SETEMBRE 2006

Informe Mensual

NÚMERO 294

Estats Units: una lectura positiva del dèficit per compte corrent Pàg. 10
El principal desequilibri de l'economia nord-americana preocupa, però pot ser més sostenible del que es creu

Amèrica i Xina, o la faula de la cigala i la formiga Pàg. 17
Com i per què una acumulació de divises podria acabar en indigestió

El dèficit corrent a Espanya: Hi ha llum al final del túnel? Pàg. 60
Un dèficit corrent creixent significa més deute amb l'exterior i risc d'ajustament sobtat. Està garantida la solvència?

Resultats pobres en competitivitat Pàg. 53
La competitivitat exterior de l'economia espanyola en termes de preus i costos recula

Els inversors espanyols descobreixen Europa Pàg. 65
L'atractiu de l'Amèrica Llatina ha disminuït, però l'Orient encara queda lluny

SERVEI D'ESTUDIS

"la Caixa"

Previsions

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

	2005	2006	2007	2005				2006		
				I	II	III	IV	I	II	III
ECONOMIA INTERNACIONAL		Previsions								Previsions
Producte interior brut										
Estats Units	3,2	3,4	2,8	3,3	3,1	3,4	3,1	3,7	3,6	3,1
Japó	2,6	2,5	1,9	1,1	2,7	2,7	4,0	3,4	2,2	2,6
Regne Unit	1,8	2,4	2,4	1,9	1,7	1,9	1,8	2,2	2,6	2,4
Zona de l'euro	1,5	2,4	1,8	1,2	1,3	1,7	1,8	2,1	2,6	2,4
Alemanya	*1,1*	*2,1*	*1,3*	*0,4*	*0,8*	*1,5*	*1,7*	*1,7*	*2,4*	*2,0*
França	*1,2*	*2,0*	*1,9*	*1,6*	*0,8*	*1,4*	*1,0*	*1,4*	*2,6*	*2,1*
Preus de consum										
Estats Units	3,4	3,5	2,9	3,0	3,0	3,8	3,7	3,7	4,0	3,5
Japó	–0,3	0,2	0,3	0,0	–0,1	–0,3	–0,7	–0,1	0,2	0,3
Regne Unit	2,3	2,5	2,4	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2	2,8	2,8
Zona de l'euro	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,5	2,4
Alemanya	*2,0*	*1,8*	*2,3*	*1,7*	*1,7*	*2,1*	*2,3*	*2,0*	*1,9*	*1,7*
França	*1,7*	*1,8*	*1,8*	*1,7*	*1,7*	*1,9*	*1,6*	*1,8*	*1,5*	*1,8*
ECONOMIA ESPANYOLA		Previsions								Previsions
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	4,2	3,5	3,0	4,4	4,4	4,1	3,8	3,8	3,6	3,4
Consum de les AP	4,8	4,4	4,4	5,5	4,3	4,5	4,9	4,4	4,4	4,5
Formació bruta de capital fix	7,0	6,1	5,2	6,8	7,4	7,1	6,6	6,3	6,1	6,1
Béns d'equipament	*9,0*	*8,9*	*7,6*	*9,2*	*9,8*	*8,3*	*8,6*	*8,6*	*9,1*	*9,1*
Construcció	*6,0*	*5,6*	*4,0*	*6,0*	*6,2*	*6,3*	*5,6*	*5,8*	*5,7*	*5,6*
Demanda nacional (contr. al △ PIB)	5,2	4,7	4,1	5,4	5,3	5,2	5,0	5,0	4,8	4,6
Exportació de béns i serveis	1,5	6,2	4,8	–0,8	1,8	2,5	2,3	9,5	5,3	5,1
Importació de béns i serveis	7,0	8,8	6,5	5,9	7,7	7,7	6,6	12,4	7,9	7,5
Producte interior brut	**3,5**	**3,6**	**3,2**	**3,4**	**3,5**	**3,6**	**3,6**	**3,6**	**3,7**	**3,6**
Altres variables										
Ocupació	3,1	3,0	2,6	2,9	3,1	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0
Taxa d'atur (% població activa)	9,2	8,6	8,7	10,2	9,3	8,4	8,7	9,1	8,5	8,4
Índex de preus de consum	3,4	3,8	3,1	3,3	3,2	3,4	3,6	4,0	4,0	3,8
Costos laborals unitaris	2,2	2,5	2,2	2,4	2,3	1,9	2,3	2,4	2,6	
Saldo operacions corrents (% PIB)	–7,5	–8,8	–8,3	–8,5	–7,7	–6,8	–7,0	–10,6	–8,1	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	–6,5	–8,0	–7,5	–8,0	–6,4	–6,0	–5,9	–10,3	–7,6	
Saldo públic (% PIB)	1,1	0,9	0,5							
MERCATS FINANCERS		Previsions								Previsions
Tipus d'interès internacionals										
Fed Funds	3,2	5,0	5,2	2,4	2,9	3,4	4,0	4,4	4,9	5,3
Repo BCE	2,0	2,8	3,7	2,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,6	2,8
Bons EUA 10 anys	4,3	5,0	5,5	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	5,1	5,1
Bons alemanys 10 anys	3,4	3,9	4,5	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	4,0	4,0
Obligacions 10 anys	3,4	3,9	4,5	3,6	3,3	3,2	3,4	3,5	4,0	4,0
Tipus de canvi										
$/Euro	1,25	1,27	1,35	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,26	1,28

INFORME MENSUAL
Setembre 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	
Empleats	25.254
Oficines	5.053
Terminals d'autoservei	7.208
Targetes	8.408.956

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2006	Milions €
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
Edició electrónica: www.comunicacions.com - Travessera de Dalt, 30 - 08024 Barcelona

Índex

1 Editorial

2 Resum executiu

6 Conjuntura internacional

6 Estats Units

10 Estats Units: una lectura positiva del dèficit per compte corrent

13 Japó

16 Xina

17 Amèrica i Xina, o la faula de la cigala i la formiga

20 Mèxic

22 Primeres matèries

24 Unió Europea

24 Zona de l'euro

26 Alemanya

28 França

29 Itàlia

30 Regne Unit

31 Mercats financers

31 Mercats monetaris i de capital

40 Conjuntura espanyola

40 Activitat econòmica

45 Mercat de treball

50 Preus

53 Resultats pobres en competitivitat

57 Sector exterior

60 El dèficit corrent a Espanya: Hi ha llum al final del túnel?

65 Els inversors espanyols descobreixen Europa

67 Sector públic

69 Estalvi i finançament

Temps alegres per a les balances de pagaments

Les balances corrents canvien. Fa deu anys, els desajustaments més importants entre els països desenvolupats els patien Austràlia i Nova Zelanda, amb dèficits en el compte corrent amb l'exterior equivalents al 5%-6% del producte interior brut (PIB). A l'altre extrem, Suïssa lluïa un superàvit proper al 7%, i Holanda i Bèlgica assolien un meritori 5%-6% positiu. En els últims anys, la dispersió dels desequilibris corrents ha augmentat de manera considerable. El 2005, el dèficit corrent d'Islàndia va caure fins al 16,5% del seu PIB, arrossegat pel perillós reescalfament de l'economia. Al seu costat, els dèficits de Nova Zelanda o de Grècia (per damunt del 8%) gairebé semblaven desviacions de poca importància. A l'extrem virtuós, Noruega situava el superàvit corrent, ja prou alt, en el 17% del PIB, gràcies al preu del petroli, i s'estima que el 2006 superarà el 20%. Suïssa va tenir un superàvit de «només» el 13% del PIB.

Aquesta creixent dispersió dels dèficits corrents pot ser interpretada com un signe de bon funcionament dels mercats financers internacionals. Ens trobem en un marc de reassignació més eficient de l'estalvi i de la inversió a nivell internacional? La reducció de les barreres a la circulació de capital, l'entrada en el joc comercial i financer global de grans països fins ara marginats (Xina) i la integració monetària a la zona de l'euro ofereixen pistes per explicar un dels fenòmens més sorprenents de l'evolució econòmica dels últims anys.

Però no es tracta d'un estudi capritxós. Quan els Estats Units incorren en un dèficit corrent superior als 800.000 milions de dòlars en un any (més de la meitat del PIB espanyol), les alarmes s'encenen. Amb prou feines representa el 6,4% del seu PIB, res de l'altre món d'acord amb les dispersions esmentades, i més si tenim en compte l'excel·lent comportament tendencial de la productivitat nord-americana. No obstant això, la seva tendència creixent, el seu origen en la despesa de consum i l'endeutament que genera al sector famílies plantegen un risc creixent sobre l'estabilitat econòmica. Un ajustament sobtat, desencadenat per algun esdeveniment inesperat, representaria un seriós perill per a l'economia i els mercats financers mundials.

Espanya se situa també a la banda dels números vermells. El dèficit corrent cap a la meitat del 2006 arriba ja al 8% i, al final de l'any, vorejarà el 9% del PIB. Els organismes internacionals, els analistes i les mateixes autoritats econòmiques el consideren un problema seriós. Més controvèrsies plantegen les causes. La pèrdua de competitivitat n'explica una part: la quota de les exportacions espanyoles sobre el comerç mundial va baixar a l'1,79% el 2005, enfront de l'1,99% de l'any anterior. L'encariment de l'energia pesa de forma considerable, en un dels escassos països desenvolupats que, en les últimes dècades, no ha reduït la seva dependència energètica. El moment cíclic, és a dir, el fort creixement de l'economia, explica probablement la major part del crebant. La trajectòria ascendent del saldo negatiu es genera no per un increment del consum, sinó per un augment de la inversió, la qual cosa seria una bona notícia. Que cal matisar ràpidament, perquè es tracta d'inversió, principalment, al sector de l'habitatge, patró de creixement que, com s'ha dit força sovint, planteja incògnites sobre la seva sostenibilitat en un món globalitzat. L'únic segur és que, sense risc de tipus de canvi a la zona de l'euro, els capitals exteriors continuaran finançant el creixent dèficit exterior espanyol, tot i que, en el futur, un encariment d'aquest finançament tard o d'hora acabarà aturant l'endeutament.

30 d'agost de 2006

RESUM EXECUTIU

Els esdeveniments estiuencs –guerra al Líban, rècord del petroli– creen inquietud, però el to global de l'economia és favorable...

...per bé que augmenta el risc que la desacceleració dels Estats Units sigui més sobtada del desitjable per culpa de l'aturada del sector de l'habitatge.

Ara com ara, la Reserva Federal frena la successió d'alces del tipus d'interès de referència, tot esperant noves dades...

Moguda d'estiu

Guerra al Líban, rècord històric en el preu del petroli, fracàs de la ronda de Doha, rumors de recessió als Estats Units. No es pot dir que els ingredients de l'amanida estiuenca del 2006 siguin gaire estimulants. Però cal matisar. Després de l'alto el foc entre Israel i les milícies de Hezbol·là, la cotització del barril de cru ha reculat considerablement i les borses han superat la sotragada. A més a més, la zona de l'euro presenta un creixement més fort del previst, la Xina continua impertorbable la seva expansió de dos dígits i el Japó manté un creixement relativament elevat. Així, doncs, on som? En termes de creixement, l'economia mundial manté el seu punt culminant, per bé que les previsions són de suau desacceleració. En inflació, l'escalada del petroli continua sense afectar els índexs no energètics. Pel que fa als desequilibris –balances de pagaments, comptes públics–, les perspectives són relativament benignes.

Un dels assumptes que més debat generarà en els propers mesos són els riscos de recessió als Estats Units. Després d'un brillant primer trimestre, l'economia nordamericana va alentir notablement el ritme d'expansió a l'abril-juny. En termes de taxa intertrimestral anualitzada, va passar del 5,6% al 2,5%, per bé que la revisió posterior va deixar aquesta última xifra en el 2,9%. Tots els components de la demanda tendeixen a moderar el creixement, que, de tota manera, encara és considerable. L'alarma l'ha generat l'immobiliari. Es confiava en un aterratge suau, però les últimes dades apunten a una caiguda sobtada. Les vendes d'habitatge nou reculen el 20% i els preus es mantenen en el mateix nivell que un any enrere.

Les empreses continuen anant bé, ja que els beneficis es mantenen en màxims. Però els consumidors no ho veuen clar. Els indicadors de confiança de l'agost han patit descensos notables. L'encariment de la benzina en aquest mes i la feblesa immobiliària, que pot revertir l'efecte riquesa, no són aliens a aquest resultat. Pel que sembla, Bernanke tampoc no ho veu gaire clar. La Reserva Federal va apujar el tipus d'interès de referència cap al final de juny, fins al 5,25%, en la dissetena pujada consecutiva des del juny del 2004. No obstant això, en la compareixença del president de la Fed davant el Congrés cap a la meitat de juliol, Bernanke ja va suggerir la possibilitat d'interrompre la cadena d'alces en la següent reunió de l'agost, com efectivament va succeir. La Fed no vol arriscar-se a precipitar una aturada en l'economia, tot i que vigila atentament el menor senyal de desviament de la inflació. El nostre escenari de previsió apunta a una desacceleració encara gradual en el segon semestre, que deixaria el creixement de l'any una mica per damunt del 3%, però amb una nova pujada de tipus de la Fed fins al 5,50% en l'últim trimestre.

Aquests dos anys d'increment dels tipus a curt termini han situat la política monetària dels Estats Units en un nivell més neutral. La resta de bancs centrals dels principals països han optat també per l'enduriment monetari. Al juliol, el Banc del Japó va decidir apujar per primer cop des del 2001 el nivell objectiu del tipus d'interès interbancari a un dia, que va passar del 0% al 0,25%, jutjant que la llarga etapa de defla-

ció de l'economia nipona havia arribat al seu final. La Xina va tornar a apujar el tipus d'interès de referència per als préstecs a un any fins al 6,12%, en una acció encaminada a contenir el reescalfament de l'economia. Per la seva banda, atès el risc inflacionista, el Banc d'Anglaterra va apujar per sorpresa el tipus d'interès oficial al començament d'agost en 25 punts bàsics, fins al 4,75%.

El Banc Central Europeu (BCE) també es manté en l'onada alcista. Al començament d'agost, va apujar el tipus d'interès de referència fins al 3%, un punt percentual per damunt del sòl assolit en el període 2003-2005. No va ser una sorpresa. Jean-Claude Trichet ja ho va deixar entreveure en la roda de premsa posterior a la reunió del Consell del juliol. Sí va ser una novetat el to més aviat bel·licós que va fer servir a l'agost, la qual cosa s'interpreta com un avançament d'un nou increment a l'octubre. Els excel·lents resultats del producte interior brut (PIB) i el risc d'inflació obren un cert marge per a més alces de tipus en l'Eurosistema.

En efecte, el creixement del segon trimestre a la zona de l'euro va arribar al 2,4% en taxa interanual, la més elevada en cinc anys, i clarament per damunt del que esperaven els experts. Uns resultats que donen marge per continuar tensant la política monetària. Pel que fa a la inflació, les perspectives no són negatives, però l'any es tancarà, inevitablement, en taxes superiors al 2% desitjat pel banc de Frankfurt. Al juliol, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va situar en el 2,4% (una dècima menys que al maig i al juny), i és possible que, cap al final de l'any, la taxa interanual esgarrapi alguna dècima més, enfront de la banda de previsió del 2,1% al 2,5% del BCE.

De tota manera, les perspectives econòmiques de la zona de l'euro no són del tot clares. Alguns indicadors de confiança no anticipen un segon semestre brillant. En el cas d'Alemanya, l'estancament del consum a l'abril-juny, tot i la millora del mercat de treball, ha sorprès negativament. Els temors són més grans de cara al 2007, quan l'efecte del tensionament monetari s'uneixi a un euro fort, en un context de desacceleració de l'activitat internacional. A més a més, també cal tenir en compte la pujada de la imposició indirecta a Alemanya, d'efectes incerts sobre la despesa de consum. Per aquest motiu, les previsions de creixement de cara al 2007 es mantenen contingudes, tot esperant més dades.

...i el Japó abandona la política de tipus d'interès zero i el BCE, atesa la favorable conjuntura de la zona de l'euro, manté el discurs tensionador.

Economia espanyola: més fusta!

Si els resultats del segon trimestre de la zona de l'euro han estat favorables, els d'Espanya han estat excel·lents. Segons l'avanç de l'Institut Nacional d'Estadística, el creixement interanual va ser del 3,7%, després de tres trimestres de mantenir-se en el 3,6% i segons la revisió a l'alça de la sèrie del PIB realitzada per l'institut estadístic. Si, al principi de l'any, anticipàvem l'inici d'una desacceleració cap a la meitat de l'exercici, la realitat és que la millora del sector exterior no solament ha trencat aquesta previsió, sinó que podria apuntar a una reacceleració de l'activitat.

Els resultats del segon trimestre de la zona de l'euro són millors del que s'esperava, però persisteixen alguns dubtes sobre la continuïtat d'aquestes tendències en els propers trimestres.

De fet, la demanda nacional presenta un perfil de clara moderació, per bé que encara amb creixement en nivells alts (augment del 4,8% en el segon trimestre). El consum de les llars registrava una pujada del 3,5%, gairebé un punt percentual menys que un any abans. La inversió en construcció progressa a un ritme força estable, amb un comportament molt positiu de l'obra civil i amb una construcció d'habitatges que presenta una expansió elevada però plana, amb alguns símptomes de fatiga. En canvi, la inversió en béns d'equipament presenta un perfil clarament expansiu i situa el creixement interanual al voltant del 9% des del final del 2004.

Excel·lents resultats de creixement a Espanya en el segon trimestre, gràcies a l'aportació del sector exterior.

Cal destacar la recuperació del sector industrial, després del dur ajustament del 2005.

Un dels elements més destacables de l'evolució recent és la recuperació del sector industrial. Després d'un any 2005 de creixement estacionari sota la dura competència de les importacions procedents de països de baix cost i amb un mercat d'exportació estancat a causa de l'atonia de la major part dels nostres socis comercials, sembla que la indústria comença a sortir del forat. Ja ho anticipava l'índex de producció industrial dels últims mesos. La reactivació de les exportacions i la constant expansió de la demanda de béns d'equipament han estat factors crucials en aquesta recuperació, liderada per la química, metal·lúrgia, construcció de maquinària, equipament mèdic i vehicles a motor. A més a més, les dades de la comptabilitat trimestral recullen una notable pujada de la productivitat del factor treball (PIB generat per lloc de treball a temps complet). De tota manera, cal no oblidar les branques sotmeses encara a una forta tensió de competència, com tèxtil, confecció, pelleteria i cuir.

El turisme també aporta el seu gra de sorra al sosteniment de l'activitat, tot i que l'ingrés per turista baixa.

L'exportació de serveis, protagonitzada pel turisme, també és responsable de la minireactivació del segon trimestre. Enguany es tornarà a batre l'estadística de turistes, i l'ocupació hotelera es dispara, gràcies a la millora dels dos principals països emissors, Alemanya i el Regne Unit. És cert que la despesa mitjana per turista baixa, però els ingressos totals continuen contribuint a la millora de l'aportació del sector exterior al creixement.

A banda de l'elevat creixement i de la creació d'ocupació, el sòlid pols de la inversió en equipament, la millora de la productivitat a la indústria i la recuperació de les exportacions són els elements més esperançadors del moment actual.

La positiva conjuntura actual encara és més meritòria si tenim en compte que les condicions monetàries no juguen a favor. Els tipus d'interès continuen baixos, però, des de l'inici de l'any, la pujada del BCE es fa notar. L'euro també s'ha revalorat notablement enfront de la resta de monedes, situació que ha comportat l'abaratiment de les importacions i l'encariment de les vendes a l'exterior. Aquest dinamisme econòmic permet la continuïtat dels favorables resultats de la política pressupostària, que va camí de repetir el 2006 el superàvit de l'1% del PIB registrat el 2005.

En aquest context expansiu, la creació d'ocupació s'ha mantingut en la cota del 3% dels últims trimestres, la qual cosa equival a la creació neta de més de mig milió de llocs de treball en un any. La construcció continua essent el gran filó de l'ocupació, però s'aprecia una lleugera millora al sector industrial i una certa reculada als serveis. En canvi, els preus continuen provocant disgustos, ja que l'efecte de la pujada dels hidrocarburs i les resistències en altres béns i serveis han situat l'increment de l'índex de preus de consum en el 4% interanual en els últims mesos, per bé que l'indicador avançat de l'agost (3,8%) permet anticipar una certa moderació en els últims mesos de l'any.

En definitiva, el moment actual continua sota la tònica de l'elevat creixement de l'activitat, amb alta generació de llocs de treball. Però el més destacable són els indicis de millora al sector industrial, en termes d'activitat i productivitat, gràcies a la inversió en equipament i a l'exportació. Caldrà vigilar aquesta evolució, que podria anunciar un canvi sobtat de rumb des del tradicional patró expansiu dels deu últims anys, basat en el consum privat i en la construcció, a un altre més centrat en la inversió i en l'aprofitament de les oportunitats que ofereix la globalització econòmica.

CRONOLOGIA

2005

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%.
	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.
maig	**4**	Acord del Govern amb la patronal i amb els sindicats per a una **reforma laboral** orientada a reduir la temporalitat en l'ocupació.
	10	La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 5%. L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim anual (11.642,7) amb una alça del 8,6% en relació amb el final de l'any 2005.
juny	**8**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 2,75%.
	29	La **Reserva Federal** augmenta el tipus d'interès de referència fins al 5,25%.
juliol	**11**	El Consell de la UE autoritza a **Eslovènia** que adopti l'euro com a divisa a partir de l'1 de gener del 2007.
	24	Suspensió indefinida de les negociacions multilaterals de la **Ronda de Doha** de l'Organització Mundial del Comerç per a major liberalització del comerç internacional.
agost	**3**	El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,00%.
	8	El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 78,49 dòlars per barril.
	12	El Consell de Seguretat de les Nacions Unides aprova una resolució d'**alto el foc al Líban** en el conflicte entre Israel i Hezbol·là.
	30	L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (12.171,9), amb uns guanys acumulats del 13,4% en relació al final de desembre del 2005.

AGENDA

Setembre

1 PIB de la UE (segon trimestre).
4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
8 Índex de producció industrial (juliol).
13 Índex de preus de consum (agost).
15 Balança de pagaments (juny). IPC de la UE (agost).
19 Ingressos i despeses de l'Estat (agost).
20 Enquesta de cost laboral (segon trimestre).
Comitè de la Reserva Federal.
25 Índex de preus industrials (agost).
26 Comerç exterior (juliol).
28 Avanç IPC (setembre).

Octubre

3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
5 Índex de producció industrial (agost).
Consell del Banc Central Europeu.
11 Índex de preus de consum (setembre).
16 Balança de pagaments (juliol).
17 IPC harmonitzat de la Unió Europea (setembre).
24 Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
Comitè de la Reserva Federal.
25 Índex de preus industrials (setembre).
26 Comerç exterior (agost).
27 Enquesta de Població Activa (tercer trimestre).
PIB dels Estats Units (tercer trimestre).
30 Avanç IPC (octubre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Als Estats Units el mercat de l'habitatge desaccelera l'economia.

Els Estats Units moderen el ritme amb l'habitatge a la baixa

Quan una locomotora corre molt, és lògic que comenci a reescalfar-se. Llavors, un bon maquinista intentarà reduir suaument la velocitat. Així s'entén el prudent optimisme del governador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, davant la desacceleració de l'economia en el segon trimestre. Un menor creixement hauria de moderar les ínfules inflacionistes que han començat a aflorar, i si, a més a més, la moderació deriva de la normalització d'un mercat immobiliari que començava a generar un cert vertigen, molt millor. Per a més alegria, aquest alentiment de l'habitatge hauria de treure força al consum. Amb menys avidesa per comprar, les importacions haurien de cedir terreny, i la resta el posa un dòlar més feble, que ha de donar ales a les exportacions, de manera que el dèficit comercial, l'amenaça a la qual tots ens hem acostumat, però amenaça al capdavall, podria encarar la via de la correcció. Què més es pot demanar?

Senzillament, dues coses: que l'aturada no sigui sobtada i que realment sigui capaç d'abaixar la temperatura, és a dir, la inflació. La desacceleració existeix, tot i que quedi emmascarada pel fort primer trimestre, que, unit a la correcció a la baixa del creixement del 2005 en l'habitual revisió del juliol que efectua el Bureau of Economic Analysis, podria deixar l'activitat del 2006 per damunt de la del 2005. Però el producte interior brut (PIB) del segon trimestre va cedir més del que s'esperava i va avançar un magre 2,9% intertrimestral anualitzat, per bé que en taxa anual, el 3,6%, la desacceleració sembla molt més

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

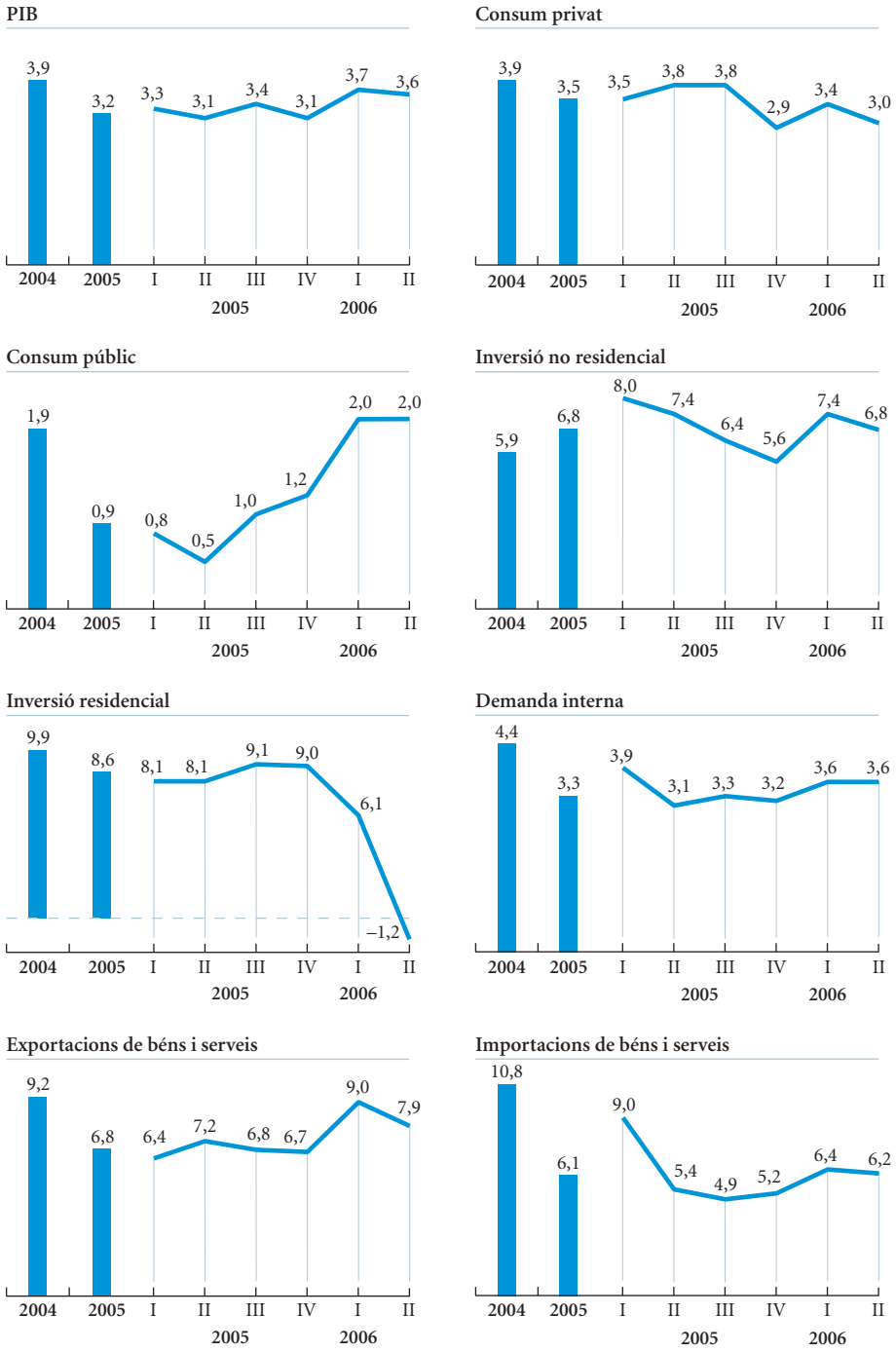
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2004	2005	2005			2006				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	3,9	3,2	3,1	3,4	3,1	3,7	–	3,6	–	–
Vendes al detall	6,2	7,2	7,9	8,2	6,2	8,3	7,0	7,6	5,4	4,8
Confiança del consumidor (*)	96,1	100,3	102,3	98,9	95,8	105,7	109,8	104,7	105,4	106,5
Producció industrial	4,1	3,2	3,1	2,7	3,0	3,3	4,6	4,4	4,4	4,9
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	53,2	56,0	57,0	55,6	57,3	54,4	53,8	54,7
Venda d'habitatges unifamiliars	10,1	6,6	6,8	11,9	3,1	–11,6	–8,7	–11,1	–11,1	...
Taxa d'atur (**)	5,5	5,1	5,1	5,0	4,9	4,7	4,7	4,6	4,6	4,8
Preus de consum	2,7	3,4	3,0	3,8	3,7	3,7	3,6	4,1	4,3	4,2
Balança comercial (***)	–611	–717	–664	–689	–717	–739	–746	–754	–760	...

