

Informe Mensual



NÚMERO 284

Quin és l'impacte dels alts preus del petroli sobre el PIB i la inflació? Pàg. 12

El peatge d'un petroli més car és habitualment menys creixement i més inflació. Per què no succeeix ara?

El superàvit dels tres mites i de com la Xina ja fabrica rellotges Pàg. 15

Cal canviar algunes idees preconcebudes sobre la producció i el comerç exterior de la Xina

Importants mancances espanyoles en matèria energètica Pàg. 47

Excessiva dependència del petroli i baixa eficiència energètica ens fan més vulnerables a una crisi

Del pou de petroli a l'IPC. Com es transmet la pujada de preus del cru? Pàg. 59

L'impacte és directe sobre el subíndex de combustible, però la transmissió a la resta de components és complexa

Ràpid deteriorament de la balança exterior Pàg. 65

El dèficit corrent de l'economia espanyola supera el dels Estats Units el 2005

Previsions

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

	2004	2005	2006	2004		2005			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMIA INTERNACIONAL									
	Previsions			Previsions					
Producte interior brut									
Estats Units	4,2	3,5	3,2	3,8	3,8	3,6	3,6	3,5	3,4
Japó	2,6	1,8	1,4	2,4	0,9	1,0	2,2	2,2	1,9
Regne Unit	3,2	1,8	2,1	3,0	2,5	1,7	1,5	1,8	2,0
Zona de l'euro	1,8	1,3	1,7	1,8	1,6	1,3	1,1	1,2	1,5
<i>Alemanya</i>	1,1	0,9	1,3	1,1	0,5	0,8	0,6	1,0	1,2
<i>França</i>	2,1	1,5	1,9	1,8	2,1	1,9	1,3	1,3	1,4
Preus de consum									
Estats Units	2,7	3,0	2,4	2,7	3,3	3,0	2,9	3,3	2,8
Japó	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,3	0,0
Regne Unit	2,2	2,3	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,3
Zona de l'euro	2,1	2,2	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,4
<i>Alemanya</i>	1,7	1,9	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	2,1	2,3
<i>França</i>	2,1	1,8	1,7	2,3	2,1	1,7	1,7	1,8	2,0
ECONOMIA ESPANYOLA									
	Previsions			Previsions					
Agregats macroeconòmics									
Consum de les llars	4,4	4,6	3,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,5	4,1
Consum de les AP	6,0	5,2	4,7	6,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,5
Formació bruta de capital fix	4,9	7,3	5,7	5,2	6,1	7,0	7,5	7,4	7,2
<i>Béns d'equipament</i>	3,7	10,2	8,1	6,7	8,8	10,0	10,4	10,5	10,0
<i>Construcció</i>	5,5	5,6	4,2	5,3	5,1	5,7	5,8	5,6	5,5
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	5,6	4,7	5,5	5,9	6,0	6,0	5,6	5,5
Exportació de béns i serveis	3,3	1,3	3,4	3,7	2,3	-1,9	1,9	2,2	2,9
Importació de béns i serveis	9,3	8,3	7,8	10,4	10,2	5,6	8,0	9,6	9,8
Producte interior brut	3,1	3,3	3,2	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,3
Altres variables									
Ocupació	2,6	3,1	2,9	2,6	2,8	3,0	3,2	3,1	3,0
Taxa d'atur (% població activa)	11,0	9,4	8,9	10,7	10,6	10,2	9,3	9,1	9,0
Índex de preus de consum	3,0	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,2	3,4	3,6
Costos laborals unitaris	2,8	2,7	2,9	2,8	2,6	2,4	2,5		
Saldo operacions corrents (% PIB)	-5,9	-7,4	-8,5	-6,0	-6,9	-7,1	-8,0		
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-4,8	-6,4	-7,5	-4,9	-5,8	-6,6	-6,8		
Saldo públic (% PIB)	-0,1	0,0	0,0						
MERCATS FINANCERS									
	Previsions			Previsions					
Tipus d'interès internacionals									
Fed Funds	1,3	3,2	4,7	1,4	1,9	2,4	2,9	3,4	3,9
Repo BCE	2,0	2,0	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bons EUA 10 anys	4,3	4,3	5,0	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,3
Bons alemanys 10 anys	4,1	3,3	3,7	4,1	3,8	3,6	3,3	3,2	3,2
Obligacions 10 anys	4,1	3,3	4,1	4,2	3,8	3,6	3,3	3,2	3,2
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,24	1,25	1,21	1,22	1,30	1,31	1,26	1,22	1,21

