MAIG 2006

# Informe Mensual

NÚMERO 291

*És excessiu el creixement del consum a Espanya?* Pàg. 46
El fort increment del consum privat respon al potent avanç de la renda de les famílies

*Les tres raons de la frugalitat xinesa* Pàg. 9
Sembla que la tradicional propensió xinesa a la frugalitat i a l'estalvi resisteix bé el pas del temps. Fins quan?

*Per què Europa no consumeix més?* Pàg. 24
En els cinc últims anys, el consum privat de la zona de l'euro ha crescut amb prou feines l'1,3% anual

*La modernització dels mercats financers potencia l'efecte riquesa* Pàg. 69
Les famílies disposen de més instruments per ajustar la seva tria temporal de consum a les seves preferències

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

# Previsions

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

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | I | II | III | IV | I | II | III |
| **ECONOMIA INTERNACIONAL** | | | Previsions | | | | | | Previsions | |
| **Producte interior brut** | | | | | | | | | | |
| Estats Units | 4,2 | 3,5 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,2 | 3,5 | 3,6 | 3,5 |
| Japó | 2,3 | 2,7 | 3,2 | 1,1 | 2,7 | 2,8 | 4,3 | 4,3 | 3,5 | 2,9 |
| Regne Unit | 3,2 | 1,8 | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 2,2 | 2,3 | 2,3 |
| Zona de l'euro | 1,8 | 1,4 | 2,0 | 1,2 | 1,2 | 1,6 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 1,9 |
| *Alemanya* | *1,1* | *1,1* | *1,6* | *0,6* | *0,8* | *1,5* | *1,6* | *1,4* | *1,7* | *1,6* |
| *França* | *2,1* | *1,4* | *1,8* | *1,7* | *1,0* | *1,7* | *1,5* | *1,6* | *2,0* | *1,8* |
| **Preus de consum** | | | | | | | | | | |
| Estats Units | 2,7 | 3,4 | 2,6 | 3,0 | 2,9 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 2,8 | 2,5 |
| Japó | 0,0 | –0,3 | 0,1 | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Regne Unit | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,4 |
| Zona de l'euro | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 2,0 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 2,3 |
| *Alemanya* | *1,7* | *2,0* | *1,8* | *1,7* | *1,7* | *2,1* | *2,3* | *2,0* | *1,9* | *1,7* |
| *França* | *2,1* | *1,7* | *1,8* | *1,7* | *1,7* | *1,9* | *1,6* | *1,8* | *1,7* | *1,8* |
| **ECONOMIA ESPANYOLA** | | | Previsions | | | | | | Previsions | |
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | | | | |
| Consum de les llars | 4,4 | 4,4 | 3,6 | 4,6 | 4,6 | 4,3 | 4,0 | 3,8 | 3,6 | 3,5 |
| Consum de les AP | 6,0 | 4,5 | 4,4 | 5,2 | 4,0 | 4,2 | 4,6 | 4,5 | 4,4 | 4,3 |
| Formació bruta de capital fix | 4,9 | 7,2 | 5,9 | 7,0 | 7,6 | 7,3 | 6,8 | 6,4 | 6,1 | 5,7 |
| *Béns d'equipament* | *3,7* | *9,5* | *8,1* | *9,8* | *10,4* | *8,9* | *9,1* | *8,7* | *8,3* | *7,9* |
| *Construcció* | *5,5* | *6,0* | *4,8* | *6,0* | *6,2* | *6,3* | *5,6* | *5,2* | *4,9* | *4,6* |
| Demanda nacional (contr. al △ PIB) | 4,9 | 5,3 | 4,7 | 5,5 | 5,4 | 5,3 | 5,0 | 4,8 | 4,6 | 4,3 |
| Exportació de béns i serveis | 3,3 | 1,0 | 3,8 | –1,4 | 1,3 | 2,1 | 1,9 | 3,2 | 3,5 | 3,7 |
| Importació de béns i serveis | 9,3 | 7,1 | 7,4 | 6,2 | 7,9 | 7,8 | 6,6 | 7,2 | 7,0 | 7,2 |
| **Producte interior brut** | **3,1** | **3,4** | **3,2** | **3,3** | **3,4** | **3,5** | **3,5** | **3,5** | **3,4** | **3,2** |
| **Altres variables** | | | | | | | | | | |
| Ocupació | 2,6 | 3,1 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,8 |
| Taxa d'atur (% població activa) | 11,0 | 9,2 | 9,0 | 10,2 | 9,3 | 8,4 | 8,7 | 9,1 | 9,0 | 8,9 |
| Índex de preus de consum | 3,0 | 3,4 | 3,7 | 3,3 | 3,2 | 3,4 | 3,6 | 4,0 | 3,8 | 3,5 |
| Costos laborals unitaris | 2,8 | 2,3 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,0 | 2,2 | | | |
| Saldo operacions corrents (% PIB) | –5,8 | –7,4 | –7,1 | –8,4 | –7,8 | –6,7 | –6,8 | | | |
| Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB) | –4,8 | –6,5 | –6,2 | –7,8 | –6,6 | –5,8 | –5,8 | | | |
| Saldo públic (% PIB) | –0,1 | 1,1 | 0,5 | | | | | | | |
| **MERCATS FINANCERS** | | | Previsions | | | | | | | Previsions |
| **Tipus d'interès internacionals** | | | | | | | | | | |
| Fed Funds | 1,3 | 3,2 | 4,9 | 2,4 | 2,9 | 3,4 | 4,0 | 4,4 | 4,9 | 5,2 |
| Repo BCE | 2,0 | 2,0 | 2,7 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 2,8 |
| Bons EUA 10 anys | 4,3 | 4,3 | 5,0 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,5 | 4,6 | 5,1 | 5,1 |
| Bons alemanys 10 anys | 4,1 | 3,4 | 4,0 | 3,6 | 3,3 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 4,0 | 4,1 |
| Obligacions 10 anys | 4,1 | 3,4 | 4,0 | 3,6 | 3,3 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 4,0 | 4,1 |
| **Tipus de canvi** | | | | | | | | | | |
| $/Euro | 1,24 | 1,25 | 1,24 | 1,31 | 1,26 | 1,22 | 1,19 | 1,2 | 1,24 | 1,26 |

**INFORME MENSUAL**
**Maig 2006**

**CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA**

**Servei d'Estudis**

Av. Diagonal, 629,
planta 6, torre I
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 2005**

| ACTIVITAT FINANCERA | Milions € |
|---|---|
| Recursos totals de clients | 169.470 |
| Crèdits sobre clients | 113.857 |
| Resultat atribuït al Grup | 1.495 |

| PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT | Milions € |
|---|---|
| Empleats | 25.254 |
| Oficines | 5.053 |
| Terminals d'autoservei | 7.208 |
| Targetes | 8.408.956 |

| OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER AL 2005 | Milions € |
|---|---|
| **Activitats** | |
| Socials | 160 |
| Culturals | 70 |
| Ciència i medi ambient | 54 |
| Educatives | 19 |
| **TOTAL PRESSUPOST** | **303** |

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
Publicació internet: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona

## Índex


**1 Editorial**

**2 Resum executiu**

**6 Conjuntura internacional**
6 Previsions internacionals
*9 Les tres raons de la frugalitat xinesa*
11 Estats Units
14 Japó
17 Brasil
18 Argentina
21 Primeres matèries

**23 Unió Europea**
23 Zona de l'euro
*24 Per què Europa no consumeix més?*
27 Alemanya
29 França
30 Itàlia
31 Regne Unit

**32 Mercats financers**
32 Mercats monetaris i de capital

**42 Conjuntura espanyola**
42 Activitat econòmica
*46 És excessiu el creixement del consum a Espanya?*
52 Mercat de treball
55 Preus
59 Sector exterior
63 Sector públic
64 Estalvi i finançament
*69 La modernització dels mercats financers potencia l'efecte riquesa*


# Història de tres consumidors

«El consumidor és el rei» és un aforisme que se sol utilitzar en anglès. I és particularment cert als Estats Units d'ençà que, als anys cinquanta, el desenvolupament de la producció manufacturera en sèrie i de les tècniques de màrqueting va començar a modificar substancialment els valors relacionats amb la despesa de consum i amb l'estalvi de les famílies. No és exagerat afirmar ara que qui mou l'economia mundial és el consumidor nord-americà. Les famílies ja no estalvien, gasten tots els seus ingressos en productes de consum i, fins i tot, algun mes fan ús del crèdit per arribar on no arriba la cartera. El sector manufacturer autòcton no dóna l'abast, i per omplir les prestatgeries dels centres comercials cal portar els productes de l'estranger. La conseqüència és un enorme dèficit de la balança comercial, més de 700.000 milions de dòlars el 2005, que és cobert per les economies asiàtiques, amb la Xina al capdavant, seguida d'Europa i dels seus veïns Canadà i Mèxic. Es diu que els Estats Units consumeixen i que la Xina produeix. El desequilibri preocupa els principals organismes internacionals, però el balanç és més estable del que es pugui pensar. Al capdavall, en part són els mateixos països que venen als Estats Units els que financen l'excés de despesa i són ben conscients que una disminució d'aquest crèdit danyaria les seves vendes.

A aquest costat de l'Atlàntic, la història és molt diferent. El consumidor de la Unió Europea i, més concretament, de les grans economies continentals, està trist. No veu clar el futur perquè l'atur és molt més alt que uns anys enrere, la mitjana d'edat de la població cada cop és més elevada, i tem que es desmantelli l'estat del benestar que li garanteix una vellesa confortable. L'economia creix molt menys que als impetuosos Estats Units, i creix gràcies a les comandes d'altres països, asiàtics o americans, que permeten que la indústria funcioni a un ritme acceptable. El sector públic està limitat per un excessiu dèficit, però, de tota manera, els responsables de la política econòmica són conscients que les tradicionals receptes keynesianes d'estímul a la demanda, que havien funcionat en altres èpoques, avui en dia generarien més problemes que una altra cosa. Però no generalitzem. En alguns països europeus el consum va bé o molt bé. Per exemple, a Espanya. En els cinc últims anys, la despesa de consum ha crescut a una mitjana del 3,6% real, una xifra superior fins i tot a la dels Estats Units, i s'ha constituït en el motor de la demanda, juntament amb la compra d'habitatges.

Si el consumidor europeu continua abatut i, en canvi, creiem que el consumidor nord-americà ja no té gaire més marge per tibar de l'economia mundial, on és el futur? La resposta, indubtablement, és a la Xina. No és un futur immediat, però, a mitjà i a llarg termini, el consumidor xinès tornarà a canviar el món. Ara, el consumidor xinès representa només un terç de la seva economia, quan als països desenvolupats el normal és que representi els dos terços. El gegant asiàtic s'ha abocat a la indústria i a la inversió en infraestructures. Però això canviarà. Sorprèn imaginar la quantitat d'automòbils, neveres, telèfons mòbils o paquets turístics que els 1.300 milions d'habitants seran capaços de consumir quan s'apropin als nivells dels països desenvolupats. I, no cal dir-ho, aquesta situació constitueix un autèntic repte mediambiental. Però, per què no? És el camí que va seguir el Japó fa unes quantes dècades, i el que també van seguir els països que ara coneixem com a «tigres asiàtics». El consumidor continuarà essent el rei, aquí, als Estats Units o a la Xina.

27 d'abril de 2006

# RESUM EXECUTIU

## El petroli amenaça de nou

**El petroli torna a pujar a màxims històrics pels temors d'interrupció del subministrament...**

Un altre cop el petroli fa perillar l'actual cicle expansiu mundial. A l'abril, la cotització del barril ha assolit nous màxims històrics (més de 75 dòlars puntualment), després de la treva relativa oberta després del pas dels huracans *Katrina* i *Rita* pel golf de Mèxic cap al final de l'estiu de l'any passat. En aquest nou episodi d'inestabilitat, el detonador han estat les informacions sobre la possibilitat que els Estats Units decideixin atacar l'Iran com a represàlia pel seu desenvolupament del programa d'enriquiment d'urani. El risc d'interrupció del subministrament torna a emergir davant la possibilitat d'un nou conflicte a l'Orient Mitjà. Aquest temor s'afegeix a altres problemes, com les dificultats d'un altre gran país exportador, Nigèria; el nivell molt baix de capacitat extractiva i de refinatge excedentària global, etc.

**...i per la potent embranzida del creixement de l'economia mundial, més intensa del que s'havia previst uns mesos enrere.**

Tots aquests problemes d'oferta probablement no aflorarien si no fos per la impressionant embranzida de la demanda de cru. Una embranzida que sorgeix d'un creixement econòmic mundial més fort del que s'esperava. El mateix Fons Monetari Internacional (FMI) ha hagut d'apujar notablement –del 4,3% al 4,9%– les previsions de creixement per al 2006 efectuades a la tardor. On la revisió ha estat superior és al grup en què l'FMI engloba les economies emergents i els països en vies de desenvolupament: Xina, Índia, Brasil, Mèxic, Rússia, etc., on el creixement esperat el 2006 és del 6,9%, i cal no oblidar que es tracta de països amb una propensió al consum energètic superior a la de les economies avançades. Aquest mes s'ha conegut el creixement de la Xina en el primer trimestre: més del 10%. L'embranzida es transmet també als mercats de primeres matèries –amb l'inestimable ajut dels fons especulatius, és cert–, de manera que els preus d'algunes d'ús industrial, com el coure o el zinc, s'han disparat fins i tot per damunt del 25% registrat pel petroli.

**Aquest cop tampoc no hi ha senyals de problemes en el camp de la inflació, tot i que, de tota manera, els bancs centrals tensen les polítiques monetàries.**

Si la pujada del cru és un problema principalment de demanda, sembla menys problema. D'una banda, n'hi hauria prou amb una eventual desacceleració de l'activitat per tornar els preus del barril a nivells més moderats; de l'altra, uns preus alts poden ser, fins i tot, bons per refredar una mica el ritme frenètic d'expansió d'algunes economies. En qualsevol cas, queda un altre tema important: la inflació. Però certament no som als setanta ni als vuitanta. Els índexs de preus de consum recullen la pujada dels preus de la benzina, del gasoil i d'altres derivats, però, ara com ara, amb prou feines hi ha transmissió d'aquestes tensions a la resta de béns i serveis. Els bancs centrals han començat a tensar les polítiques monetàries, però els tipus a llarg termini, per bé que han abandonat la zona de mínims, encara transiten per territoris assossegats.

El cas més il·lustratiu és el nord-americà. De la pujada dels tipus d'interès i de l'encariment del petroli es podria esperar un cert retraïment del consumidor als Estats Units. Res més lluny de la realitat. En contra del que havia previst el mercat, l'índex del *Conference Board*, que mesura els nivells de confiança dels consumidors, ha experimentat un sensible augment a l'abril. Creiem que més endavant les famílies nord-americanes acabaran moderant l'exuberància consumista, però, en qualsevol cas, sembla que la inèrcia actual garanteix

un creixement amb prou feines inferior al 3,5% del 2005. Els problemes com el dèficit exterior i el dèficit públic continuen vius, però, ara com ara, es crea ocupació (gairebé 600.000 llocs de treball en el primer trimestre), les empreses generen beneficis alts i la inflació no se surt del guió.

Curiosament, pel que sembla, el que més incomoda els Estats Units és el gran dèficit de la seva balança comercial amb la Xina. L'aclaparadora competitivitat de les manufactures xineses al mercat nord-americà genera reflexos proteccionistes que el president Bush amb prou feines pot contenir. La visita del president xinès Hu Jintao aquest mes no ha servit per resoldre gaire res, tot i que s'han tancat importants contractes de venda d'aeronaus i de *software* nord-americà al gegant asiàtic. Una de les demandes més insistents des del món acadèmic i polític dels Estats Units és la revaloració del iuan, la moneda xinesa, que es considera infravalorada i que, per tant, constituiria un element de competència deslleial.

Una mica d'això és deu haver assumit a la reunió del G-7 (el grup dels països més rics del món) i els països emergents desenvolupada a Washington arran de les trobades de primavera de l'FMI i el Banc Mundial. Rodrigo Rato, director gerent de l'FMI, va defensar un realineament dels tipus de canvi que contribueixi a moderar els grans desequilibris de balança de pagaments. La lògica és clara: els elevats i persistents superàvits per compte corrent de les economies asiàtiques haurien de conduir a un increment dels seus tipus de canvi, mentre que el galopant dèficit nord-americà exigiria una devaluació del dòlar. I millor una devaluació controlada que un enfonsament que provoqui un augment sobtat dels tipus d'interès dels bons a llarg termini i una fugida de capital.

Ara com ara, sembla que la principal conseqüència ha estat el notable enfortiment de l'euro en els últims dies. La seva cotització ha superat els 1,25 dòlars, el nivell més alt en set mesos. Però no es tracta solament de les declaracions dels polítics. La feblesa del dòlar recull l'anunci de l'esgotament de la fase alcista dels tipus d'interès de referència de la Reserva Federal i les bones notícies dels indicadors d'activitat de la zona de l'euro.

**Sembla que els Estats Units estan més preocupats per l'allau d'importacions de productes procedents de la Xina que per l'escalada del petroli.**

Un enfortiment excessiu de l'euro no és el que convé a la zona de l'euro, ara que, pel que sembla, es consolida la fràgil recuperació iniciada l'any passat. A Alemanya, les enquestes d'opinió han sorprès pels seus bons resultats, i l'optimisme empresarial s'ha estès a sectors clau de l'economia. A França, la revolta juvenil contra la reforma laboral pot haver afectat alguns indicadors del mes de març, però no s'han trencat les favorables tendències de fons. A Itàlia, la incògnita cal buscar-la en la política que seguirà l'executiu de Romano Prodi després de la victòria de la coalició de centre-esquerra a les recents eleccions.

**El dòlar recula enfront de l'euro, en un entorn de bones notícies sobre l'economia europea.**

## Economia espanyola: bons resultats en el primer trimestre

L'economia espanyola manté la velocitat de creuer del final del 2005, amb un creixement del producte interior brut proper al 3,5%. La demanda interior podria haver perdut una mica de força en els dos primers mesos en l'àmbit del consum privat, però la fermesa de fons encara és apreciable. La despesa al sector de la construcció continua mostrant una gran solidesa, tot i que el mercat immobiliari continua emetent alguns signes de moderació, com el menor augment dels preus dels habitatges. La inversió en béns d'equipament manté el to expansiu, però també amb tendència a moderar les elevades taxes dels mesos anteriors.

En canvi, sembla que les exportacions de béns comencen a deixar enrere l'ensope-

**El creixement de l'economia espanyola es manté ferm.**

**Símptomes de millora en les exportacions, després d'un any d'estancament i de pèrdua de quota.**

gada dels últims mesos. Al gener i al febrer, les vendes a l'exterior van presentar uns resultats més acceptables. Es tracta d'uns registres que encara cal interpretar amb prudència, però que han permès recuperar una mica la moral després que el 2005 la indústria espanyola patís una important reculada en la seva quota de mercat d'exportació. Indubtablement, la consolidació de la millora de l'economia europea afavoreix les vendes espanyoles als seus mercats més tradicionals. De tota manera, el dèficit de la balança comercial no ha recollit la millora de les exportacions, perquè les compres a l'exterior continuen polsant amb força i els preus de l'energia importada llasten el còmput total.

**Elevada creació d'ocupació, condicions financeres favorables i bons resultats empresarials caracteritzen l'actual moment de l'economia espanyola...**

L'impuls que manté l'economia espanyola li permet continuar creant ocupació a un ritme elevat. No es tracta de llocs de treball d'elevada qualificació que ajudin a incrementar la productivitat, però permeten sostenir la notable expansió de la despesa de les famílies, tant de consum com d'inversió. Amb l'ajuda, no cal dir-ho, d'unes condicions financeres molt favorables, tot i el lleuger ascens dels tipus d'interès. Al febrer, el crèdit a les llars per a la compra d'habitatge mostrava encara un ritme de creixement interanual superior al 24%. Les empreses també experimenten un bon moment financer, que es posa de manifest en els excel·lents resultats de les empreses cotitzades en borsa i de la mostra que recopila el Banc d'Espanya a la seva central de balanços.

**...però l'amenaça de la inflació i el manteniment del cicle expansiu exigeixen mantenir el ritme de reformes estructurals.**

El costat més fosc de la conjuntura, juntament amb el dèficit exterior, continua essent la inflació. Amb prou feines acabat el primer quadrimestre de l'any, les esperances d'una moderació sensible de les tensions de preus han començat a esvair-se. La culpa és del petroli. Omplir el dipòsit de combustible mai ha estat tan car. Però es continuen observant fortes resistències a la moderació de preus en els aliments elaborats (oli, carn de boví, peix) o en els serveis (correus, transport públic, serveis hospitalaris, reparacions de l'automòbil).

La pressió de la demanda i la seva escassa resposta a les pujades dels preus en un entorn d'optimisme econòmic no ajuden precisament a contenir la inflació. La política econòmica es troba amb limitacions evidents a l'hora d'afrontar el problema dels preus. En l'últim Consell de Ministres de l'abril, el Govern va donar llum verda a un nou conjunt de mesures econòmiques que es durà a terme durant els propers mesos. Un dels objectius d'aquest paquet és, precisament, millorar l'eficiència d'alguns mercats i lluitar, d'aquesta manera, contra la inflació. És el cas del sector energètic i del transport ferroviari de mercaderies. En l'àmbit de la política pressupostària, es tractaria de limitar el creixement de la despesa pública d'acord amb el producte interior brut. També s'han plantejat canvis al mercat hipotecari, amb l'objectiu d'abaratir el canvi d'hipoteca i de promoure la utilització de préstecs hipotecaris a tipus mixt en un context futur de tipus d'interès més elevats que els actuals. Cal destacar, finalment, el principi d'acord que es comença a concretar entre patronal, sindicats i Govern per reduir la temporalitat en la contractació laboral.

# CRONOLOGIA

## 2005

| | | |
|---|---|---|
| **març** | 4 | L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim anual (10.940,55) amb una alça de l'1,5% en relació amb el final de l'any 2004. |
| | 22 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència fins al 2,75%. |
| | 23 | Els caps d'Estat i de govern dels països membres de la Unió Europea aproven la reforma del **Pacte d'Estabilitat i Creixement** i introdueixen més flexibilitat. |
| **abril** | 20 | L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** marca un mínim anual (10.012,36) amb un descens del 7,1% en relació amb el final del 2004. |
| **maig** | 2 | La **lliura xipriota**, el **lat letó** i la **lira maltesa** s'incorporen al Mecanisme de Tipus de Canvi. |
| | 3 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3%. |
| **juny** | 30 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,25%. |
| **agost** | 9 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,5%. |
| **setembre** | 17 | Increment dels **impostos especials** que graven l'alcohol i el tabac per al finançament de la sanitat (BOE 17-9-05). |
| | 20 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,75%. |
| **octubre** | 4 | L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (10.919,2), amb uns guanys acumulats del 20,2%. |
| | 13 | El Govern aprova el **Programa Nacional de Reformes d'Espanya**. |
| **novembre** | 1 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4%. |
| | 28 | La **corona eslovaca** s'incorpora al Mecanisme de Tipus de Canvi. |
| **desembre** | 1 | El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,25%. |
| | 13 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,25%. |
| | 17 | El Consell Europeu acorda el **marc pressupostari 2007-2013**. |
| | 18 | La cimera de Hong Kong de l'**Organització Mundial de Comerç** pacta suprimir el 2013 totes les ajudes a les exportacions agrícoles dels països desenvolupats. |

## 2006

| | | |
|---|---|---|
| **gener** | 20 | El Govern presenta els avantprojectes de reforma de l'**impost sobre la renda de les persones físiques** i de l'**impost de societats**. |
| | 31 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,50%. |
| **març** | 2 | El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,50%. |
| | 24 | L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (11.954,4) amb uns guanys acumulats de l'11,4% en relació amb el final de desembre del 2005. |
| | 28 | La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 4,75%. |
| | 31 | El Govern aprova un **paquet de política econòmica** amb mesures pressupostàries, del mercat hipotecari, sector energètic i transport ferroviari. |
| **abril** | 21 | El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins al nivell màxim històric de 73,85 dòlars per barril. |
| | 27 | L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim anual (11.382,5) amb una alça del 6,2% en relació amb el final de l'any 2005. |

# AGENDA

## Maig

**4** Reunió del Consell de Govern del BCE.
**5** Índex de producció industrial (març).
**10** Reunió del Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal.
**11** Avanç PIB (primer trimestre). Avanç PIB zona de l'euro (primer trimestre).
**12** Índex de preus de consum (abril).
**17** IPC harmonitzats de la Unió Europea (abril).
**24** PIB (primer trimestre).
**25** Índex de preus industrials (abril).
**30** Indicador avançat de l'IPC harmonitzat (maig).

## Juny

**1** Reunió del Consell de Govern del BCE.
**5** Índex de producció industrial (abril).
**13** Índex de preus de consum (maig).
**14** Enquesta trimestral de costos laborals (primer trimestre).
**15** IPC harmonitzats de la Unió Europea (maig).
**26** Índex de preus industrials (maig).
**29** Indicador avançat de l'IPC harmonitzat (juny). Reunió del Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal.

### Previsions de l'FMI: el creixement és sòlid, tot i el petroli i els dèficits comercials

**L'FMI espera un major creixement global per al 2006.**

El Fons Monetari Internacional (FMI), al seu informe de perspectives de l'economia mundial de l'abril, ha apujat les previsions de creixement per al 2006 del 4,3% al 4,9% i per al 2007 ha deixat l'avanç en el 4,7%. L'expansió mundial es mostra més sòlida del que s'esperava, gràcies a unes benignes condicions financeres que compensen amb escreix els desastres naturals i l'encariment de l'energia. La producció industrial, el comerç, la confiança dels consumidors i els mercats laborals s'enforteixen.

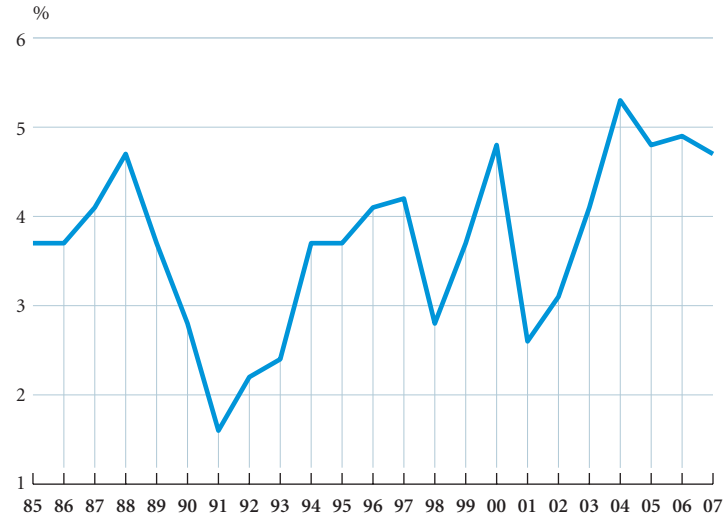
**L'expansió s'equilibra, amb el Japó i els països emergents afegint-se al grup capdavanter de la Xina i els Estats Units.**

L'expansió també és més equilibrada. El Japó i les economies emergents s'afegeixen als Estats Units i a la Xina. Per als Estats Units s'espera el 2006 un creixement del 3,4% i el 2007, del 3,3%. L'ocupació, les comandes de capital i la producció industrial suggereixen que l'alentiment del final del 2005 va ser puntual. El 2006 hi haurà una moderació del fort consum privat per l'afebliment del mercat de l'habitatge. També es preveu un empitjorament de les finances públiques.

S'espera una lleugera millora del nivell d'activitat a Europa, amb una expectativa de creixement per al 2006 que passa de l'1,8% al 2,0%. L'expansió no anirà a més, amb un avanç de l'1,9% per al 2007. Tot i la revisió alcista, la demanda europea continua essent una incògnita, principalment centrada a Alemanya, amb una expectativa de creixement de l'1,3% per al 2006 i

**EL CREIXEMENT MUNDIAL MANTÉ UN TO ALT**

Variació interanual del producte interior brut (*)




NOTA: (*) 2006 i 2007 són previsions.
FONT: Fons Monetari Internacional.

## PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge

| | 2004 | 2005 | 2006 (1) | 2007 (1) |
|---|---|---|---|---|
| **PIB** | | | | |
| Estats Units | 4,2 | 3,5 | 3,4 | 3,3 |
| Japó | 2,3 | 2,7 | 2,8 | 2,1 |
| Alemanya | 1,6 | 0,9 | 1,3 | 1,0 |
| França | 2,1 | 1,4 | 2,0 | 2,1 |
| Itàlia | 0,9 | 0,1 | 1,2 | 1,4 |
| Regne Unit | 3,1 | 1,8 | 2,5 | 2,7 |
| Espanya | 3,1 | 3,4 | 3,3 | 3,2 |
| **Zona de l'euro** | **2,1** | **1,3** | **2,0** | **1,9** |
| **Economies avançades** | **3,3** | **2,7** | **3,0** | **2,8** |
| **Total mundial** | **5,3** | **4,8** | **4,9** | **4,7** |
| *Països en desenvolupament* | *7,6* | *7,2* | *6,9* | *6,6* |
| *Amèrica Llatina* | *5,6* | *4,3* | *4,3* | *3,6* |
| *Europa de l'Est i Central* | *6,5* | *5,3* | *5,2* | *4,8* |
| *Rússia* | *7,2* | *6,4* | *6,0* | *5,8* |
| *Xina* | *10,1* | *9,9* | *9,5* | *9,0* |
| **Preus al consum** | | | | |
| Estats Units | 2,7 | 3,4 | 3,2 | 2,5 |
| Japó | 0,0 | –0,3 | 0,3 | 0,6 |
| Alemanya (2) | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 2,5 |
| França (2) | 2,3 | 1,9 | 1,7 | 1,8 |
| Itàlia (2) | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,1 |
| Regne Unit (2) | 1,3 | 2,1 | 1,9 | 1,9 |
| Espanya (2) | 3,1 | 3,4 | 3,4 | 3,1 |
| **Zona de l'euro** (2) | **2,1** | **2,2** | **2,1** | **2,2** |
| **Economies avançades** | **2,0** | **2,3** | **2,3** | **2,1** |
| *Països en desenvolupament* | *5,7* | *5,4* | *5,4* | *4,8* |
| **Taxa d'atur** (3) | | | | |
| Estats Units | 5,5 | 5,1 | 4,9 | 5,1 |
| Japó | 4,7 | 4,4 | 4,1 | 4,0 |
| Alemanya | 9,2 | 9,1 | 8,7 | 8,8 |
| França | 9,5 | 9,6 | 9,6 | 9,1 |
| Itàlia | 8,3 | 8,1 | 7,8 | 7,6 |
| Regne Unit | 4,8 | 4,8 | 4,9 | 4,8 |
| Espanya | 11,0 | 9,2 | 8,6 | 8,5 |
| **Comerç mundial en volum** (4) | **10,4** | **7,3** | **8,0** | **7,5** |
| **Preu del petroli ($/barril)** (5) | **30,7** | **41,3** | **14,8** | **2,9** |

NOTES: (1) Previsions d'abril 2006.
(2) Índex de preus de consum harmonitzat.
(3) Percentatge de població activa.
(4) Béns i serveis.
(5) Mitjana de preus spot de les qualitats Brent. Dubai and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 61,25 el 2006 i 63,00 el 2007.
FONT: Fons Monetari Internacional.