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.

EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

modesta. El consum també va avançar al 2,6% intertrimestral (increment del 3,0% interanual), lluny del fort ritme de l'inici de l'any, i el sector exterior va millorar amb la millor contribució al creixement de la dècada, llevat de l'any 2001. A dife-

Els preus s'estanquen i cauen les vendes...

rència del final del 2005, la desacceleració es va produir en tots els components de la demanda interna, però amb més èmfasi en la inversió en equipament i en *software* –que va passar de creixements del 15% al descens– i, sobretot, en la reculada de la construcció, que va perdre el 9,8% en relació amb el trimestre anterior. Unes pèrdues que, si continuen, podrien fer que la desacceleració fos menys suau del que s'havia anticipat. Serà veritat?

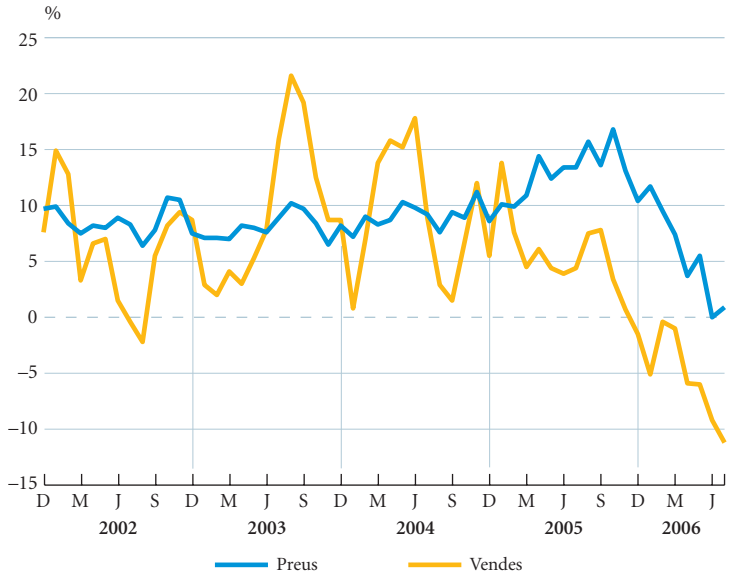
El mercat de l'habitatge mostra una clara desacceleració. Fins al juliol, els últims indicadors de l'habitatge de segona mà, quatre cinquenes parts de les vendes en termes monetaris, donaven suport a la hipòtesi de l'aterratge suau, però les últimes dades van ser inequívocament febles. Al començament del 2006, s'havia produït una forta reculada com a reacció al pic de l'estiu del 2005, amb una tornada a la tendència general. No obstant això, les vendes del juliol van intensificar el descens amb una reculada de l'11,2% interanual, i els preus es mostren estancats en relació amb el mateix període de l'any anterior, quan, cap a les acaballes del 2005, avançaven al 10%. En habitatge nou, la cosa encara és més intensa, amb reculades del 21% en el nombre d'immobles venuts. Els habitatges iniciats i els permisos de construcció també apunten en la mateixa direcció cap avall.

...però el consum, tot i no disposar del suport del mercat hipotecari, aguanta.

La feblesa immobiliària, amb una possible reversió de l'efecte riquesa i del finançament de despeses mitjançant l'ampliació de les hipoteques que fins ara tant han ajudat al consum, constitueix, ara com ara, el major risc que l'aturada de l'economia sigui més intensa del que seria desitjable. No obstant això, en aquests moments, aquests efectes encara són limitats, i els consumidors continuen aguantant. Al juliol, els nivells de confiança es van mantenir, i les vendes al detall, exclosos components erràtics com automòbils i benzina, van continuar mostrant una certa fortalesa, amb un increment interanual del 7,8%. A l'agost, però, els índexs han reculat de forma notable.

ESTATS UNITS: LA DESACCELERACIÓ DE L'HABITATGE JA NO ÉS SUAU

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



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

ESTATS UNITS: ELS CONSUMIDORS CONTINUEN ACTIUS

Vendes al detall sense automòbils ni benzina, variació interanual

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

La marxa econòmica troba suport en un sector que, fins fa pocs mesos, venia llanguint. La producció industrial va avançar al juliol el 4,9% interanual, i la tendència és alcista. Aquesta percepció de millora, més enllà de les estadístiques, és compartida pels empresaris, ja que l'índex de sentiment i de nivell d'activitat de l'ISM de manufactures va avançar al juliol fins al nivell dels 54,7 punts, dins una tònica de certa estabilitat. No obstant això, els empresaris del sector no manufacturer, d'importància creixent, s'adhereixen a l'escenari d'aterratge, ara com ara, suau. Els seus índexs d'activitat se situen encara per damunt del nivell del 50, i, per tant, els qui veuen millores superen els qui veuen deterioraments, però la tendència és a la baixa. La locomotora frena suaument, amb permís de l'habitatge, però queda la qüestió dels preus.

L'increment de l'índex de preus al consum del juliol es va situar en el 4,2% interanual, taxa que s'hauria de corregir a la baixa, sempre que l'escalada del petroli es moderi. Més significatius són els avanços de l'índex subjacent, sense energia ni aliments, que, amb el 2,7% del juliol repeteix el guarisme del mes anterior i culmina una tendència alcista, igual que el deflactor del PIB. Les dades del juliol han estat, però, relativament bones, amb uns preus de producció menys tensionats del que s'esperava. Efectes de base, alts nivells d'utilització de la capacitat productiva, petroli i, en especial, un incipient tensionament del mercat laboral són les claus de l'evolució de la inflació.

La indústria millora posicions, i les empreses encara veuen un manteniment de l'activitat.

En els últims mesos, la creació d'ocupació es desaccelera. No obstant això, els salaris comencen a guanyar terreny, després d'haver perdut poder adquisitiu durant molts mesos. Els costos salarials unitaris, tot i uns nivells acceptables de productivitat, van presentar un increment del 4,2% interanual. És ben cert, però, que, al final de qualsevol cicle expansionista, els salaris guanyen terreny en relació amb els beneficis empresarials, la part del pastís dels quals se situa en màxims històrics. Així, coincidint aquests costos amb una desaceleració, les companyies no se-

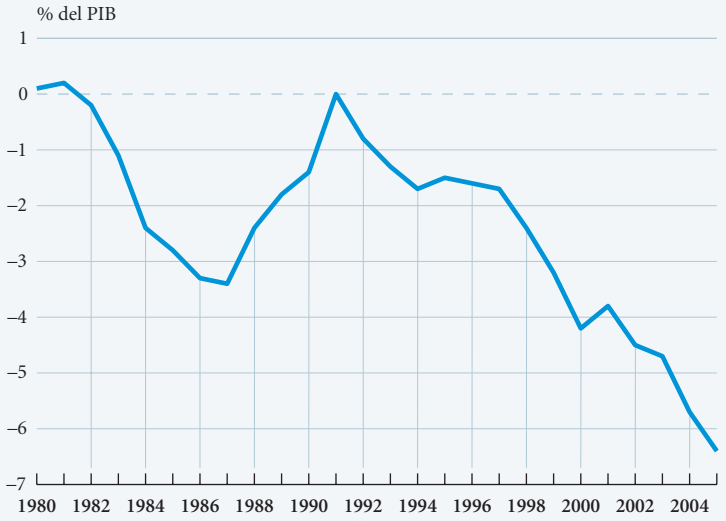
Els preus estabilitzen les pujades, però el mercat de treball es tensa.

Estats Units: una lectura positiva del dèficit per compte corrent

La tendència creixent del dèficit de la balança per compte corrent als Estats Units és motiu de preocupació i debat. El 2005, va arribar al 6,4% del PIB i, en termes absoluts, va pujar a 804.951 milions de dòlars.

EL DÈFICIT DE MAI NO ACABAR

Saldo de la balança per compte corrent dels Estats Units



FONT: Fons Monetari Internacional (FMI).

Fins a quin punt ens ha de preocupar el deteriorament del dèficit per compte corrent? Tenir superàvit o dèficit no és, aïlladament, ni bo ni dolent. Si el dèficit és sostenible, és a dir, si en el futur els Estats Units poden tornar els diners manllevats sense ajustaments dramàtics de l'economia real, no ens hauria de preocupar. Una lectura positiva del dèficit estableix com una causa important del desequilibri nord-americà l'augment esperat del nivell de productivitat. Si aquestes expectatives de creixement es compleixen, el dèficit es podrà absorbir amb facilitat, de manera que s'hauria de veure com un senyal de prosperitat econòmica. El camí que cal seguir per poder assegurar o no la sostenibilitat del dèficit serà l'anàlisi dels seus determinants de fons. Quins són aquests determinants?

Creixement econòmic esperat

Els Estats Units han mantingut un ritme de creixement per damunt de la mitjana dels països de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE) en el període 2002-2005, el 3,7% enfront del 3,2%, segons les dades de la mateixa Organització. Si s'espera que aquesta tendència de creixement per damunt de la mitjana continuï en el futur, tindrem una revisió a l'alça de les expectatives de rendibilitat de la inversió, situació que comportarà un augment del desig d'invertir en actius nord-americans. Hem d'apuntar que l'augment de la immigració també és un factor que pot afectar el creixement econòmic. En particular, durant la dècada dels noranta, van entrar als Estats Units una mica més de 13 milions d'immigrants, gairebé 5 milions més que en la dècada anterior, d'acord amb les xifres de l'Oficina Censal dels Estats Units.

No obstant això, la formació d'expectatives sobre el creixement no es basa solament en el creixement passat, sinó en tota la informació que ens pugui indicar si aquest creixement pot ser vist com un fenomen a llarg termini o bé a curt termini. Una característica fonamental del creixement nord-americà en els últims anys és que pot ser àmpliament explicat per l'acceleració en el creixement de la productivitat total de factors (PTF), és a dir, per l'acceleració en el creixement de la producció no provocat per un canvi en l'ús dels factors de producció clàssics, capital i treball. En particular, si observem la segona columna de la taula següent, veurem que, mentre en el període 1990-1995, el creixement anual mitjà de la PTF era de 0,50, en el període 2000-2004, era d'1,90. Aquesta acceleració és un factor clau per aconseguir un creixement sostingut (a llarg termini) i, per tant, un dèficit sostenible.

DÈFICIT CORRENT I PRODUCTIVITAT DELS FACTORS ALS ESTATS UNITS

	Saldo mitjà de la balança per compte corrent (% PIB)	Creixement anual mitjà de la PTF (*)
1987-90	–2,25	0,60
1990-95	–1,12	0,50
1995-00	–2,43	1,40
2000-04	–4,58	1,90
	Correlació: –0,67	

NOTA: (*) Creixement de la producció que no ve explicat per un canvi en l'ús dels factors de producció clàssics, capital i treball. Exclou el sector públic.
FONTS: Fons Monetari Internacional, Bureau of Labor Statistics i elaboració pròpia.

Increment en l'estalvi mundial

Des de les crisis financeres de la segona meitat dels noranta, s'ha observat un augment en l'estalvi mundial que ha comportat tipus d'interès a llarg termini baixos i que ha facilitat així l'afluència de capital cap a països amb una rendibilitat de la inversió superior a la mitjana, com ha estat el cas dels Estats Units. El 1994, els països coneguts com les noves economies asiàtiques industrialitzades, més altres economies emergents (entre ells, la Xina, Hong Kong, Corea, Singapur, Taiwan i la major part de països de l'Orient Mitjà), incorrien en un dèficit de 61.800 milions de dòlars, mentre que el 2005 aquest dèficit va passar a ser un superàvit de 508.800 milions, segons l'FMI, aproximadament tres quartes parts del dèficit nord-americà en aquest mateix any. L'actual governador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, indica dos factors clau que explicarien l'increment de l'estalvi mundial: (1) més estalvi per part dels països asiàtics pel temor a noves crisis financeres i (2) augment en el preu del petroli, que ha disparat els ingressos dels països que n'exporten.[1] Tot i que hi ha altres arguments que podrien explicar aquest «excés» d'estalvi, deixarem per a una altra ocasió aquest estudi. Aquest augment de l'estalvi mundial és important per als Estats Units, ja que, com sembla que les xifres ho indiquen, el dèficit nord-americà és possible gràcies a les entrades de capital d'aquests països.

Obertura de mercats de capital

El mercat de capital ha patit un procés d'obertura continuat, tal com ho mostren alguns indicadors com el «Codi de liberalització de moviments de capital» creat per l'OCDE. Aquesta liberalització ha permès que els països pu-

(1) Bernanke, B. (2005). «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account,» Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, VA, March 10.

guin incórrer en majors dèficits per compte corrent, ja que hi ha més disponibilitat de fons externs. En altres paraules, en economies poc obertes existeix una relació gairebé perfecta entre inversió i estalvi, ja que cada país només pot invertir allò que estalvia. Aquesta relació s'afebleix a mesura que les economies s'obren, ja que un país, tot i no estalviar, pot augmentar el nivell d'inversió utilitzant l'estalvi d'altres països. És justament aquest procés el que permet als països, com als Estats Units, endeutar-se en majors quantitats.

Major estabilitat i menor percepció de risc

Més estabilitat i més protecció de la inversió en un país impliquen que s'associï menys risc a la inversió en actius en aquest país, baixant els costos d'inversió i, per tant, augmentant la rendibilitat neta esperada d'aquests actius. Als Estats Units, l'historial d'estabilitat econòmica i de creixement constant, a més del fet que les inversions es denominin en dòlars, provoca que els actius nord-americans apareguin com relativament més atractius des del punt de vista del factor risc.

Sostenible, sí o no?

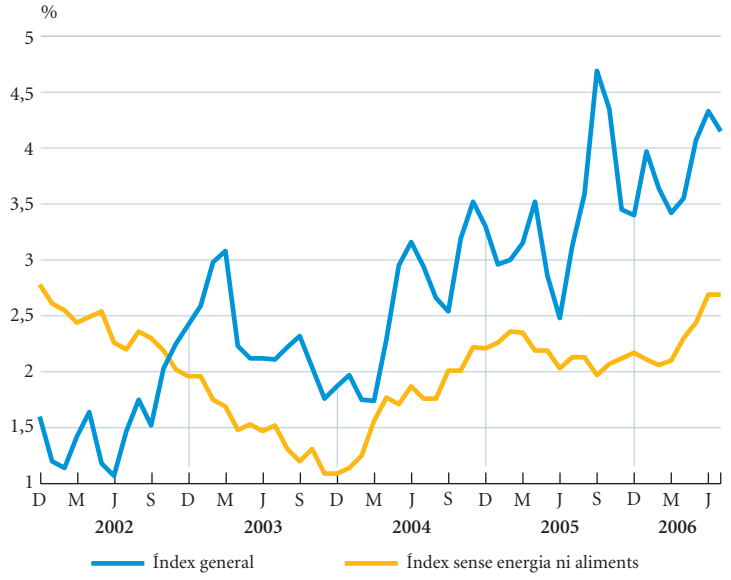
Amb una millor idea de quins són els factors fonamentals que poden haver contribuït a l'augment en el dèficit per compte corrent als Estats Units, tornem a la pregunta inicial sobre la seva sostenibilitat. Que el dèficit sigui sostenible o no dependrà, d'una banda, de l'encert en les previsions de creixement econòmic i rendibilitat. De l'altra, de la persistència dels factors externs que han contribuït a uns costos d'inversió baixos (per exemple, un estalvi global elevat, l'obertura dels mercats de capital, etc.). Finalment, és necessari subratllar, com un altre component que afectaria la sostenibilitat, la importància de la continuïtat en la voluntat de crèdit extern. És a dir, el fet que economies estrangeres continuïn tenint confiança en els Estats Units com a centre d'inversions no solament depèn de les expectatives futures de creixement, sinó també de factors com la transparència i la seguretat jurídica als mercats de capitals nord-americans.

Per augmentar les probabilitats de tornar el deute contret, i assumint que no podem modificar els factors de «caràcter extern» que influeixen en el saldo de la balança per compte corrent, hem d'assegurar que la rendibilitat dels actius nord-americans compleixi les projeccions i continuï essent favorable. Per aquest motiu hem de tornar a l'origen del canvi en expectatives de creixement i esbrinar si aquest creixement és transitori o de llarg termini. Retornant a la taula anterior, veurem que hi ha una relació negativa entre el saldo corrent i l'acceleració en la productivitat. La primera columna reflecteix els saldos mitjans de la balança per compte corrent en diferents períodes. El 1987-1990, arribaven al –2,25% del PIB, mentre que, per al 2000-2004, eren de –4,58%. La segona columna mostra el canvi anual mitjà de la productivitat o PTF als diferents períodes. Cal observar que, quan s'accelera el creixement de la productivitat, també ho fa el dèficit corrent (vegeu correlació). Tot i que d'una correlació no puguem derivar una causalitat que asseguri la sostenibilitat del dèficit nord-americà, sí que aquest petit exercici hauria d'apaivagar les preocupacions que provoca l'augment del dèficit. Si va vinculat a un augment en la productivitat, serà fàcil de finançar pels beneficis extres units a la major productivitat.

Finalment, cal apuntar que centrar l'estudi del saldo de la balança per compte corrent i la seva sostenibilitat en l'evolució de la productivitat pot ser una mica perillós, ja que els models de creixement econòmic són complexos i les variables que cal considerar no són només quantitatives, com l'evolució de la PTF, sinó també qualitatives. Malgrat tot, l'evolució de la productivitat en els últims anys és un factor important que hem de tenir en compte per avaluar el creixement a llarg termini de l'economia nord-americana, així com la seva sostenibilitat financera.

ESTATS UNITS: LA INFLACIÓ CONTINUA ESSENT UN RISC

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

ran capaces de passar-los als consumidors.

La relació entre la intensitat de la desacceleració i els preus domina l'escenari, però sempre hi ha el teló de fons del dèficit comercial. Al juny va ser lleugerament menys negatiu que al maig, al voltant dels 69.000 milions de dòlars, per sota del màxim de 71.300 milions de l'octubre del 2005, el 5,9% del total de l'economia, enfront del 6,2% del novembre. En els deu últims mesos, la xifra s'ha mantingut relativament estable, i, tot i que encara no es pot dir que es tracta d'un procés de correcció, queda clar que la tendència de deteriorament ha quedat enrere, gràcies, en part, a un procés d'afebliment de la paritat del dòlar des de la tardor del 2005.

Japó, creixent però menys

El Japó abandona lentament la part alta del cicle i s'encamina a creixements més coherents amb el potencial de la seva economia, marcada per la demografia d'envelliment i per la persistència de vells vicis difícils d'eradicar. Si el potencial de creixement no sembla haver patit grans canvis, la limitació que imposa té l'efecte positiu d'ajudar a la consolidació de preus amb creixement positiu.

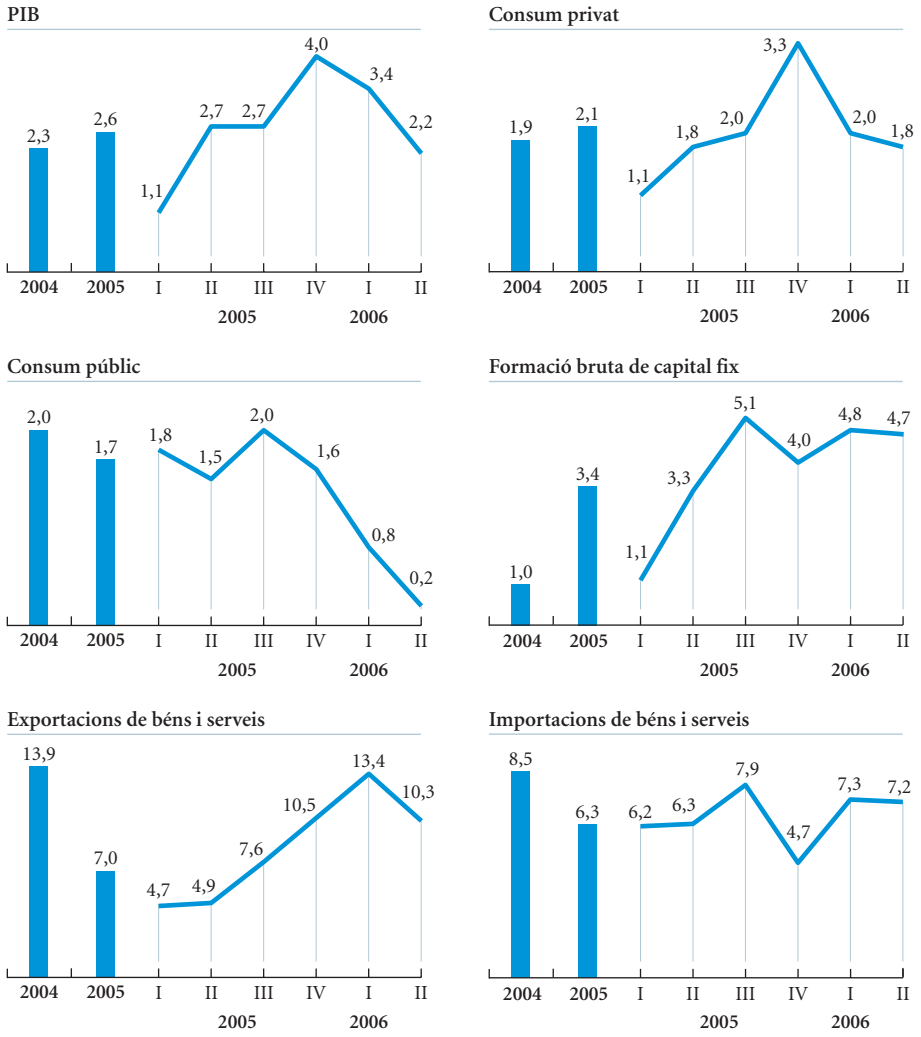
El deteriorament del sector exterior s'atura.

En el segon trimestre, l'economia es va desaccelerar i va créixer, en termes anuals, el 0,8% en relació amb el primer trimestre, que, al seu torn, va veure corregit el seu creixement del 3,1% al 2,7%. Els tres components que més creixement van drenar van ser el sector públic –la meitat de l'alentiment en termes absoluts–, la reducció de nivells d'existències i el sector exterior. En el primer cas, el deute contret en el període deflacionista pesa força. La reculada forma així part d'un procés secular de reducció de la despesa que encara no ha culminat. El sector exterior va ser perjudicat per l'encariment del petroli que el Japó importa i per la

El Japó es desaccelera pel sector públic i per una certa pèrdua de força del sector exterior.

EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



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

contenció compradora dels seus principals clients.

Destaca, al costat positiu, la recuperació del consum privat, tot i que en un to clarament inferior al considerat al començament de l'any, ja que el creixement de l'1,9% en relació amb el trimestre anterior en termes anuals no va compensar la revisió a la baixa d'aquest període. La força de la inversió té una lectura més ambigua. Més despesa inversora constitueix una bona notícia per a la majoria de països, però, en el cas del Japó, combinada amb la reculada exportadora, denota que el rendiment de la inversió continua essent relativament baix en comparació amb la majoria de països desenvolupats. Els japonesos continuen invertint fora a la recerca del que no hi ha a casa, i, per primer cop, els ingressos de les inversions a l'exterior superen, en termes absoluts, el superàvit comercial.

El consum privat resisteix, i la inversió en equipament continua forta.

Els últims indicadors de demanda coincideixen en la reducció d'expectatives, amb

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				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	2,3	2,6	2,7	2,7	4,0	3,4	–	2,2	–	–
Vendes al detall	–0,9	1,4	3,1	1,1	0,7	0,6	–1,3	0,3	0,2	...
Producció industrial	5,3	1,5	0,3	–0,1	3,6	2,8	3,3	2,8	5,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	20,5	18,0	18,0	19,0	21,0	20,0	–	21,0	–	–
Habitatges iniciats	2,6	3,8	2,2	4,9	6,9	4,9	15,2	6,7	4,7	...
Taxa d'atur (**)	4,7	4,4	4,3	4,3	4,5	4,2	4,1	4,0	4,2	...
Preus de consum	0,0	–0,3	–0,1	–0,3	–0,7	–0,1	–0,1	0,1	0,5	0,3
Balança comercial (***)	13,9	10,2	12,1	10,9	10,2	9,5	9,1	9,2	9,1	...

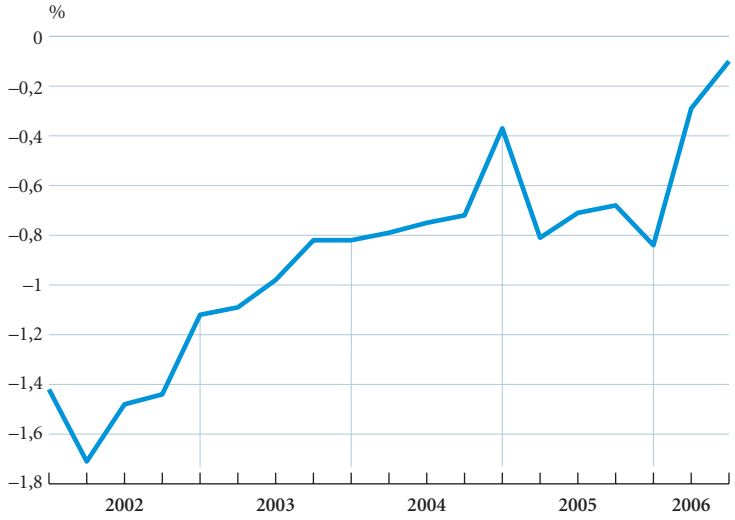
NOTES: (*) Valor.
(**) Percentatge sobre població activa.
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

unes vendes al detall que, al juny, van continuar estancades, unes vendes d'automòbils que van cedir l'11,4% i una confiança del consumidor del segon trimestre que encara conserva valors alts, però que perden força en relació amb els dos períodes previs. En una línia semblant, el sector immobiliari va tenir un comportament ambigu, amb les vendes en franca retirada, però amb uns preus que segueixen una suau tendència alcista. Pel que fa a l'oferta, va haver-hi més mostres de vigor, amb una producció industrial que ja creix al 5,1% interanual i unes ordres de maquinària que donen continuïtat a la recuperació inversora.

Els indicadors de demanda llangueixen, però la producció industrial recupera el pols.

JAPÓ: CAP A LA NORMALITAT DE PREUS

Variació interanual del deflactor del consum del PIB



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

La inflació és gairebé nul·la.

Les dades d'inflació del juliol van ser més fluixes del que s'esperava, amb un índex sense aliments frescos que du dos mesos seguits de descensos i se situa en un increment interanual del 0,2%, en la línia del que el Banc del Japó considera normal. Tot i la fluixa dada d'inflació, el deflactor del consum privat del PIB ja se situa en terreny positiu en relació amb el trimestre anterior. La taxa d'atur va augmentar lleugerament fins al 4,2% de la població activa. La balança comercial dels dotze últims mesos fins al juny va ser de 9.062 milers de milions de iens, una mica inferior al nivell de maig a causa de les compres de petroli, però amb unes exportacions que van mostrar un fons de fortalesa.

La Xina creix a l'11%, liderada pel sector industrial i per la inversió.

