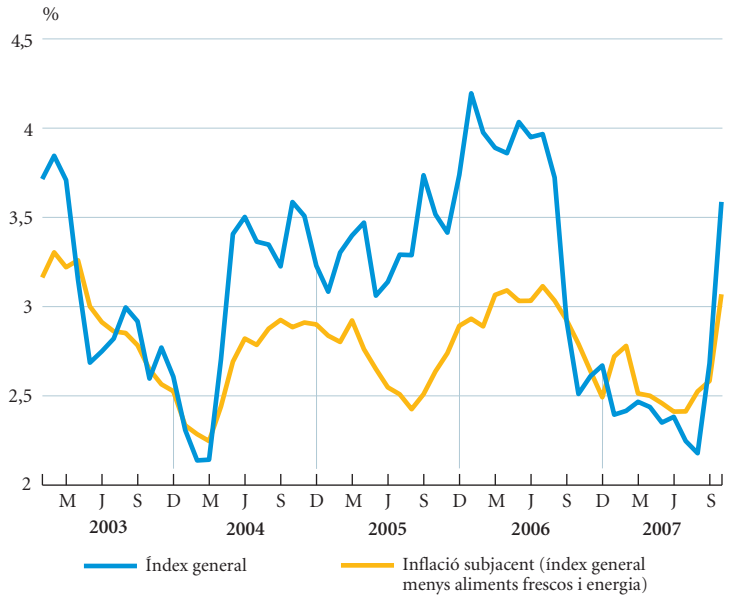
En efecte, de les nou dècimes d'increment de la taxa interanual d'inflació a l'octubre, una mica més de la meitat correspon als aliments, principalment els elaborats. El pes actual dels aliments i begudes en l'IPC és del 22,1%, i la seva taxa d'inflació interanual va experimentar una pujada del 3,4% del setembre al 5,5% de l'octubre.

El component que més ha pujat en els dotze últims mesos ha estat la llet, amb un increment del 24,2%. Com s'ha comentat més amunt, aquest ascens és degut al fet que les empreses lleteres han re-

La inflació subjacent puja fins al 3,1% a causa dels aliments elaborats.

FORT REPUNT DE LA INFLACIÓ FINS AL 3,6%

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadistica.

percutit la pujada de la primera matèria en el preu de venda al públic. La causa cal buscar-la en el comportament dels mercats internacionals, on els preus han pujat espectacularment en l'últim període a causa de xocs de demanda i d'oferta. D'una banda, la demanda mundial ha experimentat un increment a causa de l'augment de la demanda provinent dels anomenats països emergents. De l'altra, hi ha hagut limitacions en l'oferta internacional a causa de condicions meteorològiques adverses als principals productors mundials. Aquesta escassetat relativa s'ha

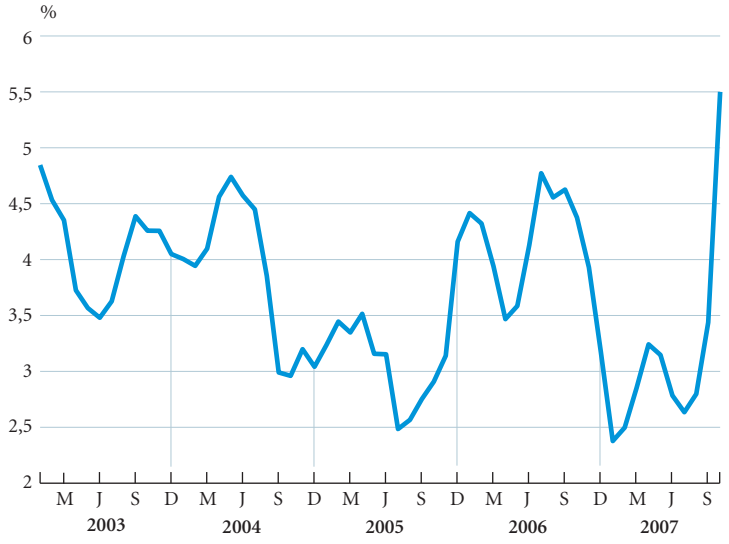
ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2006			2007		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual
Gener	–0,4	–0,4	4,2	–0,7	–0,7	2,4
Febrer	0,0	–0,4	4,0	0,1	–0,6	2,4
Març	0,7	0,3	3,9	0,8	0,1	2,5
Abril	1,4	1,8	3,9	1,4	1,5	2,4
Maig	0,4	2,1	4,0	0,3	1,8	2,3
Juny	0,2	2,3	3,9	0,2	2,0	2,4
Juliol	–0,6	1,7	4,0	–0,7	1,3	2,2
Agost	0,2	1,9	3,7	0,1	1,4	2,2
Setembre	–0,2	1,7	2,9	0,3	1,7	2,7
Octubre	0,4	2,1	2,5	1,3	3,0	3,6
Novembre	0,2	2,4	2,6			
Desembre	0,3	2,7	2,7			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ALÇA SOBTADA DELS PREUS DELS ALIMENTS

Variació interanual del component d'aliments i begudes no alcohòliques de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Octubre

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	106,2	–0,1	1,9	2,5	4,7	4,4	5,5
Begudes alcohòliques i tabac	107,3	0,0	0,2	0,8	5,9	0,9	6,6
Vestit i calçat	105,9	9,1	9,0	–0,6	–1,0	1,3	0,9
Habitatge	104,7	–0,3	0,7	4,8	4,1	4,9	4,2
Parament	103,2	0,4	0,4	2,0	1,9	2,6	2,5
Medicina	98,3	0,1	0,2	1,5	–2,3	1,5	–2,1
Transport	103,1	–1,9	0,3	1,7	4,8	–1,0	4,9
Comunicacions	100,2	–0,2	–0,1	–1,0	1,1	–1,2	0,6
Oci i cultura	98,8	–1,1	–0,8	–1,2	–1,4	–0,3	–0,7
Ensenyament	106,9	2,4	2,4	3,7	3,8	4,0	4,5
Hotels, cafès i restaurants	105,8	0,0	0,0	4,1	4,5	4,4	4,8
Altres	103,6	0,2	0,1	3,6	2,7	4,0	3,0
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	106,4	0,0	2,3	2,1	5,9	3,4	6,1
Aliments sense elaboració	106,2	–0,2	0,5	2,6	2,8	5,2	4,7
Conjunt no alimentari	103,5	0,6	1,1	2,1	2,4	2,0	2,9
Béns industrials	102,5	1,1	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0
Productes energètics	*103,6*	*–3,5*	*1,0*	*2,9*	*7,4*	*–1,9*	*7,0*
Carburants i combustibles	*103,7*	*–4,7*	*1,3*	*2,2*	*8,9*	*–4,1*	*8,4*
Béns industrials sense productes energètics	*102,0*	*2,7*	*2,7*	*0,4*	*–0,4*	*1,3*	*0,4*
Serveis	104,6	0,0	0,1	3,3	3,4	3,8	3,8
Inflació subjacent (**)	104,1	0,9	1,4	2,0	2,6	2,8	3,1
ÍNDEX GENERAL	**104,2**	**0,4**	**1,3**	**2,1**	**3,0**	**2,5**	**3,6**

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

traslladat als preus del mercat espanyol a causa de la rigidesa de la política agrícola comunitària, que limita i restringeix la producció de llet des de fa molts anys.