**Milloren les perspectives per a Europa, però persisteixen els dubtes sobre Alemanya i Itàlia.**

d'un magre 1,0% per al 2007. Milloren lleugerament les perspectives d'expansió per a França i el Regne Unit, però continuen empitjorant per a Itàlia. Espanya continua essent una excepció positiva, amb una previsió del 3,3% per al 2006, revisada a l'alça, i del 3,2% per al 2007.

L'expansió japonesa és més ferma del que semblava en un principi, gràcies al fet que aquest cop es basa en la demanda interna. Es revisa el creixement per al 2006 del 2,0% al 2,8%. No obstant això, el Japó té pendent el pas a un nou marc de política monetària després de l'era deflacionista, la recuperació de l'equilibri pressupostari i la reactivació de l'avanç de la productivitat. Factors que han de drenar el creixement i que deixen la previsió per al 2007 en el 2,1%. També s'espera un major creixement per a la Xina. La revisió de la forma de mesurar el producte interior brut (PIB) ha comportat una major participació dels serveis i un augment de les taxes de creixement, que, en el període 1993-2004, presenta una taxa mitjana del 10%. Per al 2006, s'espera el 9,5%. El sector immobiliari ha d'enfortir el ritme d'activitat, però la grip aviària és un risc significatiu, amb importants efectes potencials, deixant de banda les pèrdues humanes, sobre el pressupost públic i els sistemes de pagament.

**La inflació continua sota control, tot i el petroli.**

**El principal risc són els desequilibris comercials, la solució dels quals passa per un reajustament del dòlar.**

Un element positiu ha estat la persistent moderació dels preus davant la pressió dels mercats del petroli. La globalització ha tingut un efecte compensador, però això es podria estar acabant, a causa dels elevats nivells d'utilització de la capacitat productiva. L'increment de preus i unes condicions financeres menys laxes i amb uns tipus d'interès a l'alça han d'afectar negativament els elevats beneficis empresarials, els quals, als Estats Units, coexisteixen, malgrat tot, amb una despesa d'inversió empresarial fluixa.

El principal risc per al creixement són els desequilibris comercials, amb un biaix de l'estalvi mundial excessivament centrat en els països emergents. La seva correcció passa per un ajustament a la baixa de la cotització del dòlar. Un altre risc important són els desequilibris fiscals i la falta de polítiques decidides per contrarestar-los en un moment especialment propici.

Per al 2006, el preu mitjà esperat del barril de petroli és de 61,25 dòlars per barril, en línia amb la previsió anterior. Les crisis de Nigèria, l'Iraq i l'Iran, que sumen l'11% de la producció mundial, afectaran l'oferta, i per al 2007 s'espera un preu mitjà de 63,00 dòlars per barril. Rússia amplia la llista de riscos com a subministrador de gas poc fiable. L'augment d'inversió per adaptar l'oferta a les necessitats de consum no és tan productiu com es podria esperar, a causa d'explotacions cada cop menors, falta de personal qualificat després d'anys de petroli barat i barreres legals en certs països.

## Les tres raons de la frugalitat xinesa

L'ambaixador Macaurtney va presentar els obsequis a l'emperador Qien Long, però, per a sorpresa del britànic, sa majestat va exclamar que, tot i que agraïa el tribut del llunyà país vassall, no necessitava res de tot allò, perquè ja tenia de tot. De llavors ençà, molts han estat els qui han vist frustrades les seves expectatives de vendre quelcom en gran quantitat als consumidors xinesos. Aquesta anècdota de les acaballes del segle XVIII conté els tres eixos que defineixen la cruïlla del consum xinès dels nostres dies. En primer lloc, fent honor a l'actitud del seu vell governant, sembla que la tradicional propensió xinesa a la frugalitat i a l'estalvi resisteix bé el pas del temps. La Xina actual inverteix sumes ingents que arriben al 45% del producte interior brut, però el seu estalvi encara és més ingent i les supera en un 10%. Per aquest motiu, la Xina té un conflictiu superàvit exterior, però el més singular d'aquesta situació és que el consum privat representa només un terç de l'economia, quan a la resta del món representa dos terços, i, addicionalment, també perd pistonada en termes de despesa pública. Podem afirmar llavors que no hi ha solució per a aquests estalviadors empedreïts?

### XINA RICA, XINA POBRA

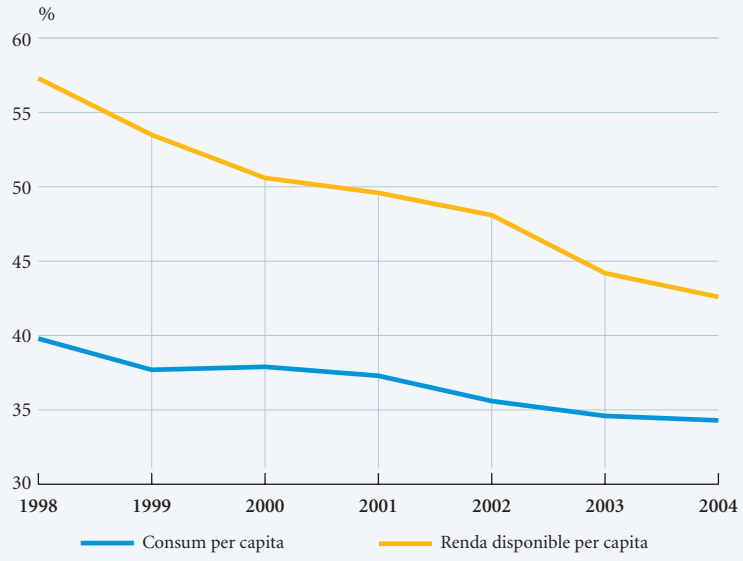
FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, OCDE i elaboració pròpia.

Per respondre aquesta pregunta podrem trobar una pista en el segon aspecte de la nostra història. L'emperador Qien Long no era estrictament xinès sinó manxú i representava l'elit bàrbara del nord-est, llavors dominant, i és que a la Xina hi ha molts xinesos, però, sobretot, hi ha moltes *Xines*. No existeix un mercat únic, sinó molts, i sensiblement més divergents que els existents al conjunt d'Europa. Des del 1978, amb els inicis de la reforma de Deng Xiao Ping, una profunda bretxa entre rics i pobres, i de notable caire geogràfic, s'ha superposat al gresol, ja existent, d'ètnies i llengües. El capitalisme a glops ha fet que les regions costeres fossin la punta de llança de les reformes, mentre que l'interior continua ancorat en el passat. Així, el 2005, la renda per capita de Xangai quadruplicava la nacional, mentre que, a tall d'exemple, les províncies occidentals de Sichuan, Gansu i Guizhou, amb 173 milions d'habitants, no arribaven a la meitat. El problema més greu de la present economia xinesa és que dues terceres parts de xinesos tenen una participació gairebé nul·la en el desenvolupament econòmic dels últims anys.

A més a més, la diferència interior-costa i camp-ciutat continua augmentant enmig d'un procés de creixement divergent. El 1998 el consum, en termes reals, d'una llar al medi rural només representava el 57% del seu equivalent al medi urbà. Lluny de millorar, el 2004 la mateixa proporció havia baixat al 42%. Cap al final del 2005, el PIB de les províncies costaneres, on viu el 36% de la població, s'apropava ja al 60% del total, també tendent a l'alça. L'enormitat geogràfica i l'escassetat dels mitjans de transport, en especial a les regions de l'interior, juguen aquí en contra i fan aflorar en tota la seva magnitud l'endarreriment acumulat del gegant groc. Tot i les ingents inversions realitzades, la densitat de la xarxa de carreteres encara és molt baixa. Fins i tot, sense considerar les despoblades regions de Xinjiang, Tibet i Qinghai, la densitat de quilòmetres de carretera no arriba a la meitat de la nord-americana, amb una densitat de població sis cops inferior a l'àrea considerada. Les línies de ferrocarril són, sens dubte, insuficients, amb el major grau d'utilització del món, deu cops superior a la mitjana europea i de qualsevol altre país ric. Quan a la Xina es parla de colls d'ampolla, és per raons de pes.

**EL CAMP I LA CIUTAT SEGUEIXEN CAMINS DIVERGENTS**

Evolució de la despesa de consum i de la renda disponible rural en relació amb la urbana




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

Aquestes dues realitats del colós groc tenen el seu reflex en el tipus de consum. En l'àmbit rural, les despeses d'alimentació sempre són la partida més important, propera al 60% de les despeses de consum bàsic. En el període 1999-2004, aquestes despeses van créixer el 45%, mentre que les de vestit es van quedar en el 20% i les de serveis i parament de la llar, en el 8%. L'únic concepte que, en aquests últims anys, ha crescut més que l'alimentació ha estat el transport, la qual cosa reflecteix les dificultats, ja esmentades, de les províncies de l'interior. A la costera Xangai, la major ciutat del país, símbol del creixement dels últims anys, les coses són ben diferents. El 2005 l'alimentació representava el 36% del consum de béns bàsics, força per sota del 44% del 2000. L'any passat, el consum d'aliments va créixer a Xangai el 8%, però la despesa en vestit ho va fer el 17%. La qüestió és que, si els habitants de Xangai són més presumits del que s'esperava, podria ser que la frugalitat xinesa no fos tan inamovible com semblava.

El tercer prisma de la nostra història cal buscar-lo en els trets mestres que van definir el llarg regnat de Qien Long, un contrareformista que es va caracteritzar per un retorn al passat i per un tancament en si mateix. La Xina d'avui, membre de l'Organització Mundial del Comerç i compromesa en la continuïtat de les reformes econòmiques, emet senyals netaments millors. No obstant això, la millora institucional continua pendent. Això exigirà reforçar els drets de propietat, en especial en l'àmbit rural; donar llibertat a les persones per abandonar l'activitat agrícola i accedir a la ciutat, i, finalment, millorar els governs locals. Llavors, potser descobrirem que els xinesos de l'interior són tan presumits com els de l'exuberant Xangai.

### La locomotora nord-americana marxa, però necessita ajustaments

Al voltant del Capitoli un nom sonava en molts comentaris. L'home del mes no era el president xinès Hu Jintao, de visita als Estats Units, ni tampoc el totpoderós conseller polític Karl Rove, sinó Rob Portman, antic supervisor de comerç ascendit ara a cap de l'Oficina de Gestió i del Pressupost. El millor home del president.

Gràcies a Portman, l'administració Bush ha pogut resistir amb un cert èxit els cants de sirena proteccionistes que, buscant caps de turc, afirmen que la Xina és el principal agent del creixent dèficit exterior. El punt feble d'una economia que, d'altra banda, creix al 3,2% sense provocar inflació. És indubtable que una apreciació del renmimbi i un major consum intern ajudarien a reduir el superàvit bilateral de la Xina amb els Estats Units. Però l'excés de consum dels mateixos nord-americans queda més a la vora i és més rellevant per compensar l'equilibri exterior.

Una bona manera de començar seria posar en ordre les arques públiques, motiu que explica el nomenament de Mr. Portman. Des del 2000, la combinació de les baixades impositives amb els increments de la despesa governamental, criticada des de totes les posicions, no fa cap bé ni a l'equilibri pressupostari ni a la balança comercial. Sense Portman, caldrà estar a l'aguait a les possibles efervescències proteccionistes.

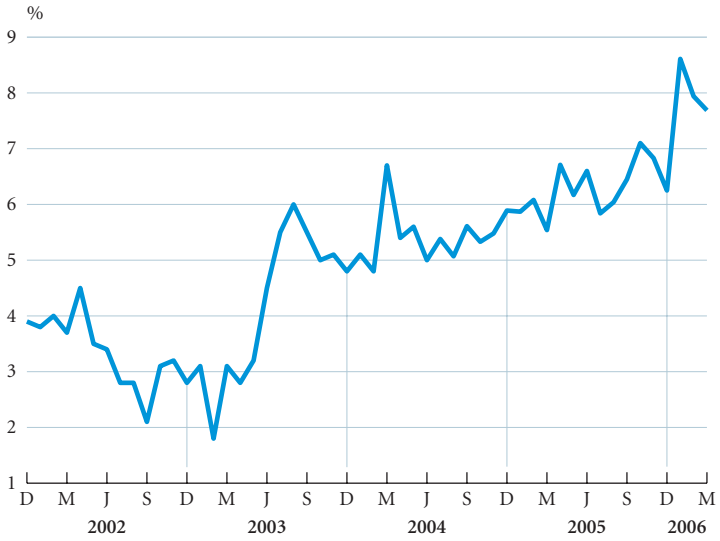
**Els Estats Units creixen amb solidesa i sense tensions inflacionistes...**

Un altre gran responsable del dèficit exterior és el consum privat. No importa si fa fred, si fa calor o si el petroli es posa pels núvols: el consum no solament aguanta, sinó que accelera. Les vendes al detall del març, excloses els volàtils vehicles a motor i l'encarida benzina, van créixer el 8,7% interanual, quan fa un any ho feien al 4,8%. Així, ara com ara, l'extravagància consumista supera el setge, cada cop més feixuc, de l'energia sobre els pressupostos familiars. Al problemàtic petroli s'afegeix l'encariment de l'energia elèctrica generada a les centrals de gas, de producció

**...però augmenta el descontentament pel dèficit comercial i exterior.**

## ESTATS UNITS: EL CONSUM SEMPRE SE'N SURT

Variació intermensual anualitzada de les vendes al detall sense automòbils ni benzina (*)




NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.
FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

**Els indicadors de consum exhibeixen vigor i optimisme.**

més flexible, el preu de la qual actua de llebre sobre la resta.

Tot i el sòlid creixement, i gràcies al fet que la desacceleració és molt més suau del que s'esperava, malgrat l'entusiasme dels consumidors i l'encariment de les primeres matèries i de l'energia, les tensions inflacionistes no apareixen. L'índex de preus de consum (IPC) del març es va desaccelerar fins al 3,4% interanual, i el component subjacent, exclosos l'energia i

## ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

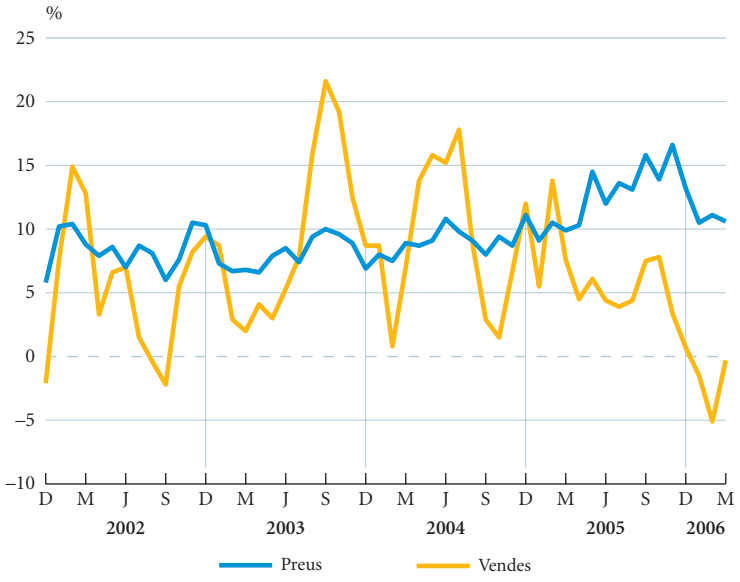
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer |
| PIB real | 4,2 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,2 | – | ... |
| Vendes al detall | 6,2 | 7,2 | 6,4 | 7,9 | 8,2 | 6,2 | 9,4 | 7,5 |
| Confiança del consumidor (*) | 96,1 | 100,3 | 104,2 | 102,3 | 98,9 | 95,8 | 106,8 | 102,7 |
| Producció industrial | 4,1 | 3,2 | 4,0 | 3,1 | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 3,0 |
| Índex activitat manufacturera (ISM) (*) | 60,5 | 55,5 | 55,7 | 53,2 | 56,0 | 57,0 | 54,8 | 56,7 |
| Venda d'habitatges unifamiliars | 10,0 | 6,7 | 5,1 | 6,9 | 11,5 | 3,5 | 1,1 | –13,4 |
| Taxa d'atur (**) | 5,5 | 5,1 | 5,2 | 5,1 | 5,0 | 4,9 | 4,7 | 4,8 |
| Preus de consum | 2,7 | 3,4 | 3,0 | 3,0 | 3,8 | 3,7 | 4,0 | 3,6 |
| Balança comercial (***) | –618 | –724 | –651 | –672 | –695 | –724 | –734 | –740 |

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

**ESTATS UNITS: EL TOTXO ATERRA SUAUMENT**

Variació interanual del preu i de les vendes de l'habitatge de segona mà




FONTS: Federal Housing Board i elaboració pròpia.

els aliments, continua ancorat en el 2,1%. La dada va ser una mica pitjor del que s'esperava per culpa del vestit. Però les queixes no vénen de l'IPC, sinó dels riscos, que, de cara als propers mesos, es concentren en els elevats nivells d'utilització de la capacitat productiva i, paradoxalment, en el refredament del mercat immobiliari.

L'habitatge es desaccelera de forma progressiva, tal com ho volia la Fed. Les vendes baixen i els preus creixen menys, tot i que encara es mantenen per damunt del 10% interanual. Rere d'aquesta desacceleració hi ha la pujada del tipus mitjà de les hipoteques, que a termini fix arriba al 6,5%, enfront del 5,8% d'un any enrere, de manera que la compra d'una casa és avui el 7% més difícil que en la passada primavera. Això produeix una relativa millora de les càrregues financeres dels qui viuen de lloguer, la qual cosa fa que aquesta opció sigui més atractiva i pugui comportar un encariment de les rendes.

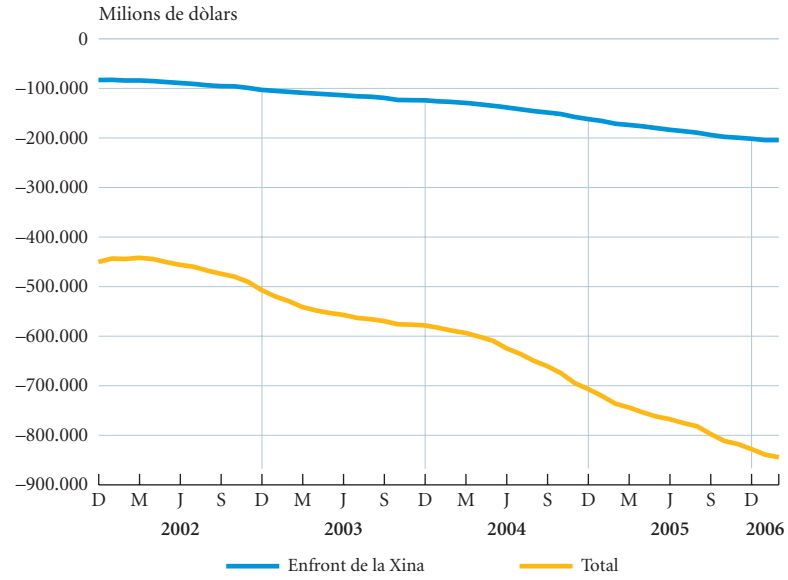
Se substituiria llavors la present inflació d'actius immobiliaris per la inflació de consum i afectaria el component subjacent. En tot cas, el tensionament dels preus coincidiria amb factors de refredament més que d'escalfament: desacceleració del preu de l'habitatge, amb menys efecte riquesa de suport al consum, i pressupostos familiars més reduïts. Tot plegat comportaria una reculada de l'exuberància consumista, hipòtesi ja present en l'ànim de la gent, tal com es reflecteix en els índexs de confiança del Conference Board, on la percepció de la situació actual supera amb escreix la d'un any enrere, però no en la valoració d'expectatives. Un consum més moderat que limitaria la temuda acceleració dels preus.

En aquest mateix sentit, sembla que les tensions salarials estan controlades. En el primer trimestre del 2006, es van crear 590.000 llocs de treball nous, xifra envejable però inferior en 73.000 llocs de treball

**La inflació està controlada, però els elevats nivells d'utilització de la capacitat i la pujada dels lloguers són un risc important.**

**ESTATS UNITS: NO TOT ACABA A LA XINA**

Balança comercial dels Estats Units, suma dels dotze últims mesos




FONTS: Department of Commerce i elaboració pròpia.

**Les importacions de la Xina augmenten el dèficit exterior, però els elevats nivells de consum, públic i privat, també.**

al que es creia d'un mes enrere. La creació d'ocupació continua sense esperonar els salaris, que amb prou feines mantenen el nivell adquisitiu. Els índexs d'activitat i de percepció empresarials també palesen el bon moment present. Però cal recordar que, a causa dels baixos tipus d'interès, de la contenció salarial i dels preus d'equipament, els beneficis se situen en màxims en termes del PIB nominal. Qualsevol canvi ens duria a abandonar aquests màxims i comportaria més refredament.

El dèficit comercial supera el 6% del producte interior brut (PIB), continua augmentant i, ara com ara, no es veu el final. Tot i l'enorme dèficit bilateral amb la Xina, que és deficitària amb la resta del món, el desequilibri exterior no és una anomalia xinesa sinó nord-americana. Una menor avidesa dels seus consumidors, una pèrdua de força de l'habitatge, un pressupost equilibrat i potser uns beneficis empresarials abandonant màxims haurien de contribuir a la reducció d'aquest desequilibri.

## El Japó, la terra de l'optimisme naixent

Els esforçats impulsors del creixement mundial han donat la benvinguda a un nou company, un fill pròdig absent de l'economia mundial que, després d'una dècada sense conèixer expansions duradores, ha tornat. El PIB ja va créixer al 2,7% durant el 2005, però la notícia del mes és que el fill pròdig ha tornat canviat, redimit.

**El Japó torna al grup capdavanter de les economies en creixement...**

El canvi és que el major contribuent a la recuperació és el consum privat, tradicional parent pobre de l'economia nipona. La present recuperació es basa en factors de demanda interna, i això és una novetat. Més enllà dels guarismes dels comptes nacionals, això implica un canvi cap a una actitud més optimista, tal com ho evidencien les recents enquestes governamentals, que mostren els màxims nivells de confiança dels quinze últims anys. Aquesta confiança, tractant-se del prudent Japó no pot ser d'una altra manera, es basa en

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

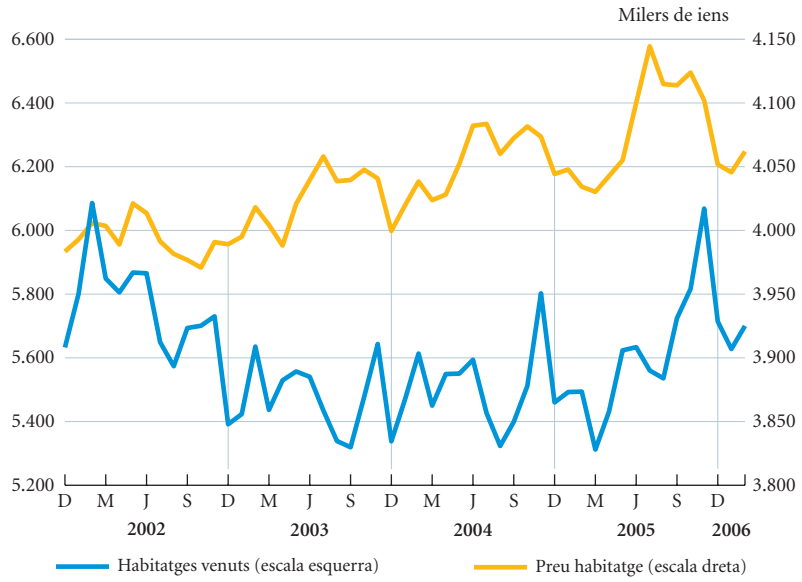
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer |
| PIB real | 2,3 | 2,7 | 1,1 | 2,7 | 2,8 | 4,3 | – | ... |
| Vendes al detall | –0,9 | 1,4 | 0,6 | 3,1 | 1,1 | 0,7 | 0,0 | 0,9 |
| Producció industrial | 5,3 | 1,5 | 2,3 | 0,3 | –0,1 | 3,6 | 2,8 | 2,5 |
| Índex activitat empresarial (Tankan) (*) | 20,5 | 18,0 | 14,0 | 18,0 | 19,0 | 21,0 | – | 20,0 |
| Habitatges iniciats | 2,6 | 3,8 | 1,4 | 2,2 | 4,9 | 6,9 | –2,4 | 13,7 |
| Taxa d'atur (**) | 4,7 | 4,4 | 4,5 | 4,3 | 4,3 | 4,5 | 4,5 | 4,1 |
| Preus de consum | 0,0 | –0,3 | –0,2 | –0,1 | –0,3 | –0,5 | 0,5 | 0,4 |
| Balança comercial (***) | 13,8 | 10,3 | 13,2 | 12,1 | 10,9 | 10,3 | 9,9 | 9,8 |

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

## JAPÓ: ELS HABITATGES MARQUEN EL CAMÍ DE LA RECUPERACIÓ?

Habitatges a l'àrea de Tòquio (*)




NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.
FONTS: Institut de l'Economia Immobiliària del Japó i elaboració pròpia.

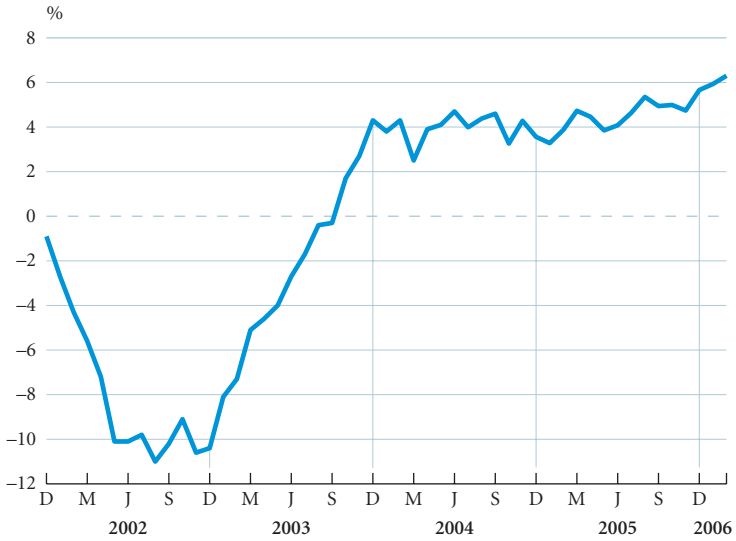
raons objectives. Una és la millora del mercat laboral, amb una taxa d'atur que, al febrer, només va ser del 4,1% i amb apreciables millores salarials. Una altra és el comportament més positiu del sector immobiliari, que ja no baixa sinó que experimenta una moderada recuperació.

Però aquest protagonisme del consum no acaba de plasmar les seves expectatives en els indicadors. Les vendes al detall continuen sense recuperar la tendència alcista que va dominar el 2005. Una raó és que els prudents japonesos, tot i veure les coses força clares, prefereixen primer

**...i els seus consumidors guanyen confiança.**

**JAPÓ: LES COMANDES DE MAQUINÀRIA MARQUEN EL CAMÍ**

Variació interanual de les comandes nacionals de maquinària (*)




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

refer els comptes d'estalvi, malmesos després de tants anys d'apatia econòmica. Això és crucial, perquè, sense els consumidors, la continuïtat del cicle expansiu no és possible.

**S'espera una recuperació de la inversió.**

La inversió es va alentir progressivament al llarg de l'any passat, i, en aquests moments, el grau d'utilització de la capacitat productiva se situa en màxims, tal com ho denoten les últimes enquestes Tankan de sentiment empresarial. El repunt de les comandes de maquinària, tant d'origen interior com exterior —més volàtil—, augura una recuperació del pols inversor, que, malgrat tot, s'haurà de basar en la demanda interna, és a dir, en els consumidors japonesos, perquè la forta contribució del sector exterior al creixement de l'últim trimestre del 2005 és més un tocar fons que un preludi d'expansions futures. La balança de béns i serveis dels dotze últims mesos fins al febrer mostra una tendència a la baixa molt lleugera, alleujada per la recuperació de les exportacions, però sempre dominada per la força importadora.

**Els preus energètics esperonen la inflació, però l'efecte psicològic és el més rellevant.**

El final de la deflació és un altre dels motius d'optimisme. L'IPC sense aliments va avançar al febrer el 0,4% interanual. No obstant això, aquesta sortida del túnel té tres peròs. Amb l'encariment de l'energia, el Japó importa una inflació que, quan acabi, hauria d'empènyer els índexs cap avall; els deflactors del PIB continuen sense reflectir pujades de preus, i, a més a més, els preus de Tòquio van tenir al març un creixement nul. Malgrat tot, l'efecte psicològic ja s'ha donat, i potser això és el més important.

L'alta utilització de la capacitat productiva, les expectatives dels consumidors i el final de la deflació marquen un camí que el banc central veu clar, però és també un camí d'espines. En primer lloc, queda per solucionar la qüestió de l'elevat deute públic, acumulat després de tres anys d'estancament, la qual cosa ha de drenar creixement. També queden pendents la reforma del sector bancari i la qüestió del creixement potencial del Japó. Amb una demografia d'envelliment, la productivitat i la reducció de costos laborals unitaris són elements

bàsics per augmentar aquest potencial, indicadors que últimament no marxen gaire bé. Sense afrontar aquests reptes, la recuperació japonesa, tot i ser sòlida i optimista, té un sostre relativament més baix que el d'altres economies avançades.

**El Japó no pot ignorar les reformes pendents, el deute i la baixa productivitat.**

## El Brasil: equilibri mentre s'espera l'increment del creixement

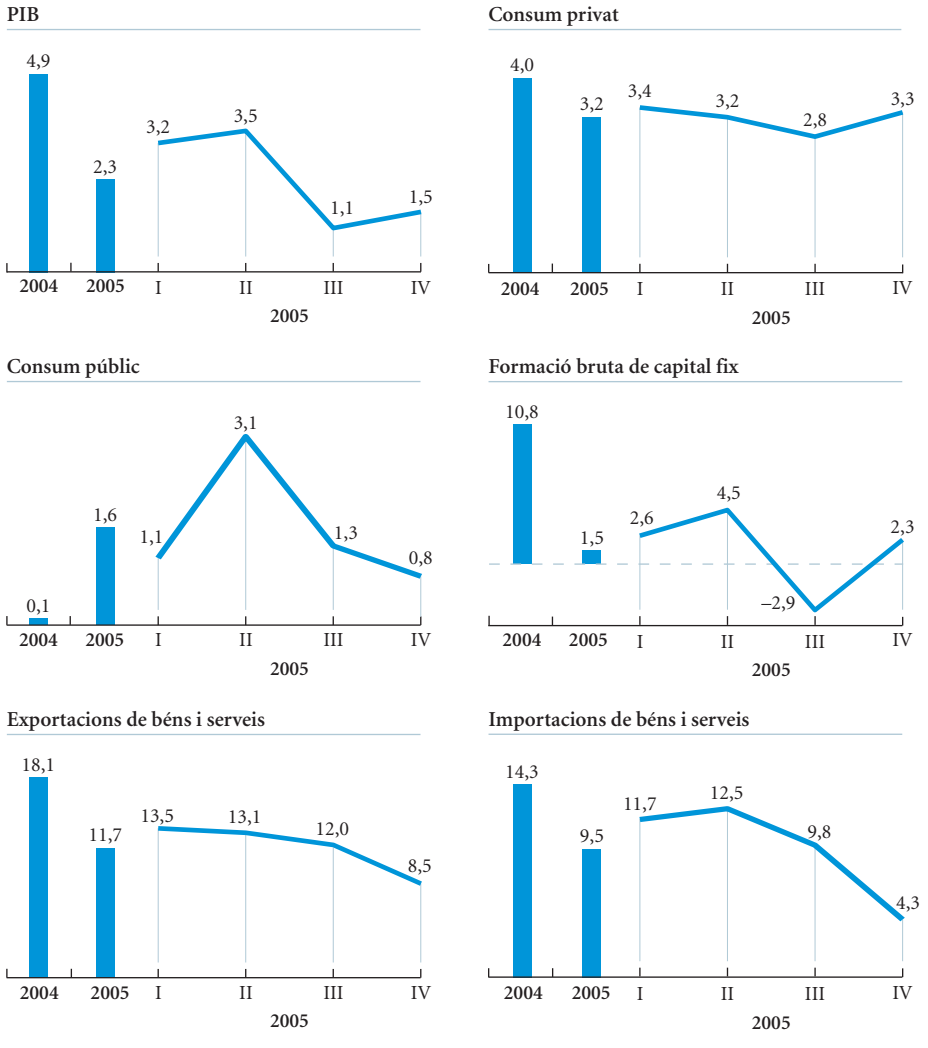
L'economia brasilera va recuperar, cap al final de l'any, el to perdut, però el creixement continua essent baix. En contrast amb l'Argentina, es creix menys, però la inflació està sota control i el sector exterior té fins i tot un comportament més positiu que el del seu veí.