Xina: no és or tot el que lluu

L'economia xinesa té dues cares. Primer tenim el creixement opulent, amb unes dades oficials que no deixen lloc a dubtes. Quan molts esperaven una desaceleració, l'economia va créixer l'11,3% interanual en el segon trimestre, un ritme que se situa entre els més alts de la dècada. Com és costum, els guanys van ser liderats pel sector industrial, que va avançar el 13,2%, tot i que els serveis també van mostrar vigor, amb un increment del 9,4%. Reforçant aquesta marxa tan robusta, la producció industrial del juliol va ser el 16,7% superior a la del mateix període de l'any anterior, i les vendes al detall del mateix mes van augmentar el 13,7%.

La inflació roman en l'1%.

Tot i que la inflació oficial se situa en valors molt continguts –al juliol els preus van pujar un magre 1% interanual–, hi ha símptomes de reescalfament, i el govern s'esforça a apaivagar el creixement. A l'agost el banc central va apujar els tipus dels préstecs i dipòsits el 0,27% i va deixar els tipus d'interès en el 6,5% i el 2,5%, respectivament. La divisa també va guanyar una mica de terreny enfront del dòlar, en un intent de contenir el volum de crèdit. Els resultats de les diverses actuacions són, ara com ara, limitats, amb una inversió que, en els set primers mesos del 2006, va créixer el 30,5% en relació amb el mateix període de l'any anterior. I és que un dels perills d'apujar els interessos dels dipòsits, juntament amb una esperada evolució alcista de la divisa, cal buscar-lo en el fet que podria incrementar l'entrada de capital especulatiu de l'exterior.

XINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2004	2005	2005			2006				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	9,5	9,9	10,1	9,8	9,9	10,3	–	11,3	–	–
Producció industrial	16,3	15,9	16,5	16,2	16,4	16,8	16,6	17,9	19,5	16,7
Producció elèctrica	15,0	13,4	13,7	13,6	11,8	13,4	11,9	13,0	14,7	15,5
Preus de consum	3,9	1,9	1,7	1,7	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5	1,0
Balança comercial (*)	32,1	101,4	79,3	96,0	101,4	108,3	114,5	118,5	123,2	127,2

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

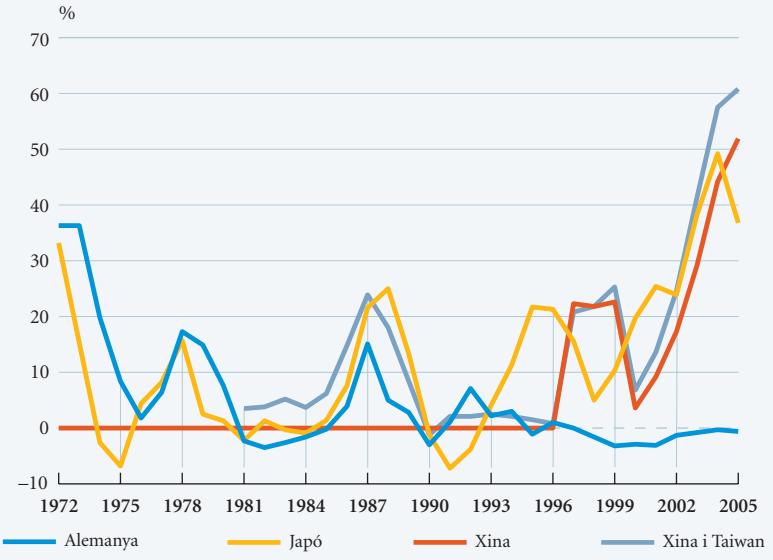
Amèrica i Xina, o la faula de la cigala i la formiga

Napoleó, segons una frase cèlebre, va pujar a la muntanya, va mirar cap a Orient i va exclamar: «Deixeu dormir la Xina, que, quan desperti, el món tremolarà.» El problema d'aquesta afirmació és que els Estats Units eren, llavors, joves i desconeguts. Al món d'avui hi ha cigales i formigues. Les cigales gasten, les formigues treballen, estalvien i, segons la faula, acaben triomfant. Però en l'economia internacional d'avui podria ser la cigala qui se'n sortís millor. Els Estats Units compren a l'exterior més del que venen, i aquesta diferència, una fotesa equivalent a gairebé dos terços de l'economia espanyola, ha de ser finançada. Abans, el finançament venia d'inversions de cartera privada en bons o en accions, però, en els últims anys, els principals finançadors de la cigala nord-americana són els bancs centrals asiàtics, que acumulen reserves en divisa estrangera, principalment dòlars.

L'augment global de reserves dels bancs centrals és espectacular. Des del 1970, les reserves exteriors s'han multiplicat per 89, mentre que el PIB mundial nominal ho ha fet només per 14. Però, fent la comparació amb les exportacions mundials, la cosa ja no és tan vertiginosa, ja que les exportacions s'han multiplicat per 35. A més a més, dècada rere dècada, la relació entre la taxa de creixement de les reserves acumulades i el comerç mundial s'ha mantingut força constant, al voltant de l'1,2-1,3. D'on prové llavors tanta preocupació per les divises dels bancs centrals? Serà que ara estan més concentrades? Tampoc no hi ha aquí grans canvis, ja que la suma dels saldos dels deu primers països tenidors se situa encara al voltant dels dos terços del total mundial. Això sí, tenim un nou líder. El 1980 el país que més divises tenia era Alemanya, liderat que va ostentar fins al 1987. De llavors ençà, el Japó va passar a ocupar el primer lloc i el va mantenir fins al 2005, quan va ser rellevat per la Xina.

L'ASCENSIÓ DE LES RESERVES XINESES ÉS LA MÉS VERTIGINOSA

Contribució a l'increment trianual de reserves mundials en relació amb el volum de comerç



FONTS: Fons Monetari Internacional, oficines estadístiques nacionals i elaboració pròpia.

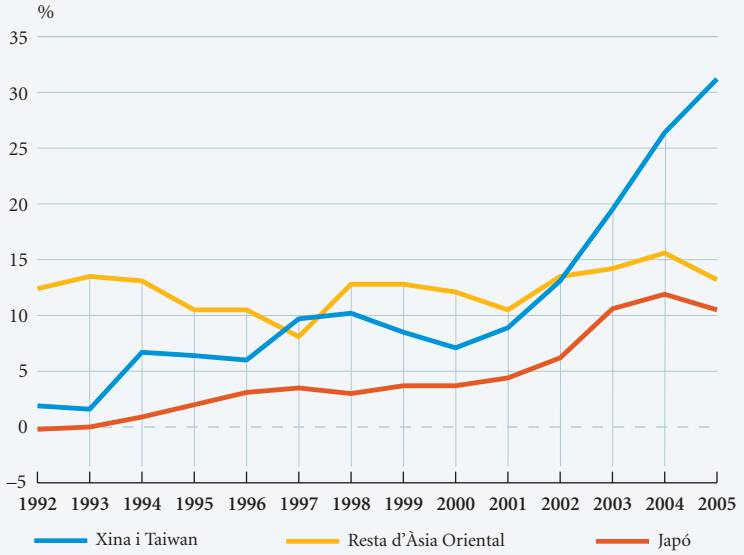
La primera diferència del recent liderat xinès és la velocitat amb què s'ha produït. La seva contribució al creixement global de les reserves en l'últim trienni és extremadament intensa. Només al final del 1973, moment im-

portant després del col·lapse del sistema de Bretton Woods, Alemanya va tenir una contribució relativa més gran. Però, si observem la importància relativa del total de les divises dels bancs centrals en relació amb l'economia mundial, la cosa canvia. I és que l'accés xinès al tro de major posseïdor de divises mundial ha estat el més ràpid i de més magnitud des de la implantació dels tipus de canvi flexibles. A més a més, la Xina que veiem a les estadístiques no està sola, ja que l'illa de Taiwan, amb un alt grau de relació comercial amb la Xina continental, té el seu propi banc central, el qual ha estat el quart major contribuent a l'augment de divises dels últims anys.

L'acumulació de reserves és, doncs, més una qüestió de la gran Xina (Xina i Taiwan) que no dels països asiàtics en general. En primer lloc, l'actual acceleració va més enllà del motiu d'aversió al risc desencadenat per la crisi asiàtica de 1997 i altres posteriors. El procés actual va començar el 2003, i les economies de la Xina i de Taiwan van ser les menys afectades per aquestes crisis. En segon lloc, els dos únics països que, en termes absoluts, es poden comparar a la trajectòria xinesa, el Japó i Corea del Sud, ja tornen a la normalitat, mentre que, a la Xina i a Taiwan, el procés no sembla haver acabat encara. L'acumulació de reserves dels seus bancs centrals, a causa de l'entrada d'inversions, supera amb escreix el superàvit comercial.

L'AVIDESA DE RESERVES XINESES EMPETITEIX LA DE LA RESTA D'ÀSIA

Saldo en reserves dels bancs centrals en relació amb el PIB en dòlars corrents



FONTS: Economist Intelligence Unit i elaboració pròpia.

Un cop establert que l'increment de divises és una qüestió xinesa, cal preguntar-se el perquè. Una primera resposta cal buscar-la en el fluix consum intern de les dues economies, el creixement de les quals queda molt endarrerit en relació amb el total de l'economia. Taiwan ha tingut períodes deflacionistes recentment, i, oficialment, la inflació xinesa és extremadament moderada considerant el creixement del PIB. L'acumulació de divises ajuda a mantenir un tipus de canvi competitiu per poder vendre a l'exterior els productes que no compren els frugals consumidors de casa. Al mateix temps, aquesta entrada de divises esperona l'expansió creditícia interior sense ocasionar, ara com ara, pressions inflacionistes.

Però això també té els seus riscos. Si la divisa nord-americana perd valor, els actius dels bancs centrals, les reserves en dòlars, es devaluen en relació amb la divisa local, i així s'incorre en una pèrdua, tot el contrari del que passaria als Estats Units, que, devent dòlars, tindria un guany. D'aquesta manera, una disminució sobtada del dèficit comercial nord-americà, acompanyada d'una brusca depreciació del dòlar, tindria un doble efecte sobre la Xina. En primer lloc, representaria que la demanda de l'exterior per a les seves exportacions es reduiria, problema que compartiria amb tot el món. Però, a més a més, el banc central incorreria en pèrdues en el moment més delicat i ampliaria així els eventuals efectes contractius sobre l'activitat interior. A aquesta situació cal afegir que, per bé que, en termes de volum, l'economia del gegant groc és gran, en dòlars corrents no ho és tant, a causa dels baixos preus interiors. Així, si el nivell de divises en moneda estrangera del Japó voreja el 10% de la seva economia, en el cas xinès aquesta relació supera el 30%.

Per què el país del savi Confuci incorre en aquest risc? Es constata aquí una de les majors febleses de la nostra laboriosa formiga, que es pot refredar si la cigala esternuda. A diferència del Japó i, sobretot, d'Alemanya, el gegant xinès té un sistema financer molt poc desenvolupat. El paraigua del dòlar li dóna una certa estabilitat, que d'una altra manera seria més precària. Però hi ha més, molt més. Els bancs més grans del país són de propietat estatal i financen els grans conglomerats industrials, d'idèntic propietari, empreses ineficients heredades d'altres èpoques. Això significa un elevat nombre de crèdits que podrien no ser tornats per suspensions de pagaments (30% del PIB en estimacions conservadores). Els xinesos saben que això és un risc potencialment més gran que les divises, així que un nou ús d'una part de les reserves seria la capitalització dels grans bancs estatals per privatitzar-los amb intervenció de capital internacional.

Ara com ara, la cosa va bé. El Bank of Xina, un dels quatre grans, s'ha privatitzat amb èxit, i el dèficit nord-americà encara segueix allà. Però, com sempre en economia, que les coses surtin bé o malament depèn de les velocitats d'ajustament. Si els Estats Units continuen fent de cigala i això dóna temps a la Xina per sanejar el sistema bancari, bé. Però, si els nord-americans canvien d'actitud una mica més de pressa, la nostra multitud d'estalviadores formigues xineses podrien acabar ofegant-se en un mar de dòlars.

No obstant això, l'economia xinesa té una altra cara. El consum continua sense revifar-se i representa només un terç de l'economia, mentre que les vendes al detall, tot i presentar taxes d'avanç de dos dígits, continuen una clara tendència d'alentiment en relació amb els ritmes del 2004 i del 2005. Es manté, a més a més, l'enorme bretxa entre la Xina urbana i la rural. El creixement s'enfoca cada cop més cap al sector exportador, i no al consum intern, amb un superàvit comercial que, en dòlars corrents, supera ja el 5% del PIB.

El consum continua sense enlairar-se i augmenta la dependència del sector exterior.

Si aquesta faceta del consum és coneguda, crida l'atenció que les importacions en volum de materials clau per a la indústria elèctrica, de telecomunicacions i d'estructures com el coure, l'alumini i l'acer hagin baixat des del gener. En una economia que, principalment, creix gràcies al sector industrial, aquesta menor apetència de la saba que l'alimenta sembra una ombra de dubte sobre les estadístiques oficials. Ara com ara, impera la cara opulenta, i el consens és que la política monetària ha de tenir una orientació restrictiva, però el gegant podria ser més volàtil del que aparenta.

La importació de primeres matèries disminueix en volum.

XINA: L'ENIGMA DE LES IMPORTACIONS MINVANTS

Importacions mensuals en volum

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

Mèxic: una bona economia amb incerteses

Mèxic creix al 4,7% sense inflació.

L'economia de Mèxic creix sense inflació, però la dependència del petroli i la marejada electoral podrien enterbolir el panorama. Es deia que el resultat de les eleccions del 2006, guanyés qui guanyés, no tindria grans efectes sobre l'economia mexicana. No obstant això, el resultat de les eleccions ha generat una certa incertesa en una economia que, d'altra banda, es troba en un moment relativament dolç.

El creixement del PIB del segon trimestre va créixer el 4,7% interanual, una mica

MÈXIC: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

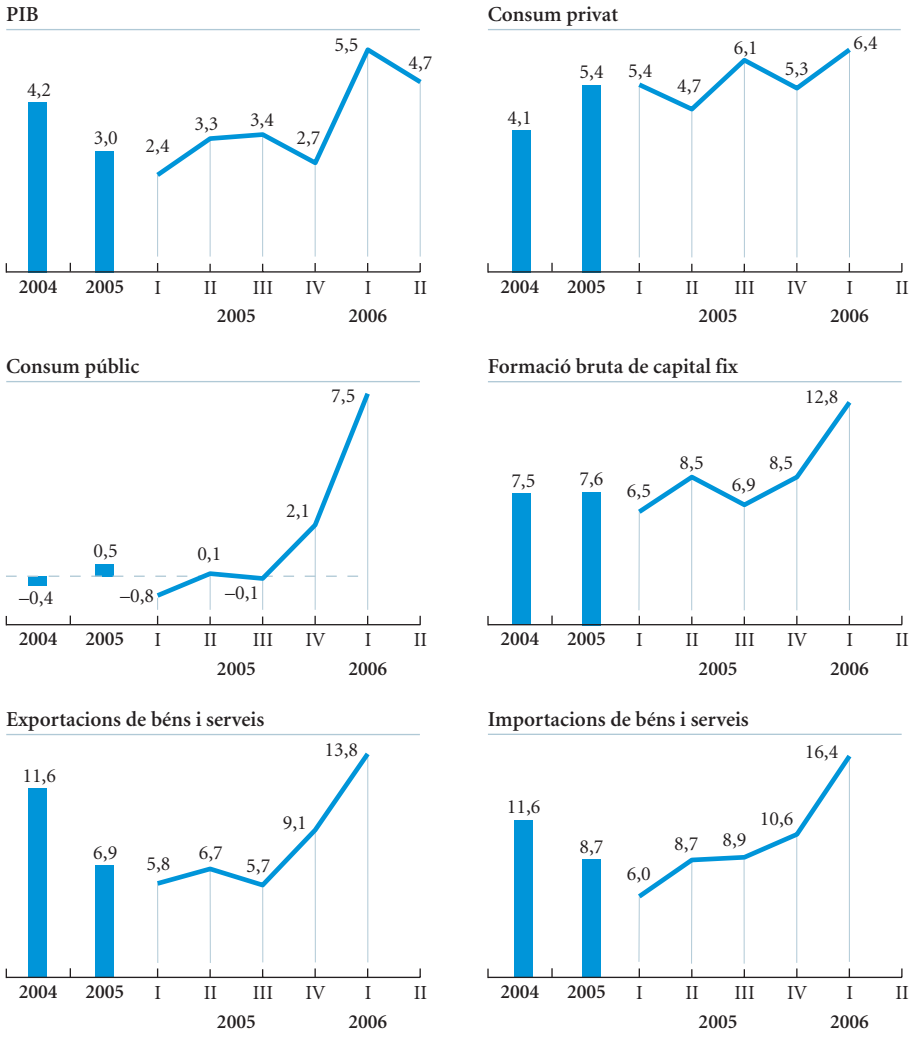
Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2004	2005	2005			2006				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	4,2	3,0	3,3	3,4	2,7	5,5	–	4,7	–	–
Producció industrial	4,2	1,6	3,1	0,8	2,7	7,0	–1,0	5,8	7,0	...
Taxa d'atur general (*)	3,9	3,6	3,5	3,8	3,1	3,5	3,3	2,9	3,3	...
Preus de consum	4,7	4,0	4,5	4,0	3,1	3,7	3,2	3,0	3,2	31
Balança comercial (**)	–8,8	–7,6	–9,7	–9,5	–7,6	–5,0	–4,1	–4,2	–4,5	–4,1

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

EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

menys que en el primer, però encara es mantenia en valors de forta activitat. Per components, tots els sectors contribueixen a l'alça, on destaca una inversió que creix per damunt del 12% i unes exportacions properes al 15%. L'economia emet així senyals d'intens vigor, reforçats per la robusta xifra de producció industrial, que, al juny, va créixer el 7,0% interanual dins una tendència de clara acceleració. A més a més, al sector domina ja la indústria autòctona, la qual cosa redueix la dependència de l'amic nord-americà.

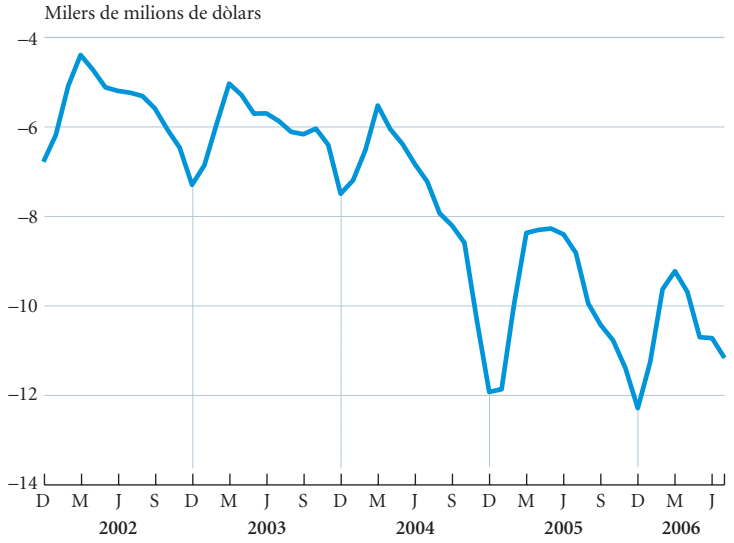
La inversió creix més del 12% en el primer trimestre.

Tot i el ràpid creixement, l'evolució dels preus –3,1% interanual al juliol– és més que continguda, la qual cosa fa que Mèxic sigui un dels màxims exponents del nou creixement de la regió, basat en l'estabilitat macroeconòmica. Reforçant aquest

El sector exterior depèn del petroli.

MÈXIC: SENSE L'AJUDA DEL PETROLI, L'EVOLUCIÓ ÉS A LA BAIXA

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



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

benigne escenari de preus, els costos laborals unitaris van baixar l'1,9% interanual al maig, la qual cosa hauria de donar més suport a la competitivitat exterior.

Estiu mogut al mercat del petroli: es perforen els màxims històrics, per després recular més del 10%.

El sector exterior és el punt feble més important del moment. Si el dèficit comercial està relativament contingut, el problema de Mèxic és el de qui guanya la grossa, que és la dependència del premi. L'encariment del petroli ha donat un bon suport al sector exterior, però aquesta dependència queda patent en el dèficit comercial sense comptar l'or negre, que, en els últims mesos, ha repres la tendència de progressiu deteriorament i que evidencia la necessitat de més millores en productivitat i costos.

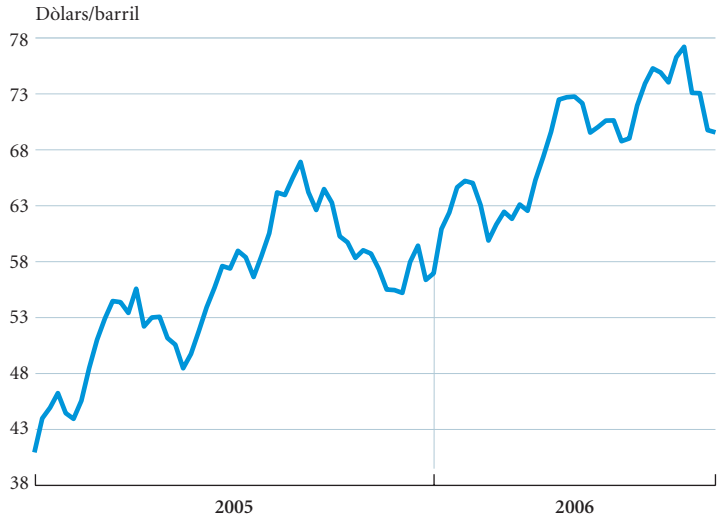
Primeres matèries: tempesta d'estiu

El petroli ha estat un dels protagonistes econòmics de l'estiu. Al començament de l'estació, el barril de qualitat Brent per a lliuraments a un mes se situava en la zona dels 70 dòlars, un nivell en el qual s'havia mogut en els mesos de maig i juny. En els quinze primers dies de juliol, l'or negre es va enfilar, en un primer episodi alcista, fins als 77 dòlars, per després reconduir-se lleugerament en els dies següents. Cap al final de juliol, però, es reproduïa l'ascens, i el 8 d'agost s'assolia el màxim històric, 78,5 dòlars. Després d'un parell de sessions, el barril de Brent va corregir sensiblement i va acabar el mes d'agost en els 70 dòlars. S'havia completat un viatge d'anada i tornada, tot i que ningú descarta que en un futur proper, amb la temporada d'huracans a les portes, comporti noves sorpreses.

Què explica aquesta tempesta d'estiu? Una desafortunada combinació d'economia i geopolítica. La cronologia indica que el màxim històric va coincidir amb el tancament (posteriorment revisat) del camp de petroli de Prudhoe Bay a Alaska, que subministra el 8% del consum de cru dels Estats Units. I també indica que el preu del petroli s'ha mogut al so que el conflicte del Líban ha marcat en els seus quaranta dies de durada. El rally es va ini-

EL PREU DEL PETROLI TRENCA EL SEU SOSTRE I DESPRÉS RECULA

Cotització del petroli Brent a un mes en mitjanes setmanals



FONT: Thomsom Financial Datastream.

ciar amb les confrontacions entre Israel i Hezbol·là, i el seu final va coincidir amb el precari alto el foc acordat a l'agost. Dues amenaces, en definitiva, per a la seguretat del subministrament futur de petroli en una situació d'extrema estretor entre oferta i demanda de cru, propiciada, fonamentalment, pel notable creixement econòmic global.

La resta de primeres matèries, tot i que s'han vist lliures de l'ombra geopolítica que afecta el petroli, han respost a la forta demanda mundial. Així, l'índex de primeres matèries «The Economist» se situava al juliol i a l'agost en nivells un 31% superiors als d'un any abans. Aquest moviment és especialment intens en els metalls. Tot i certs indicis de correcció, el níquel i el coure han tornat a la zona de màxims històrics, mentre que altres metalls, com el platí i l'alumini, tot i que han deixat enrere aquests màxims, es mantenen en nivells històricament elevats. En conjunt, els metalls van situar-se a l'agost el 81% per damunt d'un any abans.

Els metalls continuen en nivells històricament elevats, el 74% superiors als d'un any enrere.

UNIÓ EUROPEA

La zona de l'euro travessa pel millor moment de la dècada

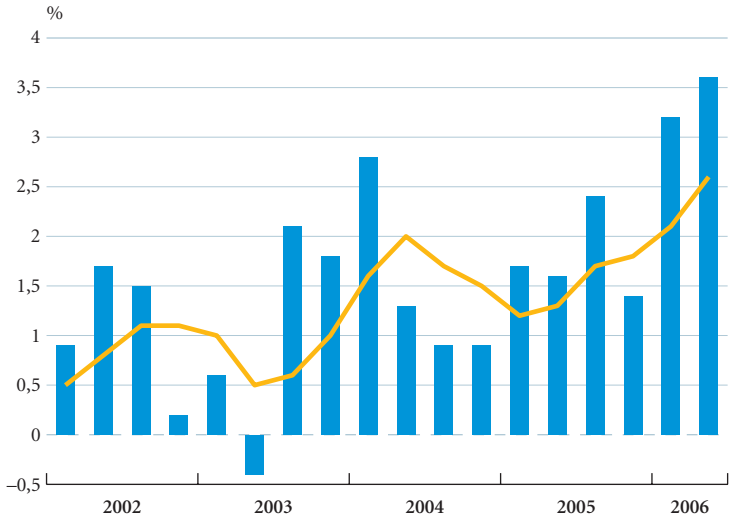
El creixement de la zona de l'euro en el segon trimestre sorprèn positivament...

El creixement econòmic a la zona de l'euro en el segon trimestre ha representat una sorpresa important. Quan s'esperava que el producte interior brut (PIB) cresqués lleugerament per damunt del 2% interanual, la taxa d'avanç es va plantar en el 2,6%. Feia cinc anys que no es creixia a aquest ritme. Aquest positiu resultat ha estat degut, fonamentalment, a la intensificació del ritme de creixement alemany, que ha passat de l'1,7% del primer trimestre al 2,4% del segon. En taxa intertrimestral anualitzada, el creixement de la zona de l'euro va ser del 3,6%, un fort ritme indicatiu del dinamisme de l'activitat en aquest segon trimestre. A més a més, es va revisar a l'alça el creixement del primer trimestre, de l'1,9% al 2,0%.

I, a partir d'ara, què? Les previsions de la Comissió Europea per als propers tres trimestres dibuixen un escenari optimista. Si es compleix la seva previsió central, el creixement s'ha de mantenir clarament per damunt del 2,5% interanual en els propers tres trimestres. Aquesta previsió sembla una mica voluntariosa, atesa la dependència que té l'actual embranzida de l'activitat amb el que passa a Alemanya, un país que patirà un ajustament fiscal important el 2007, els efectes del qual són incerts. No obstant això, el que sembla indubtable és que, fins al final de l'any, assistirem als millors mesos de la dècada.

RECUPERACIÓ A TOTA MARXA A LA ZONA DE L'EURO

Variació del producte interior brut en termes reals



En relació amb el trimestre anterior, anualitzada — En relació amb el mateix període de l'any anterior

FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

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				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,7	1,5	1,3	1,7	1,8	2,0	–	2,6	–	–
Vendes al detall	1,5	1,2	0,8	1,5	1,2	0,9	2,2	1,4	1,6	...
Confiança del consumidor (*)	–13	–13	–14	–14	–12	–10	–10	–9	–9	–8
Producció industrial	2,0	1,2	0,6	1,4	2,0	3,4	1,6	5,2	4,3	...
Sentiment econòmic (*)	99,4	98,1	96,1	97,7	100,1	102,6	105,7	106,7	107,1	107,7
Taxa d'atur (**)	8,9	8,6	8,7	8,5	8,3	8,1	8,0	7,9	7,8	...
Preus de consum	2,1	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4
Balança comercial (***)	80,4	43,5	48,6	36,5	25,2	6,7	–1,0	–6,3	–11,0	...

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.

Les dades mensuals no aporten gaire informació addicional, ja que es limiten a confirmar un final del segon trimestre dinàmic i un inici del tercer en la mateixa línia. Així, un dels indicadors de caràcter més global, el de sentiment econòmic, creixia quatre dècimes al juny i sumava sis dècimes més al juliol. Es tracta d'una recuperació basada en la demanda i l'oferta. Concretament, les vendes al detall van créixer l'1,6% interanual al juny, una tendència positiva que s'hauria de prolongar en els propers mesos, segons es desprèn de la clara recuperació de la confiança del consumidor que s'ha produït entre maig i juliol. En aquest context, la negativa dada de matriculació d'automòbils registrada al juny s'hauria de limitar a un àmbit puntual afectat directament per l'escalada dels carburants i no hauria de tenir un caràcter generalitzable al consum privat en conjunt.