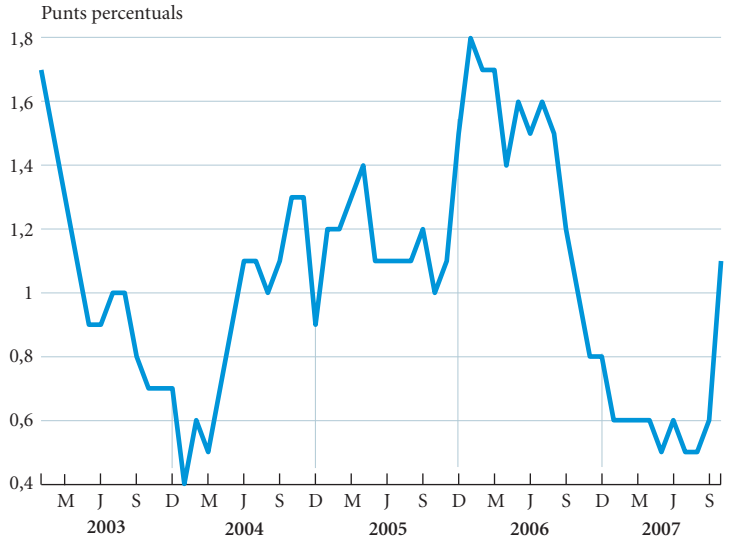
Els preus dels cereals també s'han encarit força en els últims mesos, de manera que també han augmentat els costos de la producció ramadera. Ara com ara, les tensions es concentren en la carn de pollastre, que ha augmentat el 14% en l'últim any, mentre que la carn d'oví i de porc es troba deprimida. En canvi, on sí s'ha notat l'efecte de l'alça del preu dels grans ha estat en la partida de cereals i derivats i, sobretot, en el pa, el preu del qual s'ha incrementat el 13,4% des de l'octubre del 2006. En el cas dels cereals, l'ascens dels preus és degut a un increment de la demanda mundial i a una insuficient collita global.

Però no tot són males notícies. Alguns aliments bàsics tenen preus més barats que

Forta alça de la llet, en repercutir l'espectacular escalada en els mercats internacionals.

EL DIFERENCIAL D'INFLACIÓ AMB LA ZONA DE L'EURO TORNA A SUPERAR UN PUNT

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



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

Descensos dels preus de l'oli i de les patates en els dotze últims mesos.

fa un any. Així, els olis han caigut el 14% en els dotze últims mesos, després de l'encariment de l'any passat. De manera similar, el preu de les patates ha baixat lleugerament en l'últim any després de l'últim gran increment.

També ajuda l'estabilitat gairebé absoluta dels béns industrials no energètics, la taxa interanual de variació dels quals es va mantenir estable en el 0,4% anual a l'octubre, continguda per la dura competència als mercats internacionals. En canvi, la taxa d'inflació dels serveis, més arrecerats de la disciplina imposada per la globalització, es va incrementar en una dècima fins al 3,8%.

Pel que fa al panorama inflacionista per als propers mesos, les tensions als mercats del petroli i dels aliments no auguren un bon registre. D'aquesta manera, l'IPC podria tancar l'exercici prop del 4%. No obstant això, l'any vinent s'hauria de reconduir la inflació amb el suport d'una desacceleració del consum, llevat de les alces inesperades del preu del cru.

La taxa d'inflació interanual es podria apropar al 4% al final de l'exercici, però s'hauria de reconduir a la baixa el 2008.

La taxa d'inflació interanual harmonitzada amb la Unió Europea també es va col·locar en el 3,6%. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va ampliar en mig punt fins a 1,1 punts percentuals. L'augment del pes dels carburants i dels aliments en l'IPC espanyol i la davallada de la participació dels impostos en el preu dels carburants expliquen aquesta evolució.

Embranzida dels preus a l'engròs

L'escalada dels preus energètics i de les primeres matèries agràries als mercats internacionals en l'últim període s'ha transmès als preus a l'engròs en els últims mesos. D'aquesta manera, han quedat enrere per alguns mesos els baixos nivells d'inflació que presentaven la majoria de preus en origen.

La taxa d'inflació interanual dels preus industrials es va enfilar fins al 4,7% a l'octubre i va doblar amb escreix el nivell del mínim assolit a l'agost. Aquest sobtat re-

punt va ser degut, sobretot, als béns energètics, la taxa d'inflació anual dels quals va augmentar fins al 6,1% des del 0,8% que presentaven al setembre. Però també els béns de consum no duradors van experimentar una forta alça fins al 4,4%, 1,2 punts més que en el mes anterior, i van reflectir l'ascens dels preus agraris. De fet, els preus a la sortida de fàbrica de la indústria de productes alimentaris i begudes han augmentat el 8,3% en els dotze últims mesos.

Per la seva banda, els preus d'importació, després d'haver-se situat en nivells molt reduïts fins a l'estiu, tampoc no es van poder mantenir al marge de la remuntada inflacionista. En efecte, al setembre l'índex general dels preus d'importació va pujar el 2,3% en l'últim any, tot i l'apreciació de l'euro. Els preus dels béns d'equipament també van tendir a pujar, però, gràcies a la competència internacional i als guanys de productivitat, només s'han incrementat el 0,3% en els dotze últims mesos. Pel que fa als béns intermedis, es van continuar alentint i van transmetre una caiguda dels preus dels metalls.

Els preus agraris percebuts pels agricultors van experimentar una forta alça a l'agost, últim mes disponible. Tant els productes agrícoles, amb un augment interanual del 10,9%, com, sobretot, els ramaders (llet, ous, etc.), amb un ascens del 21,9%, van augmentar molt.

La inflació interanual dels preus industrials puja fins al 4,7% a l'octubre, més del doble del nivell de dos mesos abans.

Els productes ramaders en origen augmenten el 22% en els dotze últims mesos fins a l'agost.

INDICADORS D'INFLACIÓ

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

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
2006											
Agost	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,5	–0,4	9,2	3,9
Setembre	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	3,2	0,9	–0,2	9,4	–
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	3,0	0,8	–0,1	9,5	–
Novembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,5	–0,1	–0,3	8,8	3,7
Desembre	–5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,4	0,2	–0,2	8,2	–
2007											
Gener	–6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	–1,1	0,4	0,6	–0,2	7,2	–
Febrer	–6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	–2,5	0,1	0,4	–0,2	7,4	3,4
Març	1,5	2,8	1,7	3,3	6,3	–1,6	0,3	0,4	–0,2	6,7	–
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,5	–2,6	0,2	0,7	0,0	6,1	–
Maig	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	–2,8	0,7	1,5	0,1	5,6	3,2
Juny	2,6	2,6	1,8	3,1	5,8	–1,4	1,2	1,0	0,0	5,9	–
Juliol	2,5	2,3	1,9	3,1	5,6	–2,6	0,7	0,9	–0,1	4,1	–
Agost	5,1	2,3	2,4	3,1	5,4	–2,9	0,7	1,6	0,2	3,8	2,9
Setembre	...	3,4	3,2	3,2	5,4	0,8	2,3	1,2	0,3	3,1	–
Octubre	...	4,7	4,2	3,2	5,3	6,1	...	...	...	...	–

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

Sector exterior

El dèficit comercial torna a empitjorar

El dèficit comercial interromp la tendència a la desacceleració.