El PIB del quart trimestre va avançar l'1,5% interanual. Taxa modesta però que trenca la marcada desacceleració del trimestre anterior. El consum privat i la inversió van recuperar el to, tot i que, especialment en el segon cas, només de forma parcial. De fet, el 2005 va ser un any de fort

**El Brasil recupera el to, però només parcialment.**

### EVOLUCIÓ DEL PIB DE BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals




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

**BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març | Abril |
| PIB real | 4,9 | 2,3 | 3,2 | 3,5 | 1,1 | 1,5 | – | ... | – | – |
| Producció industrial | 8,3 | 3,1 | 3,9 | 6,1 | 1,4 | 1,3 | 3,2 | 5,4 | ... | ... |
| Taxa d'atur São Paulo (*) | 18,8 | 17,0 | 17,0 | 17,5 | 17,2 | 17,2 | 15,7 | 16,3 | ... | ... |
| Preus de consum | 6,3 | 5,8 | 6,0 | 6,6 | 5,2 | 5,3 | 4,8 | 4,6 | 4,2 | ... |
| Balança comercial (**) | 33,7 | 44,8 | 35,9 | 38,3 | 41,2 | 44,8 | 45,4 | 45,5 | 45,8 | 44,2 |

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

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

**El sector exterior continua oferint superàvit, però les exportacions fluixegen.**

alentiment en la formació de capital, tot i la necessitat d'infraestructures que té el país. Al costat positiu, l'estabilitat macroeconòmica continua essent una prioritat. El consum públic es va continuar desaccelerant amb força, a causa de les mesures d'austeritat per redreçar la llosa dels deutes contrets en el passat. El sector exterior també va tenir un bon comportament, tot i que aquest cop el principal factor va ser la feblesa importadora.

**Consum al detall i producció industrial apunten a una recuperació.**

Els últims indicadors mensuals de demanda apunten a un major creixement per al primer trimestre. Les vendes al detall van evolucionar lleugerament a l'alça i van créixer el 5,3% interanual al febrer. Les vendes d'automòbils també donen suport a les tesis alcistes. Tot i tenir un comportament fluix al març, van començar l'any amb bon peu, amb avanços molt més forts que els registrats en la segona meitat del 2005.

**La inflació controlada coexisteix amb un alt nivell d'atur.**

Al costat de l'oferta també troba suport la hipòtesi alcista. La producció industrial i, en especial, el seu component de béns de capital també van començar l'any amb més força que al final de l'any anterior i van avançar al febrer el 5,4% i el 10,8% interanual, respectivament.

**L'Argentina creix al 9,1% i culmina el tercer any de forta expansió.**

Mentre s'esperen expansions més importants, el Brasil vol continuar posant ordre, i la millor prova d'això és l'estabilitat dels preus. La inflació del març va ser del 4,2% interanual, una xifra històricament baixa. El comportament dels preus a l'engròs, que al febrer es van situar per sota de la cota del mateix període de l'any anterior, reforça l'escenari. Si els preus són el costat bo, la persistència de l'alt nivell d'atur és el costat fosc, ja que la taxa de São Paulo es va enfilar al febrer fins al 16,3%.

Per la seva banda, la balança comercial va continuar ostentant el superàvit més important del continent americà, amb 44.236 milions de dòlars durant els dotze últims mesos fins a l'abril. Les importacions d'aquest primer trimestre estan dominades pels béns de capital. Però les exportacions presenten una marcada desacceleració, que, a l'abril, s'ha intensificat, i, sense força exportadora, qualsevol millora de la demanda interna que faci augmentar les importacions canviarà aquesta situació.

### L'Argentina cavalca amb força

La recuperació de l'economia argentina manté un to elevat. Amb la crisi del 2002 ja prou superada, els riscos més importants són la creixent inflació i un sector exterior que no acaba de tirar.

El PIB argentí va créixer el 9,1% en el quart trimestre del 2005 i va culminar així el tercer any d'expansió. Per bé que el consum privat va continuar mostrant vigor, amb avanços del 8,0%, al llarg del 2005 ha estat rellevat per la inversió com a major contribuent al creixement. El component inversor arriba així a representar el 22% de l'economia, la qual cosa converteix l'Argentina en un dels majors inversors de la regió, un procés benvingut en economies que temps enrere es caracteritzaven per un excés de consum i de dèficit d'infraestructures. En canvi, el sector exterior va contribuir negativament al creixement, sobretot per la desacceleració de les exportacions, la competitivitat de les quals es veu afectada pel diferencial d'inflació amb altres països de la regió.

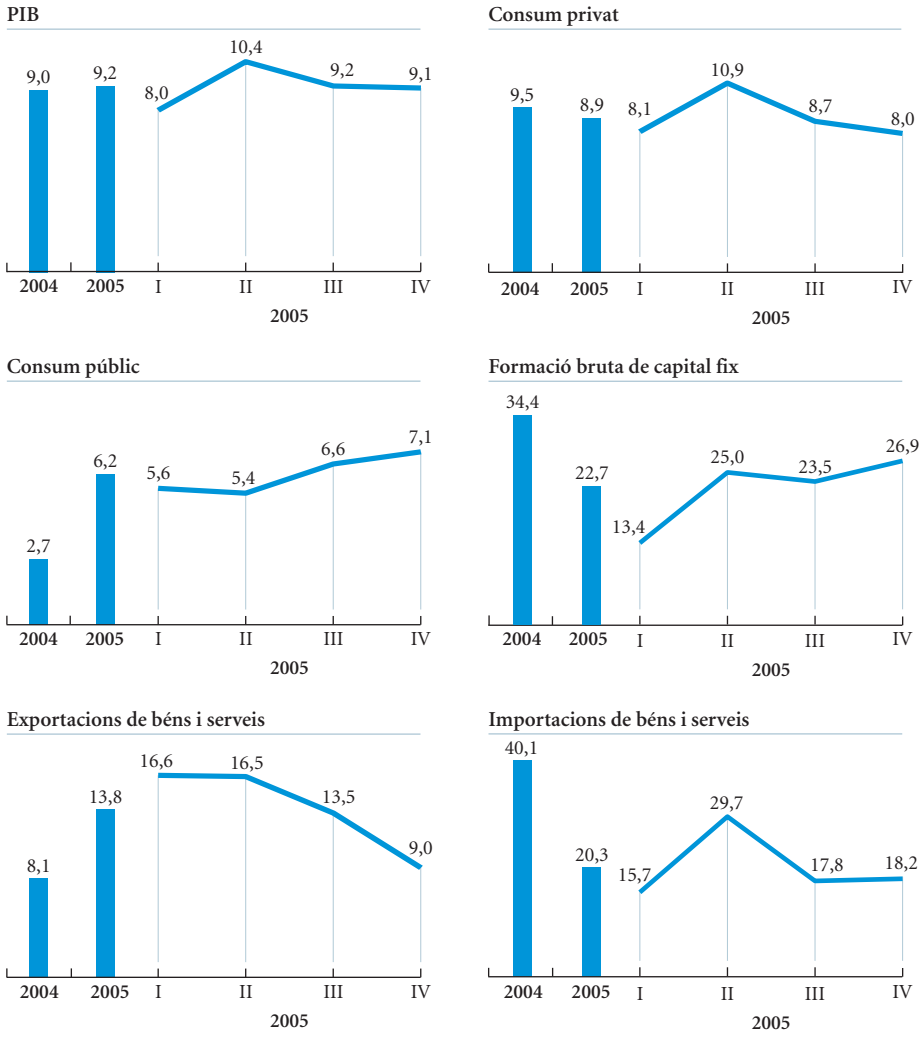
**La inversió passa al primer pla.**

Els indicadors de demanda continuen donant senyals expansius, amb unes vendes al detall que, al febrer, van créixer el 29,6% interanual. També la venda d'automòbils del març va avançar el 22,9% i

**La demanda continua avançant amb força.**

## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals




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

## ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB real | 9,0 | 9,2 | 8,0 | 10,4 | 9,2 | 9,1 | – | ... | – |
| Producció industrial | 6,9 | 7,3 | 7,0 | 7,8 | 7,2 | 7,1 | 6,4 | 7,3 | 5,8 |
| Taxa d'atur (*) | 13,6 | 11,6 | 13,0 | 12,1 | 11,1 | 10,1 | ... | ... | ... |
| Preus de consum | 4,4 | 9,6 | 8,2 | 8,8 | 9,8 | 11,7 | 12,1 | 11,5 | 11,1 |
| Balança comercial (**) | 12,1 | 11,3 | 11,9 | 11,0 | 11,4 | 11,3 | 11,3 | 11,3 | ... |

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

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

manté el to alcista després d'un inici d'any amb un creixement explosiu.

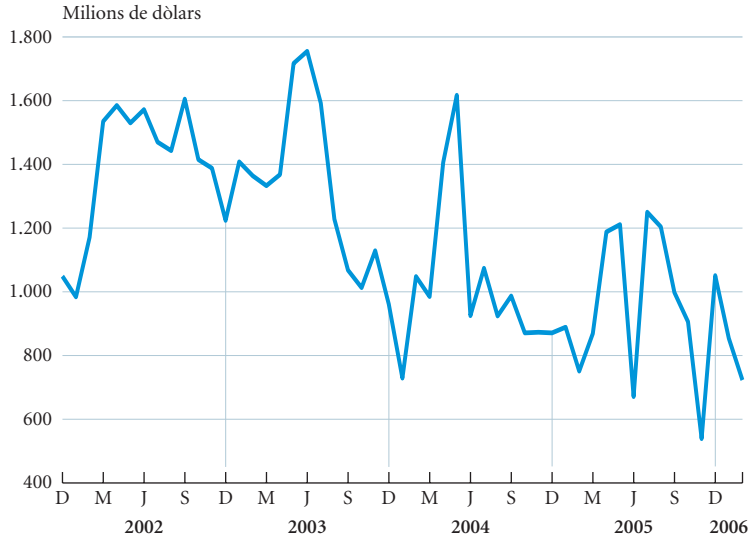
Pel que fa a l'oferta, tampoc s'abandona la tònica alcista, però els avanços són més moderats. La producció industrial del març va avançar el 5,8% interanual, ritme que, tot i quedar lluny de les taxes típiques de la present recuperació, supera el que és normal en les economies avançades. Per sectors, la mineria manté el fort impuls, però no els metalls. Paper i energia són els que han tingut un començament d'any més feble. Els indicadors d'activitat industrial i de construcció van mantenir al febrer forts ritmes d'avanç.

**La inflació argentina se situa molt per damunt de la dels seus veïns.**

L'elevada inflació continua essent el principal risc per al manteniment de la recuperació, tot i que ha desaparegut la perillosa tendència d'acceleració que va ser la norma durant el 2005. L'IPC del març va créixer l'11,1% interanual, principalment

## ARGENTINA: EL SECTOR EXTERIOR PERD COMPETITIVITAT

Saldo mensual de la balança comercial d'Argentina




FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

per primeres matèries i aliments. Aquest encariment contrasta amb la moderació dels preus que preval a la majoria de països de l'Amèrica Llatina i afecta la competitivitat de les exportacions. En aquest sentit, tot i que la balança comercial dels dotze últims mesos fins al febrer va continuar presentant superàvit, el fet és que les exportacions duen tres mesos amb avanços mínims, i el saldo positiu és cada cop menor.

**El sector exterior es deteriora.**

## Primeres matèries: la demanda arrossega les cotitzacions a nous màxims

Els màxims històrics del preu del petroli han estat notícia destacada. El passat 21 d'abril, el barril de petroli de qualitat Brent, per a lliuraments a un mes, va cotitzar a 73,85 dòlars, una xifra mai no assolida abans. Lluny de ser una dada puntual, aquest nivell jalonava un mes d'abril en què el petroli havia pujat, gairebé sense vaivens, el 9%. A més a més, l'episodi s'emmarca en una tendència de més llarg recorregut, que ha dut l'or negre a sumar un ascens del 25% des de l'inici d'enguany.

Tot i que aquest fort repunt s'ha degut, sobretot, a la intensa tensió geopolítica que provoca el contenciós sobre el programa nuclear de l'Iran, la raó de fons és el dinàmic creixement de les economies emergents, amb la Xina marcant el pas. Una tessitura que es reflecteix en el fet que els màxims del petroli van acompanyats de noves cotitzacions rècord d'altres primeres matèries, en especial les metàl·liques. Així, l'augment interanual del petroli (32% interanual a l'abril) empal·lideix davant del registrat pel grup de metalls de l'índex «The Economist» (51%). En conjunt, les primeres matèries, mesurades per l'esmentat índex en dòlars, van avançar fins al 21%

**Les primeres matèries, i no solament el petroli, experimenten un episodi alcista de notable intensitat.**

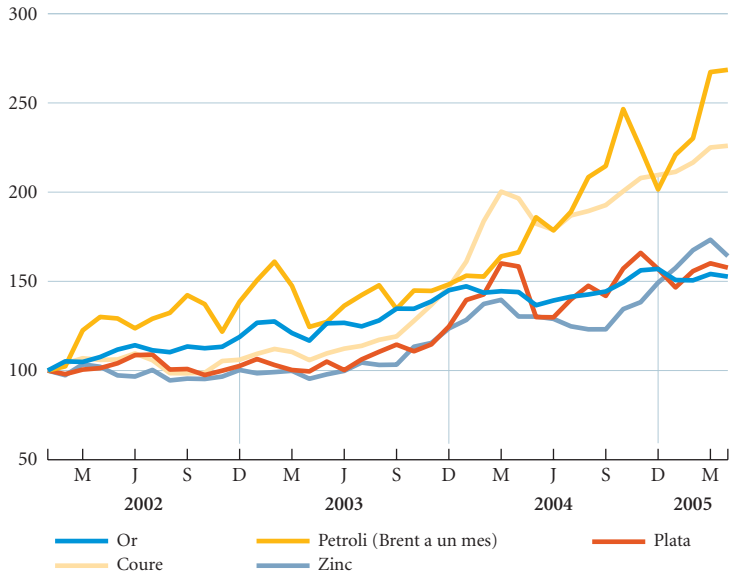
**PREUS DE PRIMERES MATÈRIES**

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març | Abril |
| **Índex «The Economist» en dòlars** (*) | | | | | | | | | | |
| **General** | **17,4** | **3,6** | **–2,3** | **–1,8** | **6,2** | **12,1** | **19,8** | **22,2** | **12,6** | **21,4** |
| Alimentàries | 11,2 | –1,3 | –8,5 | –7,7 | 3,2 | 8,0 | 12,6 | 14,3 | 2,4 | 5,6 |
| Industrials | 26,1 | 9,7 | 5,9 | 6,3 | 10,0 | 16,8 | 28,0 | 31,3 | 24,7 | 39,7 |
| *Agrícoles no alimentàries* | *9,2* | *–1,9* | *–10,7* | *–8,6* | *0,8* | *10,9* | *16,9* | *17,4* | *12,6* | *15,0* |
| *Metalls* | *38,2* | *16,5* | *16,1* | *15,5* | *15,0* | *19,5* | *33,3* | *37,9* | *30,3* | *51,3* |
| **Índex «The Economist» en euros** (*) | **6,7** | **4,0** | **–6,4** | **–6,0** | **6,6** | **22,0** | **30,0** | **32,8** | **24,0** | **28,3** |
| **Petroli** (**) | | | | | | | | | | |
| Dòlars/barril | 38,0 | 55,1 | 47,8 | 53,1 | 62,0 | 57,7 | 63,5 | 61,9 | 63,2 | 70,6 |
| Taxa de variació | 34,4 | 46,5 | 52,7 | 50,9 | 52,5 | 29,9 | 44,2 | 34,8 | 18,6 | 31,8 |
| **Or** | | | | | | | | | | |
| Dòlars/unça | 409,6 | 445,1 | 427,3 | 427,8 | 439,6 | 485,6 | 549,3 | 555,6 | 557,7 | 607,7 |
| Taxa de variació | 12,7 | 8,6 | 4,6 | 8,6 | 9,4 | 11,9 | 29,5 | 31,1 | 28,5 | 41,4 |

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

**LES PRIMERES MATÈRIES ES DISPAREN**

Gener del 2002 = 100, mitjanes mensuals, cotitzacions en dòlars nord-americans




FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

**El factor que hi ha darrere de l'increment de les primeres matèries és la forta demanda de les economies emergents.**

interanual. En euros, l'increment va ser del 28% interanual.

Les perspectives immediates no són positives. Tornant al protagonista inicial del nostre comentari, el petroli, tot i que la tensió geopolítica es podria revertir, situació que propiciaria la sortida dels inversors de caràcter més especulatiu del mercat, les condicions fonamentals difícilment milloraran en els propers mesos. El creixement mundial i, en especial, d'Àsia continuarà essent fort. La insuficient capacitat productiva ociosa global no millorarà a curt termini, la qual cosa fa que el mercat sigui vulnerable a qualsevol amenaça de subministrament a l'Orient Mitjà o altres zones productores. I la capacitat de refinatge continuarà patint dificultats. Als Estats Unit, especialment, el canvi en els requeriments mediambientals de les benzines limita l'ús de les refineries a plena capacitat i força l'aprovisionament de qualitats de petroli amb menys sofre, les més demandades al mercat.

# UNIÓ EUROPEA

## Zona de l'euro: arriba la primavera

**La zona de l'euro avança en la recuperació durant el primer trimestre, fonamentalment gràcies a l'embranzida de la inversió i de les exportacions.**

Durant el primer trimestre, el dinamisme de l'activitat es va reforçar a la zona de l'euro, com ho palesa el fet que l'indicador de sentiment econòmic se situés al març en els seus màxims des del 2001. Al capdavant d'aquesta recuperació es manté el binomi inversió-exportació, mentre que el pols del consum és més incert.

Així, un indicador com la producció industrial de béns d'equipament, que va créixer per damunt del 4% interanual al gener, fa pensar que el pols inversor continua ferm. En canvi, pel que fa al consum, el principal signe d'una intensificació del dinamisme de la despesa es limita, fins ara, a l'àmbit dels indicadors de tipus qualitatiu, basats en enquestes a les famílies. Concretament, l'indicador de confiança del consumidor va consolidar en el primer trimestre el nivell dels 11 punts negatius, una millora d'un punt en relació amb el quart trimestre. En canvi, el creixement moderat de les vendes al detall, amb prou feines superior a l'1% interanual en els dos primers mesos de l'any, matisa la impressió de fort repunt que es podria desprendre dels indicadors qualitatius.

**El consum encara no participa de l'expansió, tot i que les enquestes als consumidors anticipen un proper repunt.**

Quins sectors capitalitzen el to conjuntural més positiu? El repunt més important el protagonitza la indústria, els indicadors de la qual, tant contemporanis (la producció industrial va créixer el 2,6% interanual al gener, en línia amb el registre del desembre) com avançats (la cartera de comandes industrials ha sumat dos

**EL TO ECONÒMIC REPUNTA A LA ZONA DE L'EURO**

Índex de sentiment econòmic

FONT: Comissió Europea.

## Per què Europa no consumeix més?

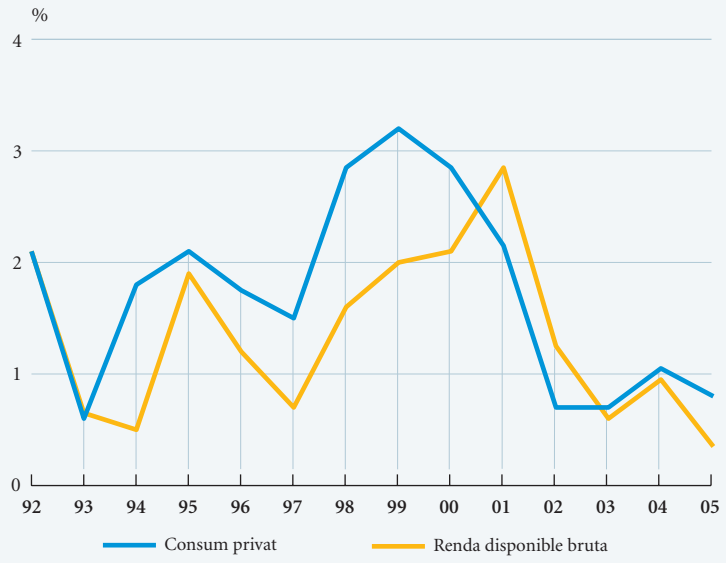
El creixement europeu preocupa, inquietud lògica si es recorda que, en els cinc últims anys, el producte interior brut (PIB) de la zona de l'euro amb prou feines ha crescut l'1,4% de mitjana anual, gairebé la meitat que als Estats Units, per esmentar un exemple de referència. Un dels motius immediats que expliquen aquest comportament econòmic tan magre és que gairebé el 60% de l'economia de la zona de l'euro llasta el creixement: en el període 2001-2005, el consum privat de la zona de l'euro va créixer en termes reals un modest 1,3% de mitjana anual, lluny de la mitjana a llarg termini (2,2% en la mitjana anual del 1981-2000). On rau el problema del consum europeu?

La teoria econòmica ens pot proporcionar uns indicadors inicials sobre com explorar la qüestió. Segons els models teòrics, el consum dependrà de la renda permanent, és a dir, dels fluxos presents i futurs que els consumidors esperen rebre del seu treball o del rendiment dels actius de la seva propietat. Més concretament, els determinants fonamentals del consum són la renda disponible real de les famílies (rendes del treball, altres rendes, com interessos, dividends o lloguers, etc., menys l'impost sobre la renda), la riquesa financera neta, la riquesa no financera (principalment, immobiliària) i el tipus d'interès real.

Sense perjudici de la importància de la resta de determinants, la relació més significativa s'estableix entre consum i renda bruta disponible (vegeu el gràfic adjunt). Segons un exercici economètric recent de Barrell i Davis (2004), referit a les cinc principals economies industrialitzades, es constata que, malgrat que els tres determinants (renda, riquesa i tipus d'interès real) són significatius, l'elasticitat del consum a la renda és clarament

**LA PÈRDUA D'IMPULS DE LA RENDA DISPONIBLE LLASTA EL CONSUM A LA ZONA DE L'EURO**

Percentatge de variació anual real




FONT: Comissió Europea.

superior a l'elasticitat del consum a la riquesa o al tipus d'interès real[1]. Treballs recents del Banc d'Espanya constaten un resultat similar per a la nostra economia.

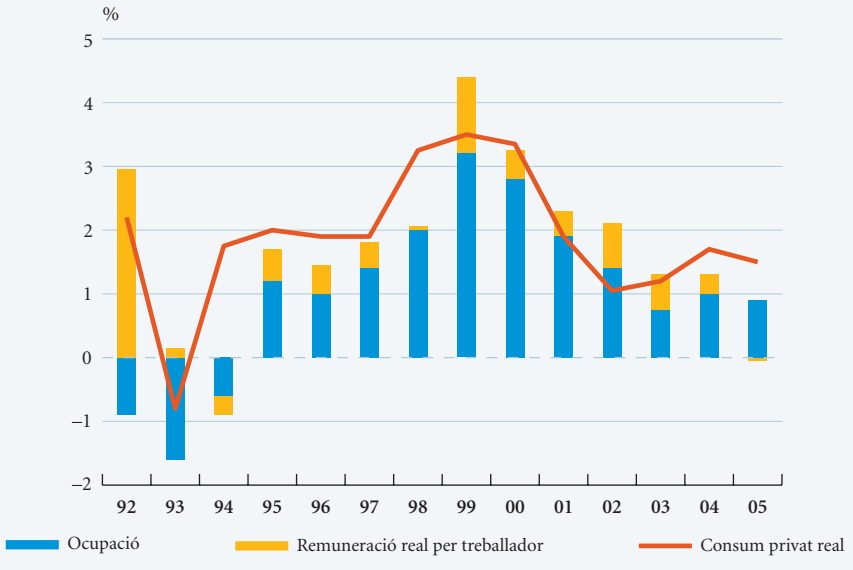
Per tant, es pot centrar la qüestió dels determinants del baix ritme de creixement de la despesa de les llars europees en un problema de mala evolució de la renda disponible. Atès que les rendes procedents del treball assalariat i per compte propi representen, segons les estimacions de la Comissió Europea, aproximadament dos terços del total de la renda bruta disponible a la zona de l'euro, es poden analitzar les causes de l'escàs creixement del consum examinant l'evolució de les rendes del treball.

Si es descomponen aquestes rendes del treball en la variació d'ocupats i la compensació real per treballador (que inclou el salari i les contribucions socials a càrrec de l'empresa), és possible analitzar si el consum ha crescut de forma limitada a causa d'una escassa creació d'ocupació o, en canvi, d'un augment limitat dels salaris.

Segons les estimacions de la Comissió Europea, en el període 1970-2005, la contribució de l'ocupació ha estat molt superior a la dels salaris. Així, cada punt percentual que augmenta el creixement de l'ocupació genera un major increment del consum privat real de 0,8 punts percentuals. En canvi, una acceleració del salari real d'un punt percentual provoca un major creixement del consum real de només 0,2 punts percentuals. En els últims anys, aquesta forta relació entre consum i ocupació, lluny de perdre significació, ha tendit a intensificar-se (vegeu el gràfic adjunt). En definitiva, és el creixement de l'ocupació, més que l'evolució de les remuneracions, el que acaba determinant l'evolució del consum. Cal notar que aquest comportament encaixa amb la teoria del cicle vital: aconseguir una feina determina un canvi en les expectatives de renda futura i pot modificar més el consum que un canvi en la remuneració real, que pot ser purament transitori.

**L'OCUPACIÓ, PRINCIPAL RESPONSABLE DE L'ATONIA DEL CONSUM A LA ZONA DE L'EURO**

Percentatge de variació anual




FONT: Comissió Europea.

(1) Ray Barrell i E. Phillip Davis (2004), «Consumption, financial and real wealth in the G-5», NIESR Discussion Paper, número 232.

Aquests resultats permeten apuntar certes tendències de futur importants per les seves conseqüències. Si el consum depèn críticament de l'ocupació, i l'ocupació creix menys de l'1% interanual des del primer trimestre del 2005, podem esperar que la recuperació europea, de la qual som al començament, es basi en la despesa de les famílies? O, en canvi, el binomi exportació-inversió continuarà essent el seu únic suport? Si es compleixen les previsions de la majoria dels organismes internacionals, les perspectives per al consum de la zona de l'euro són les més esperançadores dels últims exercicis. La Comissió Europea preveu un creixement de l'ocupació de l'1,2% per al 2006 i de l'1,1% per al 2007. Per la seva banda, l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics manté unes previsions de l'1,1% per al 2006 i de l'1,2% per al 2007.

Partint d'un creixement de l'ocupació estimat del 0,8% per al 2005, el consum hauria de créixer de dues a tres dècimes percentuals addicionals en relació amb el ritme d'avanç del 2005 (1,4%), la qual cosa comportaria una taxa d'increment de l'1,6%-1,7% per al 2006. Per al 2007, i sempre partint de les estimacions comentades més amunt, el consum tornaria a créixer en el rang de l'1,6%-1,7%. Això permet derivar dues conseqüències. La primera, positiva, és que si les llars europees continuen accelerant amb prudència el ritme de despesa enguany i el proper 2007, gràcies a un comportament més expansiu de l'ocupació, el present episodi de recuperació tindrà més solidesa que en ocasions anteriors, a causa del pes i de la inèrcia que caracteritza el comportament del consum privat. La segona, menys positiva, és que la reactivació del consum serà moderada, la qual cosa, al seu torn, establirà un sostre relativament baix per a aquesta recuperació europea.

**ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB | 1,8 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,6 | 1,8 | – | ... | – |
| Vendes al detall | 1,5 | 1,3 | 1,7 | 0,8 | 1,6 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | ... |
| Confiança del consumidor (*) | –14 | –14 | –13 | –14 | –15 | –12 | –11 | –10 | –11 |
| Producció industrial | 1,9 | 1,2 | 0,6 | 0,7 | 1,5 | 2,0 | 2,6 | ... | ... |
| Sentiment econòmic (*) | 99,4 | 98,1 | 98,7 | 96,1 | 97,7 | 100,1 | 101,5 | 102,7 | 103,5 |
| Taxa d'atur (**) | 8,9 | 8,6 | 8,8 | 8,7 | 8,5 | 8,3 | 8,3 | 8,2 | ... |
| Preus de consum | 2,1 | 2,2 | 2,0 | 2,0 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 2,3 | 2,2 |
| Balança comercial (***) | 80,4 | 45,5 | 64,3 | 50,0 | 39,3 | 28,5 | 14,1 | ... | ... |

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

**La indústria i els serveis es beneficien del to econòmic més positiu, i, fins i tot, la ranquejant construcció pot estar a punt de canviar el pas.**

mesos, febrer i març, en oberta millora), apunten a una fase de clara expansió que continuarà en els propers mesos. La trajectòria dels serveis no és tan contundent, tot i que la tendència de fons és també a la recuperació. Finalment, la construcció continua consolidant una progressiva millora, que corregeix el fort deteriorament que el sector ha patit en els últims anys.

Pel que fa als preus, ara com ara l'impacte de l'encariment del petroli i de la resta de primeres matèries és relativament moderat. Al març, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat va créixer el 2,2%

interanual, enfront del 2,3% del mes anterior. Un cop descomptada l'energia, la taxa resultant evoluciona de forma encara més continguda i se situa en l'1,3% interanual en aquest mes de març. Menys favorable és l'evolució del mercat de treball. Tot i que al febrer la taxa d'atur es va reduir en una dècima percentual, fins al 8,2%, les perspectives per als propers mesos són incertes.

### Alemanya: paquet fiscal a la vista

Després de diversos mesos en què coexistien indicadors de tipus qualitatiu en franca expansió amb escassetat de dades reals positives, és a dir, una dissonància entre el que els anglosaxons anomenen dades *soft* i *hard*, la bretxa s'ha començat a reduir. Així, mentre indicadors com el de l'Institut IFO, d'activitat empresarial, continuen en màxims dels últims anys (concretament a l'abril va anotar el millor registre des del 1991), l'evolució recent de, per exemple, les vendes al detall o de la producció industrial és la millor dels últims temps. Pel que fa a les vendes al detall, han passat de créixer el 0,2% interanual en el quart trimestre a accelerar-se fins a l'1,5% en la mitjana de gener i febrer. Per la seva banda, la producció industrial va sumar al gener el cinquè mes consecutiu en nivells de creixement superiors al 3% interanual.