Des de la perspectiva de l'oferta, l'evidència també és contundent. La producció industrial suma dos mesos consecutius en una franja de creixement notable (5,2% interanual al maig i 4,3% al juny). El fet que els industrials continuïn albirant el futur amb optimisme –com es constata amb el màxim de la confiança industrial registrada al juliol– és un aval addicional per a la continuïtat de la recuperació del sector secundari. En una línia similar es mouen els serveis i la construcció, la qual, en particular, s'allunya decididament del mal moment del 2004 i d'una part del 2005.

...i el ritme actual, del 2,6%, es mantindrà fins al final de l'any.

Fins i tot al front dels preus de consum s'albira una certa treva a la tendència recent al tensionament inflacionista. Després de créixer el 2,5% interanual en els mesos de maig i juny, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va desaccelerar moderadament al juliol, fins al 2,4%. Les previsions disponibles fan pensar que es podria acabar l'any en nivells no superiors als actuals, de manera que l'episodi d'encariment del petroli haurà tingut una incidència relativament moderada. En aquest sentit, cal recordar que la inflació subjacent, és a dir, descomptades les partides d'energia i aliments, tabac i alcohol, s'ha mantingut en nivells clarament més baixos i s'ha situat al juliol un punt per sota de l'índex general.

En el tercer trimestre, el sentiment econòmic manté la tònica alcista.

Els preus de consum donen una treva al juliol en desaccelerar-se fins al 2,4%.

Un altre àmbit que, pel que sembla, encara una fase millor és el laboral. Després de

molts mesos amb creixements mínims de l'ocupació i nivells d'atur elevats, en els últims temps les dues tendències han començat a canviar. Pel que fa a l'ocupació, en el primer trimestre de l'any, última dada disponible, el seu creixement es va accelerar fins al 0,9% interanual i va trencar la falta de progrés exhibida durant el 2005. Quant a la taxa d'atur, al juny es va situar en el 7,8% de la població activa, vuit dècimes menys que un any enrere. Tant per a l'ocupació com per a la taxa d'atur, es preveu que les tendències anteriors s'intensificaran en el que queda d'any.

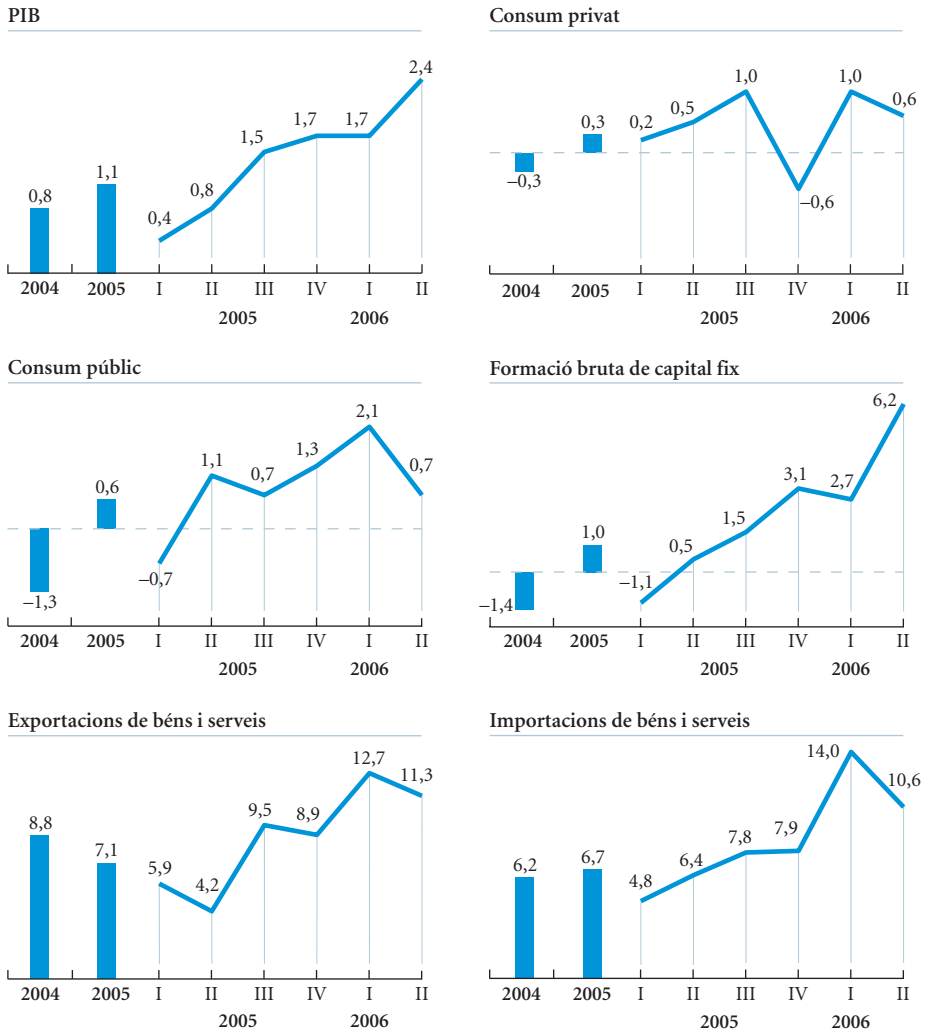
Alemanya creix més del que s'esperava, gràcies a la inversió i al sector exterior.

Alemanya: després de la festa del mundial, ressaca a l'horitzó?

«Alemanya ha deixat de ser l'home malalt d'Europa», declarava Angela Merkel el 20 d'agost. La cancellera alemanya al·ludia al fet que el creixement econòmic germànic assolia el seu millor ritme des del 2000, el 2,4% interanual en el segon trimestre.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ALEMANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

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					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	0,8	1,1	1,5	1,7	1,7	2,4	–	2,4	–	–
Vendes al detall	2,1	1,2	1,4	0,1	0,9	0,2	–2,2	3,2	–0,4	...
Producció industrial	2,4	2,9	3,1	4,7	4,6	4,9	4,3	6,0	4,5	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	95,5	95,4	98,7	103,6	106,1	105,9	105,6	106,8	105,6
Taxa d'atur (**)	10,6	11,7	11,7	11,4	11,3	11,0	11,3	11,0	10,8	10,6
Preus de consum	1,7	2,0	2,2	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Balança comercial (***)	149	157,2	157,2	160,3	157,5	154,1	154,9	155,1	152,3	...

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.

Una recuperació que ha sorprès tothom. Però el patró de creixement alemany no acaba de permetre que es pugui contrarestar la principal feblesa pendent: les famílies alemanyes continuen sense animar-se a consumir, la qual cosa implica un cert sostre per a la recuperació.

Concretament, l'element principal de la demanda interna que ha tirat del creixement ha estat la inversió, que va doblar amb escreix el ritme d'avanç en relació amb el segon trimestre en passar del 2,7% interanual al 6,2%. Especialment significatiu, pel que té de nou, és que, al bon comportament que ja exhibia la inversió en béns d'equipament, s'ha afegit una evolució clarament expansiva de la inversió en construcció. Al costat oposat de la balança cal situar el factor comentat més amunt, el consum privat, que, contràriament al que s'esperava, s'ha desaccelerat en relació amb el segon trimestre. Per la seva banda, el sector exterior va incrementar l'aportació al creixement del PIB fins a les vuit dècimes percentuals, enfront del 0,1% del primer trimestre.

Partint d'aquest quadre, que continua recordant que la recuperació és cosa gairebé exclusiva del binomi exportació-inversió, les perspectives immediates són d'una certa moderació en l'expansió, i així ho esperen els agents econòmics. En aquest sentit apunten la caiguda dels indicadors d'activitat empresarial –l'indicador IFO va cedir sis dècimes a l'agost– i del consumidor, que va recular mig punt al juliol.

Les perspectives per als propers mesos són d'un alentiment moderat.

La resta d'indicadors mensuals aporten poca informació addicional. Potser l'element més significatiu és el bon to de la indústria germànica, que cal vincular a l'embranzida del sector exterior. Així, durant el segon trimestre, la producció industrial va créixer el 4,9% interanual, i les comandes industrials ho van fer el 12%, la qual cosa hauria d'implicar uns propers mesos en la mateixa tònica positiva.

També és favorable la progressiva reconducció de les elevades taxes d'atur registrades fins ara a Alemanya. Des del màxim anual de l'11,4% de la població activa del gener passat, aquesta taxa ha lliscat progressivament a la baixa i s'ha situat en el 10,6% al juliol. Per la seva banda, la inflació es va mantenir estable en el 2,0% interanual al juny i al juliol.

L'excel·lent moment de la indústria i la progressiva reconducció de la taxa d'atur, dos fruits de la recuperació.

Fort repunt de l'activitat francesa en el segon trimestre...

...gràcies a la notable reactivació del consum privat i de la inversió.

El pols més positiu de la indústria, novetat significativa dels últims mesos.

França: la demanda interna torna a la vida

L'economia francesa ha superat les expectatives en el primer semestre de l'any. Després d'avançar un modest 1,0% interanual en l'últim trimestre del 2005, el PIB va créixer l'1,4% en el primer i després es va accelerar fins al 2,6% en el segon. L'economia va créixer gairebé el 4% intertrimestral anualitzat, una taxa que reflecteix amb més precisió la tendència última i que evidencia l'embranzida actual.

Què hi ha darrere d'aquesta notable remuntada? El detall del segon trimestre mostra que la recuperació es basa, fonamentalment, en el consum privat i en la inversió, situació que ha permès que la demanda interna gairebé dupliqui el ritme de creixement en un trimestre. La demanda externa, en canvi, després de reduir-se sensiblement en el primer trimestre, tendeix progressivament a ampliar la seva contribució negativa. Una tessitura lògica si tenim en compte l'avidesa importadora que comporta l'embranzida de la demanda interna.

Els escassos indicadors de les acaballes del segon trimestre i del començament del tercer apunten a la continuïtat de la recuperació, per bé que a ritmes més moderats. Segons es desprèn de l'evolució del consum intern i de la producció industrial de béns d'equipament, referida al juny, es produeix una certa estabilització en taxes de creixement elevades tant del consum com de la inversió. Així i tot, el deteriorament de la confiança de les famílies apunta a un cert sostre en l'expansió del primer d'aquests components.

Pel que fa a l'oferta, el sentiment econòmic s'ha situat en els mesos d'abril a juliol en la zona dels 107 punts i ha oscil·lat lleugerament al voltant d'aquest nivell. Es tracta, en definitiva, d'un altre element que valida la hipòtesi de continuïtat de la recuperació sense acceleració addicional de l'activitat. En aquesta mateixa direcció apunta la indústria, que suma dos mesos consecutius creixent en taxes de l'ordre del 3% interanual.

El positiu panorama econòmic gal es tanca amb la millora en dos equilibris bàsics, els preus i l'atur. Així, la inflació ha caigut per sota del 2% interanual en els mesos de juny i juliol –concretament l'1,9%–, mentre que la taxa d'atur s'ha reduït en sis dècimes percentuals des del començament de l'any (9,0% al juny).

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					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	2,0	1,2	1,4	1,0	1,4	2,6	–	2,6	–	–
Consum intern	3,8	2,9	4,2	2,2	3,0	4,9	3,5	5,7	5,6	...
Producció industrial	2,0	0,0	0,3	–0,9	0,5	1,9	–0,3	3,1	2,8	...
Taxa d'atur (*)	10,0	9,9	9,9	9,7	9,6	9,1	9,3	9,1	9,0	...
Preus de consum	2,1	1,7	1,9	1,6	1,8	1,9	1,7	2,1	1,9	1,9
Balança comercial (**)	0,1	–1,5	–1,7	–2,0	–2,2	–2,2	–2,1	–2,2	–2,2	...

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

Itàlia: a la cua de la recuperació

Itàlia és la flamant campiona mundial de futbol, però en matèria econòmica difícilment exhibirà aquest impressionant guardó en el concert europeu. En obert contrast amb Alemanya i França, països capaços de materialitzar una clara recuperació des del gener ençà, l'economia italiana ha deixat d'accelerar el ritme de creixement en el segon trimestre. Tessitura que, tot i ser prou preocupant, presenta a més a més l'agreujant que el ritme assolit és magre. Si ens cenyim a les dades, l'avanç del PIB del primer trimestre va ser de l'1,6% interanual i es va reduir en una dècima percentual, fins a l'1,5%, en el segon.

Sense disposar encara del desglossament dels components, els indicadors disponibles evidencien que la falta d'impuls de la demanda interna i un sector exportador en hores baixes han acabat d'estrangular la reactivació econòmica. Així ho indiquen, com a mínim, la falta de progrés de la confiança del consumidor (al juliol va situar-se en el mateix nivell que al començament de l'any) i la progressiva ampliació del dèficit comercial.

Es pot salvar alguna cosa d'aquest repàs tan poc esperançador? Cal destacar dos elements positius que poden indicar un canvi de terç en la segona meitat del 2006. En primer lloc, l'indicador de sentiment econòmic, que té un cert caràcter anticipador, va saltar tres punts al juny i va consolidar aquest important avanç al juliol. Es tracta, en definitiva, d'un senyal força robust d'una transició cap a una etapa més dinàmica.

El segon element favorable és que la indústria ha aconseguit anotar-se dos mesos consecutius, maig i juny, en recuperació. A més d'aquests dos factors, el fet que la inflació s'hagi mantingut gairebé inalterada en el 2,2% interanual entre gener i juliol pot afavorir l'esperada remuntada de l'economia transalpina.

Itàlia creix l'1,5% en el segon trimestre, lluny de les millors economies europees.

La falta de to de la demanda interna és el probable culpable d'aquest creixement tan magre.

La millora del sentiment econòmic pot estar anticipant una segona meitat del 2006 millor.

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					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	0,9	0,1	0,1	0,5	1,6	1,5	–	1,5	–	–
Vendes al detall	–0,4	0,4	0,3	1,9	0,5	1,7	2,7	1,5	1,3	...
Producció industrial	–0,5	–0,9	–0,1	0,4	2,9	1,7	0,3	2,4	2,4	...
Taxa d'atur (*)	8,0	7,7	7,6	7,6	7,4	...	–	...	–	–
Preus de consum	2,2	1,9	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2
Balança comercial (**)	2,0	–5,8	–7,0	–9,3	–13,2	...	–15,1	–16,4	...	...

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: retorn a l'expansió

La demanda interna impulsa el creixement britànic fins al 2,6%.

L'economia britànica ha superat, amb més fermesa de l'esperada, l'ensopegada relativa provocada pel baix creixement del 2005. En el segon trimestre de l'any, el PIB es va accelerar fins al 2,6% interanual (2,3% en el trimestre anterior) a causa de l'embranzida combinada del consum públic i privat i de la inversió. En conjunt, la demanda interna va créixer el 3,2% interanual, un punt per damunt del registre del primer trimestre. En contrapartida, el sector exterior, que havia contribuït positivament al creixement del PIB en el quart trimestre del 2005 i en el primer del 2006, va passar a exhibir una aportació negativa i va drenar set dècimes percentuals.

La represa de l'expansió coexisteix amb un nivell de preus relativament elevat...

Aquest repunt de l'activitat s'ha simultaniejat amb un nivell de preus relativament elevat, una combinació que explica la pujada del tipus d'interès d'intervenció del Banc d'Anglaterra en un quart de punt, fins al 4,75%, el 9 d'agost. Específicament, els preus de consum han passat dels nivells del 2,3%-2,4% dels primers mesos de l'any al 2,9% del maig i al 3,1% del juny i del juliol.

...la qual cosa explica el recent enduriment de la política monetària del Banc d'Anglaterra.

Aquesta etapa de cicle més madur, caracteritzat per un ritme de creixement més intens i amb més tensions inflacionistes, es mantindrà en els propers trimestres. Els primers indicadors del tercer trimestre confirmen els trets característics de l'etapa actual: pel que fa a la demanda, el principal impulsor del creixement és el consum, mentre que, des de la perspectiva de l'oferta, els serveis són els que capitalitzen la recuperació. Així, i pel que fa a la primera de les tendències esmentades, les vendes al detall es van tornar a accelerar al juliol (fins al 4,0% interanual, quatre dècimes més que al juny). Quant a l'evolució sectorial, cal destacar la continuïtat de l'ensopegada relativa de la indústria (la producció industrial va caure el 0,7% interanual al juny).

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					
			III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	3,3	1,9	1,8	1,8	2,3	2,6	–	2,6	–	–
Vendes al detall	5,9	1,9	0,9	2,7	1,8	3,5	2,9	4,2	3,6	4,0
Producció industrial	0,8	–1,9	–1,7	–2,6	–0,9	–0,9	–1,1	–0,8	–0,7	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Preus de consum	2,2	2,2	2,4	2,3	2,2	2,8	2,4	2,9	3,1	3,1
Balança comercial (**)	–56,1	–64,1	–64,6	–66,2	–69,9	–72,5	–70,8	–72,4	–74,3	...

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 monetaris i de capital

La Fed interromp les pujades de tipus d'interès

Els països més avançats en el cicle econòmic, com el Regne Unit i els Estats Units, han normalitzat les polítiques monetàries després d'un període de liquiditat extraordinària que va començar al final de la dècada dels noranta arran de l'esclat de la bombolla borsària vinculada a les noves tecnologies com internet. D'aquesta manera, els tipus d'interès oficials s'apropen al nivell neutral i al màxim de la fase alcista. En canvi, altres bancs centrals que van començar més tard el gir restrictiu, com el Banc Central Europeu o el del Japó, encara tenen recorregut per disminuir la laxitud de les polítiques monetàries i afrontar els riscos inflacionistes provinents, en primer lloc, de l'escalada del petroli, el preu del qual va assolir un nou màxim històric a l'agost.

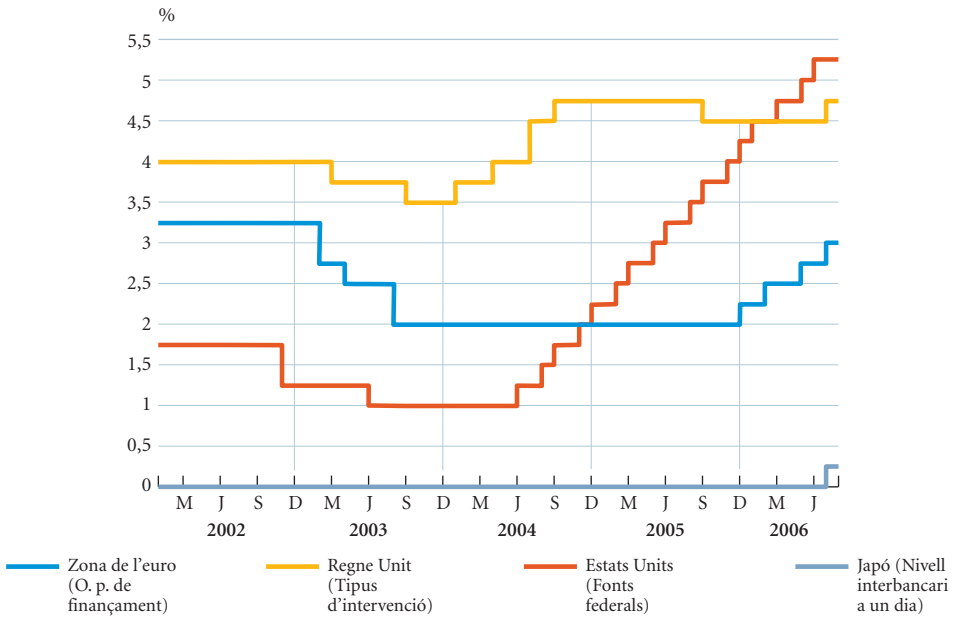
Les polítiques monetàries dels principals bancs centrals són en fases diferents.

La Reserva Federal dels Estats Units va apujar els tipus d'interès oficials en la reunió del 29 de juny, tal com s'esperava. D'aquesta manera, el tipus d'interès objectiu dels dipòsits interbancaris a un dia va pujar en 25 punts bàsics fins al 5,25%. Es va tractar de la dissetena alça consecutiva des del juny del 2004, amb un ascens acumulat de 425 punts bàsics. Al seu comunicat, la Fed deixava la porta oberta a nous augments si la conjuntura ho requeria. No obstant això, en les seves compareixences davant el Congrés en l'antepenúltima set-

La Fed fa una pausa després de disset pujades consecutives.

ELS PRINCIPALS BANCS CENTRALS APUGEN ELS TIPUS D'INTERÈS

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

mana de juliol, el seu president, Ben Bernanke, va suggerir que la Fed interrompria la successió d'increments dels tipus d'interès en la següent reunió d'agost, ja que apostava per una tendència a la moderació de les tensions inflacionistes.

Així, finalment, el dia 8 d'agost la Fed va deixar inalterats els tipus d'interès, influïda per la desacceleració econòmica en marxa. No obstant això, no va descartar un increment en el futur si tornaven a reafirmar les pressions inflacionistes.

El BCE col·loca el tipus d'interès de referència en el 3% i continuarà apujant-lo en els propers mesos.

A la zona de l'euro, el Consell de Govern del Banc Central Europeu (BCE) va decidir continuar tensant la política monetària en la cita del 3 d'agost, la qual cosa no va constituir cap sorpresa després de les declaracions del president del BCE, Jean-Claude Trichet, a la roda de premsa del juliol. D'aquesta manera, el tipus d'interès de referència del BCE es va col·locar en el 3%, un punt sobre el sòl assolit en el període 2003-2005.

En canvi, sí va ser una novetat el to més aviat agressiu que va utilitzar a l'agost, indicatiu que probablement el tipus d'interès de l'Eurosistema tornarà a augmentar al començament d'octubre. De fet, tant la perspectiva que la taxa d'inflació de la zona de l'euro es mantingui per damunt de l'objectiu d'inflació del BCE del 2% en

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									
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	2,58	2,79	3,22	4,75	5,07	0,13	4,50	4,63	1,28
Maig	2,58	2,89	3,31	5,00	5,18	0,19	4,50	4,70	1,40
Juny	2,76	2,99	3,40	5,03	5,38	0,31	4,50	4,73	1,48
Juliol (*)	2,80	3,10	3,54	5,25	5,50	0,40	4,50	4,73	1,53
Agost (1)	3,05	3,25	3,61	5,25	5,40	0,44	4,75	4,97	1,65

NOTAS: (*) Xifres provisionals.
(1) Dia 28.
(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%), 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%).
(3) Últimes dates de variació: 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%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%).
(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%), 3-8-06 (4,75%).
(5) Tipus d'interès interbancari d'oferta.
FONTS: Bancs centrals nacionals, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

els propers mesos, com la forta expansió de l'agregat monetari ampli, molt per damunt del seu nivell de referència, justifiquen que l'ajustament monetari prossegueixi en el proper període.

Una altra de les notícies en el camp de la política monetària de l'estiu ha estat el final efectiu de la política de tipus d'interès propers al zero per cent duta a terme pel Banc del Japó des de l'any 2001. Tot i que al març ja havia anunciat que es produiria en un futur proper, al començament de juliol encara alguns ministres es continuaven posicionant en contra. No obstant això, el dia 14 de juliol les autoritats monetàries nipones van col·locar el nou objectiu del tipus d'interès interbancari a un dia en el 0,25% i la taxa de descompte en el 0,40%.

El governador del Banc del Japó, Toshiniko Fukui, es va afanyar a declarar que el canvi de política monetària seria molt gradual i que no seguiria el model recent de la Fed. El cert és que el final del llarg període de deflació ha deixat desfasats els reduïts nivells dels tipus d'interès nipons.

Per la seva banda, el Banc d'Anglaterra va apujar per sorpresa el tipus d'interès oficial el dia 3 d'agost en 25 punts bàsics fins al 4,75%. D'aquesta manera, va tornar al nivell d'un any abans. El fort augment de la taxa d'inflació al juny fins al 2,5%, sensiblement per damunt del nivell objectiu del 2%, va propiciar aquesta mesura. A més a més, ateses les expectatives del mateix banc central que la inflació romangués per damunt d'aquesta cota en el que queda del 2006 i durant el 2007, és probable que es produeixi algun nou increment.

Altres bancs centrals s'han afegit en els mesos d'estiu al moviment restrictiu de política monetària. Així, al juliol, les autoritats monetàries d'Islàndia, Turquia i Índia van tensionar els tipus d'interès oficials per afrontar les pressions inflacionistes. A l'agost, els instituts monetaris d'Austràlia, Dinamarca, Corea del Sud, Noruega, Islàndia i Xina també van incrementar els tipus d'interès de referència.

El Japó posa fi a la política de tipus d'interès del 0%.

A la Xina, el banc central va tornar a apujar el tipus d'interès de referència per als préstecs fins a un any en 27 punts bàsics fins al 6,12%. Així mateix, va augmentar en la mateixa quantia el tipus d'interès dels dipòsits a un any fins al 2,52%. D'aquesta manera, i augmentant també el coeficient de caixa dels bancs, va intentar contenir el reescalfament de l'economia. Aquesta tasca és complicada pel manteniment del iuan en un nivell infravalorat. En efecte, les importants compres de dòlars per contenir la cotització del renminbi inunden de liquiditat l'economia del gegant asiàtic.

El Banc d'Anglaterra sorprèn amb una alça després de la retallada d'un any enrere.

L'euro recupera atractiu a l'estiu

El dòlar ha tendit a afeblir-se en els mesos d'estiu en multiplicar-se els signes de desacceleració econòmica i guanyar força la perspectiva que el tipus d'interès oficial de la Reserva Federal hagi tocat sostre després de l'increment del final de juny. D'aquesta manera, després que la moneda nord-americana pugés el 3,5% el 2005 en termes globals, en aquest exercici el bitllet verd ha tornat a reprendre la tendència a la baixa i ha registrat un descens de similar magnitud des del gener enfront d'una àmplia cistella de divises. La moneda nord-americana és pressionada a la baixa per un persistent desequilibri amb l'exterior.

La Xina també augmenta els tipus d'interès oficials.

L'euro ha recuperat el vigor en els últims mesos gràcies a les pujades de tipus del Banc Central Europeu i a les expectatives que continuaran, en reactivar-se l'economia de la zona de l'euro. Així, la moneda única europea s'ha apreciat més del 4% en relació amb les divises dels seus princi-

El dòlar tendeix a afeblir-se a l'estiu en esvair-se les expectatives de nous ascensos dels tipus de la Fed.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Juliol 2006

	Última sessió del mes		Dades mensuals				*Tipus de canvi 28-8-06*
	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	114,6	0,2	115,7	0,9	–2,3	3,4	*117,2*
Lliura esterlina (1)	1,868	1,0	1,845	0,1	5,7	5,3	*1,894*
Franc suís	1,231	0,6	1,236	0,3	–5,3	–4,4	*1,236*
Dòlar canadenc	1,132	1,4	1,129	1,3	–2,9	–7,8	*1,111*
Pes mexicà	10,92	–3,3	10,99	–3,5	3,4	3,0	*10,93*
Índex efectiu nominal (4)	*108,0*	*–0,2*	*108,5*	*–0,2*	*–2,9*	*–3,3*	*107,9*
Enfront de l'euro							
Dòlar dels EUA	1,277	0,4	1,268	0,3	7,0	5,4	*1,280*
Ien japonès	145,8	0,0	146,7	1,1	4,4	8,9	*149,9*
Franc suís	1,571	0,3	1,569	0,5	1,3	0,7	*1,580*
Lliura esterlina	0,684	–1,1	0,688	0,2	1,2	0,0	*0,676*
Corona sueca	9,233	–0,1	9,218	–0,2	–2,3	–2,2	*9,247*
Corona danesa (3)	7,462	0,0	7,460	0,0	0,1	0,0	*7,461*
Zloty polonès	3,937	–2,9	3,996	–0,8	3,8	–2,5	*3,935*
Corona txeca	28,53	0,1	28,45	0,2	–1,8	–5,7	*28,16*
Forint hongarès	272,2	–3,9	277,5	1,9	9,8	12,6	*276,3*
Índex efectiu nominal (5)	*104,3*	*–0,2*	*104,3*	*0,3*	*3,5*	*2,5*	*104,5*

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.

Extrema feblesa del ien japonès.