Durant el període que va del gener al setembre del 2007, el dèficit comercial va ser de 71.108 milions d'euros. Això implica que, després de diversos mesos seguint una tendència a la desacceleració, el dèficit comercial, en termes acumulats de gener a setembre, va créixer el 7,6% interanual, enfront del 7,2% interanual registrat entre gener i agost. Per la seva banda, la taxa de cobertura es va situar en el 65,3% i es va reduir, en els nou primers mesos de l'any, una dècima sobre el mateix període del 2006.

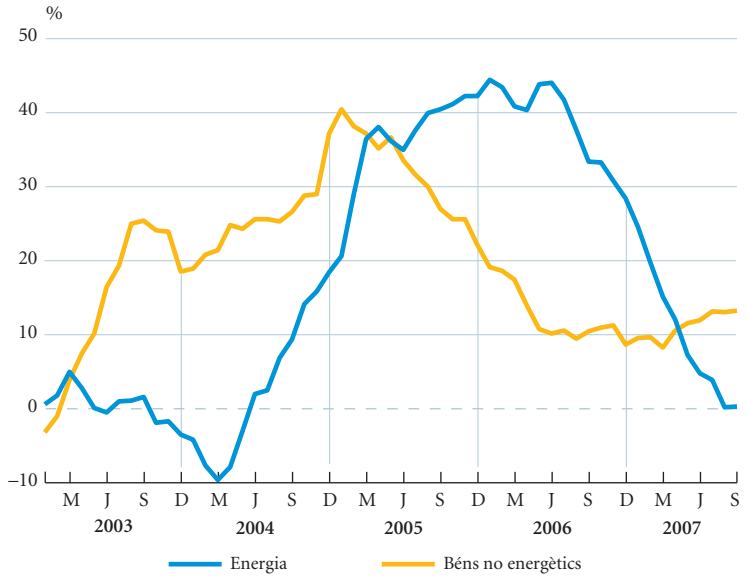
L'empitjorament de la balança energètica impossibilita l'alentiment del desequilibri comercial.

Aquest mal resultat no és sorprenent. Des de l'inici de l'any, l'alentiment de l'augment del dèficit era degut, fonamentalment, a la desacceleració del saldo comercial de la balança energètica. En canvi, d'ençà d'uns mesos enrere, els béns no energètics tendien a accelerar-se. Des del moment en què el desequilibri comercial dels productes energètics ha empitjorat, el dèficit comercial s'ha tornat a accelerar. Les perspectives immediates són igualment negatives. Atesa l'evolució del preu del petroli registrada a la tardor passada, el més probable és que el desequilibri de la balança energètica s'ampliï.

En termes més generals, cal destacar que, durant el període gener-setembre, tant les exportacions com les importacions van créixer una mica per damunt del 7% interanual en valor. En termes reals, la distància entre les exportacions i les im-

L'ENERGIA JA NO SALVA ELS PLATS TRENCATS DE LA BALANÇA COMERCIAL

Variació interanual del saldo acumulat de 12 mesos



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

COMERÇ EXTERIOR

Gener-setembre 2007

	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	29.624	–4,3	14,4	5.555	–4,0	4,1	–24.069	18,8
Béns de consum	56.571	6,1	27,6	48.095	4,5	35,9	–8.475	85,0
Alimentaris	*11.476*	*9,8*	*5,6*	*15.213*	*5,0*	*11,4*	*3.737*	*132,6*
No alimentaris	*45.094*	*4,9*	*22,0*	*32.882*	*0,2*	*24,5*	*–12.212*	*72,9*
Béns de capital	21.189	7,9	10,3	12.196	–1,4	9,1	–8.993	57,6
Béns intermedis no energètics	97.733	12,1	47,6	68.163	12,1	50,9	–29.570	69,7
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	120.853	7,5	58,9	94.423	6,3	70,5	–26.430	78,1
Zona de l'euro	*100.937*	*7,9*	*49,2*	*75.616*	*7,1*	*56,4*	*–25.322*	*74,9*
Altres països	84.264	7,2	41,1	39.585	9,6	29,5	–44.678	47,0
Rússia	*6.041*	*7,2*	*2,9*	*1.490*	*42,4*	*1,1*	*–4.551*	*24,7*
Estats Units	*7.203*	*15,7*	*3,5*	*5.693*	*3,4*	*4,2*	*–1.509*	*79,0*
Japó	*4.535*	*6,4*	*2,2*	*1.016*	*5,7*	*0,8*	*–3.519*	*22,4*
Amèrica Llatina	*10.821*	*2,7*	*5,3*	*7.526*	*0,4*	*5,6*	*–3.294*	*69,6*
OPEP	*15.638*	*–6,6*	*7,6*	*3.720*	*14,2*	*2,8*	*–11.918*	*23,8*
Resta	*40.026*	*13,6*	*19,5*	*20.140*	*12,8*	*15,0*	*–19.886*	*50,3*
TOTAL	**205.117**	**7,3**	**100,0**	**134.008**	**7,2**	**100,0**	**–71.108**	**65,3**

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

portacions va ser més gran, ja que, mentre les exportacions avançaven el 4,0% interanual, les compres de l'exterior ho feien el 6,6%.

Els grups de productes més dinàmics són els béns intermedis no energètics, que registren creixements superiors al 12% interanual tant en exportacions com en importacions. Cal recordar que aquest segment representa, aïlladament, gairebé la meitat del comerç exterior espanyol. A certa distància, els fluxos exteriors dels béns de consum alimentari es mostren també vigorosos. Les importacions avancen a un ritme del 10% interanual i les exportacions, al 5%.

Finalment, l'evolució recent dels mercats exteriors continua presidida per les tendències dels últims temps. La Unió Europea (UE) continua essent el soci comercial de referència de l'economia espanyola. Tot i el dinamisme de països com la Xina (importem a un ritme de creixement del 34% interanual) o Rússia (les nostres exportacions avancen el 42% interanual), la UE encara és la destinació del 71% de les exportacions espanyoles i l'origen del 60% de les nostres compres a l'exterior.

Fort dinamisme comercial amb els països emergents.

Balança de pagaments: el dèficit de rendes assoleix cotes elevades

La balança per compte corrent va registrar, durant els dotze últims mesos que van acabar a l'agost, un creixement del dèficit corrent del 20,4% interanual,

El dèficit corrent, sense deixar de créixer, es desaccelera.

Evolució preocupant de la balança de rendes.

aproximadament dos punts menys que en l'acumulat de dotze mesos fins al juliol. Aquesta desacceleració és deguda, sobretot, a l'alentiment del creixement del dèficit comercial i, amb menys intensitat, de la balança de transferències.

El contrapès a aquesta tendència l'exerceix la balança de rendes, que es continua ampliant a un ritme creixent. En valors absoluts, la contribució de la balança de rendes ja supera en uns 1.000 milions d'euros la de la balança comercial, un resultat important que s'entén millor si es considera que la balança de rendes no arriba a equivaler un terç de la balança comercial.