El millor to econòmic arriba també a dos sectors clau, la construcció i els serveis. En el primer cas, el fort repunt dels permisos de construcció de nous habitatges durant els mesos de desembre i gener anticipa un pols d'un sector molt danyat en els últims exercicis. Una tònica similar mostren els serveis, l'indicador de confiança dels quals va repuntar en la mitjana del primer trimestre fins al nivell dels 17 punts, sis més que en el trimestre precedent.

Menys satisfactòria és l'evolució del mercat laboral. Tot i que, en els últims mesos, la taxa d'atur s'ha rebaixat moderadament, ni el nivell assolit (11,4% de la població activa al març, històricament elevat) ni el repunt registrat en aquest mes acaben de ser positius. Pel que fa a la inflació, Alemanya no s'ha allunyat del patró dominant a la Unió Europea i ha registrat una nova desacceleració de la inflació al març, fins a l'1,8% interanual,

**Ara com ara, la inflació esquiva l'últim episodi d'encariment del petroli i es desaccelera al març fins al 2,2%.**

**A Alemanya, la recuperació anticipada pels indicadors de confiança comença a veure's avalada per les dades reals.**

**ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB | 1,1 | 1,1 | 0,6 | 0,8 | 1,5 | 1,6 | – | ... | – |
| Vendes al detall | 2,1 | 1,4 | 1,0 | 2,6 | 1,7 | 0,2 | 1,9 | 1,1 | ... |
| Producció industrial | 2,4 | 2,9 | 1,8 | 1,9 | 3,3 | 4,5 | 3,7 | 6,4 | ... |
| Índex d'activitat empresarial (IFO) (*) | 95,4 | 95,5 | 95,1 | 93,0 | 95,4 | 98,7 | 101,8 | 103,4 | 105,4 |
| Taxa d'atur (**) | 10,5 | 11,7 | 11,8 | 11,9 | 11,7 | 11,4 | 11,3 | 11,3 | 11,4 |
| Preus de consum | 1,7 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 2,2 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 1,8 |
| Balança comercial (***) | 149 | 157,1 | 156,6 | 154,4 | 157,2 | 160,2 | 158,8 | 158,1 | ... |

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.

**Indústria, serveis i construcció registren un major ritme d'activitat, però persisteix la llosa d'un mercat de treball encara en mala forma.**

tres dècimes percentuals per sota de la xifra del mes anterior.

Tot i que el panorama a curt termini és, com s'ha vist, globalment positiu, les perspectives per al 2007 són més incertes. Preocupen, en particular, els possibles efectes negatius del paquet d'ajustament fiscal que l'executiu de Merkel va aprovar cap al final de febrer. Amb l'objectiu de reduir el dèficit públic, aquest paquet fiscal preveu, principalment, combinar l'augment del tipus de gravamen ordinari de l'impost sobre el valor afegit (IVA) del 16% al 19% amb una reducció de la fiscalitat sobre el treball mitjançant la reducció de dos punts de la contribució per a l'atur.

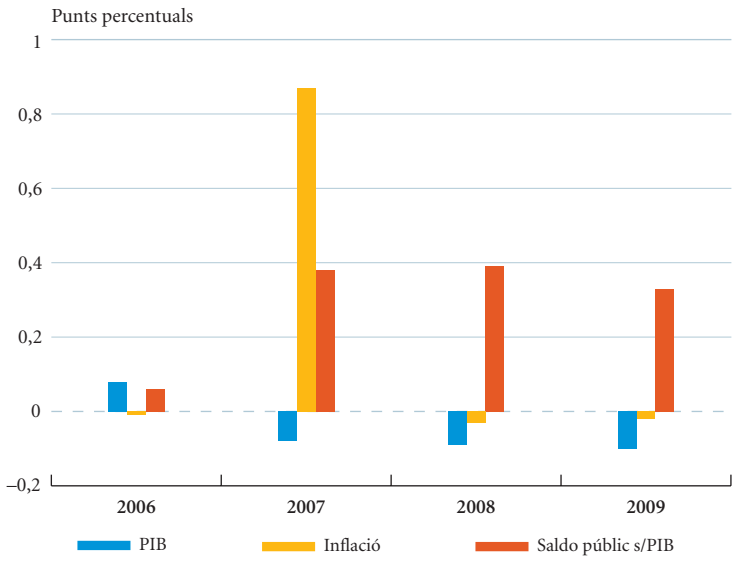
**Tot i que l'impacte de l'ajustament fiscal serà limitat i puntual, es manté la incertesa sobre les perspectives germàniques el 2007.**

Aquestes mesures, i d'altres menys importants, permetran, segons les estimacions oficials, reduir el dèficit públic en l'equivalent al 0,4% del PIB el 2007. No obstant això, dos efectes addicionals induïts per l'ajustament fiscal seran l'avançament de les decisions de despesa de les llars i l'acceleració dels preus de consum. Llastaran decisivament aquests dos resultats el rendiment econòmic alemany en els propers exercicis?

Si tenim en compte les estimacions disponibles, la resposta és que no. Segons les simulacions d'Euroframe, un consorci transeuropeu d'instituts de recerca econòmica, el paquet fiscal provocarà que amb prou feines l'1% del consum d'un trimestre s'avanci del 2007 al 2006, és a dir, un impacte molt moderat. Més apreciable serà l'efecte en els preus. Segons Euroframe, la inflació s'accelerarà gairebé un punt percentual el 2007, sense que aquesta pujada de preus es repeteixi el 2008 o el 2009. En conjunt, l'ajustament fiscal amb prou feines laminarà el 0,1% el creixement d'Alemanya en cadascun dels tres propers exercicis.

**L'AJUSTAMENT FISCAL ALEMANY AFECTARÀ ELS PREUS PERÒ NO EL CREIXEMENT**

Diferència en relació amb la situació sense paquet fiscal




FONT: Euroframe.

## França: ressaca estudiantil

L'etapa de contestació social ha començat a cobrar el seu peatge. Al març, en un moviment a contracorrent de la resta de grans països de la zona de l'euro, la confiança dels consumidors va caure més de tres punts. Tot i que valorem que aquesta reculada és puntual, certament no ajuda a consolidar la necessària recuperació del consum apuntada en els primers mesos de l'any. En aquest sentit, la decisió governamental de suspendre, *de facto*, l'aplicació del «Contracte de Primera Feina» pot alleujar la conflictivitat i facilitar el trànsit cap a una etapa de més creixement.

De fet, els indicadors francesos mostren dues cares diferenciades en funció de si prenem el primer trimestre en la seva globalitat o si ens centrem en el març, mes en què la tensió social va ser més intensa. Així, pel costat de la demanda, el consum intern en aquest mes de març va perdre part de la seva acceleració i va créixer el 3,5% interanual, mig punt menys que al febrer. No obstant això, en la mitjana trimestral, l'avanç del consum intern va ser del 3,2%, enfront del 2,4% del quart trimestre.

En una línia similar es van comportar la majoria d'indicadors d'oferta. El més global de tots, el de sentiment econòmic, va caure al març dos punts, però va augmentar gairebé un punt en la mitjana del primer trimestre. La producció industrial també va cedir part del terreny recuperat des de la tardor passada a mesura que avançava el primer trimestre. La nostra valoració de conjunt és que la inèrcia del creixement és més forta que la feblesa puntual del final del trimestre i que, per tant, la via de la recuperació continua expedita.

Tanca aquest repàs del panorama econòmic conjuntural una revisió dels àmbits dels preus i del mercat de treball. En el primer cas, França mostra signes de limitades tensions d'inflació, ja que l'IPC es va desaccelerar en quatre dècimes percentuals al març i es va situar en l'1,5% interanual. Pel que fa a la situació laboral, la taxa d'atur va romandre al febrer en el 9,6%, mentre que la creació d'ocupació (augment del 0,3% interanual en el quart trimestre) va continuar essent molt reduïda.

**A França, la conflictivitat social provoca un empitjorament de les expectatives, en especial centrat al final del primer trimestre.**

**No obstant això, la tendència de fons de l'economia francesa és sòlida, i s'espera una acceleració econòmica en els propers trimestres.**

**Inflació moderada i estancament en la reducció de l'atur, la cara i la creu de la conjuntura francesa.**

**FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB | 2,1 | 1,4 | 1,7 | 1,0 | 1,7 | 1,5 | – | ... | – |
| Consum intern | 3,2 | 3,0 | 3,4 | 1,7 | 4,4 | 2,4 | 2,0 | 4,0 | 3,5 |
| Producció industrial | 1,7 | 0,1 | 0,7 | –0,3 | 0,4 | –0,8 | 0,0 | –0,6 | ... |
| Taxa d'atur (*) | 10,0 | 9,9 | 10,1 | 10,1 | 9,9 | 9,7 | 9,6 | 9,6 | ... |
| Preus de consum | 2,1 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,9 | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 1,5 |
| Balança comercial (**) | 0,1 | –1,4 | –0,8 | –1,3 | –1,6 | –1,8 | –2,0 | –2,1 | ... |

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

**La victòria de la coalició de centreesquerra és massa justa per afrontar l'important esforç reformador que necessita l'economia italiana.**

## Itàlia: gir a l'esquerra

Després d'una ajustada victòria de la coalició de centreesquerra que li ha reportat la majoria a la Cambra de Diputats i al Senat, ara el repte per a l'executiu que liderarà Romano Prodi és treure Itàlia de l'atonia econòmica (el 2005 el creixement va ser només del 0,1%, un dels pitjors de la zona de l'euro). Quina serà la recepta d'*Il Professore*? Tot i que els missatges llançats durant la campanya electoral han estat una mica confusos, cal destacar alguns elements del programa.

**Les receptes econòmiques del nou govern són poc clares, tot i que, pel que sembla, s'inclinen cap a una combinació d'austeritat fiscal i aposta per la competitivitat.**

El model al qual la coalició de centreesquerra ha fet referència és l'escandinau, amb la seva virtuosa combinació d'innovació, competitivitat i estat del benestar. Tot i que la recepta que planteja per assolir-lo és desconeguda, es postulen els següents elements concrets: una reducció del 5% en els costos laborals unitaris (que es finançaria a càrrec de l'erari públic), una moderada rebaixa fiscal, la incorporació de noves mesures de control pressupostari i un programa per estimular la permanència en el mercat de treball dels més grans de 50 anys. El gran dubte és si un país dividit electoralment en parts iguals és capaç de sostenir un procés de reforma econòmica de certa intensitat.

**En els últims mesos, s'ha assistit a una certa millora, que no allunya la imatge d'una economia en hores baixes.**

Com a mínim, el nou govern es troba amb la millor situació dels últims mesos. Cal recordar que, en el quart trimestre del 2005, l'economia italiana va créixer el 0,5%, el ritme més positiu des de l'últim trimestre del 2004. Aquesta moderada recuperació prové del sector exterior, que va presentar la primera contribució positiva a la variació del PIB des del tercer trimestre del 2004. En canvi, la desacceleració del consum privat, de la inversió i del consum públic va provocar un nou alentiment de la demanda interna.

Els indicadors relatius al primer trimestre constaten la continuïtat d'aquestes tendències: les vendes al detall, que van avançar l'1,5% interanual al febrer, apunten a un ritme contingut del consum de les llars, i el creixement exportador, superior al 14% interanual al febrer, confirma que el to de les vendes a l'exterior continua essent bo. Això beneficia la indústria, que, després de dos anys reculant, ha començat a recuperar terreny. Al febrer, la producció industrial es va accelerar fins al 3,1% interanual, el seu màxim des del llunyà mes de gener del 2001. Finalment, cal esmentar que la inflació no va replicar al març el moviment a la baixa d'altres economies europees i es va mantenir en el 2,1% interanual.

**ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB | 0,9 | 0,1 | –0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | – | ... | – |
| Vendes al detall | –0,4 | 0,4 | 0,1 | –1,2 | 0,3 | 1,9 | 2,0 | 1,5 | ... |
| Producció industrial | –0,5 | –0,9 | –2,6 | –1,3 | –0,1 | 0,4 | 2,4 | 3,1 | ... |
| Taxa d'atur (*) | 8,0 | 7,7 | 7,8 | 7,7 | 7,7 | 7,7 | – | ... | – |
| Preus de consum | 2,2 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| Balança comercial (**) | 2,0 | –5,8 | –1,9 | –5,1 | –7,0 | –9,3 | –11,7 | –13,4 | ... |

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

## Regne Unit: lenta millora

Sembla que l'economia britànica ha deixat enrere el pitjor, després de créixer el 2,2% interanual en el primer trimestre. El consum, segons es desprèn de la recuperació de les vendes al detall del març, es comença a allunyar de la zona deprimida en què s'havia instal·lat en la segona meitat del 2005. Així i tot, la consolidació definitiva encara queda lluny, ja que la confiança del consumidor també va empitjorar inesperadament al març. La recuperació de la inversió (la producció industrial de béns d'equipament es va situar al febrer en el seu màxim des de l'agost del 2005) i el repunt exportador completen un panorama d'indicadors de demanda en la bona direcció.

Menys evident és la inflexió cap a una intensificació de l'activitat des de la perspectiva de l'oferta. Només els serveis, l'indicador de confiança dels quals suma quatre mesos consecutius, de desembre a març, en oberta expansió, reflecteixen la incipient recuperació britànica. La indústria, en canvi, continua estancada. Al febrer, la producció industrial es va situar l'1,4% per sota dels nivells d'un any abans, sense canvis en relació amb el gener.

Pel que fa als preus, tant l'IPC com els preus de producció han cedit en el seu impuls al març, amb creixements interanuals del 2,1% i del 2,5%, respectivament. Finalment, cal tancar el repàs a la conjuntura britànica amb una nota d'alerta sobre el deteriorament del mercat laboral. Tot i que la taxa d'atur és només del 3,0% de la població activa, se suma un any de progressiu augment en relació amb els mínims històrics del 2005. I tampoc no és positiva la desacceleració de l'ocupació registrada en el quart trimestre del 2005, quan, enfront d'un avanç del 0,9% interanual del tercer trimestre, es va passar a créixer el 0,6%.

**El primer trimestre certifica que l'economia britànica pot haver superat l'ensopegada.**

**La falta de to de la indústria i l'afebliment dels indicadors laborals recorden que la consolidació encara és lluny.**

**REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| PIB | 3,1 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | – | 2,2 | – |
| Vendes al detall | 6,0 | 1,9 | 2,7 | 1,4 | 0,6 | 2,7 | 1,0 | 1,6 | 2,6 |
| Producció industrial | 0,6 | –1,9 | –1,3 | –2,0 | –1,6 | –2,8 | –1,4 | –1,4 | ... |
| Taxa d'atur (*) | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 3,0 |
| Preus de consum | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,1 |
| Balança comercial (**) | –55,6 | –63,2 | –61,8 | –62,9 | –63,5 | –64,7 | –66,8 | –67,7 | ... |

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

### Es mantenen les expectatives de pujades de tipus d'interès del BCE i de la Fed

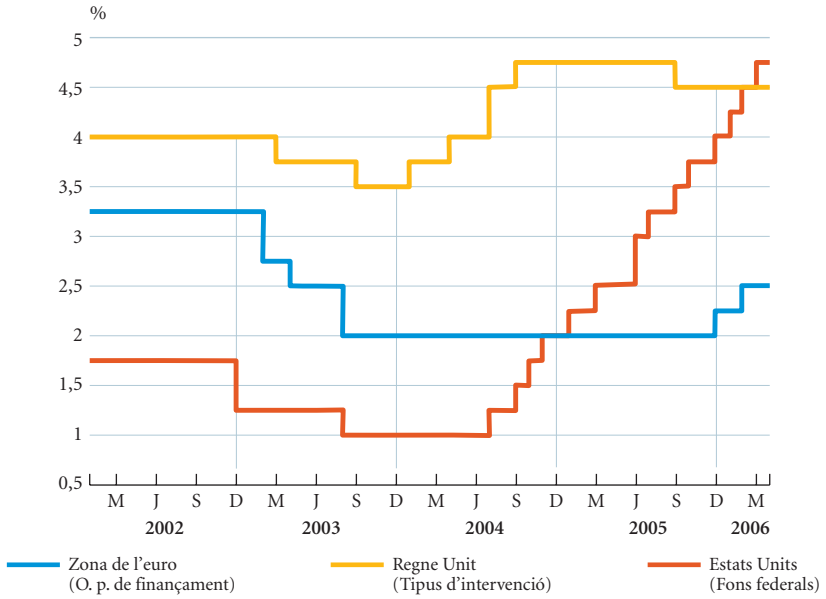
**La Fed apuja els tipus d'interès en la primera reunió presidida per Bernanke i suggereix que no serà l'últim increment...**

El Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal dels Estats Units va augmentar el nivell objectiu del tipus d'interès interbancari a un dia en 25 punts bàsics fins al 4,75% en la primera reunió presidida pel president Ben Bernanke el dia 28 de març. Es va tractar de la quinzena pujada consecutiva de 25 punts bàsics d'ençà que la Fed va iniciar el gir alcista al juny del 2004. Fins aquí cap sorpresa. Però l'habitual comunicat de premsa de la reunió va agafar amb el peu canviat els qui esperaven un to més suau. En efecte, la nota continuava dient que podria ser necessària una major restricció de la política monetària per mantenir l'economia en la via d'un creixement sostenible amb estabilitat de preus.

D'aquesta forma, les expectatives de noves alces del tipus d'interès oficial de la Fed es van intensificar. No obstant això, l'aparició de les actes detallades de la reunió de la Fed el dia 18 d'abril va provocar un canvi de sentiment en saber-se que la majoria de membres del comitè creien que el final del cicle alcista era a la vora. Així, la perspectiva de noves alces del tipus d'interès de referència de la Fed es va tornar a refredar. Més tard, la dada de la inflació subjacent (el nucli estable) de març, pitjor del que estava previst, va tor-

**LA RESERVA FEDERAL APUJA EL TIPUS D'INTERÈS OFICIAL FINS AL 4,75%**

Tipus d'interès de referència de la política monetària




FONTS: Bancs centrals nacionals.

nar a animar les previsions que l'última pujada no seria la del 10 de maig. El dia 27 d'abril, però, Bernanke va apuntar que la Fed podria efectuar properament una pausa en la via de pujades dels tipus d'interès. Això va tendir a deprimir de nou les expectatives alcistes de tipus d'interès.

De fet, la Reserva Federal ha deixat obertes les decisions en les properes reunions en funció de les dades conjunturals que vagin apareixent. Però la pujada de la propera reunió fins al 5% ja és gairebé segura. I el més probable, atesa l'escalada dels preus del petroli i de la resta de primeres matèries, és que el tipus d'interès de referència s'incrementi fins al 5,25%, tal com ho descompta actualment el mercat.

L'agregat monetari ampli de la zona de l'euro es va accelerar al febrer, igual que el crèdit al sector privat, que va passar a créixer a un ritme anual del 10,3%. Això va reforçar les expectatives que el president del Banc Central Europeu (BCE), Jean-Claude Trichet, assenyalaria una alça del tipus d'interès de l'Eurosistema al maig en la roda de premsa posterior a la reunió del Consell de Govern del BCE del 6 d'abril. No obstant això, aquestes expectatives es van frustrar, tot i que Trichet va apuntar a una pujada en la següent cita del mes de juny.

**...tot i que el final de la fase alcista podria ser a la vora.**

**Trichet frustra les expectatives d'una alça del tipus d'interès de l'Eurosistema al maig...**

## TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

Mitjanes mensuals, en percentatge anual

| | Zona de l'euro | | | Estats Units | | Japó | Regne Unit | | Suïssa |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Subhastes BCE (2) | Euríbor (5) | | Nivell objectiu de Reserva Federal (3) | Tres mesos (5) | Tres mesos (5) | Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4) | Tres mesos (5) | Tres mesos (5) |
| | | Tres mesos | Un any | | | | | | |
| **2005** | | | | | | | | | |
| Març | 2,05 | 2,14 | 2,33 | 2,59 | 3,03 | 0,09 | 4,75 | 4,99 | 0,75 |
| Abril | 2,05 | 2,14 | 2,27 | 2,75 | 3,15 | 0,08 | 4,75 | 4,94 | 0,76 |
| Maig | 2,05 | 2,13 | 2,19 | 2,99 | 3,27 | 0,08 | 4,75 | 4,89 | 0,76 |
| Juny | 2,05 | 2,11 | 2,10 | 3,01 | 3,43 | 0,08 | 4,75 | 4,84 | 0,75 |
| Juliol | 2,05 | 2,12 | 2,17 | 3,25 | 3,61 | 0,09 | 4,75 | 4,66 | 0,75 |
| Agost | 2,05 | 2,13 | 2,22 | 3,43 | 3,80 | 0,09 | 4,53 | 4,59 | 0,76 |
| Setembre | 2,06 | 2,14 | 2,22 | 3,60 | 3,91 | 0,09 | 4,50 | 4,60 | 0,76 |
| Octubre | 2,06 | 2,20 | 2,41 | 3,75 | 4,17 | 0,09 | 4,50 | 4,59 | 0,81 |
| Novembre | 2,06 | 2,36 | 2,68 | 4,00 | 4,35 | 0,09 | 4,50 | 4,62 | 0,95 |
| Desembre | 2,28 | 2,47 | 2,78 | 4,16 | 4,49 | 0,09 | 4,50 | 4,64 | 1,02 |
| **2006** | | | | | | | | | |
| Gener | 2,30 | 2,51 | 2,83 | 4,26 | 4,60 | 0,10 | 4,50 | 4,60 | 1,01 |
| Febrer | 2,31 | 2,60 | 2,91 | 4,50 | 4,76 | 0,11 | 4,50 | 4,58 | 1,09 |
| Març (*) | 2,56 | 2,72 | 3,11 | 4,54 | 4,92 | 0,12 | 4,50 | 4,59 | 1,21 |
| Abril (1) | 2,58 | 2,83 | 3,31 | 4,75 | 5,15 | 0,14 | 4,50 | 4,66 | 1,33 |

NOTES: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 27.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 6-3-03 (2,50%), 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%).

(3) Últimes dates de variació: 3-5-05 (3,00%), 30-6-05 (3,25%), 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%).

(4) Últimes dates de variació: 10-7-03 (3,50%), 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%), 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari d'oferta.

FONTS: Banc Central Europeu, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

**...però és probable que acabi l'exercici per damunt del 3%.**

Més tard, en l'última setmana d'abril, el mercat monetari es va tornar a tensionar arran de la publicació d'indicadors econòmics favorables a la zona de l'euro. En qualsevol cas, és molt probable que el tipus d'interès oficial del BCE acabi l'any per damunt del 3% des del 2,50% actual.

D'altra banda, el dia 25 d'abril el Banc de Canadà va apujar els tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics de nou i va situar el tipus d'interès diari en el 4%. Atesos els símptomes de reescalfament de l'economia, aquesta mesura ja s'esperava. Dos dies més tard, el Banc de la Xina va incrementar el tipus d'interès de referència a un any en 27 punts bàsics fins al 5,85% per intentar frenar una demanda de crèdit disparada.

## El dòlar s'orienta a la baixa

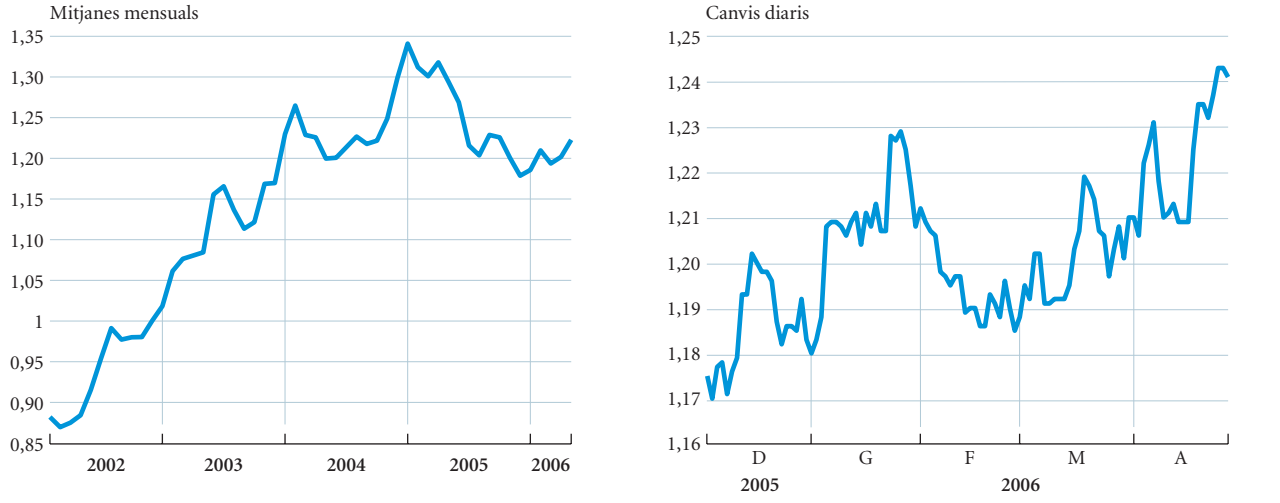
**El G-7 i l'FMI beneeixen una vegada més la caiguda del dòlar.**

En les últimes setmanes s'han intensificat les pressions a la baixa sobre el dòlar. De tota manera, el tipus de canvi efectiu del dòlar en l'última setmana d'abril mostrava una depreciació del 3,0% en relació amb el final de desembre del 2005 i reculava fins al nivell del mes de març de l'any passat. La necessitat d'una correcció de l'important desequilibri exterior dels Estats Units ha passat a primer pla tot i la lleugera millora del dèficit comercial al febrer. En les reunions de Washington del grup dels set països més desenvolupats, el G-7, i del Fons Monetari Internacional (FMI) al final de la quarta setmana d'abril, es van intensificar les crides a una flexibilització dels tipus de canvi, esmentant la divisa asiàtica, per contribuir a la correcció dels grans desequilibris comercials que representen un risc per a l'economia global. D'aquesta manera, els organismes internacionals van procedir a beneir la caiguda del dòlar.

Com a novetat, el Fons Monetari Internacional va assumir un nou paper de vigilància multilateral dels tipus de canvi i va incorporar els països emergents. Aquest pot ser l'inici d'una nova ruta que superi les insuficiències dels últims temps. No

**L'EURO MARCA EL MÀXIM DELS SET ÚLTIMS MESOS ENFRONT DEL DÒLAR**

Dòlars dels Estats Units per euro




NOTA: Les dades arriben fins al 27 d'abril.
FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Març 2006

| | Última sessió del mes | | Dades mensuals | | | | *Tipus de canvi 27-4-06* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Tipus de canvi | % de variació mensual (2) | Tipus de canvi mitjà | % variació (2) | | | |
| | | | | Mensual | s/desembre 2005 | Anual | |
| **Enfront del dòlar dels EUA** | | | | | | | |
| Ien japonès | 117,8 | 1,7 | 117,3 | –0,5 | –0,9 | 11,4 | *114,2* |
| Lliura esterlina (1) | 1,737 | –0,9 | 1,744 | –0,2 | –0,1 | –8,4 | *1,801* |
| Franc suís | 1,304 | –0,5 | 1,305 | –0,1 | –0,1 | 10,9 | *1,260* |
| Dòlar canadenc | 1,168 | 2,8 | 1,157 | 0,7 | –0,4 | –4,8 | *1,123* |
| Pes mexicà | 10,90 | 4,2 | 10,75 | 2,5 | 1,1 | –3,6 | *11,10* |
| *Índex efectiu nominal* (4) | *110,7* | *0,7* | *110,6* | *0,1* | *–1,0* | *1,5* | *108,5* |
| **Enfront de l'euro** | | | | | | | |
| Dòlar dels EUA | 1,210 | 1,9 | 1,202 | 0,7 | 1,4 | –8,8 | *1,241* |
| Ien japonès | 124,4 | 3,1 | 141,0 | 0,1 | 0,3 | 1,6 | *142,7* |
| Franc suís | 1,580 | 0,9 | 1,569 | 0,7 | 1,3 | 1,2 | *1,581* |
| Lliura esterlina | 0,696 | 2,5 | 0,689 | 0,9 | 1,5 | –0,5 | *0,696* |
| Corona sueca | 9,432 | –0,2 | 9,402 | 0,6 | –0,3 | 3,4 | *9,333* |
| Corona danesa (3) | 7,462 | 0,0 | 7,461 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | *7,460* |
| Zloty polonès | 3,943 | 4,1 | 3,884 | 2,4 | 0,9 | –3,4 | *3,874* |
| Corona txeca | 28,60 | 1,0 | 28,65 | 0,9 | –1,1 | –3,9 | *28,45* |
| Forint hongarès | 265,7 | 4,9 | 260,8 | 3,7 | 3,3 | 6,5 | *265,4* |
| *Índex efectiu nominal* (5) | *102,3* | *2,0* | *101,5* | *0,8* | *0,8* | *–4,2* | *103,0* |

NOTES: (1) Unitats per lliura esterlina.

(2) Els percentatges de variació fan referència a les cotitzacions tal com apareixen al quadre.

(3) La corona danesa té una paritat central enfront de l'euro de 7,46038 amb una banda de fluctuació del ±2,25%.

(4) Índex efectiu nominal ampli del dòlar de la Reserva Federal dels Estats Units. Calculat com a mitjana ponderada del valor del dòlar enfront de les 26 monedes dels països amb més volum de comerç amb els Estats Units. Base: 1-1997 = 100.

(5) Índex de tipus de canvi efectiu nominal de l'euro del Banc Central Europeu. Calculat com a mitjana ponderada del valor bilateral de l'euro enfront de les monedes dels 23 principals socis comercials de la zona de l'euro. Base: I-1999 = 100.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

obstant això, encara falta concretar alguns aspectes d'aquest nou paper.

A més a més, han aparegut notícies que alguns bancs centrals, com el de Suècia, disminueixen la participació del dòlar en les seves reserves totals de divises, la qual cosa també deu haver ajudat a la davallada de la divisa nord-americana. El bitllet verd té el suport d'un diferencial de tipus d'interès al seu favor enfront de les principals divises, però les perspectives són que anirà minvant, la qual cosa li resta força. Així, és probable que la moneda nord-americana es depreciï a mitjà termini.

L'euro s'ha beneficiat d'aquesta tessitura de feblesa del dòlar, ja que és la seva principal alternativa. A més a més, la consolidació de la recuperació econòmica i de les perspectives d'un progressiu augment dels tipus d'interès del Banc Central Europeu també ha impulsat la moneda única europea. D'aquesta manera, l'euro presentava una apreciació acumulada del 2,6% en relació amb les monedes dels seus principals socis comercials en l'última setmana d'abril. Cal destacar que, el 20 d'abril, va marcar un màxim històric enfront de la divisa japonesa en cotitzar-se a 145,3 iens per

**L'FMI assumeix un nou paper de vigilància multilateral dels tipus de canvi.**

**L'euro s'aprecia el 2,6% en el primer quadrimestre en relació amb una cistella àmplia de divises.**

**L'EURO REGISTRA UN MÀXIM HISTÒRIC ENFRONT DEL IEN**

NOTA: Les dades arriben fins al 27 d'abril.
FONT: Thomson Financial Datastream.

unitat. Així mateix, enfront del bitllet verd, va superar la cota d'1,24 dòlars per euro i va anotar el màxim dels set últims mesos.