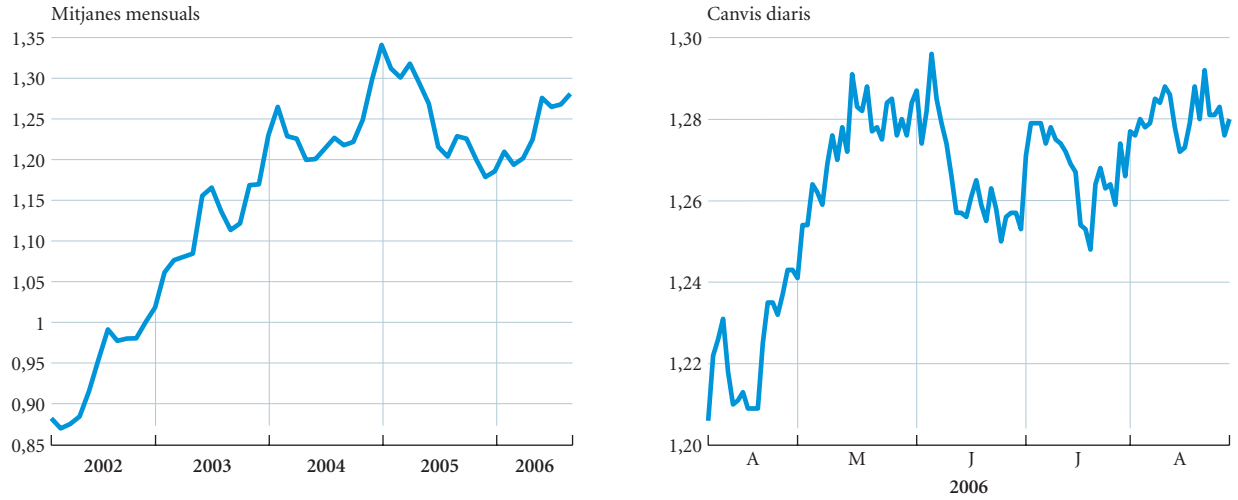
pals socis comercials des del començament de l'exercici. En relació amb la moneda dels Estats Units, l'euro va arribar a pagar-se a més d'1,29 dòlars al començament de la quarta setmana d'agost i es va apropar al màxim anual del juny. En relació amb el ien japonès, l'euro va registrar un nou màxim històric en l'última setmana d'agost en cotitzar-se a 149,9 iens.

Tot i l'increment del tipus d'interès oficial del Japó cap a la meitat de juliol, el ien ha mostrat símptomes de feblesa en predominar la visió que el diferencial de tipus d'interès en contra seu serà durador. D'aquesta manera, en relació amb un extens grup de divises, la moneda nipona va anotar el nivell més baix des de l'octubre de 1998 en la penúltima setmana d'agost. Cal destacar que l'evolució de la divisa japonesa està vinculada en cert grau a la del iuan xinès, que, malgrat les renovades pressions per part dels Estats Units, només s'havia apreciat l'1,6% en relació amb el dòlar en els dotze mesos següents a la revaluació del 21 de juliol de 2005.

La lliura esterlina es va apreciar arran de la inesperada alça del tipus d'interès de

L'EURO S'APROPA AL MÀXIM ANUAL ENFRONT DEL DÒLAR A L'AGOST

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Les dades arriben fins al 28 d'agost.
FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

referència del Banc d'Anglaterra al començament d'agost. Així, va marcar la màxima apreciació enfront d'un conjunt ampli de monedes en els últims dos anys al començament de la segona setmana del mes. No obstant això, més tard la divisa britànica es va replegar una mica en aparèixer alguns indicadors econòmics desfavorables. Cap a la meitat de l'última setmana d'agost, la lliura es cotitzava a 0,68 unitats per euro, amb una pujada de l'1% en relació amb l'inici de l'any. En relació amb la moneda nord-americana, la divisa anglesa se situava en 1,89 dòlars, més del 9% per damunt del nivell del començament de l'exercici.

Flexió cap avall de les rendibilitats dels bons públics

Cap al final de juny, el rendiment dels bons del Tresor dels Estats Units a deu anys va registrar la cota màxima des del maig del 2002 en arribar al 5,24%. No obstant això, de llavors ençà, va iniciar una via descendent, fins a col·locar-se al voltant del 4,8% cap al final d'agost. Va contribuir a aquesta situació un to una mica més suau dels missatges de la Reserva Federal i la seva pausa en la trajectòria ascendent dels tipus d'interès. Així mateix, els bons també van captar en part capitals que cercaven refugi davant els conflictes internacionals del Pròxim Orient i l'Iran.

D'aquesta manera, després de l'increment dels tipus d'interès a curt termini als Estats Units i de la caiguda dels tipus a llarg termini, s'ha produït de nou una lleugera inversió de la corba de tipus d'interès. És a dir, els tipus d'interès a llarg termini se situen per sota del nivell a curt termini. Aquesta circumstància és inusual i sol indicar més probabilitats de la proximitat d'una recessió, sobretot si la inversió de la corba de tipus és molt marcada i persistent, que, ara com ara, no és el cas.

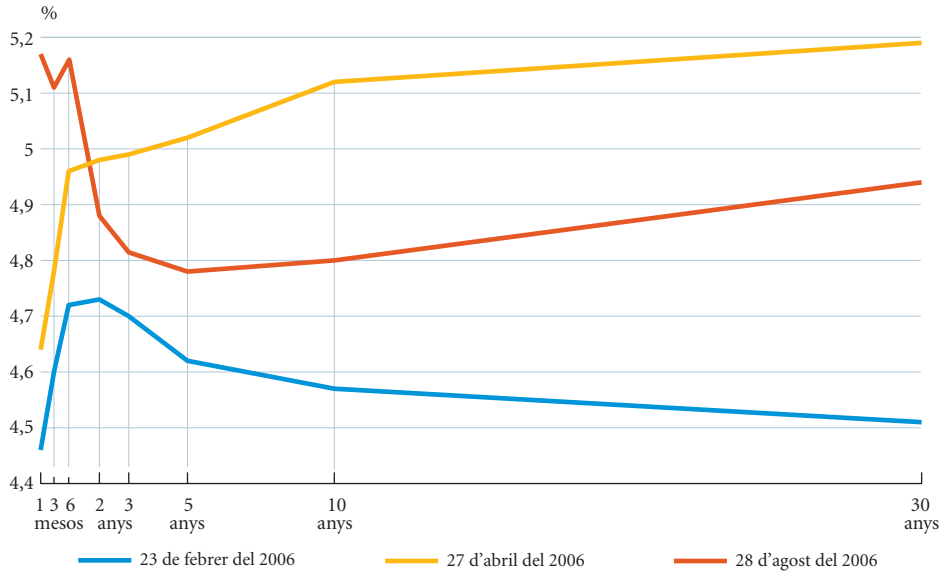
A Europa, les rendibilitats del deute públic també han lliscat cap avall en les últimes setmanes a remolc de l'altra banda de l'Atlàntic. No obstant això, la disminució dels rendiments dels bons públics no ha estat tan marcada, situació cohe-

La lliura esterlina marca la màxima apreciació dels últims dos anys enfront d'un conjunt ampli de monedes.

El rendiment dels bons del Tresor a deu anys dels Estats Units cedeix després de marcar el màxim dels quatre últims anys.

LA CORBA DE TIPUS D'INTERÈS ALS ESTATS UNITS, LLEUGERAMENT INVERTIDA

Rendibilitats del deute públic

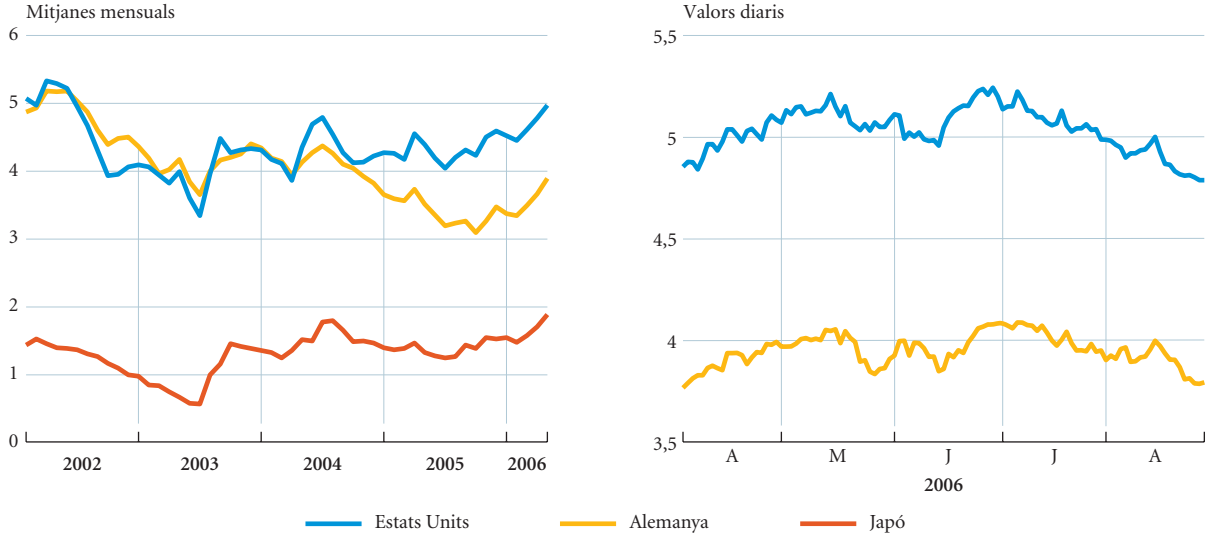


FONT: Reuters.

rent amb les expectatives de noves alces del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu. D'aquesta manera, el diferencial de tipus d'interès a llarg termini entre el dòlar i l'euro s'ha reduït lleugerament i s'ha col·locat en uns 100 punts bàsics en l'última setmana d'agost.

REDUCCIÓ DEL DIFERENCIAL DE TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ENTRE EL DÒLAR I L'EURO

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 28 d'agost.
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

	2004	2005	2006					
			I	Abril	Maig	Juny	Juliol	28 agost
Estats Units	4,31	4,33	4,61	5,04	5,18	5,17	5,08	4,80
Japó	1,50	1,39	1,58	1,91	1,91	1,87	1,90	1,69
Alemanya	4,07	3,38	3,50	3,91	3,99	3,99	4,01	3,79
França	4,10	3,41	3,51	3,95	4,01	4,01	4,03	3,80
Itàlia	4,24	3,56	3,71	4,23	4,29	4,30	4,31	4,09
Espanya	4,10	3,39	3,49	3,92	3,99	3,99	4,03	3,80
Regne Unit	4,93	4,47	4,23	4,56	4,70	4,70	4,64	4,54
Suïssa	2,57	2,04	2,18	2,59	2,73	2,70	2,79	2,51

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

Des del final de juny, el rendiment dels bons de l'Estat japonesos a deu anys també ha disminuït, tot i que el Banc del Japó va posar fi a la política de tipus d'interès a curt termini al 0% de manera efectiva a partir de mitjan juliol. Així, en l'última setmana d'agost, la rendibilitat dels bons públics nipons a deu anys se situava al voltant de l'1,7%, uns 20 punts bàsics per sota del final del primer semestre. Això s'explica per les declaracions del banc central en el sentit que la via alcista dels tipus d'interès de referència seria molt gradual i que continuaria comprant bons públics en la mateixa quantitat i per unes dades d'inflació més baixa del que s'esperava al juliol.

El tipus d'interès dels bons públics japonesos també baixa.

Recuperació de les borses

Al juliol i l'agost, la majoria de mercats borsaris internacionals han aconseguit recuperar-se en bona part del període d'inestabilitat obert al maig arran d'una reactivació de les expectatives alcistes dels tipus d'interès als Estats Units i de la preocupació pels riscos inflacionistes. L'evolució de les borses a l'estiu no ha estat exempta d'obstacles, com les tensions internacionals a Corea del Nord, Iran i Líban i els nous intents d'atacs terroristes en vols internacionals avortats a Anglaterra. En un pla més econòmic, el nou màxim històric marcat pel preu del petroli en la segona setmana d'agost també va afectar negativament les borses, tot i que la posterior cessió va calmar els ànims.

La reactivació de les borses es va basar, principalment, en el descens dels tipus d'interès a llarg termini i en la bona evolució dels resultats empresarials. D'aquesta manera, tot i que, en general, no s'han superat els màxims anotats en la segona setmana de maig, la majoria de mercats borsaris presentaven notables guanys acumulats sobre el mes de desembre cap a les acaballes d'agost.

Les borses aconsegueixen superar la sotragada del maig i del juny amb el suport de la bona evolució dels beneficis empresarials.

Entre els principals índexs borsaris dels Estats Units, el tradicional Dow Jones Industrials mostrava el balanç més positiu des del gener, amb una alça superior al 5%. L'índex Nasdaq, representatiu dels valors tecnològics, mostrava una evolució més irregular i continuava sense recuperar la par de l'any.

L'índex Nikkei 225 també romania en números vermells cap al final d'agost. De tota manera, presentava una tònica de recuperació des del mínim anual de mitjan juny.

El Nikkei 225 del Japó continua en números vermells, tot i una reactivació.

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

31-7-2006

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	*Cotització a 28-8-06*	
					% variació acumulada	*% variació sobre la mateixa data de 2003*
Nova York						
Dow Jones	*11.185,7*	*0,3*	*4,4*	*5,1*	*5,9*	*21,1*
Standard & Poor's	*1.276,7*	*0,5*	*2,3*	*3,4*	*4,3*	*29,8*
Nasdaq	*2.091,5*	*–3,7*	*–5,2*	*–4,3*	*–2,0*	*20,0*
Tòquio	15.456,8	–0,3	–4,1	29,9	–2,2	*54,2*
Londres	5.928,3	1,6	5,5	12,2	4,6	*40,0*
Zona de l'euro	3.691,9	1,2	3,2	11,0	6,4	*47,8*
Frankfurt	*5.682,0*	*0,0*	*5,1*	*16,3*	*8,3*	*67,6*
París	*5.009,4*	*0,9*	*6,2*	*12,5*	*9,2*	*54,9*
Amsterdam	*454,1*	*3,1*	*4,0*	*14,7*	*7,1*	*41,3*
Milà	*28.086,0*	*0,7*	*4,9*	*9,0*	*7,9*	*52,8*
Madrid	*11.818,0*	*2,3*	*10,1*	*16,8*	*12,9*	*68,9*
Zuric	7.941,8	3,8	4,7	20,3	7,1	*56,1*
Hong Kong	16.971,3	4,3	14,1	14,0	13,8	*57,3*
Buenos Aires	1.701,6	–0,6	10,3	12,9	8,2	*133,6*
São Paulo	37.077,0	1,2	10,8	42,4	8,7	*141,5*

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.

L'IBEX 35 anota la cota màxima des del març de l'any 2000.

Les operacions empresarials també van animar les borses europees al voltant, per exemple, del sector energètic (OPA sobre Endesa) i bancari (fusió d'Intesa i Sanpaolo). Així, els índexs dels mercats borsaris europeus assolien notables resultats sobre el mes de desembre, amb el suport de forts avanços dels beneficis de les empreses.

En aquest context, al començament de l'última setmana d'agost, l'índex IBEX 35 de la borsa espanyola va aconseguir anotar un màxim des del març de l'any 2000 i va superar la cota dels 12.000 punts. D'aquesta manera, cap al final d'agost, l'índex selectiu espanyol presentava les plusvàlues més importants de l'exercici entre els principals europeus. Així i tot, 10 companyies de les 35 que formen l'índex se situaven per sota del nivell inicial de l'exercici.

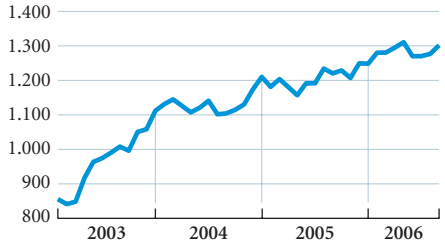
Els mercats emergents recuperen l'alegria.

Els mercats de valors emergents van recuperar l'alegria en els mesos d'estiu i van superar una forta correcció que els havia dut, en nombrosos casos, a terreny negatiu. L'alça dels preus de les primeres matèries i la contenció de les expectatives de tipus d'interès als Estats Units van contribuir a aquesta favorable evolució. Així, en general, cap a la meitat de l'última setmana d'agost, els seus índexs representatius ostentaven notables avanços sobre el final del mes de desembre del 2005. Així, per exemple, les places de Moscou, Mèxic, Shanghai i Hong Kong mostraven guanys acumulats de dos dígits.

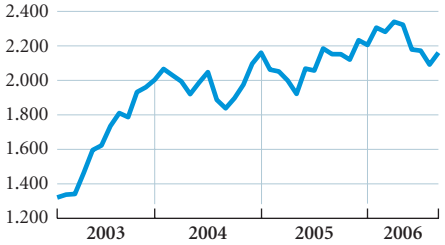
BORSES INTERNACIONALS

Índexs al final del mes

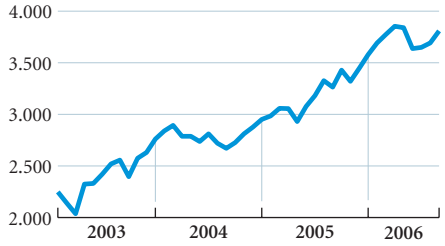
Nova York (Standard & Poor's 500)



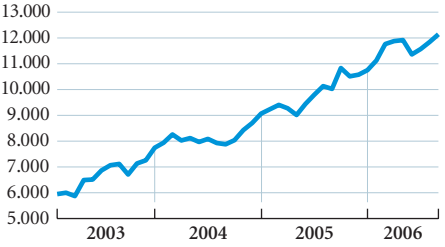
Índex Nasdaq dels Estats Units



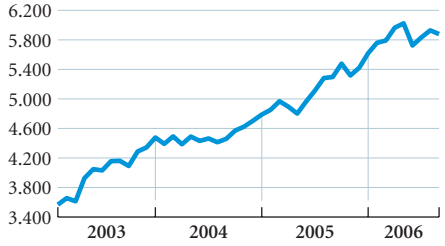
Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



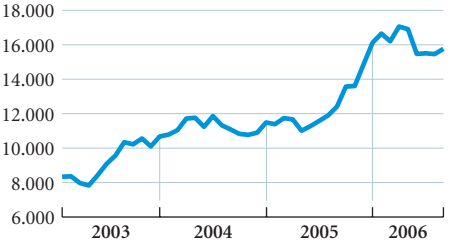
Madrid (IBEX 35)



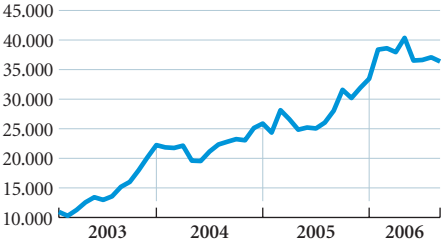
Londres (Financial Times 100)



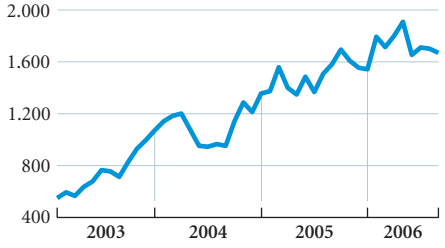
Tòquio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Agost 2006, dia 28.
FONTS: Borses nacionals.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

Després de la revisió de l'INE, el PIB creix en el segon trimestre al ritme més elevat des del 2001.

L'economia espanyola creix per damunt de les previsions

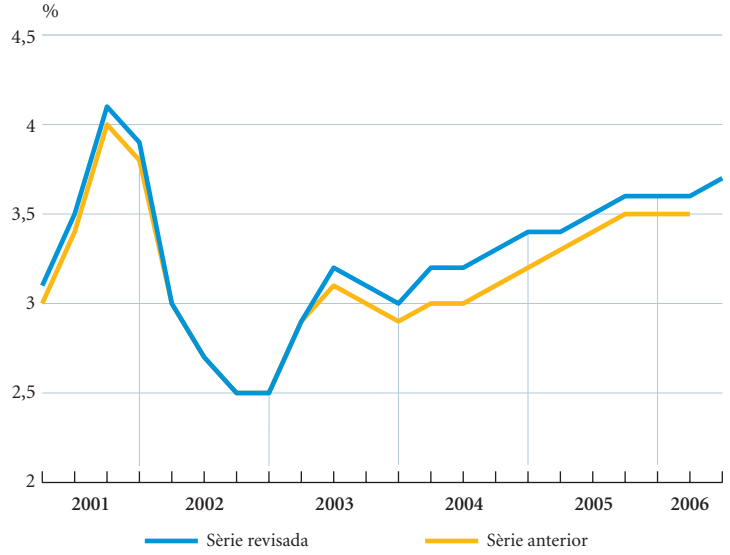
En el segon trimestre del 2006, el producte interior brut (PIB) generat per l'economia espanyola va créixer el 3,7% interanual, una dècima més que el corresponent al trimestre anterior. Les noves dades de la comptabilitat nacional trimestral incorporen l'actualització de les estimacions anuals corresponents al període 2001-2005, realitzada per l'Institut Nacional d'Estadística (INE). Aquesta revisió ha estat dictada per la incorporació de noves fonts estadístiques i per la substitució d'algunes dades provisionals per les ja definitives.

A conseqüència d'aquesta actualització, s'ha revisat una dècima a l'alça el creixement real del PIB dels anys 2001, 2004 i 2005 i ha quedat sense canvis el corresponent als anys 2002 i 2003. En la sèrie de dades trimestrals, el creixement interanual del PIB ha registrat una revisió a l'alça entre una i dues dècimes en els períodes corresponents a 2003 i 2004 i al voltant d'una dècima el 2005 i el primer trimestre del 2006, tal com es pot apreciar al gràfic.

Segons les dades de la nova sèrie revisada, el repunt del creixement del PIB en el segon trimestre va ser degut a la menor aportació negativa del sector exterior (1,1 punts, tres dècimes menys que en el primer trimestre), parcialment compensada per la moderació de la demanda nacional, que va aportar 4,8 punts al creixement del PIB, enfront del 5,0% del període precedent.

ES REVISA A L'ALÇA EL CREIXEMENT DEL PIB

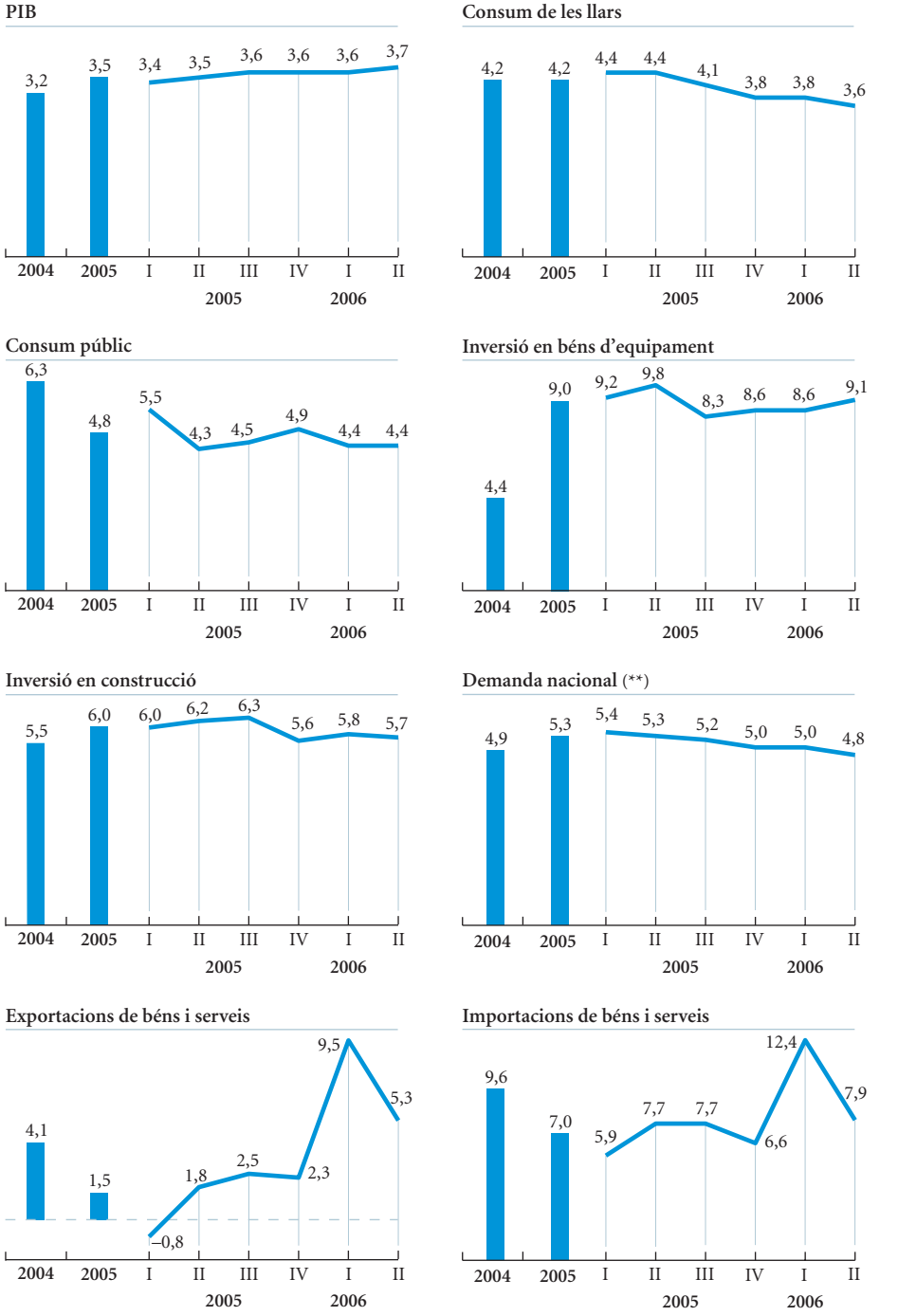
Variació interanual del PIB real



FONTS: INE i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

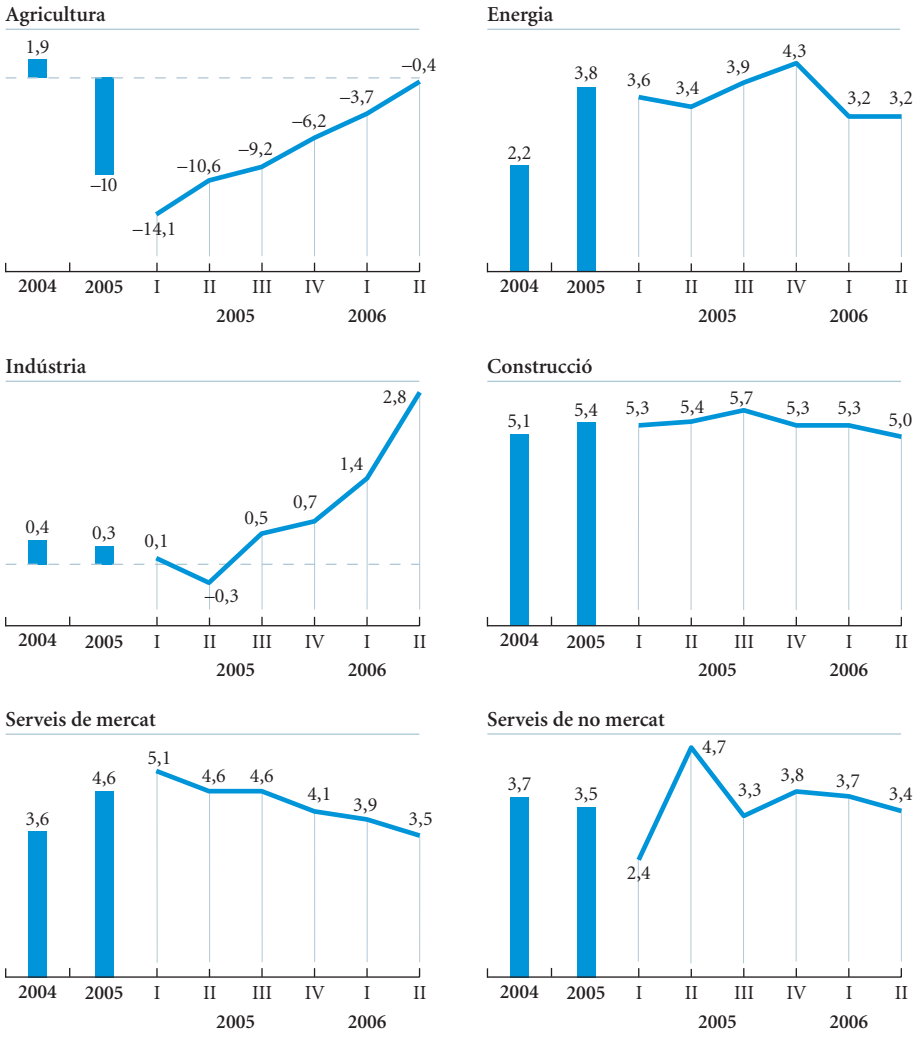
Percentatge de variació interanual (*)



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

EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)



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

Es redueix la contribució negativa del sector exterior i es modera la demanda interna.