Pel que fa a l'àmbit dels fluxos financers, la nota destacada és que continua un mes més la disminució (en termes acumulats de dotze mesos) de les entrades d'inversió en cartera i que se situa, en termes interanuals, el 14% per sota dels nivells d'un any enrere. Les sortides d'inversió directa registren un ritme de descens interanual gairebé idèntic.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Agost 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo en milions d'euros	% variació anual	Saldo en milions d'euros	Variació anual	
				Absoluta	%
Balança corrent					
Balança comercial	–55.481	6,2	–83.370	–6.447	8,4
Serveis					
Turisme	*19.055*	*1,2*	*27.674*	*335*	*1,2*
Altres serveis	*–3.586*	*–3,4*	*–5.176*	*284*	*–5,2*
Total	15.470	2,4	22.498	618	2,8
Rendes	–20.284	44,6	–27.236	–7.343	36,9
Transferències	–6.521	31,0	–7.295	–2.991	69,5
Total	**–66.817**	**19,0**	**–95.403**	**–16.163**	**20,4**
Compte de capital	**2.418**	**–25,3**	**5.355**	**–1.030**	**–16,1**
Balança financera					
Inversions directes	–27.623	–37,8	–38.775	6.304	–14,0
Inversions de cartera	107.808	–28,1	156.113	–24.706	–13,7
Altres inversions	–8.509	–78,0	–5.282	32.063	–85,9
Total	**71.676**	**7,2**	**112.056**	**13.661**	**13,9**
Errors i omissions	–1.496	–67,4	188	7.025	–
Variació d'actius del Banc d'Espanya	–5.782	–38,4	–22.196	–3.494	18,7

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

Estalvi i finançament

S'intensifica la desacceleració del finançament al sector privat

El tipus d'interès de referència euríbor a un any va experimentar una davallada de mitjana mensual a l'octubre per primer cop en els dos últims anys. Es va tractar d'un modest descens de 8 centèsimes, però sembla que la davallada pot continuar, en esvair-se gradualment les tensions al mercat interbancari arran de la crisi de les hipoteques d'alt risc nord-americanes. No obstant això, en els dotze últims mesos, l'euríbor a un any ha acumulat un increment de 0,85 punts fins al 4,647%.

D'altra banda, les entitats financeres van restringir les condicions de finançament en el tercer trimestre, segons l'enquesta sobre préstecs bancaris del Banc d'Espanya, i aquesta tendència continuarà en els últims mesos de l'exercici. Aquest tensionament de l'oferta va ser degut a l'efecte de les pertorbacions registrades als mercats financers internacionals a l'estiu i a un canvi en la percepció de la situació econòmica general. L'enduriment de les condicions va afectar, especialment, el finançament a llarg termini de les grans societats i les hipoteques per a la compra d'habitatge de les famílies. A més a més, les entitats financeres enquestades van apreciar una menor demanda creditícia.

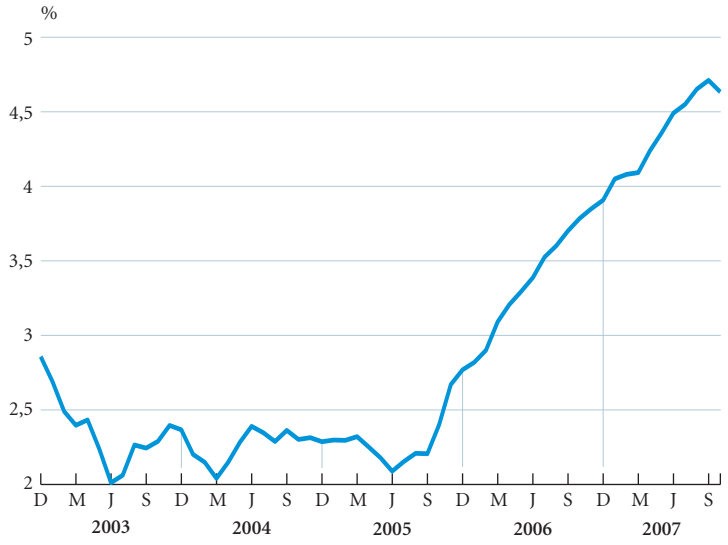
L'euríbor a un any baixa lleugerament a l'octubre, moviment que podria continuar.

En aquest entorn, el finançament al sector privat va continuar augmentant, a causa del dinamisme econòmic, però a un ritme sensiblement menor. El finançament total rebut per les empreses i per les famílies va pujar el 18,9% al setembre en

Les entitats financeres endureixen les condicions d'accés al crèdit en el tercer trimestre, tendència que es manté en el quart.

L'EURÍBOR A UN ANY TOCA SOSTRE

Tipus d'interès euríbor a 12 mesos



FONT: Banc d'Espanya.

CRÈDIT A EMPRESES I FAMÍLIES

Setembre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
Crèdit comercial	87.875	2.499	2,9	8.429	10,6	5,2
Deutors amb garantia real (*)	1.038.617	115.641	12,5	171.161	19,7	60,9
Altres deutors a termini	484.681	70.092	16,9	91.421	23,2	28,4
Deutors a la vista	35.586	1.473	4,3	5.894	19,9	2,1
Arrendaments financers	44.877	4.164	10,2	5.653	14,4	2,6
Crèdits dubtosos	14.328	3.469	31,9	3.432	31,5	0,8
TOTAL	**1.705.963**	**197.337**	**13,1**	**285.990**	**20,1**	**100,0**

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

El finançament total al sector privat creix el 19% en els dotze últims mesos, 5 punts menys que un any abans.

Els crèdits de les caixes augmenten una mica més que els de la banca en relació amb el setembre del 2006.

La taxa de morositat de les entitats creditícies baixa 3 centèsimes al setembre.

relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa inferior en 5,4 punts a la registrada dotze mesos abans. Els recursos financers destinats a les societats van augmentar a un ritme més intens que els canalitzats a les famílies en l'últim període, però també van mostrar un clar alentiment. El finançament total destinat a les companyies es va incrementar el 21,8% en relació amb el setembre del 2006, 6,1 punts menys que al desembre.

El crèdit a la inversió ha patit recentment una moderació més intensa, i la taxa de variació anual dels arrendaments financers s'ha reduït al 14,4%. El crèdit comercial, per la seva banda, que finança el capital circulant de les empreses, ha augmentat el 10,6% en l'últim any.

Pel que fa a les famílies, el ritme de creixement del finançament va continuar disminuint fins a registrar una taxa de variació anual del 15,2% al setembre, 4,4 punts menys que al desembre. Aquesta desaceleració va ser deguda, sobretot, a la pèrdua d'impuls dels préstecs per a la compra d'habitatges, que van frenar el ritme d'expansió fins al 16,0%. Però la resta de crèdits per al consum i altres finalitats també es va alentir fins al 13,0% en relació amb el setembre del 2006.

En l'últim any, tant els crèdits al sector privat de les caixes d'estalvis com els de la banca s'han desaccelerat. No obstant això, en els dotze últims mesos, els crèdits de les caixes d'estalvis han mostrat un creixement una mica superior al dels bancs.