El ien ha pujat el 3,7% en termes globals des del mínim del desembre del 2005 fins a les acaballes d'abril, en albirar-se el final de la política de tipus d'interès en el 0%. No obstant això, cal indicar que, d'aquest augment, més de 2 punts es van produir des del final de la penúltima setmana d'abril arran de les reunions de Washington esmentades més amunt. Aquesta intensa pujada de la moneda nipona va motivar el posicionament del ministre de finances japonès, que es va mostrar contrari a una sobtada pujada de la seva divisa i va suggerir que podria haver-hi intervencions.

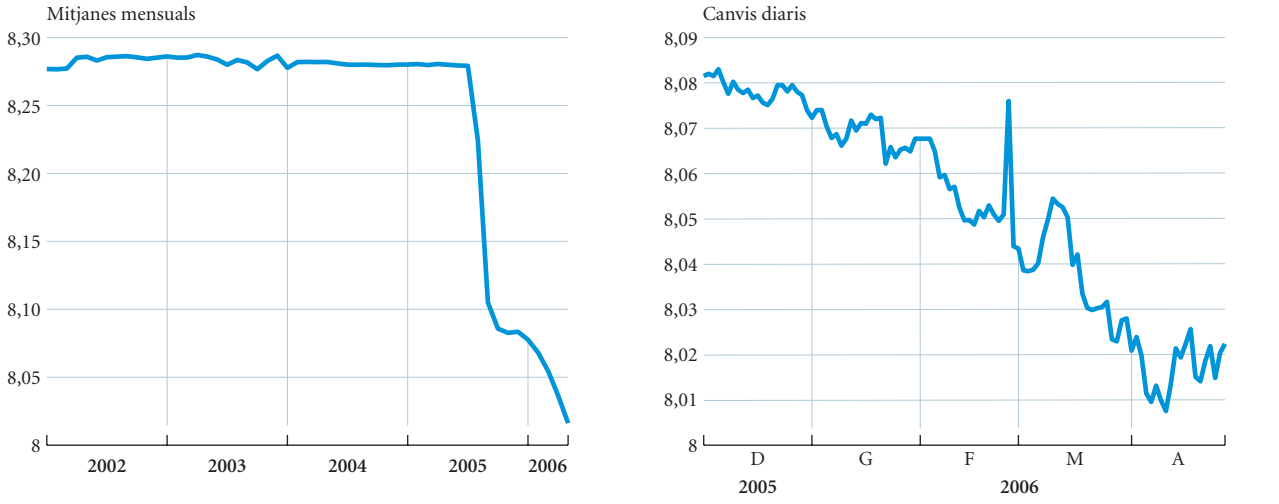
Quan el 21 de juliol del 2005 les autoritats xineses van anunciar que el iuan es desvinculava del dòlar, es van suscitar expectatives que, per fi, es revaluaria i això ajudaria a corregir els principals desequilibris exteriors mundials. Han passat ja nou mesos, i el part de les muntanyes ha estat un ratolí. En efecte, la flotació controlada del iuan es va iniciar amb una revaluació del 2,1% en relació amb el dòlar. De llavors ençà, el també anomenat renmimbi amb prou feines ha pujat l'1,2% addicional enfront del bitllet verd. Cal destacar que, en els últims mesos, s'ha accelerat en certa mesura l'apreciació del iuan, ja que, des del final de gener, la moneda xinesa ha ascendit el 0,6% enfront de la divisa nord-americana i s'ha col·locat en 8,02 unitats per dòlar.

**El iuan només puja l'1,2% enfront del dòlar des de la revaluació del 2,1% del 21 de juliol del 2005...**

Però probablement ha estat per la intensificació de les pressions polítiques dels Estats Units, ja que dos senadors d'aquest país van arribar a proposar la imposició d'un aranzel del 27,5% sobre els productes xinesos per equilibrar l'estimada depreciació artificial del iuan. Tenen motius per queixar-se els nord-americans? De fet, al juliol del 2005, les autoritats xineses van anunciar que, de llavors ençà, la cotització del iuan s'establiria en relació amb una cistella de divises, tot i que no van concretar els pesos de les monedes indicades. És possible que el renmimbi s'hagi mantingut més o menys

**LA LENTA APRECIACIÓ DEL IUAN FA PERDRE LA PACIÈNCIA ALS ESTATS UNITS**

Iuans xinesos per dòlar dels Estats Units




NOTA: Les dades arriben fins al 27 d'abril.
FONT: Thomson Financial Datastream.

estable en relació amb aquesta cistella. De tota manera, tot i que, d'entrada, la variació diària del iuan enfront del dòlar està limitada en un ±0,3%, l'evolució registrada no deixa de ser decebedora, ja que sembla evident que no es tracta d'una flotació determinada pel mercat. La ingent acumulació de reserves de divises per part de la Xina, que al febrer va passar a ser el primer tenidor mundial i va superar el Japó, així ho evidencia.

En aquest context s'inscriu la crida del G-7 a favor d'una revaluació del iuan. Però les posicions no són del tot homogènies al grup dels països desenvolupats. Així, a Europa preocupa que una apreciació sobtada del iuan pugui provocar una forta recomposició dels fluxos de capitals internacionals i augmentar la pressió alcista de l'euro enfront del dòlar. D'altra banda, sembla que les autoritats xineses no tenen pressa per fer canvis. S'han succeït diferents passos per flexibilitzar en certa mesura el sistema de pagaments amb l'exterior, però amb efectes molt limitats. Les pressions polítiques occidentals possiblement continuaran. La situació es pot allargar, però a mitjà termini sembla molt probable una apreciació sensible del iuan enfront del dòlar.

**...ja que les autoritats xineses continuen controlant el tipus de canvi i generen la reserva de divises més important del món.**

## S'ha resolt l'enigma de Greenspan?

En un entorn d'expectatives de notable creixement de l'economia mundial i d'escalada dels preus de les primeres matèries, els rendiments dels bons públics han mantingut la seva trajectòria de moderada tendència alcista en preveure's la restricció monetària per controlar els riscos inflacionistes amb què prosseguiran els bancs centrals. D'aquesta manera, el tipus d'interès dels bons del Tresor dels Estats Units va superar la cota del 5% cap a la meitat d'abril i, en l'última setmana del mes, es va col·locar al voltant del 5,1% i va tornar als nivells del maig del 2002. Cal destacar que, en l'última setmana d'abril, la corba del rendiment del deute públic s'havia normalitzat i presentava un pen-

**A Europa preocupa que una depreciació sobtada del iuan enfront del dòlar pugui apreciar massa l'euro.**

**La corba de tipus d'interès dels Estats Units puja en tots els terminis en els dos últims mesos...**

dent positiu, és a dir, valors més alts a mesura que augmentava el termini.

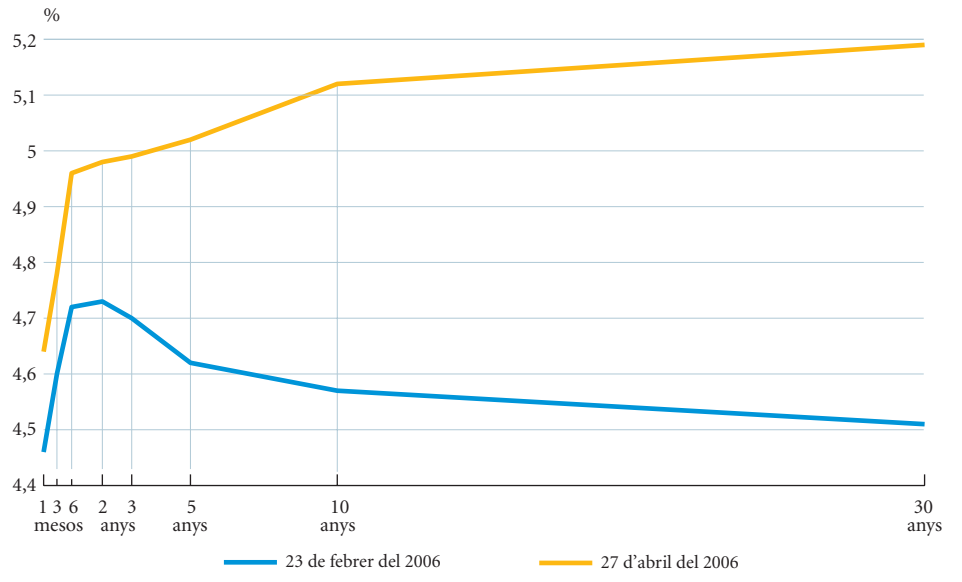
La positivització de la corba podria resoldre l'«enigma de Greenspan», anomenat així d'ençà que l'anterior president de la Reserva Federal va expressar la seva estranyesa sobre la no reacció dels tipus d'interès a llarg termini a les pujades dels tipus a curt termini induïdes pel tensionament de la política monetària. A l'octubre del 2005, després de més d'un any d'alces dels tipus d'interès a curt termini als Estats Units, el rendiment dels bons del Tresor nord-americà se situava lleugerament per sota del nivell previ al gir restrictiu de la Reserva Federal i es mantenia en nivells anormalment baixos.

**...fins i tot en els més llargs, la qual cosa normalitza l'estructura de tipus després d'un període en què, en alguns terminis, els rendiments a curt superaven els llargs.**

Al requadre titulat «El misteri dels tipus d'interès» de l'Informe Mensual del novembre del 2005, avançàvem que semblava que la tendència a la baixa dels rendiments dels bons nord-americans s'havia trencat i pronosticàvem una moderada tendència alcista de llavors ençà a partir de l'anàlisi dels factors subjacents, que es podien resumir en les expectatives d'inflació, dels preus del petroli, de la credibilitat dels bancs centrals, de l'acumulació de les reserves de divises exteriors, de la demanda d'inversió, de la globalització i del comportament dels inversors institucionals (vegeu més detalladament al requadre esmentat). Ara sembla que la situació es comença a normalitzar, en situar-se la rendibilitat del bo del Tresor dels Estats Units a llarg termini per damunt del 5% i presentar la corba de tipus d'interès un pendent positiu en tots els terminis, fet que podria significar que l'«enigma de Greenspan» podria haver estat un fenomen transitori. En qualsevol cas, el rendiment del deute públic a llarg termini sembla haver deixat enrere la cota mínima del 3,1% anotada el 2003.

**LA CORBA DE TIPUS D'INTERÈS ALS ESTATS UNITS TENDEIX A NORMALITZAR-SE**

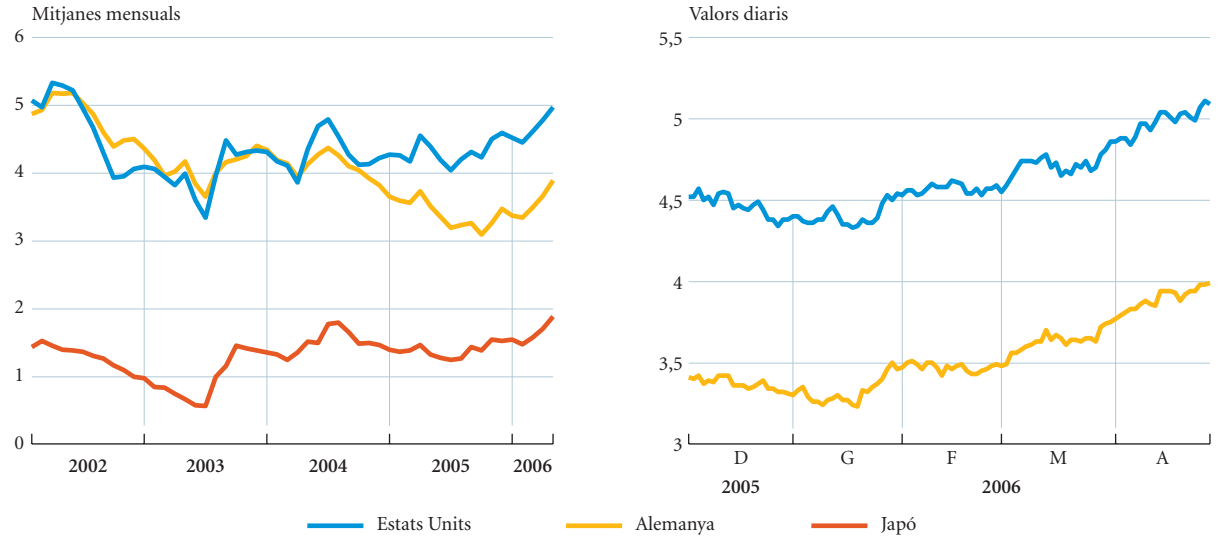
Rendibilitats del deute públic




FONT: Reuters.

## EL RENDIMENT DELS BONS DEL TRESOR NORD-AMERICÀ MARCA LA COTA MÀXIMA DES DEL MAIG DEL 2002

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual




NOTA: Els tipus arriben fins al 27 d'abril.
FONTS: Banc d'Espanya i Thomson Financial Datastream.

## TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

| | 2003 | 2004 | 2005 | | | 2006 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | II | III | IV | Gener | Febrer | Març | 27 abril |
| Estats Units | 4,04 | 4,31 | 4,21 | 4,25 | 4,54 | 4,45 | 4,61 | 4,78 | 5,09 |
| Japó | 0,99 | 1,50 | 1,28 | 1,36 | 1,53 | 1,47 | 1,57 | 1,70 | 1,96 |
| Alemanya | 4,10 | 4,07 | 3,35 | 3,19 | 3,37 | 3,34 | 3,49 | 3,66 | 3,99 |
| França | 4,13 | 4,10 | 3,38 | 3,23 | 3,39 | 3,34 | 3,51 | 3,68 | 4,05 |
| Itàlia | 4,24 | 4,24 | 3,53 | 3,40 | 3,56 | 3,55 | 3,70 | 3,87 | 4,27 |
| Espanya | 4,12 | 4,10 | 3,36 | 3,18 | 3,37 | 3,33 | 3,48 | 3,65 | 4,00 |
| Regne Unit | 4,53 | 4,93 | 4,50 | 4,32 | 4,34 | 4,12 | 4,21 | 4,36 | 4,66 |
| Suïssa | 2,47 | 2,57 | 2,04 | 1,90 | 2,05 | 2,02 | 2,18 | 2,35 | 2,72 |

FONTS: Banc d'Espanya, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

A aquest costat de l'Atlàntic, la rendibilitat dels bons de l'Estat alemanys ha experimentat una evolució similar en les últimes setmanes. Així, se situava al voltant del 4% en l'última setmana d'abril, cota no registrada des de l'octubre del 2004. D'aquesta manera, el diferencial amb els bons homòlegs dels Estats Units s'ha ampliat molt lleugerament en les últimes setmanes fins a uns 110 punts bàsics, però és probable que s'hagi reduït al final de l'any.

D'altra banda, la prima de risc dels bons emergents, mesurada per l'índex JP Mor-

**El rendiment dels bons europeus supera el 4%.**

**La prima de risc dels bons emergents marca un nou mínim històric a l'abril.**

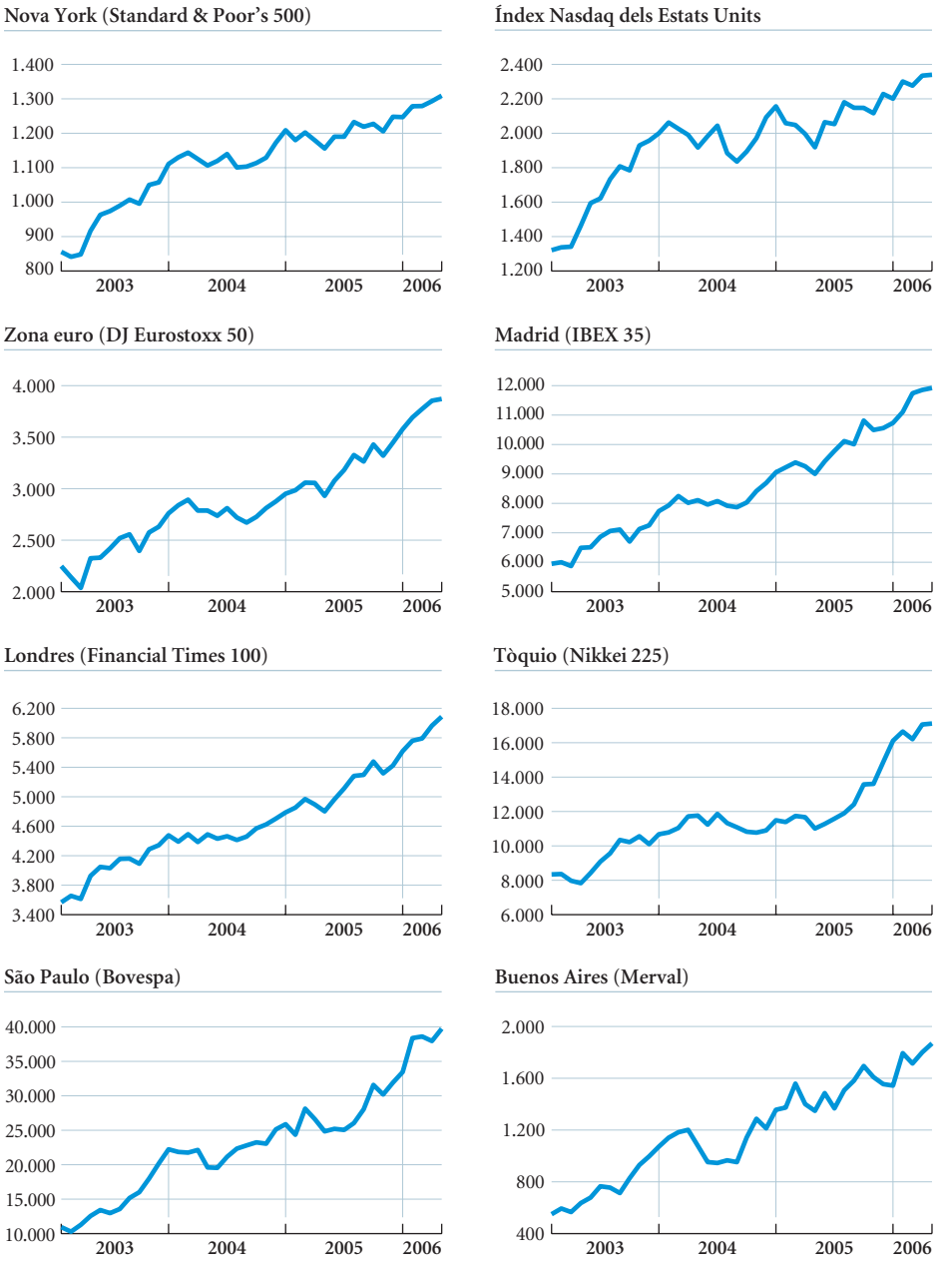
gan EMBI+, va baixar fins a un mínim històric de 179 punts bàsics sobre el deute públic nord-americà en la cinquena setmana d'abril.

## Les borses emergents marquen màxims històrics a l'abril

Cap al final del primer quadrimestre, les borses presenten, en general, un

**BORSES INTERNACIONALS**

Índexs al final del mes




NOTA: Abril 2006, dia 27.
FONT: Thomson Financial Datastream.

## ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

31-3-2006

| | Índex (*) | % variació mensual | % variació acumulada | % variació anual | Cotització a 27-4-06 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | % variació acumulada | % variació sobre la mateixa data de 2003 |
| Nova York | | | | | | |
| *Dow Jones* | *11.109,3* | *1,1* | *3,7* | *5,8* | *6,2* | *37,0* |
| *Standard & Poor's* | *1.294,8* | *1,1* | *3,7* | *9,7* | *4,9* | *45,7* |
| *Nasdaq* | *2.339,8* | *2,6* | *6,1* | *17,0* | *6,3* | *63,5* |
| Tòquio | 17.059,7 | 5,3 | 5,9 | 46,2 | 6,2 | 122,3 |
| Londres | 5.964,6 | 3,0 | 6,2 | 21,9 | 7,9 | 56,6 |
| Zona de l'euro | 3.853,7 | 2,1 | 7,7 | 26,1 | 8,0 | 70,1 |
| *Frankfurt* | *5.970,1* | *3,0* | *10,4* | *37,3* | *12,2* | *113,8* |
| *París* | *5.220,9* | *4,4* | *10,7* | *28,3* | *10,6* | *81,9* |
| *Amsterdam* | *468,7* | *2,2* | *7,3* | *26,8* | *8,6* | *70,5* |
| *Milà* | *29.309,0* | *1,8* | *9,5* | *18,9* | *10,7* | *70,8* |
| *Madrid* | *11.854,3* | *1,0* | *10,4* | *28,0* | *10,8* | *83,2* |
| Zuric | 8.023,3 | 1,7 | 5,8 | 35,3 | 6,5 | 80,5 |
| Hong Kong | 15.805,0 | –0,7 | 6,2 | 16,9 | 12,5 | 99,1 |
| Buenos Aires | 1.800,6 | 5,0 | 16,7 | 28,6 | 21,1 | 180,7 |
| São Paulo | 37.951,0 | –1,7 | 13,4 | 42,6 | 18,8 | 227,8 |

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.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

balanç molt favorable i mostren increments dels índexs superiors, en molts casos, al que s'esperava al gener per al conjunt de l'exercici. Així, a l'abril, molts índexs borsaris han marcat les cotes màximes dels últims anys. L'ascens de les borses s'ha degut, sobretot, a la bona marxa dels resultats empresarials i a les favorables perspectives existents. Una onada de fusions i adquisicions empresarials que ha afectat les mateixes societats que operen les borses, com la Borsa de Londres, també ha contribuït a animar els parquets. Uns tipus d'interès relativament baixos han ajudat igualment al dinamisme dels mercats borsaris. La pujada de les borses s'ha produït tot i l'augment dels tipus d'interès i de l'escalada dels preus de les primeres matèries.

**Els índexs borsaris marquen els màxims dels últims anys tot i l'alça dels tipus d'interès i dels preus de les primeres matèries.**

No obstant això, aquest encariment dels preus de les primeres matèries ha afavorit els mercats emergents, que han anotat les plusvàlues més importants. Així, entre altres, les borses del Brasil, Mèxic, Indonèsia, Sud-àfrica i Polònia van batre rècords en l'última setmana d'abril.

**Les borses del Brasil, Mèxic, Indonèsia, Sud-àfrica i Polònia baten nous rècords.**

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

### Excel·lent conjuntura actual amb algunes ombres

**L'economia espanyola continua en expansió, tot i que l'alça del preu del petroli i els problemes crònics que arrossega (dèficit exterior i excés d'inflació) obliguen a matisar l'optimisme.**

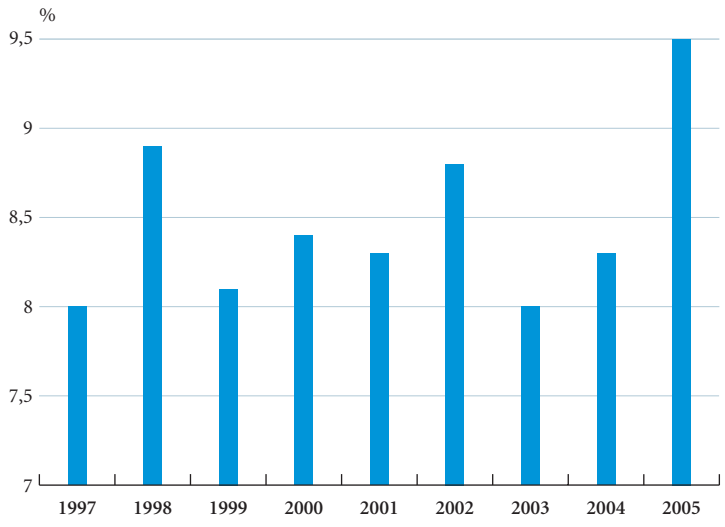
L'economia espanyola continua navegant vent en popa, però els núvols que es divisen a l'horitzó no s'acaben d'esvair. L'escalada dels preus del petroli projecta de nou la seva ombra sobre l'activitat econòmica espanyola, que pateix, cal no oblidar-ho, una dependència d'aquesta energia molt superior a la dels països del nostre entorn. D'altra banda, els problemes crònics que pateix –l'excés d'inflació i el dèficit exterior com a exponents de la pèrdua de competitivitat– no són encara en vies de solució, la qual cosa ens podria abocar a mitjà termini a un ajustament més sever del que seria desitjable.

Ara com ara, però, les coses no poden anar millor, com ho avalen, per exemple, els sanejats beneficis empresarials. Segons la Central de Balanços Trimestral del Banc d'Espanya, el benefici net de les empreses va créixer, ni més ni menys, el 26,2% el 2005, rècord històric absolut. Però, atenció, que no és or tot el que lluu! Si fem una lectura més atenta de les xifres que ens ofereix la mostra del Banc d'Espanya, veiem que les principals fonts d'ingressos en l'exercici considerat deriven d'alguns factors molt volàtils.

En efecte, els ingressos financers (alimentats, sobretot, per l'entrada de dividends de filials a l'estranger) van créixer gairebé el 23%, els ingressos extraordinaris van augmentar el 62% (a causa, en part, de

**LA RENDIBILITAT DE LES EMPRESES ASSOLEIX MÀXIMS HISTÒRICS**

Rendibilitat de l'actiu net (resultat net sobre l'actiu mitjà)




FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

les plusvàlues generades en operacions de vendes d'accions) i, a més a més, es van desfer el 2005 moltes de les provisions dotades en exercicis anteriors, a conseqüència de la recuperació del valor de les inversions realitzades, principalment, a Llatinoamèrica. Un cop exclosos aquests conceptes, el resultat brut d'explotació (representatiu del nucli més estable de l'activitat) va registrar un creixement del 5,2%, que no està gens malament, però que resulta molt més moderat i se situa per sota, fins i tot, del corresponent al 2004.

Però, al capdavall, entre una cosa i l'altra, les empreses van obtenir el 2005 uns rendiments econòmics excepcionals. La rendibilitat de l'actiu net va pujar l'any passat al 9,5%, i la corresponent als recursos propis, al 14,6%, els més elevats de tota la sèrie. Però l'exercici 2005 és aigua passada, i serà difícil que aquests resultats es repeteixin en el futur immediat, en un context global cada cop més exigent. En el conjunt d'empreses incloses a la mostra del Banc d'Espanya, les corresponents al sector de l'energia (que tenen una important representació en aquesta mostra) són les que van obtenir els millors resultats, seguides, a força distància, dels grups de comerç i reparació i de transports i comunicacions.

**Ara com ara, la conjuntura empresarial és excel·lent.**

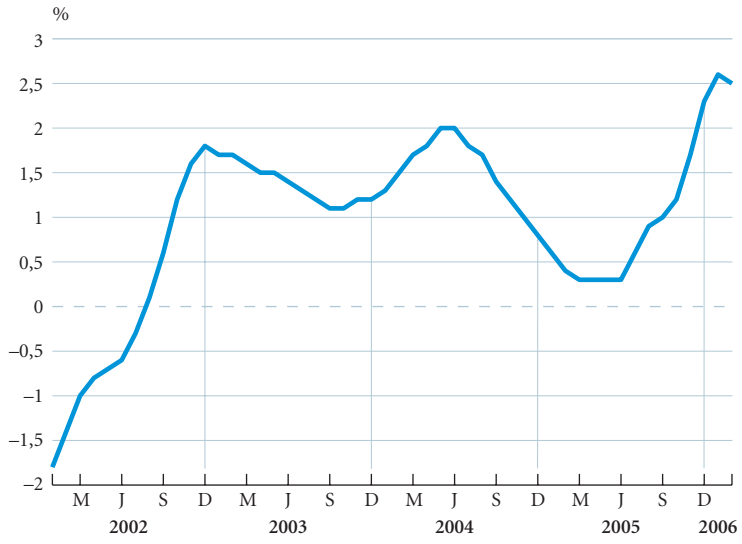
L'únic sector que va punxar va ser l'industrial, que va registrar un descens del resultat ordinari net superior al 6%. La reducció de marges propiciada per la competitivitat dels mercats i la feblesa de la demanda exterior defineixen el context de gran dificultat en què es mou aquest sector. Tal com ho indica el Banc d'Espanya, l'evolució a curt i a mitjà termini de les empreses d'aquest àmbit dependrà de la capacitat que tinguin d'adaptar la seva estructura productiva a les noves circumstàncies del mercat globalitzat.

**Les empreses industrials són les que han d'afrontar una situació més complicada, mentre esperen que es consolidi la recuperació apuntada durant els últims mesos.**

En el pla estrictament conjuntural, sembla que la recuperació de la indústria s'ha consolidat, però ha perdut força al començament del 2006. Aquesta circums-

**PERD FORÇA LA RECUPERACIÓ DE LA INDÚSTRIA**

Variació interanual de l'índex de producció industrial




NOTA: Sèrie de cicle-tendència, corregida de variacions de calendari.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

tància es pot apreciar al gràfic anterior, que mostra l'evolució de l'índex de producció industrial. D'altra banda, tot i l'impuls dels últims mesos, el sentiment de confiança del sector no acaba de millorar clarament i es continua movent en cotes negatives, segons l'enquesta de la Comissió Europea.

**En canvi, tant la construcció com els serveis continuen mostrant un dinamisme considerable.**

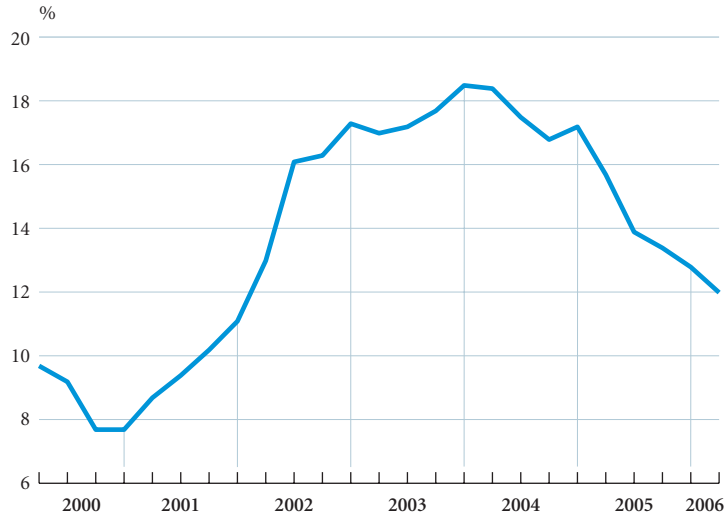
En canvi, el sector de la construcció continua mostrant una gran solidesa, d'acord amb l'avanç sostingut dels principals indicadors d'activitat. De tota manera, el mercat immobiliari continua emetent signes de certa moderació. Així, per exemple, els preus de l'habitatge lliure mantenen la suau però progressiva desacceleració observada al llarg del 2005: durant el primer trimestre del 2006, van augmentar el 12,0%, vuit dècimes menys que al final del 2005 i al voltant de 3,7 punts percentuals menys que un any abans. D'altra banda, la inversió estrangera en immobles continua davallant, segons les dades del Banc d'Espanya. La suma del valor d'aquesta inversió en els dotze últims mesos va caure el 15% al gener i va consolidar la tendència negativa observada en els mesos precedents.

El sector de serveis també presenta un to global força positiu, segons es desprèn de l'evolució de l'índex de la xifra de negocis elaborat per l'Institut Nacional d'Estadística (INE). Les tecnologies de la informació i la comunicació i els serveis a empreses continuen essent els sectors més dinàmics. D'altra banda, el comerç i els transports continuen creixent també a un bon ritme, després d'haver près una tendència clarament alcista en els últims mesos.