INFORME MENSUAL

Octubre 2005

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 2004

ACTIVITAT FINANCERA	Milions €
Recursos totals de clients	143.912
Crèdits sobre clients	93.242
Resultat atribuït al Grup	1.020

PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT	
Empleats	24.827
Oficines	4.841
Terminals d'autoservei	6.988
Targetes	7.805.561

OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER AL 2005		
Activitats	Milions d'euros	%
Socials	114	62
Culturals	29	16
Ciència i medi ambient	23	13
Educatives	17	9
Total activitats	183	100
Inversió i altres despeses	67	
TOTAL PRESSUPOST	250	

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.

Índex

2 La situació econòmica
6 Conjuntura internacional
6 Previsions FMI
8 Estats Units
11 Japó
12 Petroli i creixement
15 La Xina i els tres mites
17 Brasil
19 Argentina
21 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
41 Conjuntura espanyola
41 Activitat econòmica
47 Eficiència energètica
50 Mercat de treball
55 Preus
59 Petroli i inflació
62 Sector exterior
65 El dèficit es dispara
67 Sector públic
69 Estalvi i finançament

UNA NOVA CRISI DEL PETROLI?

Si fa un parell d'anys, quan el barril de petroli cotitzava a 25-30 dòlars, haguéssim sabut que el 2005 el cru s'aproparia als 70 dòlars, els economistes probablement hauríem pintat un panorama d'estancament i d'inflació en l'economia internacional. I, en efecte, el petroli ha escalat fins a aquests nivells –i pot ser que no s'aturi aquí–, però l'economia global no ha davallat als inferns de l'atur, la recessió o l'espiral inflacionista. Per contra, en les seves *Perspectives* del setembre, el Fons Monetari Internacional gairebé no ha alterat les previsions de creixement per al 2006 efectuades a l'abril. Això malgrat que llavors anticipava un preu del barril Brent de 44 dòlars i ara estima una mitjana anual de 62 dòlars.

Poca gent dubta, però, que som davant un nou episodi de crisi petrolera. És a dir, ens haurem d'adaptar a viure amb un cost de l'energia notablement superior al que hem gaudit fins ara. Es tracta d'una crisi diferent a la de 1973 (després de la guerra del Yom Kippur entre àrabs i israelians) o a la de 1979 (guerra entre Iran i Iraq) o a la més efimera de 1991 (guerra del Golf). Aquest cop no hi ha guerra ni l'origen de l'escalada del preu és una restricció de l'oferta de cru. L'origen d'aquesta crisi és de demanda, de la forta embranzida de l'economia mundial des del començament d'aquest segle, on el protagonisme l'acaparen els Estats Units i algunes economies asiàtiques emergents, encapçalades per la Xina, grans usuàries d'energia.

La gran diferència en relació amb altres crisis anteriors és que, ara com ara, després de dos anys de pujada persistent del preu de l'or negre, no hi ha senyals d'inflació (llevat del component energètic dels índexs). Ja que els preus no pugen, les polítiques monetàries continuen essent laxes a la gran majoria de països. Els tipus a llarg termini es troben en mínims històrics tant als Estats Units com a Europa. I, malgrat l'evident pujada dels costos productius (altres primeres matèries també han iniciat un recorregut a l'alça), els beneficis de les empreses mai havien estat tan elevats. Un món ideal?