La retallada de la contribució negativa del sector exterior al creixement agregat de l'economia es va produir a conseqüència d'una desacceleració de les importacions (van créixer el 7,9%, enfront del 12,4% del trimestre anterior) una mica més intensa que la patida per les exportacions (5,3%, enfront del 9,5%). Tot i aquesta millora puntual, es manté la preocupant tendència de creixement del desequilibri exterior espanyol. En concret, el dèficit per compte corrent va pujar al 9,3% del PIB durant el primer semestre del 2006, més d'un punt percentual superior al registrat un any abans.

Per la seva banda, la menor aportació de la demanda nacional al creixement del PIB va respondre a la moderació del creixement, tant de la despesa en consum final com en formació bruta de capital. En el cas del consum final de les llars, el crei-

xement interanual es va reduir al 3,6% (dues dècimes menys que en el trimestre precedent), a causa del to menys expansiu de la despesa en béns duradors i serveis. Sembla que aquesta tendència es manté al llarg del tercer trimestre, d'acord amb l'evolució d'alguns indicadors. Un cas emblemàtic és el referit a les matriculacions d'automòbils de turisme, que van caure el 5,1% interanual al juliol. En aquest context, l'índex de confiança dels consumidors continua estancat en un nivell molt baix (14 punts negatius al juliol, per tercer mes consecutiu).

En canvi, el consum públic va registrar un creixement relativament estable en la primera meitat de l'any (4,4% interanual, tant en el primer com en el segon trimestre), coherent amb l'evolució dels salaris i de les compres de les administracions públiques.

La desacceleració del creixement de la formació bruta de capital fix (6,1% en el segon trimestre, dues dècimes menys que en el primer trimestre) va ser deguda a la moderació de l'avanç de la construcció (5,7%, enfront del 5,8% anterior) i, amb més intensitat, a l'aturada del creixement de la inversió en altres productes (3,3%, enfront del 4,8%). En canvi, la inversió en béns d'equipament presenta un perfil clarament expansiu (9,1%, mig punt més que en el trimestre anterior) en tots els seus components.

La inversió dirigida a la construcció d'habitatge va mantenir un ritme de creixement elevat durant el segon trimestre (6,5% interanual), que, tot i ser puntualment inferior al corresponent al trimestre anterior (7,2%), és molt similar a la mitjana registrada en els últims tres anys. Així i tot, les tendències dels principals indicadors apunten a una lleugera moderació del creixement en els propers mesos, com ho anticipa també, des d'un altre angle, la progressiva desacceleració dels preus al mercat immobiliari. Per completar el panorama, el comportament de l'obra civil continua essent molt positiu, amb perspectives de continuïtat en el futur immediat.

El creixement del consum tendeix a estabilitzar-se...

Des de la perspectiva de l'oferta, el més destacat és la consolidació de la recuperació del sector industrial, el valor afegir del qual va créixer el 2,8% interanual en el segon trimestre, el doble que en el primer trimestre, d'acord amb el que ja anticipava l'evolució de l'índex de producció industrial. La reactivació de les exportacions ha estat un factor crucial en aquesta recuperació, liderada per la indústria química, la metal·lúrgia, la construcció de maquinària, l'equipament mèdic i els vehicles a motor. En sentit oposat, continuen reculant la indústria tèxtil, confecció, pelleteria i cuir, però tendint, en part, a moderar el descens. En canvi, la indústria del tabac continua en caiguda lliure, afectada per les disposicions legals restrictives en aquest àmbit.

...però la inversió en construcció i en béns d'equipament manté un dinamisme considerable.

Pel que fa als serveis, s'observen perfils de desacceleració a gairebé totes les branques, tot i que encara es registren ritmes expansius relativament alts a gairebé totes elles, particularment als transports, les tecnologies de la informació i la comunicació i els serveis a empreses. El sector turístic presenta també un balanç moderadament positiu, amb avanços significatius fins ara en el nombre de visitants estrangers i en les pernoctacions registrades en hoteleria (tant per part de residents com d'estrangers). Persisteix, però, la tendència observada en els últims anys cap a la contenció de la despesa mitjana per turista.

Després de la revisió comptable efectuada, han millorat lleugerament els febles resultats de l'economia espanyola en matèria de productivitat. De tota manera, en el pla global, els progressos són encara

Es consolida la recuperació de la indústria.

El lent avanç de la productivitat i l'excés d'inflació són, juntament amb el dèficit exterior, el taló d'Aquil·les de l'economia espanyola.

clarament insuficients, afectats pel mal comportament, en aquest aspecte, de la construcció i dels serveis. En canvi, la indústria ha reprès, en els últims mesos, una evolució més satisfactòria.

Un altre desequilibri estructural que arrossega l'economia espanyola és l'excés d'inflació. El deflactor del PIB, representatiu del nivell de preus de tot el sistema econòmic, mostra una tendència de creixement molt estancada en els últims anys. No s'ha pogut reduir el diferencial existent amb els països del nostre entorn, amb la limitació de la competitivitat global que comporta aquesta situació.

Mercat de treball

El creixement de l'ocupació es modera, però es manté en cotes elevades

L'ocupació va continuar creixent amb força en el segon trimestre de l'any, tot i que el ritme d'avanç es va moderar en relació amb els últims trimestres. Segons l'enquesta de població activa (EPA) corresponent al segon trimestre del 2006, l'ocupació estimada total va augmentar a un ritme del 4,2%, set dècimes per sota del trimestre anterior.

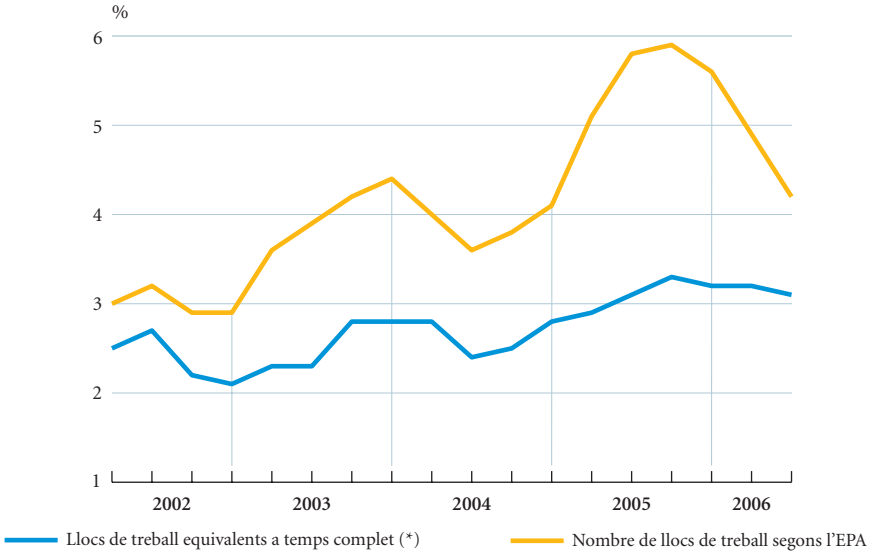
En la mateixa línia de lleugera moderació se situen les dades aportades per la comptabilitat nacional relatives al segon trimestre de l'any. En efecte, el ritme d'avanç de l'ocupació equivalent a temps complet corregida d'efectes estacionals i de calendari es va moderar en una dècima de punt i es va situar en el 3,1% interanual. Això representa una creació neta d'uns 550.000 llocs de treball a temps complet en un any.

La desacceleració de l'ocupació que mostren els resultats de l'EPA respon, en bona part, a la normalització del procés d'incorporació d'estrangers al mercat de treball després de la regularització duta a terme l'any passat. Malgrat tot, l'ocupació entre els estrangers va continuar augmentant a un ritme anual elevat, el 18,7% en el segon trimestre, enfront del 3,2% experimentat pels espanyols o del 3,0% si s'exclouen dels espanyols les persones amb doble nacionalitat, principalment origi-

L'ocupació creix amb força i els estrangers absorbeixen gairebé la meitat dels nous llocs de treball.

L'OCUPACIÓ CREIX AL 3% ANUAL

Variació interanual de l'ocupació



NOTA: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.
FONTS: INE i elaboració pròpia.

OCUPACIÓ ESTIMADA

Segon trimestre 2006

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors								
Agricultura	957,4	–27,4	–2,8	–49,4	–4,9	–29,2	–3,0	4,9
No agraris	18.735,7	320,4	1,7	428,3	2,3	827,3	4,6	95,1
Indústria	*3.286,9*	*13,3*	*0,4*	*–1,6*	*–0,0*	*24,1*	*0,7*	*16,7*
Construcció	*2.521,7*	*85,0*	*3,5*	*98,9*	*4,1*	*182,4*	*7,8*	*12,8*
Serveis	*12.927,1*	*222,1*	*1,7*	*331,0*	*2,6*	*620,8*	*5,0*	*65,6*
Per empleadors								
Sector privat	16.839,3	302,5	1,8	393,0	2,4	787,9	4,9	85,5
Sector públic	2.853,8	–9,5	–0,3	–14,2	–0,5	10,3	0,4	14,5
Per situació professional								
Assalariats	16.111,5	222,6	1,4	269,8	1,7	671,4	4,3	81,8
Contracte indefinit	*10.570,7*	*–22,3*	*–0,2*	*79,4*	*0,8*	*265,4*	*2,6*	*53,7*
Contracte temporal	*5.540,8*	*244,9*	*4,6*	*190,4*	*3,6*	*406,0*	*7,9*	*28,1*
No assalariats	3.565,9	84,4	2,4	119,7	3,5	137,6	4,0	18,1
Empresaris empleadors	*1.088,0*	*35,2*	*3,3*	*58,5*	*5,7*	*116,7*	*12,0*	*5,5*
Empresaris no empleadors	*2.194,1*	*43,5*	*2,0*	*42,5*	*2,0*	*50,0*	*2,3*	*11,1*
Ajudes familiars	*283,8*	*5,7*	*2,0*	*18,7*	*7,1*	*–29,1*	*–9,3*	*1,4*
Altres	15,7	–14,0	–47,1	–10,7	–40,5	–10,8	–40,8	0,1
Per temps d'ocupació								
A temps complet	17.288,8	302,5	1,8	289,8	1,7	812,0	4,9	87,8
A temps parcial	2.404,3	–9,6	–0,4	89,0	3,8	–13,8	–0,6	12,2
Per sexes								
Homes	11.704,0	128,4	1,1	154,4	1,3	386,2	3,4	59,4
Dones	7.989,1	164,6	2,1	224,4	2,9	412,0	5,4	40,6
TOTAL	**19.693,1**	**293,0**	**1,5**	**378,9**	**2,0**	**798,2**	**4,2**	**100,0**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El notable ajustament en determinats sectors manufacturers no impedeix que l'ocupació industrial creixi lleugerament gràcies al dinamisme d'algunes branques d'activitat.

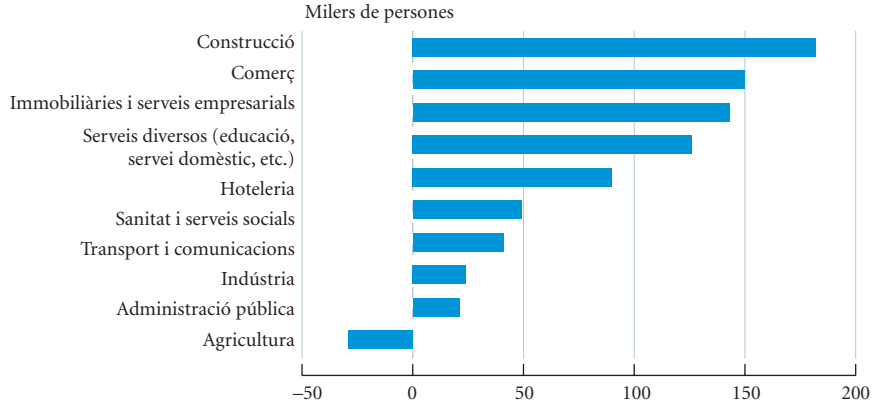
nàries de Llatinoamèrica. En termes absoluts, això representa que, dels 798.200 nous llocs de treball creats en els dotze últims mesos, 381.400, gairebé la meitat, han estat ocupats per estrangers.

El menor to de l'ocupació s'ha de relacionar, d'altra banda, amb el procés de transformació que experimenta l'economia espanyola. Ara com ara, les manufactures de consum amb menys valor afegit pateixen ajustaments importants. És el cas del moble i fusta, confecció, cuir i calçat, plàstic, arts gràfiques o electrònica de consum. En contrapartida, el dinamisme relatiu d'activitats com la fabricació de productes metàl·lics, alimentació i begudes, minerals no metàl·lics i alguns subsectors de la química, juntament amb certes indústries especialitzades en maquinària de precisió, contribueix a pal·liar la situació en el conjunt de l'ocupació industrial, la qual manté variacions positives mínimes, el 0,7% interanual.

La feblesa industrial contrasta amb el vigor creixent de l'ocupació a la construcció i amb el bon to dels serveis, en què els

CONSTRUCCIÓ I SERVEIS TIREN DE L'OCUPACIÓ

Variació interanual de l'ocupació estimada en el segon trimestre del 2006



FONT: Estudis i Anàlisi Econòmica 28-07-2006/CE-TO050-ES.

ATUR ESTIMAT

Segon trimestre 2006

	Aturats	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur sobre població activa %
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%		
Per sexes									
Homes	795,5	–50,9	–6,0	–25,7	–3,1	–94,6	–10,6	43,3	6,4
Dones	1.041,5	–47,9	–4,4	21,4	2,1	–13,1	–1,2	56,7	11,5
Per edats									
Menors de 25 anys	451,8	–2,4	–0,5	–4,5	–1,0	–56,3	–11,1	24,6	18,2
Resta	1.385,2	–96,4	–6,5	0,2	0,0	–51,4	–3,6	75,4	7,3
Per situació personal									
Atur de llarga durada	525,4	–5,4	–1,0	–31,7	–5,7	–68,3	–11,5	28,6	–
Busquen la seva primera feina	210,5	6,8	3,3	–9,8	–4,4	–47,6	–18,4	11,5	–
Resta	1.101,1	–100,2	–8,3	37,2	3,5	8,2	0,8	59,9	–
TOTAL	**1.837,0**	**–98,8**	**–5,1**	**–4,3**	**–0,2**	**–107,7**	**–5,5**	**100,0**	**8,5**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

grans sectors presenten augments apreciables de l'ocupació. El gros de l'ocupació al sector terciari l'aporten els serveis empresarials, hoteleria, comerç al detall, servei domèstic, sanitat i serveis socials.

La major part de la nova ocupació va ser de naturalesa dependent, de manera que els assalariats van arribar a representar el 81,8% dels ocupats. Dins els assalariats, predomina l'ocupació de caràcter temporal. En efecte, aquesta fórmula jurídica va absorbir el 60,5% de l'ocupació assalariada generada en els dotze últims mesos, de manera que, ara com ara, no s'ha reduït la taxa de temporalitat, que ha arribat al 34,4% en el segon trimestre del 2006.

El bon comportament de l'ocupació ha afavorit una reducció de l'atur estimat del 5,5% fins a 1.837.000 persones en el segon trimestre. Tot plegat malgrat l'augment

El gros de l'ocupació es genera a la construcció i a les branques més tradicionals dels serveis.

POBLACIÓ ACTIVA, OCUPACIÓ I ATUR PER COMUNITATS AUTÒNOMES

Segon trimestre 2006

	Actius			Ocupats			Aturats			Taxa d'atur (%)
	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	Total (milers)	Variació anual	% variació anual	
Andalusia	3.548,2	132,6	3,9	3.098,7	153,9	5,2	449,6	–21,2	–4,5	12,7
Aragó	610,8	5,0	0,8	575,8	8,1	1,4	35,0	–3,0	–8,0	5,7
Astúries	468,5	20,1	4,5	430,6	30,7	7,7	37,9	–10,6	–21,9	8,1
Balears	542,6	25,8	5,0	506,6	21,0	4,3	36,0	4,8	15,6	6,6
Canàries	995,0	59,1	6,3	881,5	61,5	7,5	113,5	–2,4	–2,0	11,4
Cantàbria	265,0	5,9	2,3	247,3	11,7	5,0	17,7	–5,8	–24,8	6,7
Castella i Lleó	1.133,1	18,0	1,6	1.038,4	19,5	1,9	94,8	–1,5	–1,6	8,4
Castella-la Manxa	869,4	32,8	3,9	791,5	33,2	4,4	77,8	–0,4	–0,5	8,9
Catalunya	3.650,1	122,2	3,5	3.413,9	137,3	4,2	236,2	–15,1	–6,0	6,5
Comunitat Valenciana	2.337,5	100,2	4,5	2.154,9	124,4	6,1	182,6	–24,3	–11,7	7,8
Extremadura	457,9	1,5	0,3	395,2	8,0	2,1	62,7	–6,5	–9,3	13,7
Galícia	1.261,3	8,7	0,7	1.152,8	39,4	3,5	108,5	–30,7	–22,1	8,6
Madrid	3.175,5	90,3	2,9	2.953,8	80,5	2,8	221,7	9,8	4,6	7,0
Múrcia	652,0	33,6	5,4	600,4	31,8	5,6	51,6	1,8	3,6	7,9
Navarra	297,0	10,6	3,7	280,5	8,7	3,2	16,5	1,8	12,5	5,6
País Basc	1.058,0	25,0	2,4	982,8	28,1	2,9	75,1	–3,1	–4,0	7,1
La Rioja	152,7	1,6	1,1	143,4	2,0	1,4	9,3	–0,4	–4,5	6,1
Ceuta i Melilla	55,6	–2,5	–4,0	45,0	–1,5	–3,0	10,6	–0,9	–7,8	19,1
TOTAL	**21.530,1**	**690,4**	**3,3**	**19.693,1**	**798,2**	**4,6**	**1.837,1**	**–107,7**	**–5,5**	**8,5**

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

Notable descens de l'ocupació estimada per l'EPA.

sostingut de la taxa d'activitat, que, calculada com la relació entre població activa i població de 16 anys o més, va arribar al 58,3%, un nivell històricament rècord. La progressió de la taxa d'activitat és deguda a la major incorporació al treball de la població femenina. Malgrat tot, la taxa femenina, el 47,9%, era encara molt inferior a la masculina, el 69,1%.

La taxa d'atur es va situar en el 8,5%, vuit dècimes per sota del mateix trimestre de l'any anterior. Les diferències entre la masculina i la femenina, el 6,4% i l'11,5%, es van mantenir estables, però continuen essent molt àmplies. El nivell d'atur entre els menors de 25 anys es va situar, per la seva banda, en el 18,2%, una mica més de dos punts menys que en el segon trimestre del 2005.

Des d'una perspectiva territorial, la situació presenta una notable diversitat. Les comunitats autònomes que presenten creixements més intensos de l'ocupació són Astúries, Canàries, València, Múrcia i Andalusia.

Atur registrat: reducció apreciable fins al juliol

L'atur registrat també es modera.

Les xifres d'atur facilitades pels Serveis Públics d'Ocupació perfilen una situació de continuïtat del procés de moderació lleugera i sostinguda de l'atur. En efecte, el nombre total d'inscrits es va situar en 1.954.984 persones al juliol, l'1,7% menys que en el mateix mes del 2005 segons el Sistema d'Informació dels Serveis Públics d'Ocupació.

El balanç dels set primers mesos de l'any és també més favorable que el del mateix període del 2005, amb un descens acumulat de 147.953 persones. El nombre d'estrangers en situació d'atur va arribar als 133.109, xifra que representa el 6,8% del total, proporció inferior a la que representen sobre l'ocupació.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Juliol 2006

	Aturats	Variació sobre desembre 2005		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	62.461	–2.766	–4,2	3.681	6,3	3,2
Indústria	276.777	–24.542	–8,1	–10.928	–3,8	14,2
Construcció	213.255	–31.845	–13,0	–4.911	–2,3	10,9
Serveis	1.186.054	–80.335	–6,3	–12.386	–1,0	60,7
Primera ocupació	216.437	–8.465	–3,8	–9.889	–4,4	11,1
Per sexes						
Homes	739.653	–112.310	–13,2	–23.875	–3,1	37,8
Dones	1.215.331	–35.643	–2,8	–10.558	–0,9	62,2
Per edats						
Menors de 25 anys	227.120	–48.775	–17,7	–17.137	–7,0	11,6
Resta d'edats	1.727.864	–99.178	–5,4	–17.296	–1,0	88,4
TOTAL	**1.954.984**	**–147.953**	**–7,0**	**–34.433**	**–1,7**	**100,0**

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Preus

La inflació, propera al 4%

L'IPC es resisteix a moderar-se.

L'inici del període estiuenc no ha portat canvis importants en el panorama dels preus a Espanya. La taxa d'inflació, mesurada per l'índex de preus de consum (IPC), va recuperar al juliol la dècima perduda en el mes anterior i es va situar en el 4% en taxa interanual, és a dir, al voltant del que, pel que sembla, és el valor de referència d'enguany i que supera clarament la mitjana de l'any precedent.

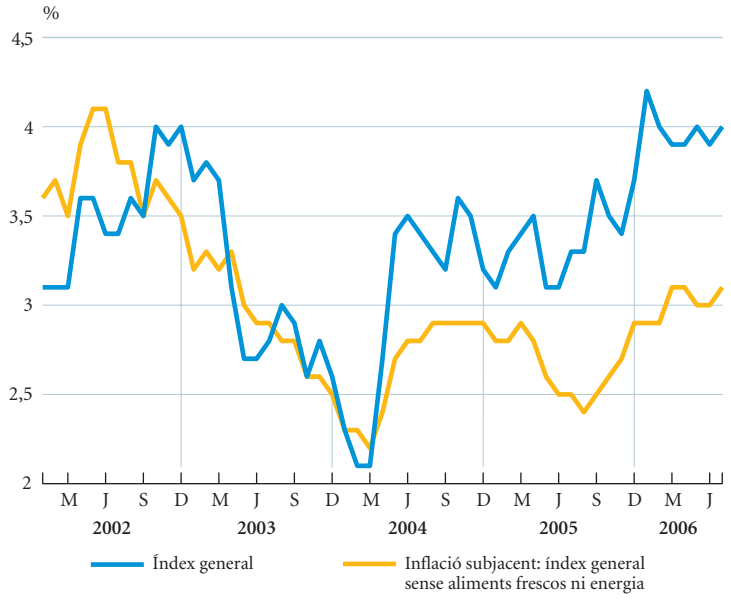
La inflació subjacent se situa per damunt del 3%.

En la mateixa línia, tot i que en un nivell inferior, es va moure la inflació subjacent, que va continuar reflectint una clara resistència a baixar de l'altiplà del 3% en què s'ha instal·lat des del mes de febrer passat. El creixement sostingut i elevat dels preus dels serveis i dels aliments elaborats, esperonats per l'oli, entre altres, i l'estabilitat absoluta dels preus dels béns industrials no energètics han impedit qualsevol millora de la situació.

Cal destacar, però, que el manteniment dels preus dels béns industrials no energètics en l'1,5% interanual s'ha produït tot i que la campanya de rebaixes del juliol ha estat més intensa que la de l'any anterior. Aquesta tònica podria ser indicativa d'una certa tendència alcista de les manufactures, coherent amb les pressions que mostren els preus de producció.

L'IPC, ANCORAT EN EL 4% EL 2006

Variació interanual de l'IPC



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

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

L'estabilitat relativa dels preus dels serveis amaga un panorama més complex, ja que coexisteixen mercats de naturalesa molt diversa. En l'àmbit dels serveis personals o de reparacions i conservació de la llar, la fragmentació del mercat i el caràcter ocasional del consum fan difícil el joc de la competència i, per tant, la moderació dels preus. En serveis de caràcter públic, la situació sembla que pateix inèrcies de contractació o de regulació o fins i tot apropament progressiu dels preus al cost del servei (ensenyament, transports, etc.). En contrapartida, els serveis en què la competència és més elevada, finances o telecomunicacions, la situació és una mica més favorable, però insuficient per moderar significativament aquest grup de l'IPC.

Aquest precari equilibri s'ha vist truncat per la sobtada alça dels aliments frescos des de l'inici de l'estiu, tot i que, en termes d'índex, la situació no ha empitjorat per la compensació exercida pels preus dels carburants, que, al juny i al juliol, van tenir un comportament menys inflacionista que l'any anterior. L'alça dels productes alimentaris frescos és deguda a productes la demanda dels quals s'incrementa en temporada turística, com certes carns, principalment de pollastre, o les patates.

El vigor de la demanda permet traslladar a preus l'increment de costos.

En aquestes circumstàncies, les expectatives per a l'IPC són incertes, tot i que el component energètic pot restar alguna dècima en els propers mesos. No obstant això, a partir del mes de setembre, l'energia tornarà a pressionar l'IPC si no canvien les condicions dels mercats. Cal esperar una moderació dels preus dels productes industrials i en els preus dels serveis, però les inèrcies existents i el vigor de la demanda podrien limitar-ne els efectes. Només podria esperar-se una contribució positiva de l'alimentació elaborada, però no abans dels últims mesos de l'any.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es va moderar en una dècima al juliol i es va situar en 1,6 punts percentuals, segons l'índex de preus de consum har-

Expectatives incertes per a l'IPC, amb complicacions previsibles a partir del setembre.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Juliol

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	121,9	–0,2	0,4	1,5	2,1	2,5	4,8
Begudes alcohòliques i tabac	123,1	0,0	0,0	3,9	1,0	3,9	2,1
Vestit i calçat	106,7	–10,7	–11,0	–11,2	–11,5	1,1	1,1
Habitatge	123,1	0,8	0,3	4,4	5,1	5,8	6,8
Parament	110,6	–0,8	–0,6	0,7	1,2	2,0	2,7
Medicina	107,8	0,1	0,2	0,5	1,3	0,9	1,5
Transport	123,7	1,7	0,8	6,4	6,0	6,9	5,8
Comunicacions	90,6	–0,2	–0,2	–1,2	–0,9	–2,0	–1,4
Oci i cultura	104,2	1,2	1,2	0,3	0,3	–0,1	0,5
Ensenyament	121,7	0,0	0,1	0,6	0,4	4,2	3,9
Hotels, cafès i restaurants	125,8	0,9	0,9	3,8	4,0	4,3	4,5
Altres	118,7	–0,1	0,0	2,7	3,2	3,1	3,9
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	119,8	–0,0	0,1	2,1	2,3	2,9	4,0
Aliments sense elaboració	126,6	–0,5	0,9	1,1	1,3	2,1	5,4
Conjunt no alimentari	116,4	–0,8	–0,9	1,3	1,6	3,5	3,8
Béns industrials	111,6	–2,0	–2,4	–0,3	0,1	3,3	3,6
Productes energètics	*130,7*	*3,3*	*1,5*	*10,5*	*10,7*	*11,4*	*10,1*
Carburants i combustibles	*138,8*	*4,4*	*1,7*	*13,8*	*12,6*	*15,0*	*11,8*
Béns industrials sense productes energètics	*105,8*	*–3,7*	*–3,7*	*–3,5*	*–3,2*	*0,8*	*1,5*
Serveis	122,0	0,6	0,7	3,1	3,2	3,8	4,0
Inflació subjacent (**)	115,5	–1,1	–1,0	0,5	0,7	2,5	3,1
ÍNDEX GENERAL	**117,8**	**–0,6**	**–0,6**	**1,5**	**1,7**	**3,3**	**4,0**

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

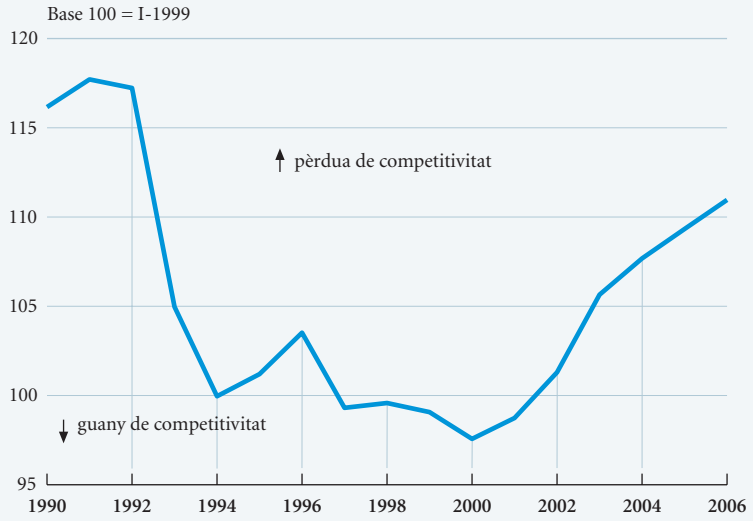
monitzat (IPCH). El creixement dels preus va ser superior a Espanya a gairebé totes els components de l'índex, llevat de les begudes alcohòliques, tabac i despeses mèdiques. A la resta de grups, el diferencial es va situar gairebé al voltant dels dos punts percentuals, i els més elevats van correspondre a aliments, comunicacions, hotels, cafès i restaurants.