El turisme és l'únic sector que mostra un cert estancament del ritme expansiu de la xifra de negocis (al voltant del 4% d'augment nominal en els últims mesos), segons les dades de l'INE. El primer trimestre de l'any va ser força fluix, amb un estancament gairebé absolut de les pernoctacions en hotels nacionals i una caiguda de la despesa dels turistes estrangers, tot i el seu lleuger augment numèric. De

**ES CONTINUA MODERANT EL CREIXEMENT DEL PREU DELS HABITATGES**

Variació interanual del preu per m² de l'habitatge lliure




FONTS: Ministeri de l'Habitatge i elaboració pròpia.

## INDICADORS D'OFERTA

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Consum d'electricitat (1) | 4,0 | 3,5 | 4,5 | 2,7 | 3,2 | 3,7 | 3,2 | 3,6 | 1,6 |
| Índex de producció industrial (2) | 1,6 | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,7 | 1,6 | 3,4 | 2,3 | ... |
| Indicador de confiança a la indústria (3) | –2,5 | –4,9 | –3,6 | –7,0 | –4,8 | –4,0 | –7,3 | –6,0 | –3,0 |
| Utilització capacitat productiva (4) | 79,8 | 80,2 | 79,4 | 79,5 | 81,1 | 80,7 | – | 79,7 | – |
| Importació béns interm. no energ. (5) | 6,6 | 1,6 | 0,7 | 3,6 | 0,6 | 1,1 | –0,8 | 12,6 | ... |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Consum de ciment | 3,7 | 5,1 | –0,2 | 11,2 | 5,2 | 3,7 | 14,3 | 12,5 | ... |
| Indicador de confiança a la construcció (3) | 13,6 | 22,4 | 23,7 | 15,0 | 22,7 | 28,3 | 21,0 | 6,0 | 19,0 |
| Habitatges (visats obra nova) | 8,0 | 6,2 | 3,7 | 7,6 | 2,8 | 10,6 | 24,6 | ... | ... |
| Licitació oficial | 18,3 | 18,5 | 5,8 | 36,6 | 3,1 | 36,9 | 18,8 | ... | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç minorista | 5,5 | 4,4 | 4,1 | 5,4 | 4,4 | 3,8 | 4,7 | 3,9 | 6,1 |
| Turistes estrangers | 3,1 | 6,2 | 8,2 | 4,6 | 7,0 | 4,9 | –0,1 | 2,0 | 0,0 |
| Ingressos turisme | 3,8 | 5,8 | 4,1 | –3,9 | 13,9 | 4,9 | –13,7 | ... | ... |
| Mercaderies ferrocarril (Tm-km) | –3,5 | –3,2 | –14,3 | –4,7 | –2,3 | 11,0 | ... | ... | ... |
| Tràfic aeri passatgers | 8,0 | 9,1 | 8,4 | 8,5 | 10,2 | 9,1 | 7,7 | 5,5 | 3,0 |
| Consum de gasoil automoció | 7,2 | 4,8 | 2,5 | 7,5 | 4,9 | 4,2 | 9,4 | ... | ... |

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.

tota manera, la pedra de toc del sector són encara els resultats de la temporada alta, que les expectatives actuals situen lleugerament per damunt dels corresponents al 2005.

Des de la perspectiva de la demanda, el to que mostra el consum és força desigual. Així, per exemple, sembla que les matriculacions d'automòbils, amb un avanç interanual del 2,5% durant el primer trimestre, han superat l'ensopegada dels últims mesos, tot i que la comparació entre els exercicis 2005 i 2006 no és prou representativa a causa de la diferent ubicació en el calendari de les festivitats de Setmana Santa. Per la seva banda, les matriculacions de motocicletes van mantenir el fort augment expansiu (més del 43% d'augment en el període referit) propiciat pels canvis reglamentaris recents.

En canvi, les vendes del comerç al detall van registrar un creixement molt moderat durant el primer trimestre en termes reals, mentre que la confiança dels consumidors no acaba de sortir del sòl negatiu en què roman ancorada últimament. En conjunt, sembla que el consum tendeix a desaccelerar moderadament el seu ritme expansiu, tot i que mantenint encara un fons de fermesa apreciable, que té el suport de les condicions favorables que prevalen (creixement de l'ocupació,

**El to del consum continua essent força positiu, tot i que tendeix a desaccelerar gradualment el seu elevat ritme expansiu actual.**

# És excessiu el creixement del consum a Espanya?

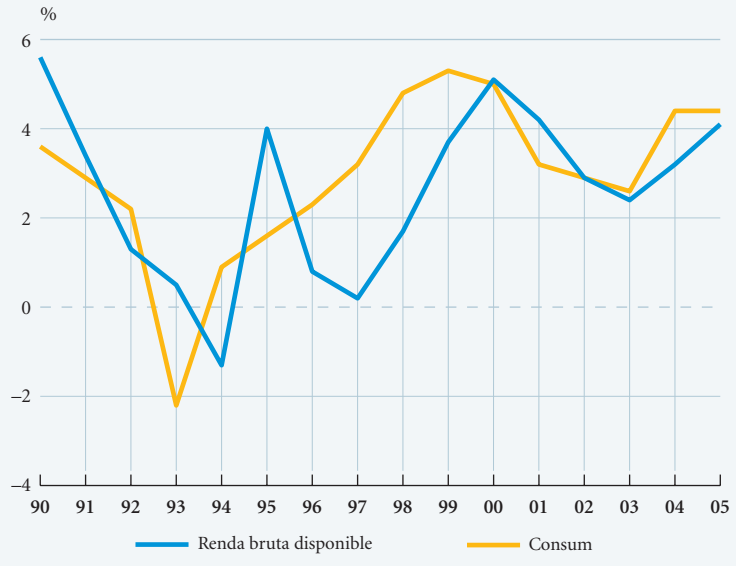
El consum és, en certa mesura, el mascaró de proa de l'economia. La seva importància no admet cap dubte. A Espanya, per exemple, representa gairebé el 60% del PIB, proporció molt similar a la de la majoria dels països del nostre entorn. Certament, la vitalitat del consum és un factor mot important per al dinamisme econòmic, ja que, a part de la seva contribució directa al creixement global, exerceix un estímul innegable sobre la inversió productiva. I, a l'inrevés, als països avançats l'atonia del consum ha generat alguns cops etapes de prolongat estancament –com en el cas recent del Japó– o de creixement raquític –com el que registrem a Europa–.

Segons els postulats de l'anàlisi econòmica, el consum privat depèn de la *renda permanent* (entesa com el flux d'ingressos presents i futurs obtinguts al llarg del cicle vital dels consumidors). A la pràctica, se sol vincular les decisions de consum a determinades variables observables, com la renda disponible, la riquesa total neta i el tipus d'interès real, i les desviacions observades s'atribueixen a les expectatives de renda futura dels consumidors. Per a l'economia espanyola, el Banc d'Espanya xifra en 0,5 l'elasticitat del consum familiar a la renda laboral per als béns de consum no duradors i al voltant de la unitat, per als béns duradors. L'efecte riquesa seria també significatiu però inferior al de la renda, igual que la resposta a les variacions del tipus d'interès real.

En efecte, com es pot apreciar al següent gràfic, l'evolució del consum a Espanya manté una estreta relació amb el creixement de la renda bruta disponible de les llars. Aquest creixement s'explica, fonamentalment, per l'avanç de les rendes salarials associat a la forta expansió de l'ocupació, en què ha jugat un protagonisme destacat la població immigrada. A més a més, també altres factors, com el descens dels tipus d'interès, la revaloració dels

**EL CONSUM ESTÀ MOLT INFLUÏT PER L'EVOLUCIÓ DE LA RENDA**

Variació real del consum i de la renda disponible de les llars



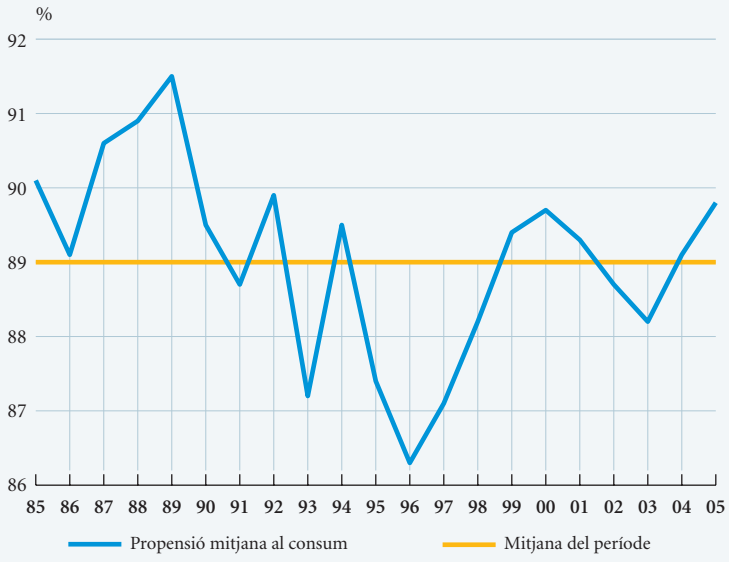

FONTS: INE, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

actius financers i immobiliaris i la forta expansió del crèdit, han tingut temporalment efectes puntuals apreciables sobre el consum.

En definitiva, entre una cosa i l'altra, el consum de les llars espanyoles ha experimentat una expansió notable en els cinc últims anys, amb un creixement real proper al 3,6% de mitjana anual i una contribució al creixement del PIB propera al 60%. Hi ha motiu, doncs, per a l'alarma? Si analitzem aquesta qüestió des del punt de vista de la propensió al consum (proporció de la renda disponible destinada a les despeses de consum), no sembla que estigui especialment justificada. Com ho mostra el gràfic següent, el nivell actual és només lleugerament superior a la mitjana històrica dels vint últims anys. Des d'aquesta perspectiva, no sembla que s'hagi produït el *festival consumista* indicat per alguns analistes. El problema rau en el fet que l'estalvi brut generat (la part no consumida) per les famílies espanyoles és clarament insuficient en l'actualitat per finançar el creixement de les despeses d'inversió (principalment en habitatge), fins al punt que el 2005 el resultat final (l'estalvi brut inicial menys la inversió realitzada) es va tornar negatiu. Així, doncs, des d'aquest particular punt de vista, sí que sembla raonable propugnar una major moderació en el ritme expansiu del consum, atesa la inversió que es desitja escometre.

**LA PROPENSIÓ AL CONSUM SE SITUA MOLT A LA VORA DE LA MITJANA HISTÒRICA**

Despeses de consum de les llars sobre la renda disponible bruta de cada any




FONTS: INE, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

L'evolució del consum de les llars espanyoles en els deu últims anys s'ha caracteritzat també per la important transformació que ha patit l'estructura de la despesa. En línies generals, la tendència dominant ha estat la disminució del pes relatiu de les despeses en alimentació a favor, principalment, de les corresponents als serveis. Destaca, sobretot, el fort augment real de la despesa en comunicacions, que gairebé s'ha triplicat, i els increments superiors a la mitjana registrats en els capítols de salut, transport, oci i cultura i els relatius a l'atenció i als serveis personals. En sentit contrari, destaca el moderat creixement de les despeses considerades de primera necessitat (com l'alimentació i el vestit), que han experimentat en aquest període un creixement

**CLASSIFICACIÓ DE LA DESPESA DE LES LLARS**

Milions d'euros (preus corrents)

| Grups | 1995 | 2004 | % de variació | | % de participació | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Preus | Quantitat | 1995 | 2004 | Diferència |
| Aliments i begudes no alcohòliques | 48.586 | 71.541 | 29,4 | 17,6 | 17,7 | 14,2 | –3,5 |
| Begudes alcohòliques i tabac | 7.527 | 15.530 | 60,7 | 27,0 | 2,7 | 3,1 | 0,3 |
| Articles de vestir i calçat | 18.676 | 27.753 | 27,0 | 18,2 | 6,8 | 5,5 | –1,3 |
| Habitatge, aigua, electricitat, gas i altres combustibles | 40.383 | 80.962 | 38,5 | 29,1 | 14,7 | 16,0 | 1,3 |
| Mobiliari, parament de la llar i despeses de conservació de l'habitatge | 17.082 | 26.782 | 21,8 | 30,4 | 6,2 | 5,3 | –0,9 |
| Salut | 9.056 | 17.651 | 27,3 | 48,9 | 3,3 | 3,5 | 0,2 |
| Transport | 31.804 | 60.404 | 28,7 | 49,2 | 11,6 | 12,0 | 0,4 |
| Comunicacions | 4.931 | 13.534 | –6,7 | 180,0 | 1,8 | 2,7 | 0,9 |
| Oci, espectacles i cultura | 23.343 | 46.808 | 21,9 | 48,2 | 8,5 | 9,3 | 0,8 |
| Educació | 4.636 | 7.386 | 42,5 | 15,8 | 1,7 | 1,5 | –0,2 |
| Hotels, cafès i restaurants | 51.802 | 94.057 | 44,3 | 28,9 | 18,9 | 18,6 | –0,2 |
| Altres béns i serveis | 16.615 | 42.063 | 20,0 | 59,9 | 6,1 | 8,3 | 2,3 |
| **Total** | **274.441** | **504.471** | **30,5** | **35,8** | **100,0** | **100,0** | |

FONTS: INE i elaboració pròpia.

real proper al 18%, la meitat del creixement mitjà de les despeses totals. Aquest patró de comportament és coherent amb el nivell de desenvolupament assolit pel nostre país.

Al capítol alimentari, es manifesten algunes tendències molt marcades, com la preferència cap al peix i el marisc (amb un augment real del 20% en aquest període) en detriment de la carn (7%) i cap a la fruita (21%) en perjudici de la verdura (7%). Es registren també augments molt importants al grup d'aliments preparats i en determinats articles complementaris de menor valor dietètic (sucre, confitures, mel, xocolata i confiteria). A la resta de capítols, destaca l'augment de la despesa en productes farmacèutics i material terapèutic (63%), vehicles (82%), equips telefònics (168%) i equips audiovisuals i informàtics (96%).

En definitiva, el consum privat ha mostrat últimament un inusitat vigor a Espanya i ha patit, a més a més, un important canvi qualitatiu, sota un patró similar a l'observat en altres països amb un nivell de desenvolupament semblant, tot i que, en aquest camp, com en altres, la velocitat del canvi al nostre país ha estat particularment intensa en aquesta etapa. De cara al futur, és previsible que persisteixi aquesta tendència, tot i que a un ritme més pausat, i també cal esperar una major contenció en l'aportació del consum al creixement del PIB.

**El ritme expansiu de la inversió en béns d'equipament també es desaccelera lleugerament.**

expansió del crèdit i tipus d'interès encara molt baixos).

Pel que fa a la inversió en béns d'equipament, els principals indicadors d'activitat mantenen el signe expansiu, però amb tendència a moderar també les elevades taxes dels mesos anteriors. És el cas, per exemple, de les matriculacions de vehicles de càrrega, que van augmentar el 7,5% interanual durant el primer trimestre, enfront del 13,2% registrat en el con-

## INDICADORS DE DEMANDA

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Producció de béns de consum (*) | –0,1 | 0,9 | 0,1 | 1,1 | 1,4 | 0,9 | 0,3 | 0,8 | ... |
| Importació de béns de consum (**) | 13,4 | 7,9 | 6,5 | 8,4 | 7,8 | 8,6 | 40,4 | 9,3 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | 9,8 | 0,8 | –0,0 | 4,9 | 2,3 | –4,5 | –0,3 | –2,3 | 8,3 |
| Crèdit al consum de béns duradors | 5,5 | 12,5 | 8,8 | 13,7 | 17,2 | 10,1 | – | – | – |
| Indicador de confiança dels consumidors (***) | –10,5 | –10,8 | –9,3 | –11,3 | –11,4 | –11,2 | –12,4 | –13,0 | –12,0 |
| **Inversió** | | | | | | | | | |
| Producció de béns d'equipament (*) | 1,9 | –0,1 | –0,8 | 0,6 | –1,3 | 0,8 | 10,2 | 4,5 | ... |
| Importació de béns d'equipament (**) | 14,9 | 20,4 | 28,6 | 36,0 | 13,5 | 8,2 | 20,7 | 10,0 | ... |
| Matriculació de vehicles industrials | 11,7 | 13,2 | 9,2 | 17,9 | 13,9 | 11,5 | –5,8 | 6,5 | 19,2 |
| **Comerç exterior** (**) | | | | | | | | | |
| Importacions no energètiques | 9,8 | 6,0 | 5,7 | 9,0 | 4,7 | 4,5 | 14,7 | 11,5 | ... |
| Exportacions | 5,2 | 0,2 | –3,1 | 2,5 | 1,2 | 0,1 | 12,2 | 11,6 | ... |

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.
(**) En volum.
(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.
FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

junt del 2005, i de les importacions de béns d'aquesta naturalesa, que van créixer el 15,1% real durant els dos primers mesos, enfront del 20,4% corresponent al 2005.

### Múrcia encapçala el creixement regional de l'últim quinquenni

L'exercici 2005 va ser un exercici de creixement sostingut i una mica superior al de l'any precedent. El bon to econòmic es va estendre a la major part de les comunitats autònomes, llevat de les Balears i de La Rioja, que van créixer una mica menys que el 2004, i d'Andalusia i Cantàbria, que van fer-ho al mateix ritme de l'any precedent, segons les dades de la comptabilitat regional d'Espanya elaborades per l'Institut Nacional d'Estadística.

La comunitat autònoma més dinàmica el 2005 va ser Madrid, amb un creixement del 4,0%, superior en sis dècimes a la mitjana espanyola. També per damunt d'aquest llistó es van situar Múrcia i Extremadura (les dues amb el 3,8%), el País Basc (3,7%) i, finalment, Aragó, Andalusia i Castella-la Manxa (les tres amb el 3,5%). A l'extrem oposat van quedar Balears, amb el 2,4%, i Astúries i Canàries, les dues amb el 2,9%.

**Sensibles disparitats en el creixement regional el 2005, amb Madrid, Múrcia i Extremadura al capdavant i Balears, Astúries i Canàries a la cua.**

En l'últim quinquenni, la comunitat més dinàmica ha estat Múrcia, que ha crescut a una mitjana anual del 3,9%, gairebé el doble que Balears, la regió amb el menor creixement acumulat des del 2000. El fort diferencial a la construcció i el diferent comportament del terciari expliquen aquestes grans diferències. Al nucli capdavanter, hi ha també Andalusia (3,7% de mitjana anual), Canàries, Castella-la Manxa i Extremadura, les tres amb el 3,4%. De nou, el factor explicatiu de la diferència és el dinamisme especial de la construcció, llevat de Canàries. També

## PRODUCTE INTERIOR BRUT PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Any 2005

| | Producte interior brut (*) | | % variació real | | PIB per habitant | Renda disponible bruta per habitant |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Milions d'euros corrents | % sobre total | 2005 | 2000-2005 | Euros corrents | Mitjana Espanya = 100 / 2003 |
| Andalusia | 124.407 | 13,8 | 3,5 | 3,7 | 16.100 | 80,0 |
| Aragó | 28.013 | 3,1 | 3,5 | 3,2 | 22.403 | 109,1 |
| Astúries | 19.610 | 2,2 | 2,9 | 2,7 | 18.533 | 96,2 |
| Balears | 22.286 | 2,5 | 2,4 | 2,0 | 22.947 | 114,1 |
| Canàries | 36.433 | 4,0 | 2,9 | 3,4 | 18.879 | 92,3 |
| Cantàbria | 11.383 | 1,3 | 3,0 | 3,3 | 20.554 | 102,0 |
| Castella-la Manxa | 30.567 | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 16.314 | 84,8 |
| Castella i Lleó | 48.894 | 5,4 | 3,3 | 3,1 | 19.782 | 98,9 |
| Catalunya | 170.426 | 18,8 | 3,3 | 3,0 | 24.858 | 114,2 |
| Comunitat Valenciana | 87.221 | 9,6 | 3,0 | 3,0 | 19.057 | 94,7 |
| Extremadura | 15.026 | 1,7 | 3,8 | 3,4 | 14.051 | 75,2 |
| Galícia | 45.780 | 5,1 | 3,3 | 2,7 | 16.870 | 87,1 |
| Madrid | 160.297 | 17,7 | 4,0 | 3,3 | 27.279 | 120,5 |
| Múrcia | 22.812 | 2,5 | 3,8 | 3,9 | 17.322 | 83,8 |
| Navarra | 15.472 | 1,7 | 3,1 | 3,0 | 26.489 | 124,2 |
| País Basc | 55.866 | 6,2 | 3,7 | 2,9 | 26.515 | 125,0 |
| La Rioja | 6.705 | 0,7 | 3,0 | 2,9 | 22.548 | 111,6 |
| Ceuta | 1.345 | 0,1 | 3,4 | 3,1 | 18.860 | 94,4 |
| Melilla | 1.221 | 0,1 | 3,1 | 3,0 | 18.304 | 93,9 |
| **Total** | **904.323** | **100,0** | **3,4** | **3,2** | **20.838** | **100,0** |

NOTES: (*) El total no coincideix amb la suma de comunitats autònomes perquè inclou PIB no regionalitzable.

**La construcció juga un paper rellevant en la dinamització de certes regions espanyoles en els últims anys.**

per damunt de la mitjana espanyola s'han situat Cantàbria, Madrid i Aragó, gràcies a l'impuls relatiu de la indústria en el primer cas i de la construcció en els dos restants. A Madrid, el complement del sector energètic ha estat també rellevant, mentre que a Aragó la indústria ha crescut per damunt de la mitjana espanyola.

Al costat oposat, és a dir, entre les comunitats que han perdut pes en el conjunt de l'economia espanyola, figuren, en primer lloc, les de la cornisa cantàbrica (Galícia, Astúries i el País Basc), juntament amb La Rioja, Catalunya, València i Navarra. En el cas català i valencià, les dificultats de la indústria manufacturera expliquen l'endarreriment en relació amb la mitjana espanyola, ja que la construcció ha mantingut un to robust. Castella i Lleó, per la seva banda, ha crescut gairebé al ritme de l'economia espanyola, el 3,1% de mitjana acumulada en aquest últim quinquenni, i ha mostrat un cert dinamisme industrial.

La dinàmica de desenvolupament regional ha tendit a moderar les diferències entre comunitats, tot i que el 2005 les diferències en termes de PIB per habitant eren substancials. Madrid, amb 27.279 euros per capita, liderava el conjunt espanyol, seguida a poca distància per les dues comunitats forals. Una mica més

lluny, tot i que també per damunt de la mitjana espanyola, se situava Catalunya, amb 24.858 euros per habitant. Aquestes quatre comunitats són les úniques que presenten un registre superior a la mitjana de la Unió Europea de 25 membres, situada en 23.400 euros per habitant.

En un nivell inferior, però per damunt de la mitjana espanyola, se situaven les illes Balears, La Rioja i Aragó. Per sota de la mitjana espanyola, però menys del 10%, hi havia Cantàbria, Castella i Lleó i València. A l'extrem oposat, Extremadura, i, una mica més amunt, Andalusia, Castella-la Manxa i Galícia configuraven el mapa de les regions amb un PIB per capita inferior.

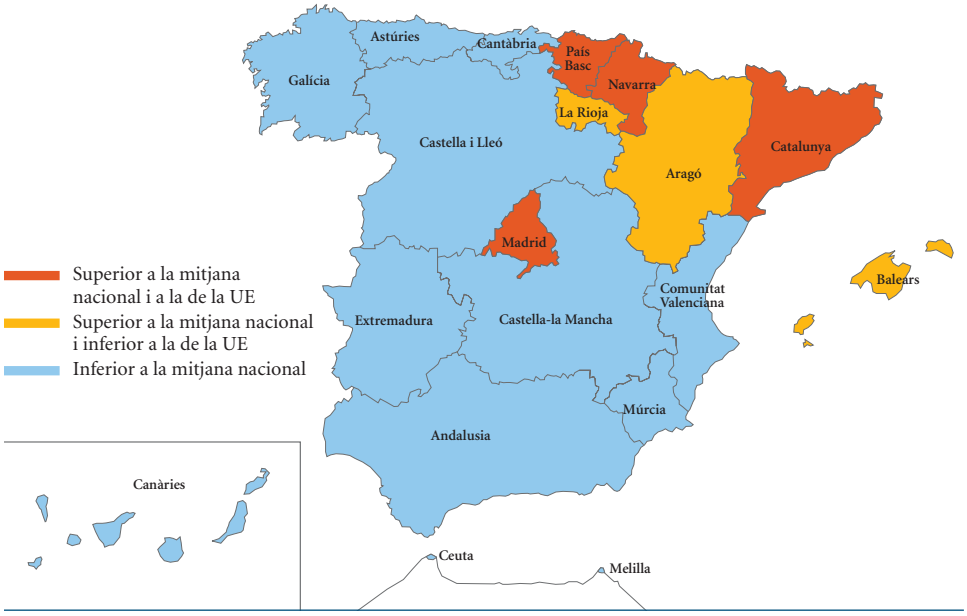
Les disparitats regionals en producte per habitant queden relativament atenuades en considerar la renda disponible de les llars, indicador que incorpora els efectes de la política redistributiva de l'Estat, entre altres. Així, mentre la comunitat més desenvolupada, Madrid, presenta un PIB per habitant superior en un 94% al de la menys desenvolupada (Extremadura), en el cas de la renda el diferencial es redueix al 66% entre el País Basc i Extremadura, que presenten una renda per habitant de 14.902 i 8.964 euros, respectivament.

**S'escurcen les diferències en el producte regional per habitant, però els casos extrems encara són importants.**

**Les diferències de renda són molt més estretes que les del producte.**

## MADRID I EL NORD-EST ASSOLEIXEN EL PIB PER CAPITA EUROPEU

PIB per capita el 2005




FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

# Mercat de treball

## L'ocupació es mostra vigorosa en el primer trimestre del 2006

**L'afiliació a la Seguretat Social creix el 2,9% un cop descomptat l'aflorament d'ocupació derivat del procés de regularització d'estrangers.**

L'ocupació continua mostrant un vigor notable en els primers mesos del 2006, segons es desprèn de les xifres d'afiliació a la Seguretat Social, que han continuat progressant a un ritme elevat i lleugerament creixent. En efecte, al final de març, els afiliats en situació d'alta van pujar a 18.360.036, el 5,6% més que en el mateix mes de l'any anterior. Aquest augment tan intens incorpora el biaix de la regularització d'estrangers, procés que es va iniciar al febrer del 2005 i que ha acabat amb més de 550.000 noves altes a la Seguretat Social.

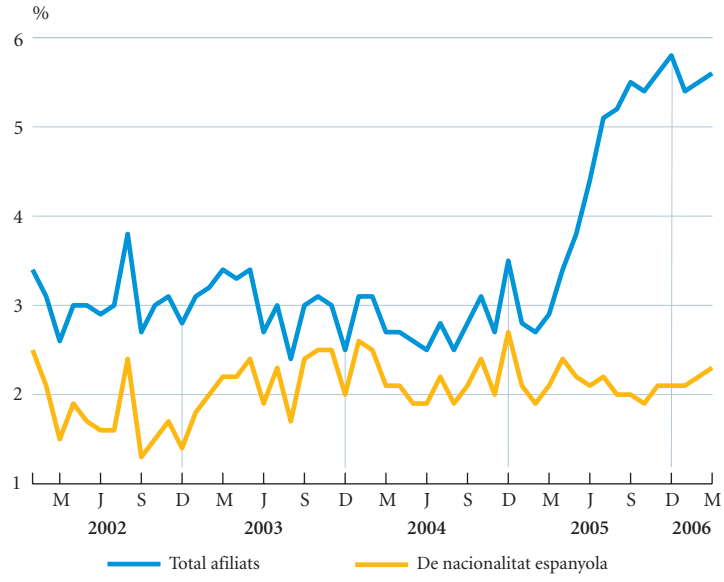
**El treball a temps parcial impulsa la contractació laboral.**

Una estimació més ajustada del creixement de l'afiliació a la Seguretat Social s'obté descomptant les situacions d'alta derivades del procés de regularització. D'aquesta manera, l'augment de l'afiliació quedaria en el 2,9%, amb un augment del 2,3% en el cas dels treballadors espanyols i del 10,7% per als estrangers. Les dades d'afiliació del març confirmen el perfil de creixement sostingut dels últims mesos.

El vigor del mercat de treball es percep també en el fort dinamisme de les contractacions registrades mitjançant les oficines públiques d'ocupació. En els tres primers mesos del 2006, els contractes registrats van augmentar el 15,0%, tant per l'intens increment dels contractes indefinits com dels temporals, i, en els dos casos, sota la modalitat de temps parcial. Aquesta fórmula va acaparar el 21,8% de

**ESTABILITAT DEL CREIXEMENT DE L'OCUPACIÓ**

Variació anual d'afiliats en alta a la Seguretat Social




FONTS: Seguretat Social i elaboració pròpia.

## INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | Gener | Febrer | Març |
| **Afiliats a la Seguretat Social** | | | | | | | | | |
| Assalariats | 2,7 | 4,8 | 2,8 | 4,2 | 5,9 | 6,3 | 6,2 | 6,2 | 6,4 |
| *Indústria* | *–0,5* | *–0,5* | *–0,8* | *–0,7* | *–0,3* | *–0,4* | *–0,5* | *–0,5* | *0,1* |
| *Construcció* | *5,6* | *8,6* | *5,6* | *7,9* | *10,0* | *10,9* | *10,8* | *10,8* | *11,5* |
| *Serveis* | *3,9* | *5,7* | *4,2* | *5,2* | *6,4* | *6,8* | *6,6* | *6,6* | *6,6* |
| No assalariats | 3,2 | 2,6 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 |
| **Total** | **2,8** | **4,4** | **2,8** | **3,9** | **5,3** | **5,6** | **5,4** | **5,5** | **5,6** |
| **Població ocupada** (*) | **3,9** | **5,6** | **5,1** | **5,8** | **5,9** | **5,6** | – | – | – |
| **Llocs de treball** (**) | **2,6** | **3,1** | **3,0** | **3,2** | **3,2** | **3,2** | – | – | – |
| **Contractes registrats** (***) | | | | | | | | | |
| Indefinits | 11,8 | 8,7 | 0,6 | 9,2 | 10,0 | 16,1 | 33,6 | 18,8 | 25,3 |
| Temporals | 11,4 | 4,6 | –9,8 | 10,1 | 9,7 | 8,9 | 12,6 | 10,1 | 18,2 |
| **Total** | **11,5** | **5,0** | **–8,8** | **10,0** | **9,8** | **9,5** | **14,6** | **11,1** | **19,0** |

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

les noves col·locacions en el conjunt del primer trimestre de l'any.

### L'atur registrat es manté estable

El sensible dinamisme de l'ocupació repercuteix positivament sobre el nivell d'atur. Al març, l'atur registrat va augmentar moderadament per motius estacionals i ho va fer gairebé en la mateixa xifra que un any abans, de manera que el nombre d'inscrits a les oficines de l'Institut d'Ocupació al final del mes, 2.148.530, es va mantenir, igual que al febrer, el 0,2% per damunt del març del 2005.

Aquest estancament de l'atur és degut, sobretot, a l'efecte negatiu que exerceixen sobre les xifres totals, d'una banda, l'intens increment de l'atur agrícola i, de l'altra, la tendència molt ascendent dels demandants d'una primera feina. De fet, l'atur no agrari exclosos els demandants d'una primera feina continua caient a un ritme estable i moderat, concretament l'1,2%, percentatge coherent amb el dinamisme real del mercat de treball.