No exactament. La dependència del petroli avui en dia no és tan elevada com ho era als setanta o als vuitanta. Les manufactures asiàtiques obliguen a contenir costos i a millorar els productes a les empreses dels països desenvolupats. Hem après dels errors de política econòmica comesos en altres èpoques. La credibilitat antiinflacionista i estabilitzadora dels bancs centrals és un actiu molt valuós. Però, per molt que hàgim avançat des d'aquells temps, la realitat pura i dura s'imposa: la pujada del petroli constitueix una renda que els països dependents transferim als exportadors. Menys renda és menys despesa, és a dir, menys creixement. I una mica més d'inflació. No serà fàcil contenir per molt temps els efectes de «segona ronda», és a dir, la transmissió de la pujada de costos productius a preus finals.

Aquesta crisi energètica és perfectament manejable. Però cal tenir en compte que s'afegeix als desequilibris que l'economia internacional arrossega des de fa temps (balances de pagaments, sobreendeutament), la qual cosa n'incrementa l'amenaça desestabilitzadora. Convé no oblidar les lliçons del passat i prevenir l'efecte negatiu d'un petroli a l'alça. En època d'huracans, tota cautela és poca.

28 de setembre de 2005

LA SITUACIÓ ECONÒMICA

L'huracà *Katrina* copeja el cor energètic dels Estats Units, dispara els preus dels derivats del petroli i amenaça amb el desaprovisionament de les gasolineres.

L'esgotament de la capacitat extractiva i de refinatge sobrant als Estats Units provoca una nova pujada del preu del barril, i s'estén la impressió que el problema és estructural: tindrem preus alts força temps.

Els preus serien més baixos si l'economia mundial es frenés; no és això el que creu l'FMI...

'Katrina', 'Rita' i el preu del barril

Plataformes petrolieres danyades, refineries inactives, oleoductes espatllats i milers de persones evacuades. I preus de benzina, gasoil, querosens i altres derivats, pels núvols. Aquest és el quadre que l'huracà *Katrina* va deixar al seu pas per la costa del golf de Mèxic al final d'agost. A més, no cal dir-ho, del desastre humanitari, la devastació d'habitatges i instal·lacions i la inundació d'una bona part de la singular ciutat de Nova Orleans. Menys d'un mes després, l'amenaça d'un nou huracà, el *Rita*, va obligar a evacuar la zona petroliera de Houston, Texas.

La zona del golf de Mèxic concentra el 30% de la producció de petroli i gairebé el 50% de la capacitat de refinatge dels Estats Units, segons JPMorgan. El *Katrina* va impactar directament sobre la zona i va pertorbar també la producció de gas natural i les activitats portuàries d'importació de petroli.

El problema és que la capacitat de refinatge als Estats Units era ja al límit abans de la temporada d'huracans. Els tancaments de refineries que va comportar la pertorbació tropical representaven un risc cert de talls en el subministrament d'hidrocarburs al mercat nord-americà. Conseqüentment, els preus de la benzina als assotadors de les gasolineres de les carreteres i autopistes nord-americanes van superar la barrera psicològica dels 3 dòlars per galó. De rebot, el preu del cru va fer un altre salt i va tocar els 70 dòlars per barril en el cas de la qualitat West Texas. L'Agència Internacional de l'Energia, alarmada pel caire dels esdeveniments, va

aprovar un pla d'emergència que contempla l'ús de les reserves estratègiques per pal·liar l'escassetat.

Després del pas del *Katrina*, el mercat de petroli ha recuperat una relativa tranquil·litat, llevat dels moments previs al pas del *Rita*. Però la intensa demanda dels últims anys gairebé ha esgotat la capacitat extractiva i de refinatge sobrant. Cap a la meitat de setembre, l'Organització de Països Exportadors de Petroli (cartel que aglutina al voltant del 40% de les exportacions mundials) ofería apujar la seva oferta en dos milions de barrils diaris. L'anunci amb prou feines va alterar els mercats. La impressió dominant és que, en els últims anys, no s'ha invertit prou en extracció i refinatge. I, atès el temps necessari perquè madurin aquestes inversions, sembla inevitable considerar els problemes del mercat de petroli i derivats com estructurals. És a dir, tindrem preus alts força temps.