D'altra banda, el nivell superior dels tipus d'interès i l'alentiment econòmic han comportat que els crèdits dubtosos hagin augmentat el 31,5% en els dotze últims mesos. No obstant això, la taxa de morositat, mesurada com la ràtio entre els crèdits dubtosos i el saldo total del crèdit a empreses i famílies, del conjunt de les entitats financeres, va disminuir en 3 centèsimes al setembre en relació amb el mes anterior i es va col·locar en el 0,84%, un nivell relativament reduït.

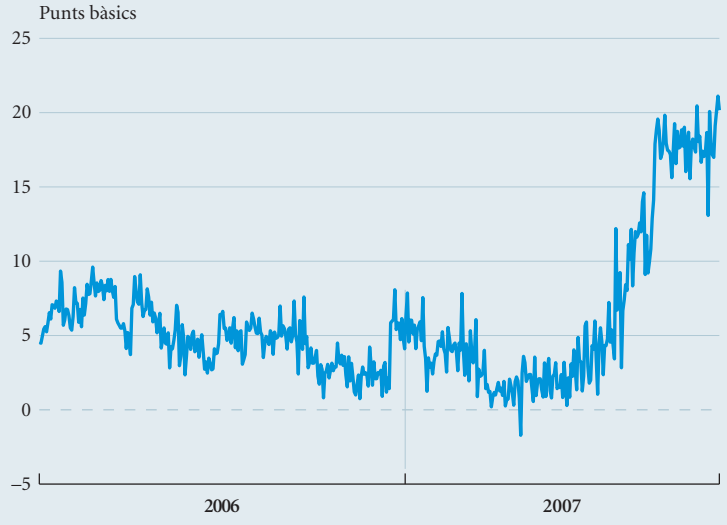
De la clàssica hipoteca als bons amb garantia hipotecària

En els últims anys, la inversió a Espanya ha superat amb escreix l'estalvi intern. Això no hauria estat possible sense l'accés a l'estalvi extern, en especial el dels nostres veïns europeus. Una bona part d'aquest estalvi ha entrat a Espanya pel sistema financer gràcies a la venda de cèdules hipotecàries. L'any passat, les entrades de fluxos financers per mitjà d'aquest instrument van ser equivalents, aproximadament, a una quarta part del dèficit per compte corrent espanyol.[1] El seu fort creixement i la seva destacada importància a Espanya és el tema que ens ocupa. Però comencem pel principi: què és una cèdula hipotecària?

Tothom sap què és una hipoteca, perquè n'adquireix una en comprar un habitatge o perquè coneix algú que en té una. Simplificant molt, també se sap que l'entitat financera que concedeix la hipoteca ho fa gràcies a les persones que han decidit dipositar-hi els estalvis. No obstant això, les entitats financeres disposen d'altres vies addicionals de finançament. Una d'aquestes vies són els bons amb garantia hipotecària coneguts com a *covered bonds* o, en versió espanyola, cèdules hipotecàries. Així, una cèdula hipotecària no és més que un bo emès per una entitat financera que es caracteritza per un doble grau de protecció o garantia. Estan garantits per l'entitat financera que els emet, però, a més a més, també ho estan per tots els préstecs hipotecaris de l'entitat emissora que compleixen certs requisits. Per exemple, la legislació espanyola estableix, entre aquests requisits, que el préstec sigui per un màxim del 80% del valor de la propietat per a hipoteques residencials i del 70% en el cas de propietats comercials. La llei també limita l'emissió de cèdules a un màxim del 90% del valor de la cartera hipotecà-

ELS TIPUS D'INTERÈS DE LES CÈDULES HIPOTECÀRIES HAN AUGMENTAT AMB LES RECENTS TURBULÈNCIES FINANCERES DES DE NIVELLS MOLT BAIXOS

Diferencial sobre tipus d'interès al mercat interbancari



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

(1) Aquesta estimació és el resultat d'aplicar el percentatge de l'estoc de valors de titulització que estava en mans estrangeres al final del 2006 pel volum d'emissió de cèdules durant aquell any.

ria susceptible de ser utilitzada com a garantia. A la pràctica, però, les entitats espanyoles estan molt lluny d'aquest màxim, la qual cosa reforça la qualitat creditícia de les cèdules en circulació.

És precisament aquesta doble garantia la que distingeix les cèdules dels títols protegits per hipoteques utilitzats comunament al mercat nord-americà (els *mortgage-backed securities - MBS*). En el cas d'aquests últims, tant els crèdits impagats com les amortitzacions anticipades de la cartera d'hipoteques que garanteix el bo en qüestió repercuteixen de forma directa sobre els pagaments que rep el tenidor de l'MBS. En emetre un MBS, l'entitat financera es desprèn en bona part de la seva cartera hipotecària, que, de fet, desapareix del seu balanç. Tot i que aquesta entitat típicament continua gestionant el cobrament de les quotes de les hipoteques, és com si ho fes en nom del tenidor de l'MBS. Si la hipoteca entra en impagament, el banc no respon amb el seu balanç. L'única garantia és l'habitatge.

Gràcies al seu baix perfil de risc, les cèdules hipotecàries han tendit a oferir un tipus d'interès molt proper al del mercat interbancari –en què les entitats financeres es presten entre elles–. En els últims anys, tal com ho mostra el gràfic anterior, el diferencial de tipus d'interès a favor de les cèdules a un termini de 10 anys ha fluctuat al voltant de 5 punts bàsics (és a dir, el 0,05%). Recentment, aquest diferencial ha augmentat fins als 15-20 punts bàsics a conseqüència de les turbulències financeres generades per la crisi *subprime* dels Estats Units –un impacte que, atès el perfil de molt baix risc de la cèdula, alguns consideren exagerat–.

L'emissió de cèdules, i de *covered bonds* a Europa en general, ha crescut de manera espectacular en l'última dècada. Cap a la meitat dels noranta, les emissions a tota Europa no arribaven als 100.000 milions d'euros, mentre que, l'any passat, van superar els 350.000 milions.[2] Durant aquest període, Espanya s'ha convertit en el segon emissor europeu, per darrere d'Alemanya. Què explica aquest fort augment? Sens dubte, la introducció de l'euro, en eliminar el risc de tipus de canvi, hi ha tingut molt a veure. Altres factors que cal esmentar són el context de baixos tipus d'interès, que fa més difícil la captació de nous dipòsits per part de les entitats financeres, i l'auge de les inversions institucionals, com fons de pensions o companyies d'assegurances, demandants d'actius de baix risc que ofereixin un tipus d'interès una mica superior al del deute públic. A més a més, el mercat secundari de *covered bonds* és molt líquid, la qual cosa també n'augmenta l'atractiu.

En definitiva, les cèdules hipotecàries són un bon exemple d'innovació financera relativament senzilla que ha facilitat els fluxos financers internacionals. D'aquesta manera, l'estalvi ha pogut fluir d'on sobrava cap on més es necessitava. El sistema financer ha jugat un paper clau en aquesta intermediació.

(2) Segons Packer, F., Stever, R. i Upper, C., «El mercado de bonos cubiertos», BIS, Informe Trimestral 2007.