Pel que sembla, el fort augment dels demandants d'una primera feina obeeix més a una millora general d'expectatives, que impulsa la població inactiva a buscar feina, que al procés d'integració de la població estrangera al mercat laboral. De fet, els estrangers representen una part mínima, el 5,5%, del fort augment dels demandants d'una primera feina en el primer trimestre.

**L'atur no agrari manté una tònica de descens moderat.**

Des d'una perspectiva territorial, les dades menys favorables van correspondre a Andalusia, on, en els últims mesos, l'atur presenta una tendència molt ascendent que no està vinculada a la immigració. En aquesta comunitat, només el 3,6% dels aturats són estrangers, percentatge molt inferior a les cotes del 20% registrades a Balears o entre el 10% i el 15% a

**Els demandants d'una primera feina augmenten amb intensitat, probablement per la millora de les expectatives laborals.**

## ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Març 2006

| | Aturats | Variació sobre desembre 2005 | | Variació sobre el mateix període de l'any anterior | | % participació |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Absoluta | % | Absoluta | % | |
| **Per sectors** | | | | | | |
| Agricultura | 67.894 | 2.667 | 4,1 | 11.441 | 20,3 | 3,2 |
| Indústria | 299.694 | –1.625 | –0,5 | –10.803 | –3,5 | 13,9 |
| Construcció | 227.740 | –17.360 | –7,1 | –19.665 | –7,9 | 10,6 |
| Serveis | 1.316.339 | 49.950 | 3,9 | 8.172 | 0,6 | 61,3 |
| Primera ocupació | 236.863 | 11.961 | 5,3 | 14.550 | 6,5 | 11,0 |
| **Per sexes** | | | | | | |
| Homes | 833.844 | –18.119 | –2,1 | –29.324 | –3,4 | 38,8 |
| Dones | 1.314.686 | 63.712 | 5,1 | 33.019 | 2,6 | 61,2 |
| **Per edats** | | | | | | |
| Menors de 25 anys | 287.058 | 12.708 | 4,6 | 7.674 | 2,7 | 13,4 |
| Resta d'edats | 1.861.472 | 32.885 | 1,8 | –3.979 | –0,2 | 86,6 |
| **TOTAL** | **2.148.530** | **45.593** | **2,2** | **3.695** | **0,2** | **100,0** |

FONTS: Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

**El comportament de l'atur és especialment negatiu a Andalusia.**

zones en què la població estrangera representa una proporció sensible de l'ocupació (La Rioja, Madrid, Catalunya, Múrcia, València).

D'altra banda, Andalusia, Aragó, València i Canàries (aquestes tres últimes comunitats amb menys intensitat) són les úniques comunitats en què el nivell d'atur se situa per damunt del registrat al març del 2005. A la resta d'Espanya, les situacions més favorables es constaten a Cantàbria, Madrid, Balears, Navarra i Galícia, ja que el ritme de descens de l'atur presentava un perfil clarament descendent.

# Preus

## El petroli amenaça de nou l'IPC

L'índex de preus de consum (IPC) va mostrar al març un lleuger senyal de moderació, que, per mantenir-se en els propers mesos, exigirà la contribució d'una energia més barata i d'una demanda menys forta. Ara com ara, la suau millora de la taxa d'inflació, una dècima de punt fins al 3,9% interanual, ha permès reduir el diferencial amb la zona de l'euro en aquesta mateixa magnitud, fins als 1,7 punts percentuals.

La millora de l'IPC al març ha tingut com a protagonistes els components menys estables, és a dir, l'alimentació fresca i els carburants, que, en comportar-se més favorablement que al març del 2005, han contribuït a la contenció de l'IPC. En canvi, la inflació subjacent s'ha accelerat de sobte fins al 3,1%, el valor més elevat en tres anys.

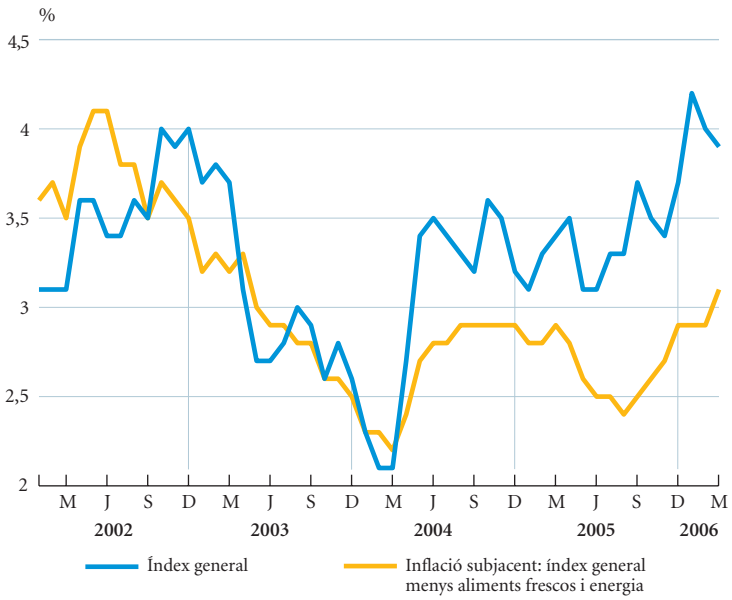
**L'IPC cau al 3,9% al març...**

L'acceleració de la inflació subjacent no sembla especialment alarmant, ja que cal atribuir-la en exclusiva a un factor puntual, el preu del tabac, que, en aquests primers mesos del 2006, ha experimentat oscil·lacions intenses per les guerres entre les tabaqueres. Sense el tabac, s'haurien mantingut els nivells del mes precedent, gràcies a la contenció dels preus dels béns industrials i a la suau moderació dels serveis, tot i la lleugera acceleració de l'alimentació elaborada, que, a causa de l'oli, ha assolit els nivells màxims dels quatre

**...però la inflació subjacent trenca a l'alça la barrera del 3% pel rebot del preu del tabac.**

**L'IPC MILLORA TOT I L'ALÇA DE LA SUBJACENT**

Variació interanual de l'IPC general i de la inflació subjacent




FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | % variació mensual | % variació s/desembre 2004 | % variació anual | % variació mensual | % variació s/desembre 2005 | % variació anual |
| Gener | –0,8 | –0,8 | 3,1 | –0,4 | –0,4 | 4,2 |
| Febrer | 0,3 | –0,6 | 3,3 | 0,0 | –0,4 | 4,0 |
| Març | 0,8 | 0,2 | 3,4 | 0,7 | 0,3 | 3,9 |
| Abril | 1,4 | 1,6 | 3,5 | | | |
| Maig | 0,2 | 1,8 | 3,1 | | | |
| Juny | 0,2 | 2,1 | 3,1 | | | |
| Juliol | –0,6 | 1,5 | 3,3 | | | |
| Agost | 0,4 | 1,9 | 3,3 | | | |
| Setembre | 0,6 | 2,5 | 3,7 | | | |
| Octubre | 0,8 | 3,4 | 3,5 | | | |
| Novembre | 0,2 | 3,5 | 3,4 | | | |
| Desembre | 0,2 | 3,7 | 3,7 | | | |

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

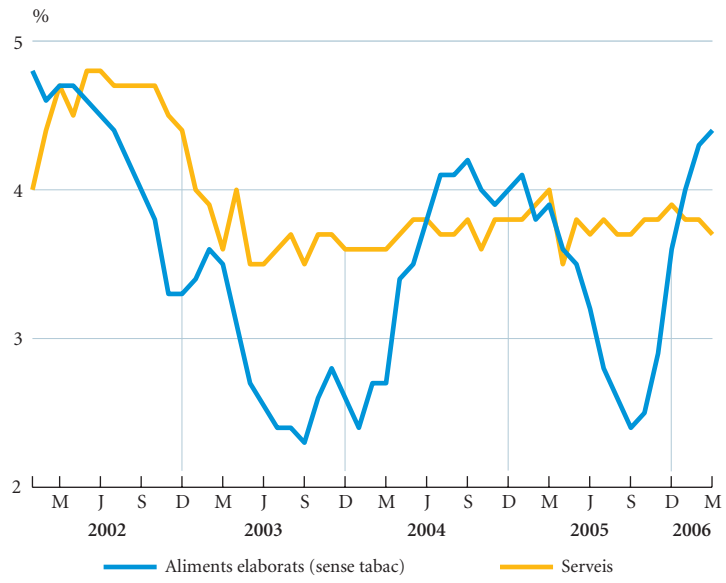
**Els productes d'origen industrial registren una inflació molt continguda.**

últims anys (el 4,4% interanual sense tabac).

La moderació dels preus de productes d'origen industrial es manté tot i certes tensions en els preus a l'engròs. Això és possible gràcies a certs grups de productes, normalment importats, que, amb els preus en vigorós descens, compensen altres comportaments més alcistes. Així i

## ELS ALIMENTS ELABORATS, MÉS INFLACIONISTES QUE ELS SERVEIS

Variació interanual de components de l'IPC




FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Març

| | Índexs (*) | % variació mensual | | % variació s/desembre anterior | | % variació anual | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 |
| **Per classes de despesa** | | | | | | | |
| Aliments i begudes no alcohòliques | 120,3 | 0,4 | 0,0 | 0,9 | 0,7 | 3,4 | 3,9 |
| Begudes alcohòliques i tabac | 122,2 | –0,0 | 5,6 | 0,3 | 0,3 | 5,4 | 5,1 |
| Vestit i calçat | 109,0 | 3,2 | 3,3 | –9,4 | –9,5 | 1,6 | 1,3 |
| Habitatge | 120,8 | 0,8 | 0,5 | 1,7 | 3,2 | 4,4 | 7,5 |
| Parament | 109,7 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,4 | 2,0 | 2,6 |
| Medicina | 106,7 | –0,7 | –0,3 | –0,4 | 0,3 | 0,6 | 1,4 |
| Transport | 120,0 | 1,3 | 0,6 | 2,6 | 2,8 | 6,2 | 6,4 |
| Comunicacions | 91,3 | –0,8 | –0,3 | –0,8 | –0,2 | –1,2 | –1,1 |
| Oci i cultura | 102,3 | 0,8 | –0,2 | –0,1 | –1,6 | 0,6 | –0,8 |
| Ensenyament | 121,5 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,3 | 4,2 | 3,9 |
| Hotels, cafès i restaurants | 123,1 | 0,9 | 0,6 | 1,8 | 1,8 | 4,4 | 4,3 |
| Altres | 117,8 | 0,3 | 0,6 | 2,3 | 2,4 | 3,0 | 3,4 |
| **Agrupacions** | | | | | | | |
| Aliments amb elaboració | 119,0 | 0,4 | 1,4 | 1,0 | 1,6 | 4,0 | 4,5 |
| Aliments sense elaboració | 123,4 | 0,3 | –0,9 | 0,6 | –1,3 | 2,9 | 3,3 |
| Conjunt no alimentari | 114,9 | 0,9 | 0,7 | –0,0 | 0,2 | 3,3 | 3,8 |
| Béns industrials | 110,5 | 1,2 | 0,9 | –1,6 | –0,9 | 2,7 | 3,9 |
| *Productes energètics* | *123,8* | *1,9* | *0,6* | *3,1* | *4,8* | *8,2* | *11,8* |
| *Carburants i combustibles* | *129,4* | *2,7* | *0,7* | *3,6* | *5,0* | *10,5* | *14,4* |
| *Béns industrials sense productes energètics* | *106,4* | *1,0* | *1,0* | *–3,0* | *–2,7* | *1,0* | *1,5* |
| Serveis | 120,0 | 0,6 | 0,5 | 1,7 | 1,5 | 4,0 | 3,7 |
| Inflació subjacent (**) | 114,7 | 0,7 | 0,9 | –0,2 | 0,0 | 2,9 | 3,1 |
| **ÍNDEX GENERAL** | **116,3** | **0,8** | **0,7** | **0,2** | **0,3** | **3,4** | **3,9** |

NOTES: (*) Base 2001 = 100.
(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

tot, la intensa competència als mercats de productes industrials també contribueix a contenir les pujades de preus.

En l'àmbit dels serveis, l'estabilitat de la inflació en cotes elevades és la nota dominant, tot i que al març l'índex del grup va moderar en una dècima de punt el creixement fins al 3,7% interanual. L'hoteleria i els viatges organitzats han influït en aquest comportament, ja que altres serveis, com les telecomunicacions, els serveis postals, les assegurances, els serveis hospitalaris, les reparacions de l'automòbil o el transport públic urbà, continuen augmentant en alguns casos fins i tot a un ritme una mica superior al dels mesos precedents.

En aquest context, la clau de la contenció de l'IPC en els propers mesos serà l'evolució dels productes energètics, que, si no es moderen, podrien dur la inflació del final de l'any notablement per damunt del 3%.

**El petroli amenaça el potencial de reducció de l'IPC a mitjà termini.**

**Els preus industrials redueixen el ritme de creixement fins al 5,8% interanual al març.**

## Alimentació i energia moderen els preus industrials a l'engròs

L'índex de preus industrials es va moderar significativament al març i va passar a augmentar a un ritme del 5,8%, mig punt menys que en el mes anterior. La contenció dels preus energètics, encara dins un creixement molt elevat, i també les menors pressions en l'àmbit alimentari han compensat amb escreix les tensions en els preus dels béns intermedis no energètics. Cal esmentar a part les manufactures de consum no alimentàries i els béns d'equipament, que han continuat amb augments de preus estabilitzats al voltant del 2% interanual.

**Els preus agraris comencen l'any amb certes tensions.**

Menys favorable va ser el comportament dels preus agraris al gener, el creixement dels quals es va accelerar fins al 4,0% interanual. La progressiva recuperació dels preus dels productes ramaders, i del bestiar d'abastament en particular, explica aquest comportament, tot i que els preus dels productes agrícoles també es van accelerar lleugerament fins al 2,8%.

**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 | |
| **2005** | | | | | | | | | | | |
| Gener | 8,4 | 4,8 | 3,2 | 1,8 | 6,2 | 8,7 | 5,0 | 3,4 | –1,6 | 7,2 | – |
| Febrer | 12,2 | 4,9 | 3,2 | 1,9 | 5,5 | 11,0 | 5,4 | 1,0 | –1,9 | 9,3 | 4,4 |
| Març | 13,2 | 5,1 | 2,8 | 2,0 | 4,9 | 13,1 | 5,3 | 2,6 | –7,6 | 9,7 | – |
| Abril | 6,6 | 5,0 | 2,8 | 2,0 | 3,7 | 14,5 | 4,6 | 0,9 | –7,5 | 9,1 | – |
| Maig | –0,9 | 4,2 | 2,5 | 2,1 | 3,3 | 11,0 | 0,9 | –3,2 | –6,5 | 4,7 | 4,4 |
| Juny | –11,9 | 4,4 | 2,2 | 2,1 | 3,1 | 13,5 | 5,3 | 3,6 | –1,3 | 7,7 | – |
| Juliol | –5,1 | 4,6 | 2,1 | 1,9 | 3,0 | 15,7 | 8,2 | 0,6 | 10,4 | 11,7 | – |
| Agost | 9,2 | 4,9 | 2,5 | 1,8 | 2,9 | 16,3 | 6,1 | –0,2 | –0,4 | 11,0 | 4,5 |
| Setembre | 6,7 | 5,4 | 2,6 | 1,9 | 3,2 | 17,9 | 4,3 | –0,6 | 4,2 | 7,0 | – |
| Octubre | –0,8 | 5,0 | 3,0 | 1,8 | 3,1 | 15,2 | 4,8 | 0,8 | 14,0 | 5,3 | – |
| Novembre | 2,0 | 4,9 | 3,1 | 2,0 | 3,2 | 14,7 | 3,8 | 3,3 | –0,8 | 5,6 | 4,4 |
| Desembre | 2,1 | 5,2 | 3,2 | 2,0 | 3,2 | 15,6 | 7,1 | 0,9 | 10,2 | 8,9 | – |
| **2006** | | | | | | | | | | | |
| Gener | 4,0 | 6,3 | 3,5 | 2,1 | 3,6 | 20,6 | 1,5 | –6,5 | –5,1 | 7,5 | – |
| Febrer | ... | 6,3 | 3,6 | 2,1 | 3,8 | 20,1 | 6,6 | 2,5 | 3,2 | 9,2 | ... |
| Març | ... | 5,8 | 3,3 | 2,0 | 4,5 | 16,4 | ... | ... | ... | ... | ... |

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

# Sector exterior

## Milloren les exportacions

Les exportacions van continuar mostrant una notable fortalesa en el segon mes de l'any, tot i que encara insuficient per compensar l'embranzida d'unes importacions esperonades complementàriament pels preus del petroli. Per aquest motiu el dèficit comercial es va continuar ampliant de manera intensa fins als 13.088 milions d'euros en el període gener-febrer, el 26,2% més que el 2005. L'alça del dèficit s'ha d'imputar en la seva major part al deteriorament de la balança energètica, que recull una alça del petroli del 63,4% (en euros) en l'últim any. Així i tot, la major part del dèficit comercial continua corresponent als intercanvis exteriors no energètics.

**El dèficit exterior de productes energètics representa ja el 3% del PIB.**

L'auge exportador de l'inici del 2006 té al seu favor la base de comparació, ja que el començament del 2005 va ser molt feble en vendes exteriors. A més a més, una operació concreta en material navilier ha introduït un biaix a l'alça notable en les

**Les exportacions van a l'alça, però sobre una base de comparació molt feble.**

**COMERÇ EXTERIOR**

Gener-febrer 2006

| | Importacions | | | Exportacions | | | Saldo | Taxa de cobertura (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Milions d'euros | % variació anual en valor | % participació | Milions d'euros | % variació anual en valor | % participació | Milions d'euros | |
| **Per grups de productes** | | | | | | | | |
| Energètics | 6.490 | 50,4 | 16,3 | 1.192 | 52,6 | 4,5 | –5.298 | 18,4 |
| Béns de consum | 11.594 | 21,3 | 29,1 | 10.166 | 11,5 | 38,0 | –1.428 | 87,7 |
| *Alimentaris* | *1.937* | *8,3* | *4,9* | *3.319* | *2,3* | *12,4* | *1.382* | *171,3* |
| *No alimentaris* | *9.657* | *23,7* | *24,2* | *6.847* | *14,3* | *25,6* | *–2.810* | *70,9* |
| Béns de capital | 3.898 | 14,0 | 9,8 | 2.706 | 52,6 | 10,1 | –1.192 | 69,4 |
| Béns intermedis no energètics | 17.851 | 10,7 | 44,8 | 12.683 | 11,5 | 47,4 | –5.168 | 71,0 |
| **Per àrees geogràfiques** | | | | | | | | |
| Unió Europea 25 | 23.477 | 12,1 | 58,9 | 19.277 | 8,4 | 72,1 | –4.200 | 82,1 |
| *Zona de l'euro* | *19.675* | *11,2* | *49,4* | *15.241* | *7,0* | *57,0* | *–4.434* | *77,5* |
| Altres països | 16.356 | 31,0 | 41,1 | 7.469 | 41,8 | 27,9 | –8.887 | 45,7 |
| *Rússia* | *1.054* | *36,5* | *2,6* | *183* | *37,8* | *0,7* | *–872* | *17,3* |
| *Estats Units* | *1.339* | *17,5* | *3,4* | *1.138* | *42,8* | *4,3* | *–202* | *84,9* |
| *Japó* | *914* | *–4,0* | *2,3* | *219* | *34,3* | *0,8* | *–695* | *23,9* |
| *Amèrica Llatina* | *1.949* | *52,2* | *4,9* | *1.483* | *54,2* | *5,5* | *–466* | *76,1* |
| *OPEP* | *3.353* | *49,3* | *8,4* | *693* | *33,6* | *2,6* | *–2.660* | *20,7* |
| *Resta* | *7.747* | *27,1* | *19,4* | *3.754* | *39,3* | *14,0* | *–3.993* | *48,5* |
| **TOTAL** | **39.833** | **19,2** | **100,0** | **26.746** | **16,1** | **100,0** | **–13.087** | **67,1** |

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

**Les importacions, en especial les de béns de consum, creixen també amb força, però sobre un punt de partida més elevat.**

vendes de béns d'equipament i ha contribuït, en conseqüència, a la millora de les aparences. Malgrat tot, es percep una recuperació de les exportacions relacionades amb sectors industrials com l'automoció, la química, la farmàcia, l'electrònica de consum i la confecció, que, si segueixen així, representarien una base més sòlida per millorar el balanç del comerç exterior. Ara com ara, el creixement exportador en el període gener-febrer va ser del 16,1% nominal, equivalent a l'11,9% real.

La millora de l'exportació es concentra principalment en els mercats exteriors a la Unió Europea (UE), àrea en què el creixement en volum arriba al 28,3%, més de vint punts per damunt de l'augment registrat per les expedicions a la UE. Per països, els increments més espectaculars es produeixen en les operacions amb els Estats Units, el Japó, els països de l'Organització de Països Exportadors de Petroli, la Xina i la Confederació d'Estats Independents. Dins de la Unió Europea, el dinamisme més intens el continuen registrant les vendes als països de l'ampliació.

Les importacions, per la seva banda, van créixer el 19,2% nominal o, el que és equivalent, el 12,3% en volum en els dos primers mesos de l'any. Al marge de la factura energètica, que representa una proporció notable de les importacions (el 16,3% en el període gener-febrer), es detecten també creixements molt intensos en les compres exteriors d'altres béns, en particular de consum no alimentari, les quals, en els dos primers mesos del 2006, van augmentar el 26,6% en volum arran de l'expansió extraordinària de les compres exteriors de productes tèxtils i de confecció, electrònica de consum i calçat.

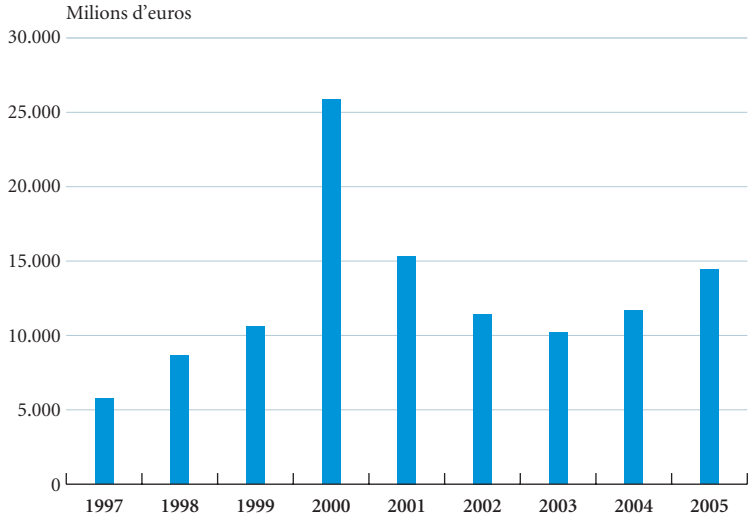
**El dèficit corrent es manté al gener en el 7,4% del PIB.**

## Balanç favorable de la inversió estrangera directa el 2005

La balança per compte corrent ha començat l'exercici 2006 amb uns lleugers símptomes de millora en relació

**LA INVERSIÓ ESTRANGERA EN EMPRESES ES RECUPERA EL 2005**

Inversió estrangera bruta en empreses espanyoles (*)




NOTA: (*) Excloses les canalitzades a través de les anomenades «empreses de tinença de valors estrangers».
FONTS: Registre d'Inversions Exteriors i elaboració pròpia.

## BALANÇA DE PAGAMENTS

Acumulat 12 últims mesos en milions d'euros

| | Gener 2004 | Gener 2005 | % variació |
|---|---|---|---|
| **Balança corrent** | | | |
| Balança comercial | –54.923 | –70.249 | 27,9 |
| Serveis | | | |
| *Turisme* | *26.572* | *25.786* | *–3,0* |
| *Altres serveis* | *–4.639* | *–4.367* | *–5,9* |
| Total | 21.932 | 21.420 | –2,3 |
| Rendes | –13.001 | –16.100 | 23,8 |
| Transferències | –1.455 | –1.618 | 11,2 |
| **Total** | **–47.447** | **–66.548** | **40,3** |
| **Compte de capital** | **8.715** | **7.811** | **–10,4** |
| **Balança financera** | | | |
| Inversions directes | –30.561 | –10.954 | –64,2 |
| Inversions de cartera | 86.775 | 64.668 | –25,5 |
| Altres inversions | –13.566 | 20.787 | – |
| **Total** | **42.648** | **74.501** | **74,7** |
| Errors i omissions | 600 | –629 | – |
| Variació d'actius del Banc d'Espanya | –4.516 | –15.135 | 235,1 |

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.

amb els últims mesos, tot i que sense canviar el signe clarament negatiu. En efecte, al gener es va registrar un dèficit de 6.774 milions d'euros, l'1,2% inferior al del mateix mes del 2005. Aquesta mínima millora es va basar en la reducció dels saldos negatius per transferències i de rendes, els quals van compensar l'increment del desequilibri comercial i la forta caiguda del superàvit de serveis.

Tot i la lleugera millora, el dèficit acumulat dels dotze últims mesos, 66.548 milions d'euros, va representar el 7,4% del producte interior brut (PIB), xifra igual a la registrada al final de l'any i també màxim històric. La necessitat de finançament exterior de l'economia espanyola, és a dir, el saldo conjunt de la balança corrent i de capital, va augmentar, en canvi, lleugerament i es va situar en 58.737 milions d'euros, equivalents al 6,5% del PIB.

En l'àmbit financer, el mes de gener va ser feble per a la inversió estrangera a Espanya i per a l'espanyola a l'exterior. Així i tot, és prematur anticipar tendències per al 2006. En qualsevol cas, el balanç del 2005 no va ser desfavorable, com ho van evidenciar en el seu moment les xifres del Banc d'Espanya i més recentment les de la Direcció General de Comerç i Inversions del Ministeri d'Economia i Hisenda, molt més detallades.

**La inversió estrangera directa va a l'alça per tercer any consecutiu.**

Segons aquestes dades, la inversió estrangera bruta en empreses a Espanya va ser de 16.618 milions d'euros el 2005, dels quals 2.185 es van canalitzar a través de les anomenades «empreses de tinença de valors estrangers» (ETVE), que són multinacionals no residents que centralitzen a Espanya la seva inversió directa a tercers països per beneficiar-se d'alguns avantatges fiscals. Per aquest motiu, pròpiament,

la inversió en empreses espanyoles s'hauria de situar en 14.433 milions d'euros, xifra superior en un 23,6% a la de l'any precedent.

El balanç positiu de la inversió estrangera és molt superior si es té en compte únicament les inversions netes, és a dir, descomptant les desinversions. En efecte, la inversió neta en empreses espanyoles procedent de l'exterior, excloses les ETVE, va pujar a 8.309 milions d'euros, el 257,5% més que el 2004. En qualsevol cas, les xifres d'inversió exterior inclouen els recursos per a la constitució de noves societats (una proporció mínima del total) i els destinats a adquisicions o ampliacions de capital en empreses residents.

**França, Estats Units, Regne Unit i Alemanya concentren més del 78% de la inversió estrangera en empreses espanyoles el 2005.**

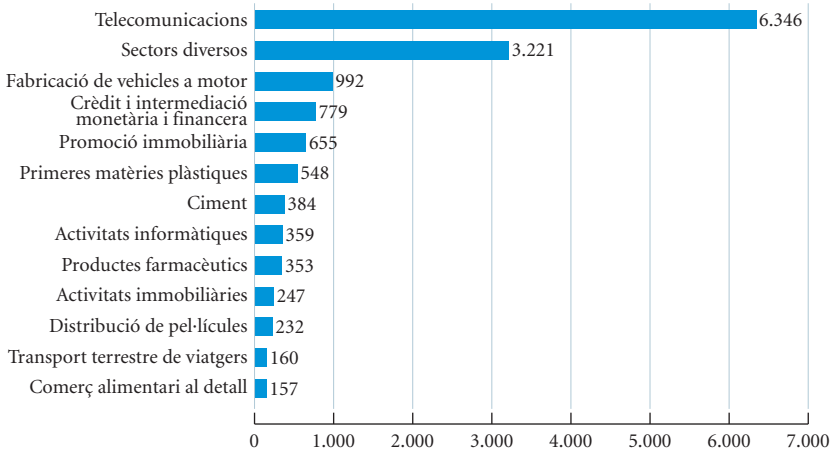
La major part de les operacions d'inversió estrangera es van dirigir el 2005 al sector de les telecomunicacions, que, amb la compra d'Amena per France Télécom com a operació estrella, va concentrar el 44,0% de la inversió bruta total, excloses les ETVE. També van ser significatives, tot i que amb proporcions molt més reduïdes, les inversions en automoció (6,9% del total), entitats financeres i de crèdit (5,4%), promoció immobiliària (4,5%), primeres matèries plàstiques (3,8%) i ciment (2,7%).

La inversió estrangera va procedir, sobretot, de la Unió Europea, i, dins de la Unió, atenent el seu origen últim, de França (44,7% del total), per l'operació esmentada més amunt, dels Estats Units (17,1%) i del Regne Unit i Alemanya, els dos països amb una concentració del 8,3% del total.

Les principals zones de destinació van ser la comunitat de Madrid, amb el 30,9% de la inversió bruta total sense ETVE, i Catalunya, amb el 17,8%. La major proporció, però, va correspondre a inversions no regionalitzables o esteses a tot el territori espanyol, amb el 42,9% del total.

**LES TELECOMUNICACIONS, PRINCIPAL DESTINACIÓ DE LA INVERSIÓ ESTRANGERA**

Inversions estrangeres brutes sense ETVE el 2005, en milions d'euros




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

# Sector públic

## Fort creixement dels ingressos públics

Els ingressos no financers de l'Estat van arribar als 33.260 milions d'euros en el primer trimestre del 2006, el 7,2% més que en el mateix període del 2005.

L'augment més intens va correspondre a la imposició directa, el 10,6%, gràcies a la bona marxa de la recaptació per l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF). Una mica inferior va ser l'increment dels ingressos per impostos indirectes, el 7,7%, afectats pel descens de la recaptació per l'impost sobre el valor afegit (IVA) sobre operacions d'importació.

Pel que fa als impostos especials, l'impost sobre el tabac es va veure afavorit per l'augment de tipus, i la seva recaptació va créixer el 4%.

Els pagaments no financers de l'Estat, de 33.016 milions d'euros, van caure el 3,0%. Aquesta reducció va ser afavorida per la intensa davallada dels pagaments per interessos i de les operacions de capital, ja que les despeses de personal, en especial, i les compres de béns i serveis van augmentar notablement. El saldo de caixa de l'Estat fins al març, és a dir, la diferència entre els ingressos i els pagaments no financers, va ser positiu per un import de 244 milions d'euros.