Sempre que, no cal dir-ho, continuï l'expansió actual de l'economia internacional. Això és el que creuen els economistes del Fons Monetari Internacional (FMI), que sostenen que el món creixerà el 4,3% el 2006, igual que el 2005. Menys optimistes es van mostrar els ministres i governadors dels bancs centrals reunits a Washington amb motiu de les trobades de l'FMI i del Banc Mundial de l'últim cap de setmana de setembre. Els riscos del creixement són a la baixa, segons la versió pessimista. Pot ser que hàgim assolit ja un màxim cíclic. A partir d'ara, aflorarien els problemes energètics i els derivats dels altres desequilibris de l'economia mundial.

Alan Greenspan, president de la Reserva Federal, no sembla que comparteixi la visió pessimista. El comitè de política monetària que presideix va decidir el 20 de setembre una nova pujada, l'onzena consecutiva, del tipus d'interès de referència. Tot i reconèixer el trastorn econòmic causat pel *Katrina*, que retallarà lleugerament el creixement dels Estats Units enguany, al banc central nord-americà el preocupen més els riscos inflacionistes que comporta la pujada del petroli.

En aquest mateix sentit s'ha expressat el Banc Central Europeu. I això que el creixement a la zona de l'euro, l'1,2% en el primer semestre del 2005, és lluny del 3,6% dels Estats Units. L'FMI, optimista, creu que les coses milloraran i que s'arribarà a l'1,8% el 2006 a la zona de la moneda única. Creiem que és possible. Però, perquè aquest pronòstic es compleixi, és fonamental que l'economia alemanya comenci a carburar.

Els electors alemanys, però, no ho han posat fàcil. El resultat de les eleccions generals del 18 de setembre ha creat preocupació, ja que ningú no n'ha sortit guanyador. En les setmanes prèvies a la convocatòria a les urnes, es va consolidar la idea que la democristiana Angela Merkel derrotaria el socialdemòcrata Gerhard Schröder, canceller des del 1998. D'aquesta manera, s'impulsaria les reformes necessàries per adequar l'economia alemanya a les necessitats de l'economia global. Ara, l'empat virtual amb què han acabat les eleccions deixa oberts grans interrogants. Es tem que el futur govern no impulsi les reformes i que, conseqüentment, l'economia alemanya continuï estancada i sense tirar de l'economia continental.

Tot el contrari del que ha passat al Japó, on el partit liberal demòcrata de Junichiro Koizumi va obtenir una rotunda vic-

tòria en les eleccions de l'11 de setembre. Ara, el primer ministre japonès té via lliure per dur a terme les profundes reformes que ha anunciat, les quals s'orienten cap a la liberalització dels mercats. L'economia nipona pot, finalment, sortir de la recessió estructural en què va caure cap al final dels vuitanta.

Un altre focus d'optimisme el podem trobar a les borses. No als Estats Units, on la pujada sostinguda dels tipus d'interès de la Reserva Federal no ha permès que els índexs avancessin. Però la borsa japonesa, per exemple, ha marcat al final de setembre els màxims dels quatre últims anys i ha recollit les positives perspectives que es tenen per a l'economia del sol naixent. Els índexs europeus també han mostrat avanços substancials des de l'inici de l'any. En aquest sentit, l'IBEX espanyol s'ha enfilat a màxims no assolits des del final del 2000, amb valors que han guanyat més del 50% al llarg de l'exercici.

Els inversors també s'han orientat cap a la renda fixa, en un entorn d'elevada liquiditat. Així, els rendiments dels bons –la inversa del seu preu– continuen en cotes molt baixes. Al final d'agost, el bo nord-americà a 10 anys va arribar al 4% i l'alemany, al 3%, tot i que, després, els dos han repuntat.

Economia espanyola: continua l'expansió

La bona marxa de la borsa espanyola es correspon amb la trajectòria dels indicadors d'activitat. En l'informe esmentat de l'FMI, Espanya és un dels pocs països desenvolupats que veuen incrementada la seva previsió de creixement en relació amb les anteriors previsions d'abril, juntament amb Canadà. Consum i inversió en equipament continuen molt forts, amb creixements del 5% i del 10%, respectivament, en el segon trimestre del

...ni Alan Greenspan, president de la Fed, que continua apujant els tipus d'interès de referència.