Resultats pobres en competitivitat

La competitivitat enfront de l'exterior depèn de molts aspectes. Els empresaris han de ser capaços d'adaptar-se al nou i canviant entorn internacional, buscant els avantatges comparatius dels seus productes i encertant en la seva introducció en el mercat. En una economia com l'espanyola, les exportacions de béns i serveis comerciables de la qual són d'un nivell tecnològic mitjà, també és important l'evolució dels preus i dels costos relatius. La trajectòria de la competitivitat des d'aquest punt de vista es pot quantificar mitjançant els índexs de competitivitat, que es construeixen comparant l'evolució de la inflació i dels tipus de canvi d'un país enfront dels seus principals socis comercials.

ESPANYA PERD COMPETITIVITAT ENFRONT DELS PAÏSOS DESENVOLUPATS

Índex de competitivitat d'Espanya amb preus de consum enfront dels països desenvolupats



NOTA: 2006, primer semestre.
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

L'índex de competitivitat d'Espanya enfront dels països desenvolupats, mesurat amb els preus de consum durant els quinze últims anys, ha variat significativament. En aquest sentit, es poden distingir diferents períodes. Al començament de la dècada dels noranta, aquest índex mostrava una intensa pèrdua de competitivitat després de l'entrada de la pesseta en el Sistema Monetari Europeu a un tipus de canvi elevat. Les successives devaluacions que van tenir lloc a partir del mes de setembre de 1992 van representar un important guany de competitivitat. L'estabilitat macroeconòmica dels anys que van precedir la incorporació de la pesseta en l'euro el 1999 va contribuir a mantenir el nivell competitiu de l'economia espanyola. A més a més, la devaluació de l'euro en els primers anys de la seva existència també va beneficiar el nivell de l'índex. No obstant això, a partir de la dècada actual, s'ha produït una constant pèrdua de competitivitat, com es pot apreciar al gràfic adjunt, ja que el superior diferencial d'inflació amb els països desenvolupats no ha pogut ser compensat per una depreciació del tipus de canvi.

Especialment rellevant és l'evolució de la competitivitat en relació amb els països de la zona de l'euro, els nostres principals socis comercials. En aquest cas, l'evolució de l'índex a partir del llançament de l'euro es redueix al

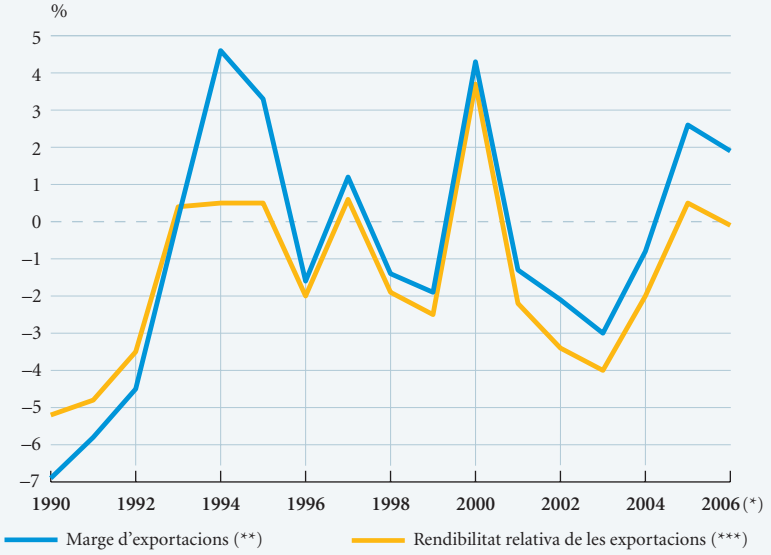
comportament del diferencial d'inflació amb aquests països, persistentment superior. D'aquesta manera, des del final de la dècada dels noranta, Espanya ha patit una sensible pèrdua de competitivitat en relació amb els països de la zona de l'euro.

Si en l'elaboració de l'índex utilitzem els costos laborals unitaris, en la dècada actual també s'observa una evolució desfavorable, tant enfront dels països desenvolupats com en relació amb els països de la zona de l'euro. Això és degut tant a un major creixement de la remuneració per assalariat com a un pobre augment de la productivitat.

El panorama varia si, en lloc de prendre els preus de consum relatius, considerem els preus d'exportació. En aquest cas, també es distingeixen les fases de pèrdua de competitivitat al començament dels noranta i d'uns grans guanys després de les devaluacions de 1992-1995. No obstant això, la situació s'ha mantingut força estabilitzada a partir de 1999, en especial enfront dels països de la zona de l'euro. Això s'explica perquè, amb la intensificació de la competència a causa de la globalització, els preus dels béns i dels serveis comerciables han tendit a igualar-se als mercats internacionals.

FEBLESA DE LA RENDIBILITAT RELATIVA DE LES EXPORTACIONS

Variació anual



NOTES: (*) Primer trimestre.
(**) Deflactor de les exportacions dividit pel cost laboral unitari.
(***) Deflactor de les exportacions dividit pel deflactor del producte interior brut.
FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

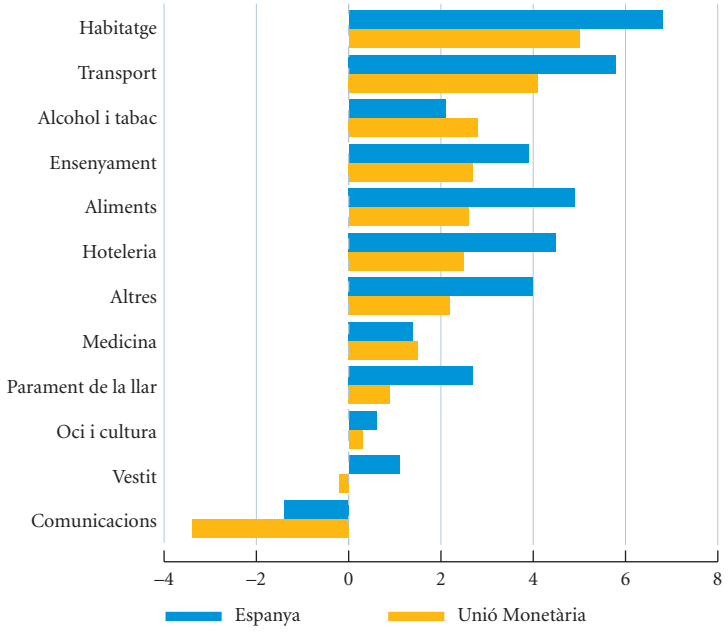
Això fa pensar que, en aquesta conjuntura, els marges de les empreses exportadores es poden haver ressentit. Així, el marge d'exportacions estimat pel deflactor de les exportacions dividit pel cost laboral unitari va experimentar caigudes en els primers anys de la dècada actual. No obstant això, l'any passat va començar una certa recuperació. D'altra banda, la rendibilitat relativa de les exportacions, estimada pel deflactor de les exportacions dividit pel deflactor del producte interior brut, presenta una evolució similar, com es pot observar al gràfic adjunt.

Atès que els productes comerciables, els subjectes a la competència internacional, es concentren al sector de les manufactures, paga la pena analitzar l'evolució dels preus i dels costos relatius en aquest apartat. Així, l'índex de competitivitat en relació amb els països desenvolupats, mesurat amb els preus industrials, mostra un perfil similar a l'índex amb els preus de consum, per bé que la pèrdua de competitivitat en els últims anys és una mica inferior. En canvi, si utilitzem els costos laborals unitaris al sector manufacturer, la pèrdua de competitivitat en els últims anys és fins i tot superior al cas dels costos laborals del conjunt de l'economia.

En resum, s'aprecia un problema de competitivitat-costos de l'economia espanyola, per bé que la reculada en relació amb els nostres socis comercials no és, ara com ara, excessiva. Aquest dèficit de competitivitat prové, en part, d'unes tensions inflacionistes més intenses i d'una baixa productivitat. Per afrontar la competència exterior, les empreses han de posar en joc les seves millors arts en gestió, tecnologia, comercialització i finançament. Però, atès que, actualment, no és possible el recurs a una devaluació competitiva del tipus de canvi, és necessari, a més a més, posar les condicions adequades perquè l'evolució dels preus i dels costos laborals doni suport a l'esforç de les empreses.

LA MAJOR PART DELS PREUS ES COMPORTEN PITJOR A ESPANYA QUE A LA ZONA DE L'EURO

Variació anual de l'IPCH per components a juliol del 2006



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Alça continguda dels preus de les manufactures

Els preus de producció dels productes industrials van mantenir al juliol el seu elevat creixement, el 6,4% interanual, i sense símptomes de moderació. El fort creixement dels preus es limita a l'energia i, especialment, als béns intermedis, el ritme d'augment dels quals es va situar en el

Les manufactures presenten creixements de preus moderats tot i la pressió intensa dels costos energètics i dels béns intermedis.

La moderació i, fins i tot, el descens dels preus d'importació constitueixen una pressió addicional per al sector industrial.

7,0%, gairebé el doble que al començament de l'exercici. En canvi, les manufactures de consum (no alimentàries) i els béns d'equipament van aconseguir mantenir augments de preus relativament modestos.

Des d'aquesta perspectiva, l'alça continguda de les manufactures no amenaça seriosament els preus finals de distribució, tot i que, no cal dir-ho, tampoc no n'afavoreixen la moderació. De fet, una situació com l'actual, de pressió intensa dels costos de producció (fins i tot els salaris creixen per damunt dels preus a l'engròs de les manufactures), té més d'amenaça sobre la rendibilitat i el futur de la indústria que sobre el benestar del consumidor, que, al capdavall, es beneficia d'una competència internacional creixent i d'uns preus d'importació baixos o en descens.

En aquest sentit, i amb dades relatives als sis primers mesos de l'any, s'aprecia com els preus d'importació van mantenir la tònica comentada. Els preus de les manufactures de consum no alimentari van augmentar només l'1,1%, mentre que els dels aliments importats i els dels béns d'equipament van experimentar un descens moderat. Clarament favorable és, d'altra banda, el comportament dels preus agraris, en clar descens fins al maig. Aquesta caiguda, del 3,7%, es basa en els preus agrícoles, ja que els ramaders van presentar una total estabilitat en els cinc primers mesos del 2006.

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

NOTA: (*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.

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

Sector exterior

El creixement del dèficit comercial s'esmorteeix al juny

El dèficit comercial va continuar augmentant amb força al juny, tot i que no amb la mateixa intensitat que en els mesos anteriors. Malgrat tot, el desequilibri en l'intercanvi exterior de mercaderies en el primer semestre va arribar als 43.213 milions d'euros, el 19,1% més que en el mateix període del 2005. El menor deteriorament relatiu de la situació obeeix a la recuperació de les exportacions en un context d'augment sostingut de les importacions.

La recuperació de les exportacions prové del major dinamisme del mercat llatinoamericà, dels Estats Units i també dels països emergents de l'antiga Unió Soviètica i asiàtics de nova industrialització. Així i tot, el mercat de la Unió Europea (UE) va mostrar una incipient millora que el va dur a registrar un creixement en volum del 4,5%, encara molt lluny de l'experimentat per tercers països, el 16,8% real. L'augment total de les vendes a l'exterior en el primer semestre va quedar en el 7,9% real, la qual cosa dibuixa una situació més esperançadora que en el primer

Ara com ara, el mercat dels països no UE evoluciona de forma més favorable que el de la Unió Europea, el qual, però, es comença a recuperar.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juny 2006

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% partici-pació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	20.544	44,1	15,9	3.883	41,8	4,5	–16.662	18,9
Béns de consum	36.082	13,5	27,9	32.089	9,0	37,3	–3.993	88,9
Alimentaris	*6.786*	*4,2*	*5,3*	*10.302*	*6,5*	*12,0*	*3.517*	*151,8*
No alimentaris	*29.296*	*15,6*	*22,7*	*21.786*	*8,1*	*25,3*	*–7.510*	*74,4*
Béns de capital	13.271	1,3	10,3	8.488	23,6	9,9	–4.783	64,0
Béns intermedis no energètics	59.336	11,2	45,9	41.560	11,8	48,3	–17.776	70,0
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 25	76.640	9,7	59,3	60.994	8,1	70,9	–15.646	79,6
Zona de l'euro	*64.050*	*8,7*	*49,6*	*48.645*	*6,7*	*56,6*	*–15.404*	*75,9*
Altres països	52.593	23,3	40,7	25.026	26,3	29,1	–27.567	47,6
Rússia	*3.657*	*52,2*	*2,8*	*658*	*35,7*	*0,8*	*–2.999*	*18,0*
Estats Units	*4.265*	*0,5*	*3,3*	*3.796*	*33,9*	*4,4*	*–468*	*89,0*
Japó	*2.944*	*–1,7*	*2,3*	*676*	*17,9*	*0,8*	*–2.268*	*23,0*
Amèrica Llatina	*7.150*	*46,7*	*5,5*	*4.976*	*43,5*	*5,8*	*–2.174*	*69,6*
OPEP	*10.827*	*42,5*	*8,4*	*2.130*	*7,3*	*2,5*	*–8.697*	*19,7*
Resta	*23.750*	*15,6*	*18,4*	*12.789*	*22,2*	*14,9*	*–10.961*	*53,8*
TOTAL	**129.233**	**14,9**	**100,0**	**86.020**	**12,9**	**100,0**	**–43.213**	**66,6**

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

Els béns de consum no alimentari importats s'obren pas al mercat espanyol.

semestre del 2005, quan les exportacions presentaven un clar estancament.

El dinamisme exportador es va concentrar especialment en els béns d'equipament, tot i que el to de les vendes de béns de consum es va mantenir en cotes elevades. En el període gener-juny, aquestes vendes van créixer gairebé el 8% real, mentre que les de béns de capital van augmentar el 17,3%. En el cas dels béns de consum, van ser especialment significatius els increments en electrònica de consum (75% nominal), medicaments (45%), confecció (22%) i components d'automoció (15%). Al costat negatiu de la balança es van situar les exportacions de mobles, electrodomèstics i joguines, amb reculades moderades, igual que les d'automòbils, que, tot i mantenir-se estables en relació amb el 2005, van continuar essent la principal partida exportadora del país (el 12,4% del valor total exportat).

El dèficit corrent creix el 31% fins al maig, impulsat per les diferents rúbriques de la balança.

Les importacions van continuar creixent amb força, el 8,9% real en el primer semestre, i van superar el registre del mateix període de l'any anterior. El component més dinàmic va ser el conjunt de béns de consum no alimentari, esperonat per la fortalesa de la demanda interior. A més a més, les alces intenses de les importacions de confecció, calçat i electrònica de consum són indicatives de la pèrdua de competitivitat de determinades branques industrials enfront de països productors a baix preu. En aquest sentit, les importacions procedents de la Xina superen ja clarament les dels Estats Units i el Japó conjuntament i igualen les de l'Amèrica Llatina en la seva totalitat o les del Regne Unit, la qual cosa representa un canvi radical del panorama existent fa un parell d'anys.

La major propensió a sortir a l'estranger dels espanyols incideix sobre el saldo turístic, de la mateixa manera que l'endeutament exterior de les famílies i de les empreses amplia el dèficit de rendes.

Així i tot, una part del gran increment de les importacions s'explica pel component energètic. El 60,2% de l'increment nominal de les compres exteriors respon a aquest fet. En aquest sentit, cal tenir en compte que el cost mitjà de la tona de petroli importat en el primer semestre va arribar als 364,5 euros, el 46,1% més que el 2005.

S'amplia el desequilibri del dèficit corrent

El desequilibri de la balança de pagaments es va continuar ampliant al maig, tot i que a un ritme una mica inferior al dels mesos precedents. Malgrat tot, el dèficit acumulat durant els cinc primers mesos de l'any va pujar a 37.802 milions d'euros, el 31,1% més que el mateix període de l'any precedent. El deteriorament de la balança corrent va ser generalitzat en les diferents rúbriques, tot i que, entre la balança comercial i la de serveis, s'explica més del 90% de l'augment del dèficit. En el cas de la balança de mercaderies, l'ampliació del dèficit va ser deguda a la fortalesa de les importacions, tot i la millora del to exportador, tal com s'ha vist en l'apartat anterior.

La balança de serveis, per la seva banda, va veure disminuir el seu excedent tant pel balanç del sector turístic com pel comerç de la resta de serveis. En el cas del turisme, es conjuga una caiguda moderada dels ingressos, el 3,6% fins al maig, amb un augment important dels pagaments, el 13,6% en el mateix període. La major propensió a viatjar dels espanyols, combinada amb una menor despesa turística dels estrangers al país, explica la situació.

Pel que fa a la balança de rendes, destaca el fort augment dels pagaments realitzats pel sector d'empreses i famílies a l'exterior, que incideix directament sobre el dèficit d'aquest sector institucional. L'impacte sobre la balança de rendes no és més intens per la intensa reducció del dèficit al sector financer i també per la contenció dels pagaments de les administracions per interessos del deute públic. Les rendes

BALANÇA DE PAGAMENTS

Acumulat 12 últims mesos en milions d'euros

	Maig 2005	Maig 2006	% variació
Balança corrent			
Balança comercial	–60.523	–74.615	23,3
Serveis			
Turisme	*25.832*	*25.365*	*–1,8*
Altres serveis	*–3.905*	*–5.492*	*40,7*
Total	21.927	19.873	–9,4
Rendes	–14.899	–17.282	16,0
Transferències	–1.652	–3.564	115,7
Total	**–55.147**	**–75.589**	**37,1**
Compte de capital	**7.270**	**7.179**	**–1,3**
Balança financera			
Inversions directes	–31.307	–37.016	18,2
Inversions de cartera	110.438	113.086	2,4
Altres inversions	–31.305	13.747	–
Total	**47.826**	**89.817**	**87,8**
Errors i omissions	–1.743	–2.072	18,9
Variació d'actius del Banc d'Espanya	1.794	–19.336	–

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.

d'inversió expliquen la major part del dèficit d'aquesta rúbrica, i li correspon a les rendes del treball una part residual.

Finalment, la balança de transferències està limitada pel fort augment de les remeses dels estrangers a l'exterior. Així i tot, aquestes xifres són molt inferiors al volum total de recursos que mobilitzen les transferències públiques, en particular les procedents de la Unió Europea, rúbrica àmpliament deficitària en els cinc primers mesos del 2006.

En l'àmbit financer, la inversió estrangera a Espanya va tendir a estabilitzar-se, tot i que, en els cinc primers mesos de l'any, el seu volum total va quedar el 12,7% per sota de l'any passat. En aquesta mateixa línia es va situar la inversió immobiliària. Radicalment oposat és el panorama de la inversió espanyola directa a l'exterior, que gairebé va triplicar la del període gener-maig del 2005. Aquest impuls va ser degut, parcialment, a l'auge de la inversió immobiliària, que gairebé va doblar els registres de l'any passat.

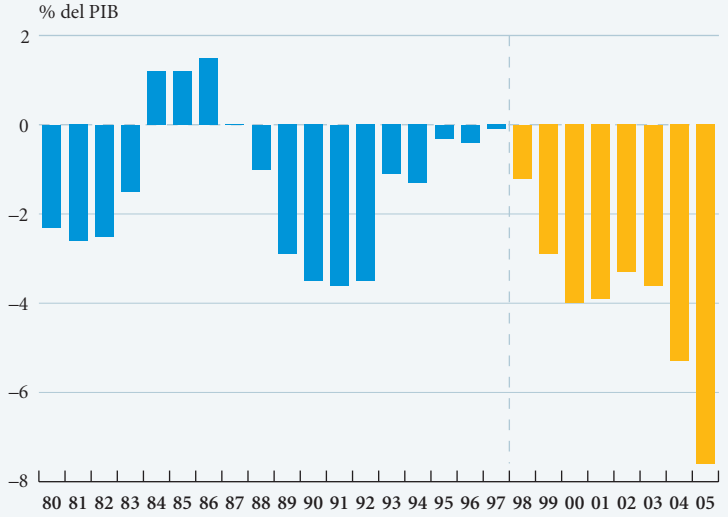
La inversió estrangera directa va a la baixa i l'espanyola a l'exterior es dispara, en especial en l'immobiliari.

El dèficit corrent a Espanya: Hi ha llum al final del túnel?

Des del 1998, el saldo de la balança per compte corrent espanyola ha experimentat un deteriorament constant i ha assolit un màxim històric del 7,6% del producte interior brut (PIB) el 2005. El 2006 les previsions de la Comissió Europea apunten a un percentatge encara més alt.

EL DÈFICIT CORRENT SE SITUA EN MÀXIMS

Saldo per compte corrent



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

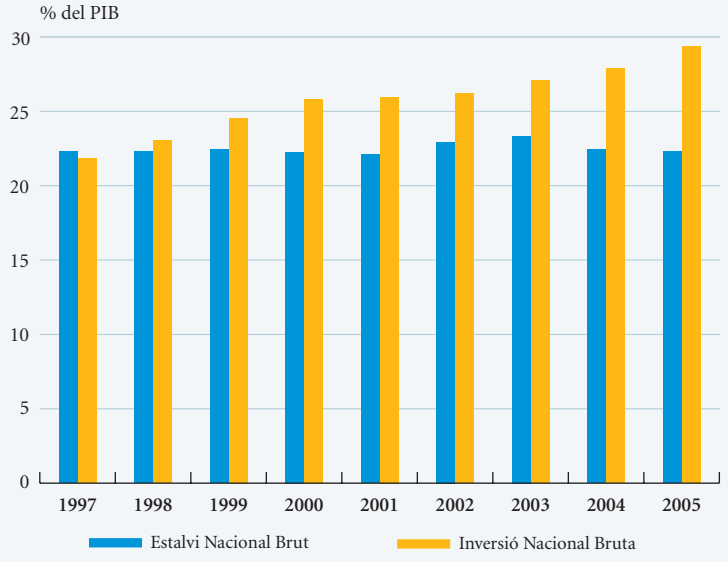
Aquesta tendència, l'inici de la qual coincideix amb l'ingrés d'Espanya a la Unió Econòmica i Monetària (UEM), ha empitjorat notablement la posició d'inversió internacional neta de l'economia espanyola. És a dir, la diferència entre els actius estrangers nets en mans espanyoles i els actius espanyols nets en mans estrangeres ha augmentat progressivament, de manera que, el 2005, la posició deutora d'Espanya va passar a ser del 47% del PIB. Tot plegat ha generat una certa preocupació i un intens debat sobre la sostenibilitat futura del dèficit.

Què significa tenir un dèficit per compte corrent? Des de la lectura més comuna, el saldo per compte corrent no és més que una mitjana àmplia del que el país comercia amb la resta del món. En ser negatiu, el saldo de la balança espanyola ens indica que comprem (importem) més del que venem (exportem) a l'exterior.

Des d'una altra perspectiva, el saldo per compte corrent pot ser interpretat com la diferència entre l'estalvi i la inversió nacional. En aquest cas, el dèficit per compte corrent espanyol ens indica que invertim més del que estalviem. Veiem al gràfic adjunt que l'estalvi s'ha mantingut estable al voltant del 22% del PIB, mentre que la inversió s'ha accelerat i ha passat del 23% del PIB a superar el 29%. Quins factors ens han dut a l'elevat dèficit per compte corrent i a la seva persistència des del final dels noranta?

LA INVERSIÓ AUGMENTA MÉS QUE L'ESTALVI

Estalvi i inversió a l'economia espanyola



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

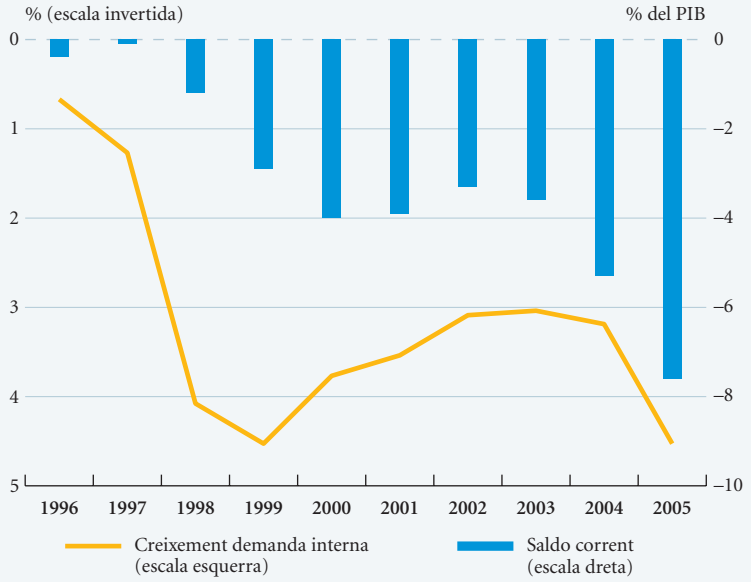
Determinants del dèficit per compte corrent espanyol

A simple vista, sembla obvi que el detonant immediat del canvi de tendència observat a la balança per compte corrent espanyola va ser el compromís de l'ingrés d'Espanya a la UEM. Amb una *inflació* més controlada i l'eliminació del *risc associat al tipus de canvi,* els tipus d'interès espanyols van baixar del 9% del 1996 al 4,25% del 1999. Al mateix temps, el tipus d'interès real va baixar del 2% inicial a gairebé el 0%. A tot plegat cal afegir una major afluència de capital internacional a conseqüència de les menors barreres al capital dins de la UEM i una revisió a l'alça de les expectatives de creixement i rendibilitat de la inversió a Espanya, resultat de la convergència real esperada en una unió monetària.

La major disponibilitat de crèdit a un cost menor va comportar un augment del consum (i un menor estalvi), mentre que la major rendibilitat esperada i el menor cost de finançament van conduir a una major inversió interna. Fins ara, les expectatives de creixement s'han complert, i Espanya ha crescut, de mitjana, al 3,5% anual des del 2002, per damunt del 2% corresponent a la mitjana de la Unió Europea dels 15. No obstant això, hi ha senyals que fan pensar que aquest major creixement és degut a factors de més dinamisme de la demanda interna i no a una oferta més productiva. D'una banda, la productivitat espanyola s'ha desaccelerat a Espanya des de la meitat dels anys vuitanta, de manera que el major creixement econòmic s'ha basat, sobretot, en un ús més intensiu del capital i de l'ocupació. De l'altra, el diferencial d'inflació en relació amb la Unió Europea ha augmentat de manera notable des del 1997, la qual cosa apunta més a pressions inflacionistes, resultants d'una embranzida del creixement a partir de factors de demanda, que a un creixement impulsat per l'oferta i a partir de guanys de productivitat.

EL CREIXEMENT DE LA DEMANDA INTERNA TIRA DEL DÈFICIT CORRENT

Saldo per compte corrent i creixement de la demanda interna real



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

Els principals factors que haurien contribuït a aquest major dinamisme de la demanda són dos: la major *disponibilitat de capital a baix cost* esmentada més amunt i el *factor migratori*. La immigració a Espanya ha augmentat notablement en l'última dècada i ha contribuït a una major disponibilitat de força de treball i a una major demanda interna. El 31 de desembre de 1996, el nombre d'estrangers considerats residents econòmics era de 257.037, mentre que, segons dades recents, el nombre d'estrangers empadronats puja ja a 3,88 milions.