**Els ingressos impositius creixen al ritme de l'economia.**

**L'Estat tanca el primer trimestre amb superàvit.**

**EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT**

Març 2006

| | Mes | | Acumulat de l'any | |
|---|---|---|---|---|
| | Milions d'euros | % variació s/mateix mes any anterior | Milions d'euros | % variació s/mateix període any anterior |
| **Ingressos no financers** | **4.889** | **–10,1** | **33.260** | **7,2** |
| **Ingressos no financers corregits** (*) | | | | |
| IRPF | 3.569 | 14,6 | 16.760 | 10,3 |
| Impost de societats | –58 | – | 896 | 4,9 |
| IVA | 2.417 | –9,7 | 18.417 | 9,0 |
| Impostos especials | 1.451 | 5,6 | 4.368 | 2,1 |
| Resta | 1.217 | –22,8 | 3.938 | –4,0 |
| **Total** | **8.596** | **–3,1** | **44.379** | **7,4** |
| **Pagaments no financers** | **8.809** | **4,6** | **33.016** | **–3,0** |
| **Saldo de caixa** | **–3.920** | **31,4** | **244** | **–** |
| ***Capacitat (+) o necessitat (–) de finançament*** (**) | ***–6.273*** | ***22,1*** | ***4.584*** | ***46,0*** |

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les comunitats autònomes d'acord amb el sistema de finançament vigent a partir del 2002.
(**) En termes de comptabilitat nacional.
FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

# Estalvi i finançament

## La demanda de finançament del sector privat no cedeix

**El bon moment econòmic i les folgades condicions de finançament continuen impulsant el crèdit.**

El finançament rebut per les empreses i famílies continua creixent amb gran vigor. Al febrer, la seva taxa de variació interanual va ser del 20,8%, en el mateix nivell que en els tres mesos anteriors. El bon moment econòmic, estimulat per uns tipus d'interès molt reduïts, continua impulsant el crèdit, el qual, al seu torn, realimenta el dinamisme de l'activitat.

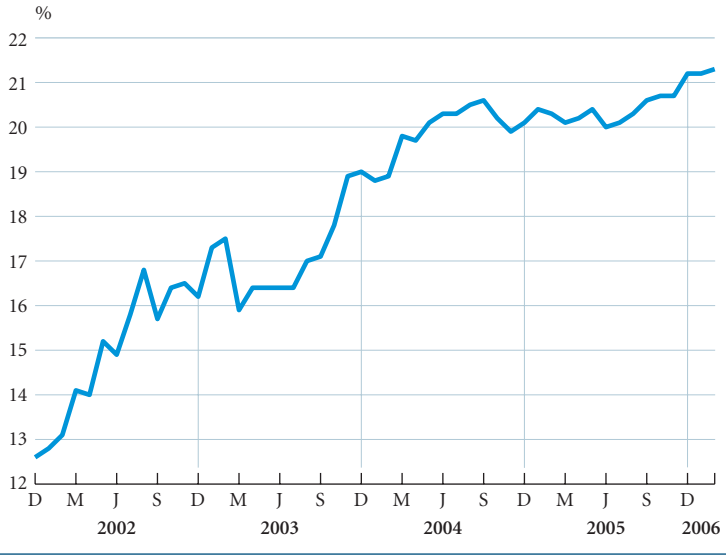
**El crèdit hipotecari amb prou feines es desaccelera.**

Els recursos canalitzats a les empreses van pujar el 20,4% al febrer en relació amb el mes anterior. Aquesta taxa va ser lleugerament superior a la registrada al gener, per bé que es va col·locar una mica per sota del ritme anotat al desembre. Del total del finançament rebut per les societats no financeres, la part constituïda pel crèdit bancari va créixer fins i tot una mica més en els últims mesos, el 25,1%.

Les famílies no es van quedar enrere. Al febrer, el finançament atorgat a les llars va pujar el 21,3% en relació amb el mateix mes del 2005, la taxa interanual més alta de l'última dècada. La principal finalitat va ser l'habitatge, el crèdit destinat al qual ha pujat el 24,4% en els dotze últims mesos, amb prou feines tres dècimes menys que a l'octubre del 2005. Així, la pronosticada desacceleració del crèdit hipotecari té lloc de manera molt lenta. La resta de crèdits a les llars també polsa

**EL CREIXEMENT DEL FINANÇAMENT A LES FAMÍLIES MARCA EL NIVELL MÀXIM DE L'ÚLTIMA DÈCADA**

Variació interanual del finançament a les llars i a les institucions sense ànim de lucre al servei de les famílies




FONT: Banc d'Espanya.

**REPUNT MODERAT DELS TIPUS D'INTERÈS DELS PRÉSTECS**

Tipus d'interès de préstecs i crèdits de les entitats de crèdit al sector privat.
Noves operacions

NOTA: Taxa anual equivalent.
FONT: Banc d'Espanya.

notablement, tot i que a un ritme de creixement menor, del 13,7% interanual al febrer.

Recentment, el Banc d'Espanya ha publicat dades una mica més desagregades que arriben fins al desembre del 2005, d'acord amb les quals el finançament de bancs, caixes i cooperatives de crèdit per a la compra de béns de consum durador (cotxes, motos, electrodomèstics, mobles, etc.) creixia el 4% en l'últim trimestre de l'any passat en relació amb el mateix període de l'any precedent i mostrava un alentiment.

Tot i la forta expansió del crèdit al sector privat, la morositat es manté en cotes molt baixes i, fins i tot, es va reduir en l'últim trimestre del 2005, d'acord amb les últimes dades conegudes. Així, la taxa de morositat del crèdit al sector privat es va col·locar en el 0,76% al final de desembre del 2005. Encara era menor el nivell de la taxa de morositat del crèdit per a la compra d'habitatge amb hipoteca, el 0,37%, menys de la meitat de la taxa total. La bona conjuntura econòmica i els baixos tipus d'interès han possibilitat que la morositat hagi caigut fins a nivells mínims.

**La morositat es manté en cotes molt baixes.**

En efecte, la mitjana dels tipus d'interès dels préstecs i crèdits bancaris al sector privat era del 4,14% al febrer, menys de dues dècimes per damunt de la taxa d'inflació. No obstant això, s'aprecia una moderada tendència ascendent, paral·lela al gradual tensionament dels tipus d'interès del Banc Central Europeu. Així, en relació amb el mes de juliol del 2005, els tipus d'interès a les empreses i famílies van pujar 39 punts bàsics.

**Els tipus d'interès bancaris encara són molt reduïts en termes reals, però comencen a pujar.**

## L'expansió dels dipòsits bancaris continua disparada

Els dipòsits totals de les empreses i famílies residents creixen amb gran força i assoleixen ritmes d'expansió comparables als dels préstecs. D'aquesta manera,

**Les preferències dels inversors en els fons d'inversió es concentren en els fons globals en el primer trimestre.**

reflecteixen la gran liquiditat encara existent, tot i el gir alcista del Banc Central Europeu. Els dipòsits a termini a més de dos anys, que gaudeixen d'una bonificació fiscal dels interessos del 40%, continuen avançant de manera extraordinària. D'altra banda, els comptes a la vista i d'estalvi han pujat el 12,4% en els dotze últims mesos, taxa una mica inferior a la registrada al gener.

**Els fons de renda variable dels mercats emergents anoten unes plusvàlues del 61%.**

Els fons d'inversió també continuen progressant. El patrimoni dels fons d'inversió mobiliària es va incrementar en 8.659 milions d'euros en el primer trimestre fins arribar als 254.514 milions, segons la informació proporcionada per Inverco, l'associació de gestores. D'aquesta manera, el total dels actius dels fons d'inversió mobiliària va pujar el 13,3% al març en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Les subscripcions netes acumulades fins al març van sumar 4.735 milions d'euros, i la resta d'augment del patrimoni va correspondre a les plusvàlues assolides gràcies, sobretot, a la favorable evolució de les borses.

Les preferències dels estalviadors s'han manifestat en funció de les expectatives de rendibilitats per productes. Així, al llarg dels tres primers mesos de l'exercici, les entrades netes de diner més importants es van concentrar en els fons globals, que tenen un patró d'inversió flexible i intenten aprofitar les oportunitats dels mercats internacionals. Els fons de renda variable també van anotar importants fluxos d'entrada. En canvi, les sortides més importants es van produir en la renda fixa, tant a curt com a llarg termini.

Per la seva banda, els rendiments assolits pels fons d'inversió mobiliaris en el període d'un any fins al març presenten una gran variabilitat, per bé que totes les categories ostenten rendibilitats positives. Els guanys més importants van ser assolits pels fons de renda variable emergents, amb un espectacular augment del 60,6%, seguits pels del Japó, amb el 41,8%. La renda variable nacional també va registrar un magnífic 29,1%. A l'extrem oposat, els fons garantits de renda fixa només van reportar l'1,0%, i els fons de diner,

**DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT**

Febrer 2006

| | Saldo | Variació any actual | | Variació 12 mesos | | % participació |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Milions d'euros | Milions d'euros | % | Milions d'euros | % | |
| A la vista i d'estalvi (**) | 390.347 | –6.008 | –1,5 | 42.919 | 12,4 | 42,0 |
| A termini fins a 2 anys (*) | 194.305 | 3.789 | 2,0 | 28.564 | 17,2 | 20,9 |
| A termini a més de 2 anys (*) | 253.498 | 16.742 | 7,1 | 122.087 | 92,9 | 27,3 |
| Cessions temporals | 72.535 | –517 | –0,7 | –573 | –0,8 | 7,8 |
| **Total** (*) | **910.686** | **14.007** | **1,6** | **192.999** | **26,9** | **97,9** |
| **Dipòsits en monedes no euro** | **19.391** | **3.752** | **24,0** | **13.427** | **225,1** | **2,1** |
| **TOTAL** (*) | **930.077** | **17.759** | **1,9** | **206.426** | **28,5** | **100,0** |

NOTES: (*) A partir de juny de 2005 a conseqüència de l'entrada en vigor de la nova normativa comptable derivada de l'aplicació de les Normes Internacionals de Comptabilitat es produeixen increments als dipòsits a termini com a contrapartida del reingrés a l'actiu de fons de titulització que s'havien tret fora del balanç, la qual cosa dificulta la seva comparabilitat.

(**) Inclou els dipòsits amb preavís, segons definició del BCE.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

l'1,2%. El rendiment mitjà va ser del 5,7%.

## Fort augment de l'endeutament de les famílies el 2005

La renda disponible de les famílies (incloses les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars, com institucions religioses, caritatives, sindicats, etc.) va augmentar el 7,3% el 2005, segons les estimacions de l'Institut Nacional d'Estadística. Atès que, en el mateix període, el consum de les llars va créixer una mica més, el 8,1%, l'estalvi familiar, procedent de restar el consum a la renda, va marcar un nivell mínim del 10,4% en relació amb la renda bruta disponible, taxa inferior fins i tot a la del 2000. Un dels factors que explica aquesta evolució van ser els reduïts nivells dels tipus d'interès, tant en termes nominals com reals, que van desincentivar l'estalvi i van animar el consum.

D'aquesta manera, l'estalvi financer net de les famílies, que s'obté deduint les despeses d'inversió de l'estalvi, va ser negatiu (1,4% del producte interior brut) i va anotar el nivell mínim d'ençà que el Banc d'Espanya elabora els comptes financers separadament per a les famílies. Aquest resultat va ser degut a una gran inversió efectuada per les llars en habitatges i a un nivell mínim d'estalvi. Així, les llars han deixat de ser una font de finançament per a la resta de l'economia (empreses, sector públic), com era tradicional.

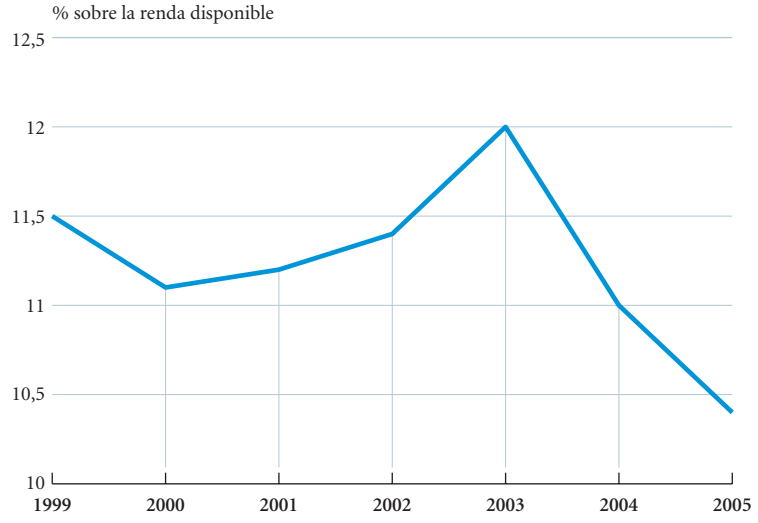
**Nova reculada de l'estalvi familiar el 2005.**

D'altra banda, l'estalvi financer de les llars és equivalent a l'adquisició neta d'actius financers menys els passius financers nets contrets. El valor a preus de mercat de la cartera d'actius financers el 2005 va pujar a 1,56 bilions d'euros, l'11,8% més que el 2004, i va representar el 173,0% del producte interior brut (PIB). Per persona, els actius financers van pujar a 35.479 euros, amb un augment anual del 9,4%. Tot seguit, es descriu l'evolució dels actius de la cartera de les famílies i després la dels passius.

**Les famílies deixen de ser una font de finançament per a la resta de l'economia.**

### CAU L'ESTALVI DE LES LLARS

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




FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## RIQUESA FINANCERA NETA DE LES FAMÍLIES (*)

| | 2005 | | | Variació anual | | Variació en 5 anys | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Milions d'euros | Estructura en % | % s/PIB | Milions d'euros | % | Milions d'euros | % |
| **Actius financers** | | | | | | | |
| Efectiu | 84.241 | 5,4 | 9,3 | 14.209 | 20,3 | 31.479 | 59,7 |
| Dipòsits | 511.501 | 32,7 | 56,6 | 40.285 | 8,5 | 147.435 | 40,5 |
| Valors diferents d'accions | 52.032 | 3,3 | 5,8 | 11.092 | 27,1 | 25.379 | 95,2 |
| Accions i participacions en fons d'inversió | 640.636 | 40,9 | 70,8 | 78.969 | 14,1 | 217.569 | 51,4 |
| Reserves tècniques d'assegurança | 226.160 | 14,5 | 25,0 | 18.458 | 8,9 | 81.143 | 56,0 |
| Altres | 50.360 | 3,2 | 5,6 | 1.556 | 3,2 | 12.718 | 33,8 |
| **Total** | **1.564.930** | **100,0** | **173,0** | **164.570** | **11,8** | **515.722** | **49,2** |
| **Passius financers** | | | | | | | |
| Préstecs | 653.955 | 93,2 | 72,3 | 113.651 | 21,0 | 362.810 | 124,6 |
| Altres | 47.429 | 6,8 | 5,2 | –3.384 | –6,7 | –1.863 | –3,8 |
| **Total** | **701.384** | **100,0** | **77,6** | **110.267** | **18,7** | **360.947** | **106,0** |
| **Riquesa financera neta** | **863.546** | **–** | **95,5** | **54.303** | **6,7** | **154.775** | **21,8** |

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

**Els dipòsits bancaris perden participació en el total dels actius financers.**

Les adquisicions netes de dipòsits bancaris van ser de 40.384 milions d'euros, les més elevades de les diferents classes d'actius financers el 2005 sense tenir en compte les revaloracions. No obstant això, el saldo dels dipòsits bancaris va perdre una mica de pes en el total i va passar al 32,7%.

**Renovat interès de les famílies en la borsa, després de la crisi del començament de la dècada.**

La cartera de renda variable, incloses les participacions en fons d'inversió, es va incrementar el 14,1% i la seva participació en el total va pujar fins als 40,9%. Les compres netes d'accions cotitzades posseïdes directament per les llars van pujar a 1.215 milions d'euros després de dos anys amb vendes netes. De tota manera, es detecta un renovat interès de les famílies en la borsa, després de la crisi del començament de la dècada. El valor de mercat de les accions cotitzades va pujar el 19,5% i el de les no cotitzades, el 15,5%. D'aquesta manera, la seva quota en el total es va enfilar fins al 24,2%.

Les compres netes de participacions de fons d'inversió van sumar 17.015 milions d'euros, molt superiors a les adquisicions netes d'accions. Les participacions en fons d'inversió van augmentar el 13,8%, van assolir un màxim històric i van superar els nivells del final dels noranta. El seu pes en el total es va incrementar fins al 12,5%.

Els productes vinculats a les assegurances van créixer notablement, a un ritme anual del 8,9%. Així i tot, la seva participació en el total es va reduir lleugerament per tercer any consecutiu fins al 14,5%. Per classes, els més dinàmics van ser els fons de pensions, que van augmentar el 12,2%, i el seu pes total va ascendir fins al 6,1%. Per la seva banda, tant les assegurances de vida com les diferents a les de vida van créixer menys que la mitjana.

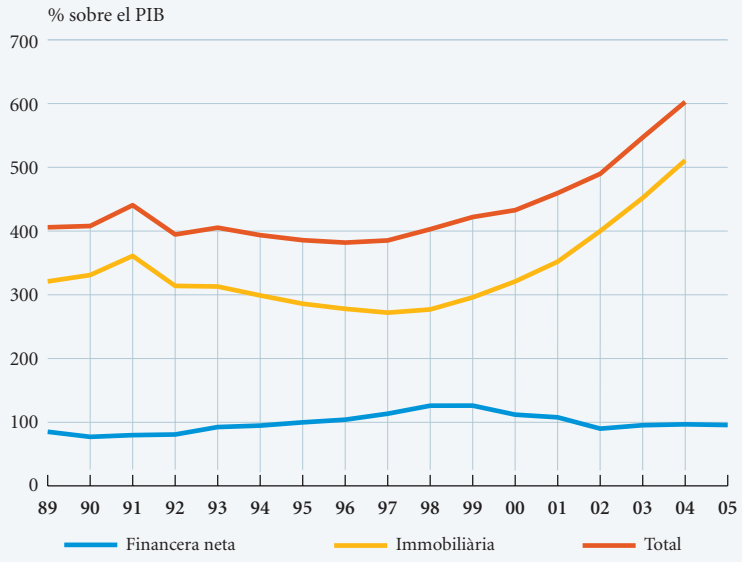
El 2005 el protagonisme va correspondre més als passius financers de les famílies que als actius. El deute de les famílies va

## La modernització dels mercats financers potencia l'efecte riquesa

És indubtable que el consum de les famílies està determinat, sobretot, por la seva renda disponible, com es discuteix als requadres de les pàgines 24 i 46. Però altres factors influeixen marginalment en l'evolució del consum de les llars. Per exemple, un augment de la borsa o del preu de l'habitatge pot ampliar la propensió al consum, perquè ens sentim més folgats econòmicament, pensem que estalviar és menys important i decidim comprar un cotxe més car que el previst en un primer moment o fer el viatge somiat des de fa un munt d'anys. Això és el que anomenem «efecte riquesa». Si la riquesa (actius financers o immobiliaris) augmenta més del que s'esperava, el consum pot augmentar més del que estava previst segons l'evolució de la renda disponible. És a dir, és possible que, davant un augment important de la riquesa real o financera, els individus decideixin gastar una part d'aquest augment en el valor dels actius o endeutar-se contra aquests actius per efectuar un major nivell de consum.

**GRAN AUGMENT DE LA RIQUESA EN ELS ÚLTIMS ANYS**

Riquesa de les llars (al final del període)




FONT: Banc d'Espanya.

Entre els diferents actius financers de les llars, els més susceptibles de revaloracions intenses són les accions, les cotitzacions de les quals poden pujar per la perspectiva de majors beneficis empresarials per guanys de productivitat. En aquest cas, és normal que els accionistes anticipin una major riquesa futura i incrementin el seu consum.

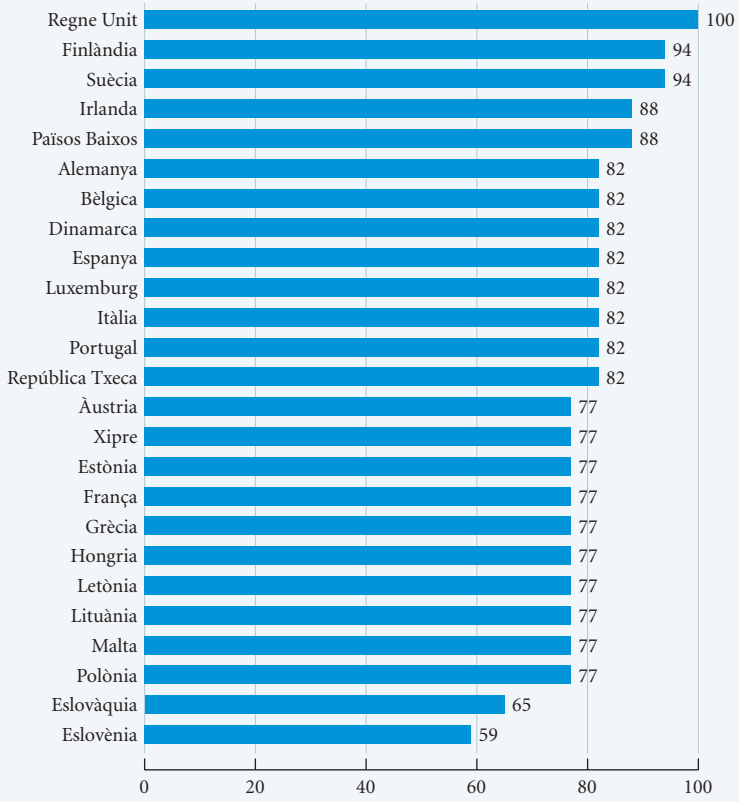
L'altre gran component de la riquesa de les famílies és el patrimoni immobiliari. El seu efecte sobre el consum es pot considerar similar al produït per la part financera. No obstant això, té algunes particularitats. En efecte, l'element més comú del patrimoni immobiliari de les llars és l'habitatge propi, que acostuma a ser el mateix per molts anys. Per tant, el fet que normalment no ens plantegem vendre'l fa que l'augment del seu preu de mercat

no generi en un primer moment l'esmentat efecte riquesa. Així i tot, és possible beneficiar-se d'un ascens del valor de l'habitatge: el podem vendre i comprar-ne un de més barat, normalment més petit. O passar a viure en un habitatge de lloguer o en una residència, o bé transformar en actiu líquid l'increment de valor de l'habitatge anant al mercat financer. En aquest últim cas, hi ha diverses possibilitats. Si es té una hipoteca, es podria refinançar per una quantitat superior i obtenir liquiditat. D'altra banda, hi ha crèdits hipotecaris que permeten disposar de la quantitat amortitzada del capital per al consum; d'aquesta manera, les famílies poden obtenir amb facilitat crèdit per a la compra de béns de consum a tipus d'interès favorables. També es pot recórrer a la hipoteca inversa, un producte apropiat per al segment de gent més gran amb habitatge propi però amb uns ingressos reduïts. Amb la hipoteca inversa, el titular rep ingressos complementaris mitjançant una renda mensual, que pot ser vitalícia o per un període determinat, a canvi de cedir-la eventualment a l'entitat financera que concedeix l'operació. El contractant manté la propietat del seu habitatge i fins i tot la pot transmetre als seus hereus, però, per recuperar-la, hauran de saldar els deutes pendents.

Òbviament, l'efecte d'una pujada de les borses només afectarà directament els posseïdors d'accions, i el mateix es pot dir d'un *boom* immobiliari. Per tant, és lògic pensar que l'efecte riquesa depèn de la distribució de la riquesa entre la població i de la seva estructura d'edats. Així mateix, pel que s'ha dit més amunt, pot influir el

**GAMMA MÉS ÀMPLIA DE PRODUCTES ALS MERCATS HIPOTECARIS MÉS DESENVOLUPATS**

Índex de disponibilitat de productes hipotecaris (*). 2005




NOTA: (*) Aquest índex sintetitza la disponibilitat de diferents classes d'hipoteques i per a diferents tipus de prestataris (famílies joves, prestataris amb baix patrimoni, autònoms, segones hipoteques…).
FONT: London Economics.

grau de desenvolupament dels mercats financers i altres variables, com la major o menor aversió al risc. Per conèixer la importància de l'efecte riquesa cal procedir a l'estimació empírica, ja que la teoria econòmica no pot oferir resultats concloents sobre la seva magnitud.

Les estimacions empíriques indiquen que l'efecte riquesa varia segons els països i que pot no ser constant en el temps. En general, l'efecte riquesa és petit relativament, d'alguns cèntims de major consum per cada unitat monetària d'increment de la riquesa. Així, estimacions recents de l'OCDE xifren la propensió marginal al consum derivada de la riquesa entre el 0% i el 8% per als principals països desenvolupats. No obstant això, en períodes de *boom* dels actius pot arribar a ser notable. Així, l'efecte de la pujada de la borsa podria haver afegit al voltant d'un punt percentual a la taxa de creixement anual del producte interior brut dels Estats Units de mitjana entre 1995 i 1999, segons les estimacions de la Reserva Federal. A grans trets, es pot indicar que l'efecte riquesa és superior als països amb els mercats financers més desenvolupats. En especial, l'efecte riquesa derivat del mercat immobiliari és més important als països que tenen productes hipotecaris que permeten obtenir liquiditat fàcilment.

A Espanya, en els últims anys, ha millorat la disponibilitat d'estadístiques sobre la riquesa de les famílies, tant en dades agregades com detallades, la qual cosa ha permès la realització d'estudis més fiables sobre l'efecte riquesa, entre els quals cal destacar els efectuats pel Banc d'Espanya, que han arribat a la conclusió que l'efecte riquesa és apreciable a Espanya, tant el provinent de la riquesa financera com de la immobiliària. Així, s'estima que la propensió marginal al consum derivada de la riquesa immobiliària és de l'1,5%. No obstant això, es pot considerar que la seva magnitud és inferior a la corresponent als països amb els mercats financers més desenvolupats.

En els últims anys, la riquesa de les famílies espanyoles ha augmentat amb força arran, sobretot, del fort ascens dels preus dels habitatges. A més a més, cal esmentar que, a Espanya, la proporció de llars amb habitatge en propietat és una de les més elevades dels països desenvolupats. Així mateix, en els últims anys s'ha produït un gran desenvolupament del mercat hipotecari i s'ha ampliat i popularitzat la gamma de productes disponibles. Productes com les hipoteques que permeten obtenir crèdits al consum o les hipoteques inverses ja existeixen al mercat espanyol, de manera que les famílies espanyoles disposen de més instruments per facilitar la seva tria temporal de consum d'acord amb les seves preferències, i és molt possible que aquests canvis institucionals augmentin la magnitud de l'efecte riquesa en el futur.

augmentar el 18,7% fins als 701.384 milions d'euros, 15.901 euros per persona. D'aquesta manera, el deute va continuar augmentant més ràpidament que els actius financers. La major part dels passius financers de les famílies està constituïda per préstecs, el 93,2% del total el 2005. Els préstecs es van incrementar el 21,0%, dels quals els contractats a curt termini es van incrementar el 17,6% i els contractats a llarg termini, bàsicament per a la compra d'habitatges, van augmentar el 21,2%. En relació amb el deute brut disponible familiar, els préstecs van créixer fins al 112,5%, nivell inferior al del Regne Unit i els Estats Units, però superior a la mitjana de la zona de l'euro.

La riquesa financera de les famílies, definida com els seus actius financers menys els seus passius financers, va ser de 863.546 milions d'euros el 2005, amb una alça del 6,7% en relació amb l'any precedent. No obstant això, en relació amb el PIB, es va reduir lleugerament. Aquesta davallada és deguda, entre altres raons, a un estalvi financer negatiu. Per capita, la riquesa financera va ser de 19.578 euros, el 4,5% més que el 2004.

**La riquesa financera per capita puja el 4,5% fins als 19.578 euros.**

# PUBLICACIONS DEL SERVEI D'ESTUDIS

**Totes les publicacions estan disponibles a Internet:**
**www.estudis.lacaixa.es**
**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 2005**
Estadístiques municipals, provincials i autonòmiques

■ **COL·LECCIÓ ESTUDIS ECONÒMICS**

1. **Estudi de l'OCDE sobre l'ocupació** (Exhaurit)
2. **La defensa de la competència a Espanya i a Europa** (Exhaurit)
3. **Ètica i progrés econòmic** (Exhaurit) James M. Buchanan
4. **La reforma del sistema públic de pensions a Espanya** (Exhaurit) José A. Herce i Víctor Pérez-Díaz Versió anglesa: **Reform of the public pension system in Spain**
5. **Població i activitat a Espanya: evolució i perspectives** (Exhaurit) A. Blanes, F. Gil i J. Pérez
6. **El sector bancari europeu: panorama i tendències** Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer i Montserrat Soler
7. **El desafiament de la moneda única europea** (Exhaurit) Joan Elias (2a edició)
8. **El futur de les pensions a Espanya: cap a un sistema mixt** José A. Herce, Simón Sosvilla, Sonsoles Castillo i Rosa Duce
9. **Espanya i l'euro: riscos i oportunitats** (Exhaurit) Joaquim Muns (director), Susan M. Collins, Manuel Conthe, Juergen B. Donges, José Luis Feito, José Luis Oller-Ariño i Alfredo Pastor Versió anglesa: **Spain and the euro: risks and opportunities** (Exhaurit)
10. **L'opinió pública davant del sistema de pensions** (Exhaurit) Víctor Pérez-Díaz, Berta Álvarez-Miranda i Elisa Chuliá
11. **Els beneficis de la liberalització dels mercats de productes** Antón Costas i Germà Bel (editors)
12. **La successió a l'empresa familiar** Miguel Ángel Gallo
13. **Beneficis fiscals a l'empresa familiar: patrimoni i successions** (Exhaurit) Ernest de Aguiar
14. **L'impacte de l'euro als mercats financers** Enrique Vidal-Ribas (director), Carmen Alcaide, Javier Aríztegui, Robert N. McCauley, Blas Calzada, Francisco de Oña, Ignacio Ezquiaga i León Benelbas
15. **La cultura de l'estabilitat i el consens de Washington** Manuel Guitián i Joaquim Muns (directors), Antonio Argandoña, Miguel A. Fernández Ordóñez, Paul Krugman i John Williamson
16. **El sector bancari europeu: panorama i tendències** (2a part) Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer i Montserrat Soler
17. **La mesura de la inflació a Espanya** Javier Ruiz-Castillo, Eduardo Ley i Mario Izquierdo
18. **L'economia de l'art** (Exhaurit) Bruno Frey
19. **La reforma de les pensions davant la revisió del pacte de Toledo** José A. Herce i Javier Alonso Meseguer
20. **L'ampliació de la Unió Europea a l'Est d'Europa**
21. **Del ral a l'euro. Una història de la pesseta** José Luis García Delgado i José María Serrano Sanz (directors)
22. **Com tractar amb Brussel·les. El lobby a la Unió Europea** Robin Pedler
23. **Creixement i ocupació en les empreses industrials** Ángel Hermosilla i Natalia Ortega
24. **La regulació del comerç internacional: del GATT a l'OMC** (Exhaurit) Montserrat Millet
25. **Fallides i suspensions de pagaments: claus per a la reforma concursal** Fernando Cerdá i Ignacio Sancho
26. **L'euro: balanç dels tres primers anys** Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz i Valentí Sabaté
27. **L'ampliació de la Unió Europea. Efectes sobre l'economia espanyola** Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero i Francisco J. Velázquez Versió anglesa: **European Union enlargement. Effects on the Spanish economy** (Exhaurit)
28. **Internet: situació actual i perspectives** Fèlix Badia
29. **El govern de l'empresa** (Exhaurit) Vicente Salas Fumás
30. **La banca a l'Amèrica Llatina. Reformes recents i perspectives** Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero i Maria Pilar Buil
31. **Els nous instruments de la gestió pública** Guillem López Casasnovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza i Ivan Planas Miret
32. **La competitivitat de l'economia espanyola: inflació, productivitat i especialització** Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci i Ezequiel Uriel
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)