A Europa, el resultat de les eleccions alemanyes genera dubtes sobre la capacitat de l'economia germànica de consolidar una recuperació, el contrari del que passa al Japó.

Les borses europees i asiàtiques continuen escalant posicions, mentre que els rendiments dels bons es mantenen molt baixos.

L'embranchida de la demanda interior de l'economia espanyola no decau, i el creixement per al 2005 sembla assegurat en taxes properes al 3,5%.

Com a contrapartida, el dèficit exterior supera fins i tot el dels Estats Units, mesurat en percentatge del producte interior brut.

Els preus es mantenen continguts tot i la pujada del preu del petroli, però, en el context actual, la dependència energètica de l'economia espanyola planteja un risc inflacionista elevat.

2005, segons l'Institut Nacional d'Estadística. La construcció, amb una pujada del 5,7%, també fa ostentació de robustesa. En el quadre macroeconòmic, no més observem una nota negativa, l'escàs creixement de la indústria (0,7%), afectada per la competència directa dels països emergents, mentre que els nostres mercats tradicionals de l'Europa continental continuen en l'apatia.

Per tant, el creixement de l'economia espanyola per al 2005 es pot considerar assegurat en taxes properes al 3,5% per al conjunt de l'exercici. Però no tot és de color de rosa. També és clar que el dèficit de la balança de pagaments assolirà un màxim històric i superarà fins i tot el dels Estats Units en percentatge del producte interior brut. La intensa embranzida de la demanda interior sobre les importacions, combinada amb l'escàs vigor dels nostres mercats d'exportació i amb la feble capacitat competitiva de les nostres vendes a l'exterior, constitueix una de les baules més febles de la nostra economia.

En canvi, ara com ara, la intensa embranzida de la demanda interior no s'ha transmès als preus de consum. Els màxims històrics en què s'han situat la benzina i el gasoil no s'han irradiat a la resta de béns i serveis. Transports, companyies d'autobusos i taxistes s'han mostrat molt preocupats per l'augment dels carburants, que els afecta directament, però, ara com ara, el component no energètic de l'índex de preus de consum ha tendit a baixar.

Per molt de temps? Probablement, no. L'economia espanyola és massa dependent del petroli i poc eficient en termes energètics. En els últims anys, s'ha descurat les mesures necessàries per reduir aquesta dependència i s'ha recorregut el camí invers al d'altres països desenvolupats. Les dades més recents de l'Agència Internacional de l'Energia estableixen

que el 2003 el consum d'energia per unitat de producte espanyol era ja superior al dels Estats Units, ni més ni menys. En una etapa de preus energètics elevats, el peatge d'aquesta negligència és més risc inflacionista.

Una altra forma de neutralitzar el desequilibri exterior i de prevenir riscos inflacionistes seria frenar una mica l'impuls de la demanda interior. Mitjançant la política fiscal (no disposem de política monetària ni canviària). Però no serà així. El projecte de Pressupostos per al 2006 que el ministre d'Economia, Pedro Solbes, ha presentat al final de setembre és expansiu. És cert que presenta un lleuger superàvit, però la despesa de les administracions centrals superarà amb escreix el creixement nominal del producte interior brut i els ingressos creixen per l'esperat increment de l'activitat i pels augments de les cotitzacions socials i d'alguns impostos. Queden les reformes estructurals, moltes de les quals estan anunciades en el paquet presentat al febrer. Seria convenient que la seva aplicació s'accelerés per preservar l'actual impuls econòmic i sanejar-ne les zones fosques, abans que ens empenyin a un no desitjat aterratge bruscat.