Les pertorbacions als mercats a l'engròs de capitals empenyen les entitats financeres a revifar la captació de dipòsits i l'emissió de pagarés.

Forta expansió dels dipòsits a termini

L'enduriment de les condicions de finançament als mercats a l'engròs de capitals i al mercat interbancari ha empès un bon nombre d'entitats financeres a intensificar l'ofensiva de captació de dipòsits per poder atendre l'elevat volum de crèdits concedits. Així, el tipus d'interès mitjà dels dipòsits a termini es va incrementar sensiblement fins al 4,15% al setembre.

D'aquesta manera, les imposicions a termini fins a dos anys han experimentat una extraordinària pujada del 38,8% en els dotze últims mesos, un cop desapareguda la discriminació en relació amb les imposicions amb terminis més llarg amb

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Setembre 2007

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	438.299	–10.038	–2,2	10.578	2,5	34,7
A termini fins a 2 anys	318.549	72.143	29,3	89.028	38,8	25,2
A termini a més de 2 anys	375.998	43.149	13,0	77.548	26,0	29,8
Cessions temporals	85.960	2.136	2,5	15.739	22,4	6,8
Total	**1.218.805**	**107.389**	**9,7**	**192.892**	**18,8**	**96,5**
Dipòsits en monedes no euro	**43.864**	**11.147**	**34,1**	**14.814**	**51,0**	**3,5**
TOTAL	**1.262.670**	**118.537**	**10,4**	**207.707**	**19,7**	**100,0**

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

el nou règim fiscal de l'estalvi en vigor des del gener. De fet, els dipòsits en moneda estrangera, afavorits per alguns diferencials de tipus d'interès superiors, van experimentar un ascens anual del 51,0%, per bé que la seva participació en el total és només del 3,5%. En canvi, els dipòsits a la vista i d'estalvi només es van incrementar el 2,5%, afectats per unes baixes retribucions. En conjunt, els dipòsits van créixer el 19,7% en l'últim any, lleugerament menys que els crèdits al sector privat, de manera que les entitats financeres també van recórrer a l'emissió de pagarés, valors a curt termini.

La dura competència en la captació de passiu s'ha reflectit negativament en la venda neta de participacions de fons d'inversió mobiliària en els últims mesos. Així, només a l'octubre la retirada va sumar 5.282 milions d'euros, i les vendes netes dels deu primers mesos de l'any van arribar a 12.509 milions d'euros. La davallada del patrimoni dels fons en aquest període va ser menor, de 4.637 milions d'euros, l'1,8%, gràcies a les plusvàlues acumulades, fins als 249.685 milions d'euros, segons les dades de l'associació de gestores Inverco.

De fet, el rendiment mitjà anual registrat pels fons d'inversió va ser del 4,5%, però presentava una notable dispersió segons les modalitats. Així, la renda variable dels mercats emergents encapçalava la classificació amb uns guanys espectaculars del 44,1% anual, mentre que la renda variable japonesa la tancava amb unes pèrdues del 7,8%.

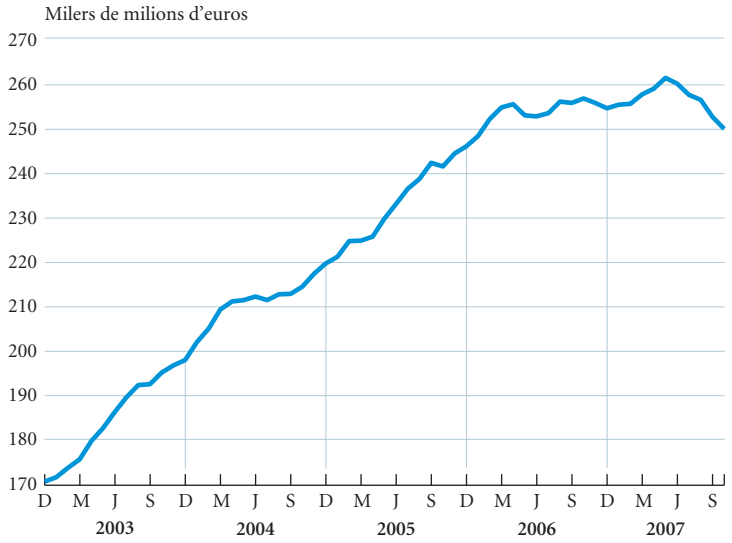
Pel que fa als fons d'inversió lliure, els *hedge funds*, els seus primers passos al mercat espanyol continuen progressant. D'aquesta manera, el patrimoni pujava a 538 milions d'euros al final d'octubre, enfront dels 240 del final del primer semestre.

El volum dels actius dels fons de pensions, que tenen per objectiu atendre les necessitats financeres dels estalviadors a més llarg termini, va créixer el 10,2% en els dotze últims mesos fins al setembre i va arribar als 83.856 milions d'euros. El nombre de comptes de partícips va augmentar el 5,0% en l'últim any. El nombre estimat de partícips se situa al voltant dels set milions i mig. L'increment del patrimoni més intens dels dotze últims mesos ha estat anotat pel sistema individual, amb un increment del 12,9%, seguit pel

La rendibilitat anual mitjana dels fons d'inversió mobiliària se situa en el 4,5%.

DESCENS DEL PATRIMONI DELS FONS D'INVERSIÓ PER LA COMPETÈNCIA D'ALTRES PRODUCTES FINANCERS

Patrimoni total dels fons d'inversió mobiliària



FONT: Inverco.

El volum d'actius dels fons de pensions creix el 10,2% en els dotze últims mesos fins al setembre.

sistema associat (promogut per associacions com col·legis professionals, sindicats, etc.), amb una alça del 8,5%. La rendibilitat mitjana anual assolida pels fons de pensions en els disset últims anys ha estat del 6,35% i ha superat amb escreix la taxa d'inflació del període.

Hedge Funds: llicència per invertir

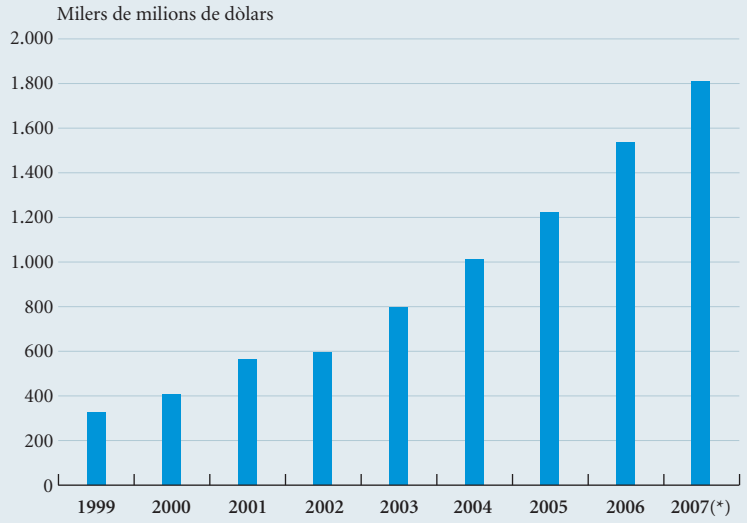
El doble zero de «007» distingeix el James Bond com un dels pocs agents del seu departament que disposen de «llicència per matar». Al món inversor, els *hedge funds* també tenen certs privilegis. El «lliure» de «fons d'inversió lliure» –designació oficial dels *hedge funds* a Espanya– emfatitza la llibertat d'aquest tipus de fons, exempt de la majoria de normes que limiten els seus homòlegs convencionals, per invertir en un ampli ventall d'estratègies. Curiosament, la llista de paral·lelismes entre l'espia britànic més cèlebre del cel·luloide i els *hedge funds* (HF) no acaba aquí: els dos sedueixen i inquieten; tenen un llarg historial d'èxits i alguns revessos, i pretenen guanyar sigui quina sigui la circumstància. No obstant això, difereixen clarament en un aspecte: mentre el 007 és molt conegut, els fons HF continuen essent un misteri per a la gran majoria. Per aquest motiu cal començar pel principi per entendre millor a què es dediquen i quin és el paper que exerceixen en l'engranatge financer global.