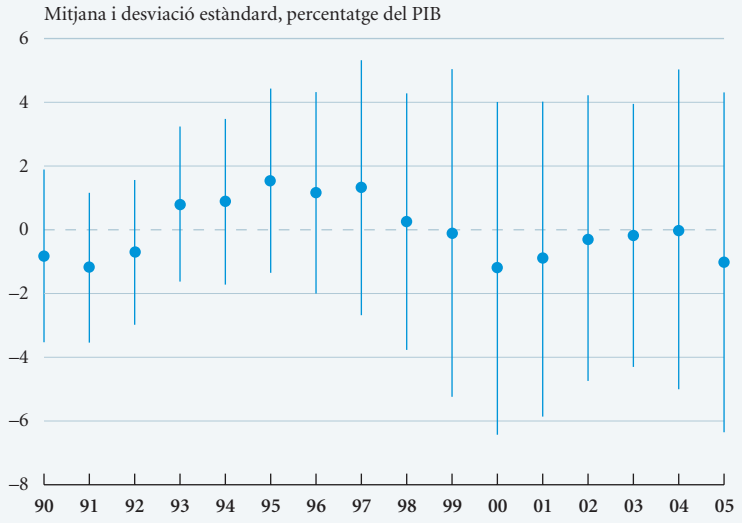
A més dels factors vinculats a l'ingrés d'Espanya a la UEM i del factor migratori, cal destacar factors de caràcter extern que podrien haver influït en l'evolució del compte corrent espanyol. Concretament, ens referim a l'augment de l'estalvi mundial atribuït, sobretot, al major estalvi d'alguns països asiàtics i països exportadors de petroli (vegeu el quadre de la pàgina 10), que podria haver influït de forma indirecta mitjançant la seva repercussió a nivell UEM. No obstant això, el flux net de capital estranger a Espanya prové majoritàriament de la mateixa UEM, de manera que el major estalvi de certs països membres (especialment Alemanya) i un menor creixement i una menor rendibilitat esperada de la inversió interna en aquests països hauria tingut, probablement, una major transcendència, amb la seva contribució al baix tipus d'interès i a la major disponibilitat de capital a nivell UEM.

Per què preocupa el dèficit?

El dèficit corrent espanyol s'enquadra en un marc de creixent dispersió dels saldos per compte corrent tant a nivell mundial com a nivell de la UEM, com es pot veure al gràfic adjunt. Hi ha qui apunta que aquesta major dispersió no és més que el reflex d'una reassignació més eficient de l'estalvi i de la inversió a nivell internacional, conseqüència d'una reducció de les barreres a la circulació del capital. Per tant, desequilibris més grans dels saldos per compte corrent es podrien llegir com un signe de bon funcionament dels mercats financers internacionals.

CREIX LA DISPERSIÓ DELS SALDOS PER COMPTE CORRENT A LA UEM

Mitjana i dispersió dels saldos per compte corrent a a zona de l'euro (*)



NOTA: (*) Per a cada any, el punt central correspon a la mitjana i els extrems, a ± una desviació estàndard.
FONTS: FMI i elaboració pròpia.

El dèficit per compte corrent es podria veure fins i tot com un senyal de prosperitat. Una visió d'equilibri intertemporal de la balança de pagaments admet la possibilitat de dèficit, sempre que l'estalvi importat s'inverteixi de manera que permeti tornar el diner prestat. Des d'aquesta perspectiva, el dèficit no seria més que el resultat d'una assignació òptima de recursos futurs cap a consum present que ja incorporaria l'obligació de tornar els fons prestats, garantint així la solvència. Aquesta línia de pensament es basa en dos supòsits clau: que els agents econòmics prenen decisions òptimes de manera consistent i racional i que entenen, interpreten i incorporen correctament la informació disponible. Hi ha qui apunta al poc realisme dels dos supòsits, de manera que la condició de solvència no està assegurada. Fins i tot complint-se els dos supòsits, la sostenibilitat dependria encara del fet que el creditor extern continués disposat a finançar el dèficit i que no sorgissin dubtes per la seva banda sobre la capacitat o la voluntat de tornar el deute en el futur.

Així, doncs, el que preocupa del dèficit és, d'una banda, si el major crèdit que comporta és utilitzat de forma que garanteixi la solvència futura i, de l'altra, la possibilitat d'un ajustament sobtat del desequilibri extern amb repercussions notòries sobre la demanda interna i el creixement.

Solvència

Quan un país incorre en un dèficit per compte corrent, s'endeuta amb la resta del món. Com qualsevol altre, aquest deute comporta una obligació de devolució futura, la qual cosa significa que, en algun moment, necessitarem generar superàvit per compte corrent per poder saldar el deute. Si el crèdit extern s'utilitza per millorar el capital productiu, de manera que en el futur ens permeti créixer de forma sostinguda sense pressions inflacionistes i recuperar la competitivitat externa, amb més probabilitat es podrà ajustar la balança per compte corrent i tornar el deute. Si, en canvi, la major disponibilitat de capital és destinada a finançar crèdit al consum, poc s'estarà fent per a la capacitat de tornar el deute, i es podria comprometre la solvència. Així mateix,

com més endeutada estigui una economia i més dubtes hi hagi sobre l'ús del crèdit i l'habilitat de retornar el deute en el futur, més vulnerable serà aquesta economia a un canvi d'expectatives per part del creditor extern.

Ajustaments sobtats

Al final, el que realment preocupa és què passaria si, de sobte, l'inversor estranger decidís reestructurar la seva cartera i la nostra disponibilitat de crèdit extern s'interrompés. Si això passés, la demanda espanyola de capital estranger s'hauria d'ajustar de manera sobtada a la disminució de l'oferta de crèdit. Això implicaria una menor inversió i/o consum interns, de manera que l'ajustament financer es traduiria en un ajustament de l'economia.

Pel que fa als mecanismes que podrien desencadenar aquest ajustament real, en el cas espanyol els més probables són tres. En primer lloc, una revisió a l'alça de les primes associades als préstecs espanyols per part dels creditors externs, arran, per exemple, d'una revisió a l'alça del risc associat a les inversions espanyoles. Les majors primes encaririen el crèdit i, al seu torn, la inversió i el consum, i en disminuiria la demanda i la demanda agregada i també la diferència estalvi-inversió. Un segon escenari, amb els mateixos efectes, vindria per un augment dels tipus d'interès per part del BCE destinat a mitigar pressions inflacionistes a nivell de la UEM. Finalment, la pèrdua de competitivitat externa a conseqüència d'una constant apreciació del tipus de canvi real també podria iniciar un ajustament. En aquest cas, el major preu relatiu de les nostres exportacions frenaria la demanda externa dels nostres béns i el saldo per compte corrent. Al seu torn, la menor demanda duria les empreses a invertir menys i a controlar els costos de producció (ja sigui per la via de l'ocupació o per la via dels salaris), de manera que també disminuirien la inversió i el consum i s'arribaria a una reducció encara més intensa de la demanda agregada i del dèficit per compte corrent.

En qualsevol dels escenaris, l'oferta agregada del país s'hauria d'ajustar a una demanda més baixa. Atès que Espanya no pot recórrer al tipus de canvi nominal per mitigar un possible ajustament, aquest ajustament només es podria produir per la via dels preus o per la via de l'ocupació. És a dir, les empreses es podrien adaptar a la menor demanda mantenint l'ocupació i abaixant els salaris, o mantenint els salaris i reduint les plantilles. Si fos necessari un ajustament sobtat, el més probable és que es produís un ajustament de l'ocupació, atesa l'enorme rigidesa dels salaris nominals, sobretot a curt termini. Per aquest motiu, fent cas del «més val curar-se en salut», hauríem de centrar els nostres esforços en maximitzar les nostres garanties de solvència futura i en minimitzar la vulnerabilitat de l'economia espanyola a reversions sobtades del grau de finançament extern, amb el que això implicaria per a l'economia real.

Els inversors espanyols descobreixen Europa

El vermell és el color que predomina a la balança de pagaments espanyola, a causa dels dèficits que presenten la major part dels comptes en què es divideix. Però el vermell més estimulant és el corresponent al compte d'inversions directes. Això significa que les sortides de capital, és a dir, la inversió espanyola directa a l'exterior (accions, finançament d'empreses relacionades, immobles, beneficis reinvertits i altres participacions), superen les entrades, és a dir, la inversió estrangera directa a Espanya, la qual cosa constitueix un signe positiu en un món globalitzat. Tampoc no és una novetat. Des de fa molts anys, Espanya és un dels principals països en termes d'inversió directa internacional.

INVERSIÓ ESTRANGERA DIRECTA ALS PAÏSOS DE L'OCDE

Fluxos acumulats 1996-2005 (*)

Entrades			Sortides			Inversió neta (diferència)		
1	Estats Units	1.539,7	1	Estats Units	1.414,1	1	França	379,1
2	Bèlgica/Luxemburg	948,8	2	Regne Unit	1.021,1	2	Regne Unit	368,0
3	Regne Unit	653,1	3	Bèlgica/Luxemburg	962,0	3	Japó	244,0
4	Alemanya	424,5	4	França	782,1	4	Països Baixos	177,3
5	França	402,9	5	Països Baixos	489,9	5	Suïssa	154,4
6	Països Baixos	312,6	6	Alemanya	459,0	**6**	**Espanya**	**107,8**
7	Canadà	228,3	**7**	**Espanya**	**332,4**	7	Canadà	65,8
8	**Espanya**	**224,6**	8	Japó	304,1	8	Itàlia	47,1
9	Mèxic	164,2	9	Canadà	294,1	9	Alemanya	34,5
10	Suècia	157,2	10	Suïssa	242,2	10	Suècia	23,7

NOTA: (*) Milers de milions de dòlars.
FONT: OCDE.

De fet, la internacionalització de l'empresa espanyola és un fenomen relativament recent i, fins al canvi de segle, va tenir com a escenari principal el mercat sud-americà i els sectors de telecomunicacions, energia i aigua. En aquells moments, les grans multinacionals espanyoles, com Repsol i Telefónica principalment, i també algunes companyies de serveis públics, com Endesa o Agbar, van ocupar una posició rellevant en un mercat que, per proximitat cultural o lingüística, era una opció estratègica per a l'economia espanyola.

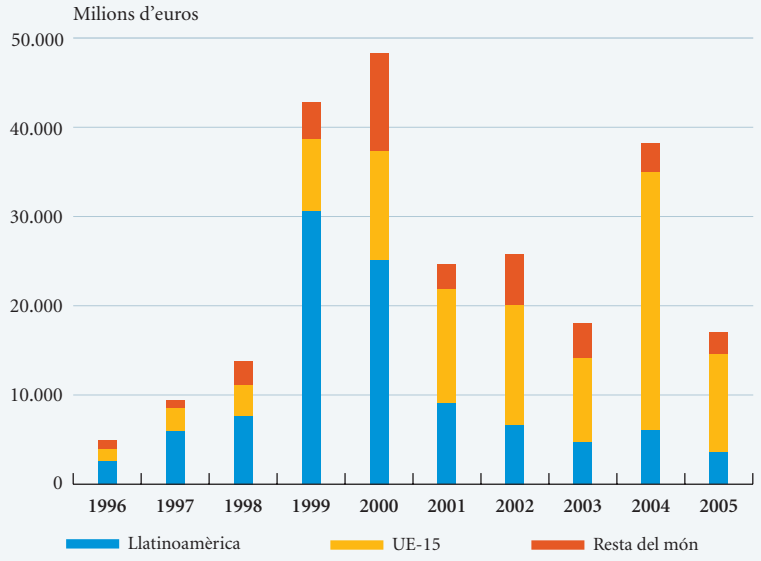
La crisi borsària de l'any 2000, les dificultats de les economies llatinoamericanes i la mateixa consolidació de les inversions espanyoles a la zona van refredar aquesta opció, en un moment en què, en general, els fluxos de finançament internacional van experimentar un descens notable. A partir del 2001, la Unió Europea (UE) es va convertir en el referent bàsic de la inversió exterior directa de l'economia espanyola, i la zona llatinoamericana va passar a un segon nivell. A una certa distància, ja en tercera posició, destaquen les inversions als Estats Units i, posteriorment, les destinades als països de la Unió ampliada.

La inversió exterior espanyola en els últims anys s'ha dirigit, principalment, al sector terciari, tot i que la quota corresponent a la indústria no ha estat menyspreable, en particular el 2003. Les inversions al sector serveis han tingut com a principal destinació la banca i les comunicacions, sectors que han dut a terme una notable estratègia de posicionament internacional. La inversió exterior al sector bancari ha tingut a la UE una destinació principal en els cinc últims anys. També cal destacar, a partir del 2003, les operacions amb els nous països de la UE.

En el cas de les telecomunicacions, Llatinoamèrica va ser clau fins a l'any 2000, ja que gairebé tota la inversió exterior en aquest sector es va dirigir a aquesta zona. En canvi, des del 2002, només el 20% de les inversions en telecomunicacions va a Llatinoamèrica, i es dirigeix la major part a la UE i, des del 2005 especialment, als països de l'ampliació. Les inversions al sector comercial, principalment al comerç a l'engròs, al transport aeri i, ja el 2005, a l'immobiliari han tingut una certa rellevància. Finalment, també el sector immobiliari ha atret l'interès dels inversors espanyols més recentment, en particular a la UE (Regne Unit) i, amb menys pes, en determinats països llatinoamericans.

LA UE AGAFA EL RELLEU DE LLATINOAMÈRICA COM A DESTINACIÓ DE LES INVERSIONS EXTERIORS ESPANYOLES

Inversió bruta directa a l'exterior (*)



NOTA: (*) Excloses les Entitats de Tinença de Valors Estrangers.
FONTS: Ministeri d'Economia i elaboració pròpia.

En l'àmbit industrial, el canvi de segle marca la nova pauta en les inversions espanyoles directes a l'exterior. A partir de l'any 2000, les inversions en energia i aigua i també al continent llatinoamericà perden protagonisme en benefici de la UE i d'altres sectors econòmics, principalment materials de construcció, aliments i begudes i, en algun exercici puntual, la química.

També emergeixen tímidament les operacions en altres països. Així, les inversions als països de l'ampliació europea adquireixen una certa rellevància a partir de l'any 2000 i arriben a representar entre el 4% i el 6% de la inversió total entre els anys 2000 i 2004. De la mateixa manera, tot i que amb menys regularitat, també destaquen algunes operacions en països desenvolupats no UE. Força menys importància en relació amb el global tenen les operacions d'inversió industrial en països productors a baix cost, tot i que han proliferat en els últims anys. De fet, les inversions industrials en països asiàtics diferents del Japó han tingut la Xina com a destinació important, en especial a partir del 2002. Els principals sectors destinataris de la inversió a la Xina van ser la indústria alimentària, l'automoció (components), els productes minerals no metàl·lics i la metal·lúrgia.

Recerca de competitivitat, creació de nous mercats, supervivència o creixement? Probablement l'empresa espanyola busca el seu lloc al món, per exigències del guió globalitzador i com a senyal de maduresa d'una de les majors economies del món.

Sector públic

La recaptació d'impostos creix més que l'economia

La recaptació tributària de l'Estat per la via dels impostos generals va a tota màquina, impulsada pel bon moment econòmic, el creixement de l'ocupació i el to positiu dels mercats financers. En el primer semestre del 2006, els ingressos per impostos van arribar als 78.279 milions d'euros i van créixer l'11,9% en relació amb el mateix període de l'any anterior. Aquest creixement seria una mica superior, concretament del 12,7%, si es calculés a partir de les xifres homogènies, és a dir, bàsicament eliminant les distorsions derivades de canvis en el calendari o de ritme de devolucions. Així, doncs, la recaptació fiscal avança al voltant de quatre punts per damunt del ritme d'expansió nominal de la demanda interna.

El bon to de la recaptació és comú a les principals figures impositives, llevat dels impostos especials. Així, els ingressos per renda de persones físiques (IRPF) creixen 14,1% en termes homogenis, i, en aquest sentit, cal destacar els increments en les retencions sobre els fons d'inversió i les corresponents a les rendes de capital. En el primer cas, les alces borsàries i, en el segon, les pujades de tipus i l'auge dels pagaments per dividends expliquen els forts increments (36% i 18%, respectivament).

El bon moment econòmic afavoreix l'expansió dels ingressos tributaris.

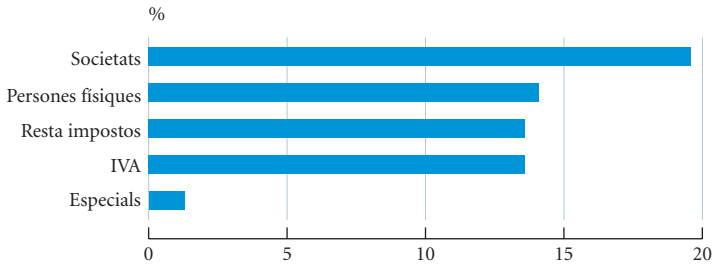
El gros de la recaptació per IRPF correspon a les retencions sobre les rendes del treball personal, que, en conjunt, van créixer l'11,8%. El creixement més notable en aquest apartat va correspondre a les retencions sobre les rendes dels treballadors de les administracions públiques (el 12,9% fins als 5.703 milions d'euros), seguides de les procedents de les petites i mitjanes empreses (el 12,6% fins als 7.882 milions). Molt similar va ser l'augment de la recaptació del segment de grans empreses, l'11,1% fins als 14.289 milions. Finalment, les retencions per lloguers també van augmentar el 10% i van arribar als 716 milions d'euros.

La imposició directa creix a un ritme elevat, en particular l'impost de societats.

Pel que fa a la imposició directa, els ingressos per l'impost de societats van créi-

LA IMPOSICIÓ DIRECTA CREIX AMB MÉS FORÇA

Ingressos tributaris homogenis per figures impositives. Primer semestre del 2006 en relació amb el mateix període de l'any anterior



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

Intens augment de la recaptació per IVA, mentre que els impostos especials pateixen els efectes de la feblesa recaptadora de les seves dues principals figures, carburants i tabac.

xer també de manera important, el 19,6% en termes homogenis, per la bona evolució dels pagaments a compte, magnitud relacionada amb els resultats empresarials de l'any anterior. Cal destacar també l'important augment de la recaptació per actes d'inspecció.

En l'àmbit de la imposició indirecta, el creixement dels ingressos totals per l'impost sobre el valor afegit (IVA) es va accelerar fins al 13,6%, i, en aquest sentit, cal destacar l'espectacular augment en els ingressos procedents de grans empreses i exportadors (18,4%) i en els d'importació (12,2%). Els impostos especials, en canvi, van créixer només l'1,3% en termes homogenis, afectats pel baix to de les seves dues principals figures impositives, l'impost especial sobre hidrocarburs i l'impost general sobre els productes del tabac. En el primer cas, la caiguda de la demanda de benzines (substituïda gairebé en la seva totalitat pel consum de gasoil, amb un tipus impositiu més baix) i, en el segon, el descens del consum, expliquen la feblesa de la recaptació.

Estalvi i finançament

El finançament a les empreses i famílies es dispara

Els tipus d'interès bancaris actius continuen pujant i reflecteixen el gir alcista del Banc Central Europeu iniciat al desembre i les expectatives que continuï en els propers mesos. D'aquesta manera, l'euríbor a un any, molt utilitzat com a índex de referència, especialment en les hipoteques, va pujar 14 punts bàsics al juliol fins al 3,54%, amb un augment acumulat en els dotze últims mesos de 137 punts bàsics. Així i tot, es continua col·locant per sota de la taxa d'inflació, en el 4,0% al juliol, la qual cosa representa uns tipus d'interès reals negatius.

Amb una mica més de detall, i amb dades que arriben fins al juny, s'observa que, en general, els tipus d'interès dels préstecs i dels crèdits concedits per les entitats financeres als seus clients van continuar repuntant fins a situar-se, de mitjana, en el 4,52%. El tipus d'interès a les empreses es col·locava en el 4,11%, mentre que el corresponent als particulars era del 4,91%. El tipus per a l'habitatge se situava en el 4,19%, mentre que el del consum era sensiblement superior, del 8,70%, tot i que presentava un lleuger descens de 5 punts bàsics en relació amb dos mesos enrere, a conseqüència de la intensificació de la competència en aquest segment del mercat.

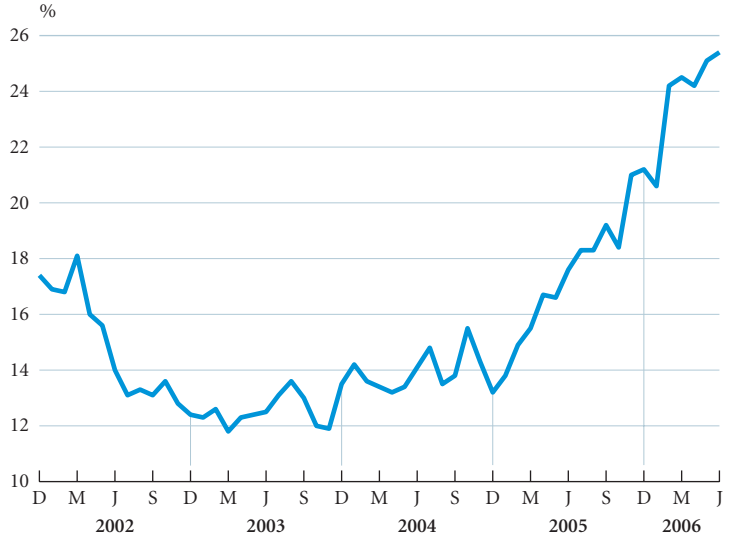
L'euríbor a 1 any puja 137 punts bàsics en els dotze últims mesos, però se situa per sota de la taxa d'inflació.

Tot i la pujada dels tipus d'interès, el finançament del sector privat es va incrementar el 23,4% al final del primer semestre en relació amb el mateix període

El ritme de creixement del finançament al sector privat dobla el de la zona de l'euro.

EL FINANÇAMENT A LES EMPRESES CREIX AL RITME MÉS INTENS DELS DEU ÚLTIMS ANYS

Variació interanual del finançament a les societats no financeres



FONT: Banc d'Espanya.

LLEUGER ALENTIMENT DEL CRÈDIT BANCARI PER A L'HABITATGE

Variació interanual dels préstecs d'entitats de crèdit residents i préstecs titulitzats destinats a habitatge

FONT: Banc d'Espanya.

La morositat continua en cotes molt baixes.

de l'any anterior. Aquesta taxa és la més elevada de les registrades, com a mínim, en els deu últims anys i dobla la de la zona de l'euro. Aquest impuls és degut, sobretot, a les empreses, que van anotar un augment anual del finançament del 25,4%.

El finançament a les famílies va pujar menys, el 21,0% en l'últim any, però continua essent molt alt. El seu principal integrant, les hipoteques per a l'habitatge, es va expandir a un ritme força ràpid, del 23,0%, tot i que presentava signes d'una certa moderació, si el comparem amb les taxes del 24,6% anotades el 2005. Des d'aquesta perspectiva, les entitats financeres han dirigit la seva vista al crèdit al consum i han flexibilitzat les ofertes per a la compra d'automòbils, mobles, electrodomèstics, etc. Així, en el primer semestre, l'import de les noves operacions de crèdit al consum va pujar el 15,3% en relació amb el mateix període de l'any passat.

Els dipòsits del sector privat a les entitats de crèdit superen per primer cop el bilió d'euros.

Tot i la gran expansió del crèdit en els últims anys, les taxes de morositat es mantenen en cotes històricament molt baixes. Segons les últimes dades disponibles, la taxa de morositat del crèdit a les empreses i famílies va baixar fins al 0,75% al final de març. La ràtio de dubtositat dels crèdits per a l'adquisició d'habitatges encara era inferior, del 0,39%, per bé que va experimentar un lleuger augment d'una centèsima.

Els bancs recuperen terreny al segment dels dipòsits

Els tipus d'interès dels dipòsits bancaris també han experimentat un repunt en els últims mesos. De tota manera, el tipus mitjà dels dipòsits bancaris encara se situava en un nivell relativament reduït al final de juny.

En un entorn de dinamisme econòmic, els dipòsits bancaris han continuat creixent a ritmes molt alts, una mica per sota de les taxes registrades pels crèdits. Així, els dipòsits del sector privat a les entitats de crèdit van superar per primer cop el bilió d'euros al juny, amb una alça del

21,0% en els dotze últims mesos. Cal destacar l'espectacular ascens dels dipòsits en moneda estrangera, a causa dels diferencials de tipus d'interès al seu favor. Les imposicions a termini a més de dos anys, que es beneficien d'un tractament fiscal favorable dels interessos, també mostren un gran increment anual del 42%, que es redueix al 20% en els terminis inferiors. Per la seva banda, els comptes a la vista i d'estalvi van créixer un notable 11% des del juny del 2005 fins al juny del 2006.

D'altra banda, tot i que les caixes continuen mantenint una quota de mercat superior a la dels bancs en aquest segment, la banca ha recuperat terreny en els dotze últims mesos. Així, els dipòsits del sector privat als bancs van augmentar el 24,6% en l'últim any, enfront del 18,3% de les caixes d'estalvis.

Un altre instrument financer que gaudeix del favor dels estalviadors són els fons d'inversió. Segons les dades provisionals facilitades per l'associació de gestores Inverco, el volum d'actius dels fons d'inversió mobiliària se situava en 252.120 milions d'euros al final de juliol, amb un augment del 2,6% en relació amb el tancament del 2005. Al llarg dels set primers mesos d'enguany, les subscripcions netes acumulades (descomptant les retirades de fons) van pujar a 4.801 milions d'euros, tot i uns reemborsaments nets de 608 milions d'euros al juliol.

El rendiment mitjà registrat pels fons d'inversió va ser del 3,5% en els dotze últims mesos fins al juliol, però es va registrar una gran dispersió en funció de les diferents categories.

La renda variable nacional encapçala la classificació dels fons d'inversió mobiliària per rendibilitats.

En l'àmbit de l'estalvi a llarg termini, orientat a atendre les necessitats financeres després de la jubilació, els fons de pensions continuen progressant. Al final del primer semestre, el seu volum d'actius va arribar als 73.560 milions d'euros, amb un augment del 10,7% en els dotze últims mesos. El nombre de comptes de partícips va pujar fins a 9.539.076, amb un augment del 8,5% en relació amb el juny del 2005. Les aportacions netes en els sis primers mesos de l'exercici van sumar 503 milions d'euros. La rendibilitat anual mitjana ponderada aconseguida en els 16 últims anys ha estat del 6,6%, sensiblement superior a la taxa d'inflació.

Els fons de pensions anoten un rendiment anual mitjà del 7% en els 16 últims anys, sensiblement superior a la inflació.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juny 2006

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (*)	419.845	23.655	6,0	42.761	11,3	41,3
A termini fins a 2 anys	212.077	21.557	11,3	35.033	19,8	20,9
A termini a més de 2 anys	289.351	48.744	20,3	85.692	42,1	28,5
Cessions temporals	69.737	–3.309	–4,5	–4.246	–5,7	6,9
Total	**991.011**	**90.647**	**10,1**	**159.242**	**19,1**	**97,5**
Dipòsits en monedes no euro	**25.181**	**9.542**	**61,0**	**17.390**	**223,2**	**2,5**
TOTAL	**1.016.192**	**100.189**	**10,9**	**176.632**	**21,0**	**100,0**

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

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**

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)

■ **COL·LECCIÓ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"**

1. **El problema de la productivitat a Espanya: quin és el paper de la regulació?** Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell i Àlex Ruiz Posino
   Juny 2006

■ **COL·LECCIÓ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS**

1. **Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid** Jordi Gual and Sandra Jódar
   June 2006

Consell Assessor del Servei d'Estudis

El Consell Assessor orienta el Servei d'Estudis en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Carles Boix
  Universitat de Chicago
- Josep M. Carrau
  "la Caixa"
- Antón Costas
  Universitat de Barcelona
- Juan José Dolado
  Universitat Carlos III
- Jordi Galí
  CREI i Universitat Pompeu Fabra
- José Luis García Delgado
  Universitat Complutense
- Teresa Garcia-Milà
  Universitat Pompeu Fabra
- Andreu Mas Colell
  Universitat Pompeu Fabra
- Víctor Pérez Díaz
  Universitat Complutense
- Xavier Vives
  IESE i ICREA-UPF