CRONOLOGIA

2005

- febrer**
- 2 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència en un quart de punt percentual fins al 2,50%.
 - 25 El govern aprova el **Pla de Dinamització de l'Economia**, un ampli programa de reformes econòmiques destinades a augmentar la productivitat i l'ocupació (BOE 14-3-05).
- març**
- 4 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un màxim anual (10.940,55) amb una alça de l'1,5% en relació amb el final de l'any 2004.
 - 22 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència en un quart de punt percentual fins al 2,75%.
 - 23 Els caps d'Estat i de govern dels països membres de la Unió Europea aproven la reforma del **Pacte d'Estabilitat i Creixement** i introdueixen més flexibilitat.
- abril**
- 20 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** marca un mínim anual (10.012,36) amb un descens del 7,1% en relació amb el final del 2004.
- maig**
- 2 La **lliura xipriota**, el **lat letó** i la **lira maltesa** s'incorporen al Mecanisme de Tipus de Canvi.
 - 3 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència en un quart de punt percentual fins al 3,00%.
- juny**
- 30 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència en un quart de punt percentual fins al 3,25%.
- agost**
- 9 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència en un quart de punt percentual fins al 3,50%.
- setembre**
- 1 El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 67,48 dòlars per barril.
 - 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 en un quart de punt percentual fins al 3,75%.
 - 28 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (10.801,7) amb uns guanys acumulats del 19,0%.

AGENDA

Octubre

- 5 Índex de producció industrial (agost).
- 6 Reunió del Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 14 Índex de preus de consum (setembre).
- 18 Índex de preus de consum harmonitzats de la Unió Europea (setembre).
- 25 Índex de preus industrials (setembre). Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
- 28 Enquesta de població activa (tercer trimestre). Indicador adelantat de l'IPCH (octubre). PIB dels Estats Units (tercer trimestre).

Novembre

- 1 Reunió del Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal.
- 3 Reunió del Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 4 Índex de producció industrial (setembre).
- 14 Avanç de la comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).
- 15 Índex de preus de consum (octubre).
- 16 Índex de preus de consum harmonitzats de la Unió Europea (octubre).
- 22 Ingressos i despeses de l'Estat (octubre).
- 23 Comptabilitat nacional trimestral (tercer trimestre).
- 25 Índex de preus industrials (octubre).
- 29 Indicador adelantat del IPCH (novembre).
- 30 PIB de la zona de l'euro (tercer trimestre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

L'FMI espera que el creixement es mantingui, tot i els desastres i la pujada del petroli.

Els Estats Units i la Xina són els motors mundials.

Previsions de l'FMI: el creixement ho aguanta gairebé tot, però els desequilibris comercials aguaiten

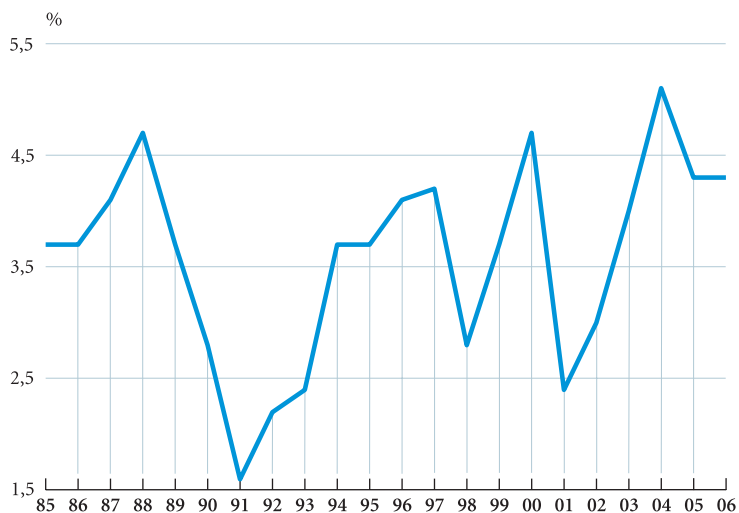
El Fons Monetari Internacional (FMI), al seu informe de perspectives de l'economia mundial del mes de setembre, ha mantingut les previsions de creixement per al 2006 en el 4,3%. Per al 2005 s'espera un increment del 4,3%. El creixement mundial es mostra sòlid, una solidesa que resisteix amb fermesa els alts preus del petroli o els desastres naturals, com el tsunami o l'huracà *Katrina*. Les manufactures i el comerç, que, al començament del 2005, havien estat febles, es van començar a recuperar en la segona meitat de l'any.