Els HF acaben de complir el seu primer any a Espanya, però els seus orígens es remunten a la meitat del segle passat. Alfred W. Jones va fundar el primer el 1949, ajuntant 40.000 dòlars de la seva butxaca i 60.000 aliens, i, de llavors ençà, la indústria dels HF no ha parat de créixer. En els vint últims anys, s'ha passat d'uns quants fons en

mans de cèlebres virtuosos –com George Soros o Julian Robertson– a milers, exprimint dia rere dia complexos models matemàtics i operant en un heterogeni univers d'estils inversors, actius i mercats. El 2007 superen ja els 9.000 fons i gestionen, a tot el món, un patrimoni d'1,8 bilions de dòlars, equivalents al 13% del PIB dels Estats Units (vegeu el gràfic següent). En termes relatius, però, el seu pes encara és modest, ja que, al final de setembre, els fons d'inversió convencionals als Estats Units controlaven un patrimoni sis cops superior.

AUGMENTA EL PATRIMONI GESTIONAT PER *HEDGE FUNDS*

Patrimoni gestionat per *hedge funds*



NOTA: (*) Dades del final de setembre del 2007.
FONTS: Moore Capital Management, Bloomberg segons dades HFR Inc i elaboració pròpia.

Tot i que la indústria actual dels HF és molt heterogènia, ens centrarem en les seves característiques típiques. Els HF són, sobretot, una institució d'inversió col·lectiva que s'estableix com una societat privada, de manera que els socis inversors confien els seus diners al gestor del fons, amb la peculiaritat que aquest gestor és, al mateix temps, un soci inversor. A diferència dels fons d'inversió convencionals, els HF no estan oberts al gran públic, sinó que es dirigeixen exclusivament a inversors qualificats –individus amb un patrimoni elevat o institucions–.[1] És precisament aquesta limitació la que els permet estar exempts de la majoria de regulacions, dissenyades per protegir el petit inversor, i gaudir d'una gran flexibilitat en les seves polítiques d'inversió.

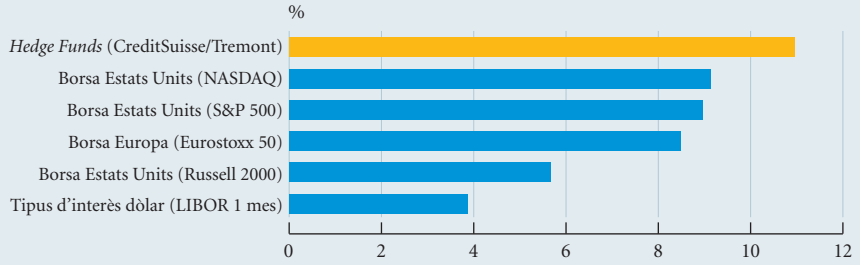
Aquesta flexibilitat ha permès als HF obtenir elevades rendibilitats (vegeu el gràfic adjunt). A canvi, aquests fons exigeixen habitualment als inversors una permanència mínima de dos a tres anys i acostumen a cobrar unes comissions més altes que les dels fons convencionals, tot i que també més vinculades als resultats del fons (per exemple, no és inusual observar una comissió de gestió del 2% del patrimoni i una altra per resultats que oscil·la entre el 15% i el 25% de la rendibilitat acumulada pel partícip).

(1) La proliferació dels fons de fons d'inversió lliure, fons d'inversió col·lectiva que no inverteixen directament en valors, sinó majoritàriament en altres fons d'inversió lliure purs, ha obert l'accés del petit inversor a la rendibilitat de la indústria dels HF.

A la pràctica, aquesta major flexibilitat permet que les estratègies d'inversió dels HF siguin molt diferents de les dels fons d'inversió convencionals. Aquests últims confeccionen normalment la cartera a partir de posicions llargues (compres) en diferents valors amb perspectives de recorregut a l'alça. L'objectiu primordial d'un HF és, en canvi, explotar oportunitats d'arbitratge –aprofitar diferencials de preu entre actius que no semblen sostenibles–. Per això, utilitzen vendes al descobert (demanar prestat un títol que creuen sobrevalorat per vendre'l i més tard recomprar-lo a un preu inferior) i l'ús extensiu de derivats (vegeu el requadre «Crisi *subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?»).

LA RENDIBILITAT DELS *HEDGE FUNDS* ÉS ELEVADA

Rendiment anualitzat, 1994-2006



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

Vegem un exemple. Suposem que tant el gestor 1 d'un fons d'inversió convencional com el gestor 2 d'un HF conclouen que el valor A, molt semblant al valor B, està infravalorat en relació amb B. En el més simple dels escenaris, el gestor 1 comprarà més A i menys B i el gestor 2, en canvi, comprarà A i vendrà B al descobert. En un mercat alcista, el valor A tendirà a apreciar-se més que el B i els dos gestors obtindran rendibilitats positives. Però si el mercat cau, A tendirà a caure menys que B i el fons convencional tindrà pèrdues. L'HF, en canvi, hi sortirà guanyant, ja que la seva rendibilitat depèn del comportament relatiu dels dos valors (la posició llarga en A perdrà valor, però quedarà compensada per la posició curta en B, ja que podrà recomprar l'actiu a un preu més barat i obtenir així un benefici).

Cal insistir que parlem d'explotar diferencials de preu petits, sovint ínfims, de manera que el recurs a palanquejar (endeutar-se per invertir) és clau perquè els HF puguin amplificar les posicions i multiplicar així el retorn de les seves operacions d'arbitratge: si invertir un capital de 100 milions d'euros permet guanyar 5 milions en un mes, la rendibilitat del capital és del 5% per a aquest període; si es prenen prestats 100 milions addicionals a un interès del 2% mensual i s'inverteixen en la mateixa estratègia, el retorn serà del 8% sobre el capital original de 100 milions (guanys de 10 milions i cost de 2, sobre una inversió de 100 milions). En aquest procés de palanquejament, que no solament augmenta la rendibilitat, sinó que també el risc, la figura clau dels *prime brokers*, majoritàriament bancs d'inversió, és essencial, ja que actuen d'intermediaris clau per executar les operacions i proporcionar el finançament que necessiten.