No obstant això, aquesta expansió és cada cop més desequilibrada. Els Estats Units i la Xina continuen essent els motors de l'economia mundial, encara més que fa sis mesos. Per als Estats Units, s'espera per al 2006 un creixement una mica inferior, del 3,3%, amb uns efectes de l'huracà *Katrina* molt limitats el 2005, que es queda en el 3,5%, una dècima per sota de les xifres d'abril. La Xina avança amb més força de l'esperada. Totes les altres zones veuen reduïda la seva expectativa de creixement, llevat del Japó i de l'Índia.

Si la Xina creix més, Europa creix menys. L'expectativa de creixement per a la zona de l'euro s'ha revisat a la baixa tant per al 2006 (1,8%) com per al 2005, que queda

EL CREIXEMENT MUNDIAL CONTINUA EL 2006

Variació interanual del producte interior brut



NOTA: 2005 i 2006 són previsions.

FONT: Fons Monetari Internacional.

PREVISIONS DE L'FMI

Variació anual en percentatge

	2003	2004	2005 (1)	2006 (1)
PIB				
Estats Units	2,7	4,2	3,5	3,3
Japó	1,4	2,7	2,0	2,0
Alemanya	-0,2	1,6	0,8	1,2
França	0,9	2,0	1,5	1,8
Itàlia	0,3	1,2	0,0	1,4
Regne Unit	2,5	3,2	1,9	2,2
Espanya	2,9	3,1	3,2	3,0
Zona de l'euro	0,7	2,0	1,2	1,8
Economies avançades	1,9	3,3	2,5	2,7
Total mundial	4,0	5,1	4,3	4,3
<i>Països en desenvolupament</i>	<i>6,5</i>	<i>7,3</i>	<i>6,4</i>	<i>6,1</i>
<i>Amèrica Llatina</i>	<i>2,2</i>	<i>5,6</i>	<i>4,1</i>	<i>3,8</i>
<i>Europa de l'Est i Central</i>	<i>4,6</i>	<i>6,5</i>	<i>4,3</i>	<i>4,6</i>
<i>Rússia</i>	<i>7,3</i>	<i>7,2</i>	<i>5,5</i>	<i>5,3</i>
<i>Xina</i>	<i>9,5</i>	<i>9,5</i>	<i>9,0</i>	<i>8,2</i>
Preus al consum				
Estats Units	2,3	2,7	3,1	2,8
Japó	-0,2	0,0	-0,4	-0,1
Alemanya (2)	1,0	1,8	1,7	1,7
França (2)	2,2	2,3	1,9	1,8
Itàlia (2)	2,8	2,3	2,1	2,0
Regne Unit (2)	1,4	1,3	2,0	1,9
Espanya (2)	3,1	3,1	3,2	3,0
Zona de l'euro (2)	2,1	2,1	2,1	1,8
Economies avançades	1,8	2,0	2,2	2,0
<i>Països en desenvolupament</i>	<i>6,0</i>	<i>5,8</i>	<i>5,9</i>	<i>5,7</i>
Taxa d'atur (3)				
Estats Units	6,0	5,5	5,2	5,2
Japó	5,3	4,7	4,3	4,1
Alemanya	9,6	9,2	9,5	9,3
França	9,5	9,7	9,8	9,6
Itàlia	8,7	8,5	8,1	7,8
Regne Unit	5,0	4,8	4,7	4,8
Espanya	11,5	11,0	9,1	8,0
Comerç mundial en volum (4)	5,6	10,9	7,0	7,6
Preu del petroli (\$/barril) (5)	15,8	30,7	43,6	13,9

NOTES: (1) Previsions de setembre 2005.

(2) Índex de preus de consum harmonitzat.

(3) Percentatge de població activa.

(4) Béns i serveis.

(5) Mitjana de preus spot de les qualitats Brent, Dubai and West Texas Intermediate oil. El preu mitjà del petroli en dòlars per barril previst és de 54,23 per al 2005 i 61,75 per al 2006.