La creixent complexitat de la xarxa d'exposicions entre els HF i els intermediaris financers ha despertat un cert temor sobre el risc sistèmic que podria derivar-se de la crisi d'un HF. Encara es recorda el que va passar el 1998 quan un dels seus colossos, el Long Term Capital Management Fund va passar d'obtenir una rendibilitat mitjana anual superior al 40% a perdre més de 1.800 milions de dòlars en un mes. La seva situació, pròxima al

col·lapse, va dur la Reserva Federal a intervenir per evitar que la crisi s'estengués a tot el sistema financer. Aquesta crisi va evidenciar la vulnerabilitat de l'engranatge financer als riscos associats als HF. Malgrat que tot fa pensar que, des de la crisi del 1998, els bancs han millorat substancialment la gestió del risc en la seva exposició a les operacions dels HF, de manera que la vulnerabilitat del sistema a episodis aïllats de col·lapse d'un HF s'ha reduït, continuen les pressions al voltant del globus per intensificar la supervisió dels HF i promoure una major transparència de les seves operacions.

En el debat sobre si els HF necessiten més regulació, hi ha qui creu que això els restaria privacitat, agilitat i flexibilitat, motiu pel qual podrien disminuir els beneficis que els HF aporten al sistema financer. Aquests beneficis, tot i que difícils de quantificar, poden ser considerables. Mitjançant les seves operacions d'arbitratge, contribueixen a la correcta valoració dels actius, i la seva flexibilitat estratègica els permet oferir innovadores oportunitats de diversificació i assumir riscos que altres institucions prefereixen evitar. Tot plegat pot derivar en mercats més eficients i complets i en una millor assignació del risc, però la disponibilitat dels HF a continuar exercint aquest paper depèn crucialment de la privacitat i de la flexibilitat que els permet la seva exigua regulació.

A la pel·lícula «Llicència per matar», M decideix tornar la seva llicència a Bond després d'haver-li revocat temporalment. Veurem què ofereix el futur als HF, però és clar que qualsevol mesura que en limiti la llicència estratègica actual hauria de sospesar adequadament els costos i els beneficis… fora que les institucions reguladores puguin administrar la llicència tan fàcilment com M.

ÍNDEX 2007

Requadres temàtics publicats a l'Informe Mensual

		PÀGINA
Gener	**PERSPECTIVES ECONÒMIQUES**	
	El sector immobiliari i la desacceleració de l'economia nord-americana	12
	Continuaran els tipus d'interès reals baixos el 2007?	34
	La competitivitat exterior espanyola resisteix… ara com ara	58
	La política fiscal per al 2007: la despesa com a protagonista	64
Febrer	**INFLACIÓ**	
	Habitatge, IPC i el color del cristall amb què es mira els preus	9
	Zona de l'euro: inflació a la carta?	25
	Energia i inflació: una barreja inflamable?	34
	Quines són les causes del diferencial d'inflació espanyol?	57
Març	**ESTALVI**	
	Xina, un colós estalviador	14
	Els feliços anys 00: creix el consum… i també la riquesa!	40
	Males notícies sobre els impostos a l'estalvi	61
	S'han endeutat massa les empreses espanyoles?	65
Abril	**EDUCACIÓ**	
	Universitats nord-americanes i europees, qüestió d'Estat	10
	El talent europeu s'escapa a Amèrica	27
	L'educació dels pares, un benefici durador	46
	Saber és poder… adquisitiu?	52
Maig	**INFRAESTRUCTURES**	
	És adequat el nivell de les infraestructures espanyoles?	43
	Quant i com gastem: ingredients per a unes infraestructures productives	55
	La internacionalització de les empreses espanyoles de construcció i infraestructures	61
	Ponts al sector privat: com finançar les infraestructures	66
Juny	**LLATINOAMÈRICA**	
	Llatinoamèrica: l'estabilitat recuperada	15
	Quatre anys de creixement, cent anys de prosperitat?	21
	La qualitat institucional, la baula perduda del progrés llatinoamericà	34
	Remeses a Llatinoamèrica: mannà caigut del cel?	64
Juliol-agost	**POBRESA I EXCLUSIÓ SOCIAL**	
	Pobres en terra de rics: Amèrica desperta i Europa comença a somiar	9
	Exclusió social i pobresa	29
	Ser pobre a Espanya	45
	Informació i exclusió: la bretxa digital	57

		PÀGINA
Setembre	**CANVI CLIMÀTIC**	
	El canvi climàtic: certeses i incerteses	13
	Contenir o no contenir? Aquesta és la qüestió	23
	Política mediambiental per al canvi climàtic: voler és poder?	33
	Una economia amb molts fums	49
Octubre	**PAÏSOS DE L'EUROPA CENTRAL I ORIENTAL**	
	Invertint a l'est de l'edèn	26
	L'euro a l'Europa Central i de l'Est: cal esperar noves incorporacions?	37
	Polònia queda més a la vora del que sembla	55
	Desenvolupament financer a l'Europa Central i Oriental: clau per potenciar el creixement	67
Novembre	**ESTABILITAT PRESSUPOSTÀRIA**	
	Quins són els efectes de la política fiscal?	20
	Cinc lliçons d'una dècada de consolidació fiscal a Europa	31
	Regles de política fiscal: útils, factibles i creïbles?	42
	Els pressupostos del 2050 són de color gris	66
Desembre	**INNOVACIÓ FINANCERA**	
	Crisis financeres i com escapar de la roda de la història	18
	Crisi *subprime*: són els derivats de crèdit els culpables?	35
	De la clàssica hipoteca als bons amb garantia hipotecària	63
	Hedge Funds: llicència per invertir	66

Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:
www.laCaixa.es/estudis
Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ **INFORME MENSUAL**
Informe sobre la situació econòmica

■ **THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT**
Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ **ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2007**
Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ **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

■ **"la Caixa" ECONOMIC PAPERS**

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ **"la Caixa" WORKING PAPERS**

Disponible només en format electrònic en: www.laCaixa.es/estudis

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jodar-Rosell

■ **ESTUDIS ECONÒMICS**

33. La creació d'empreses. Un enfocament gerencial Josep Maria Veciana

34. Política agrària comuna: balanç i perspectives José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

Consell Assessor del Servei d'Estudis

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

INFORME MENSUAL

Desembre 2007

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.estudis.lacaixa.es
a/e: informemensual@lacaixa.es

GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2006

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	197.495
Crèdits sobre clients	139.765
Resultat atribuït al Grup	3.025

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	25.241
Oficines	5.186
Terminals d'autoservei	7.493
Targetes	9.007.335

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2007	Milions €
Socials	256
Ciència i medi ambient	64
Culturals	54
Educatives	26
TOTAL PRESSUPOST	**400**

Converteix el teu PDA en una font d'informació sincronitzant-lo amb l'Informe Mensual i/o amb els principals indicadors econòmics.

L'Informe Mensual edició PDA és un resum de la situació econòmica i de l'evolució dels mercats financers, tant en l'àmbit internacional com en l'interior, amb especial atenció al marc europeu i a la zona de l'euro.

Està disponible per als PDA amb sistemes Palm, Pocket PC i Windows CE.

Més informació a www.estudis.lacaixa.es

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

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

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