Espanya creix, però Europa s'estanca.

en un raquític 1,2%. En casos com França i Itàlia, les revisions a la baixa són especialment dràstiques. També es revisen a la baixa les perspectives de creixement del Regne Unit. Espanya és una de les excepcions a l'apatia europea i manté intacta la previsió de creixement per al 2006 en el 3,0%. Per al 2005 s'espera el 3,2%, a l'alça arran de les revisions en la comptabilització dels comptes nacionals.

El creixement dels Estats Units es manté estable

Fins a l'arribada de l'huracà *Katrina*, l'economia nord-americana exhibia un nivell d'activitat notable, amb un manteniment elevat dels nivells de creixement després de les puntes de l'any passat. El sector manufacturer va continuar essent el més feble del teixit productiu. Les tensions inflacionistes es van incrementar lleugerament a l'agost, tot i que lluny de nivells alarmants. Encara no es disposa de prou indicadors per avaluar els efectes macroeconòmics del desastre, però, a curt termini, la major incidència s'hauria d'apreciar en el consum privat.

En el segon trimestre, l'economia nord-americana va créixer una mica menys del que anteriorment s'havia publicat. Així i tot, després de la segona estimació del Bureau of Economic Analysis, el PIB mantenia un ritme d'avanç del 3,6% interanual. El consum i la inversió privats van continuar mostrant una evolució vigorosa, amb davallades molt lleugeres en relació amb la primera estimació. Però va ser el component importador el que va presentar més variacions, aquest cop a l'alça. La forta disminució dels nivells d'existències i la consegüent necessitat de reposar-les feien preveure un rebot importador que, pel que sembla, ja va començar a aflorar al final del trimestre.

Pel que fa a la demanda, molts indicadors encara no recollien els efectes de l'huracà. En aquest sentit, cal esmentar les vendes al detall de l'agost, que, tot i disminuir en relació amb el mes de juliol, van continuar mostrant un to general de gran fortalesa. La disminució intermensual era deguda a la negativa evolució de l'erràtic sector de l'automòbil. Així i tot, l'indicador es va mantenir el 7,9% per damunt de les vendes regis-

Els Estats Units creixen el 3,6%, però espera els efectes de l'huracà *Katrina* sobre el consum.

ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	4,2	3,8	3,8	3,8	3,6	3,6	...	-
Vendes al detall	4,3	7,3	6,4	8,3	7,3	8,4	10,4	7,9
Confiança del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	103,6	105,6
Producció industrial	0,0	4,1	4,6	4,3	3,8	3,1	3,1	3,1
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,6	53,6
Venda d'habitatges unifamiliars	11,7	10,0	-0,4	10,8	5,1	7,8	27,7	...
Taxa d'atur (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9
Preus de consum	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,1	3,6
Balança comercial (***)	-532	-651	-608	-651	-686	-709	-716	...

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.

trades en el mateix període de l'any anterior. La tragèdia del *Katrina* posarà a prova, una vegada més, la confiança del consumidor nord-americà i hauria de tensionar a l'alça els preus del combustible i provocar una pèrdua del poder adquisitiu, amb conseqüències en el consum al detall. El cert és que ni els alts preus del petroli ni l'apàtica evolució del poder adquisitiu dels salaris els han tret força, probablement a causa de les facilitats existents per a l'endeutament; i a l'alça dels preus de l'habitatge. En aquest sentit, l'índex de confiança del consumidor publicat per la Universitat de Michigan va baixar al setembre al nivell dels 76,9 punts des dels 89,1 de l'agost. Aquesta dràstica disminució recull ja els efectes del *Katrina*.

Pel que fa a l'oferta, prossegueixen els mals del sector industrial i manufacturer, que continua essent el punt més feble d'una economia en general vigorosa. Així, la producció industrial de l'agost va avançar un magre 3,1% interanual, molt en la línia

apàtica dels últims mesos. En la mateixa tònica, les expectatives empresarials van tornar al terreny de la indecisió, amb un índex d'activitat manufacturera de l'Institute of Supply Management de l'agost que va caure fins al 53,6 punts. Va perdre així la recuperació del mes anterior i es va tornar a apropar als 50,0, que indica que hi ha tants optimistes com pessimistes. El contrapunt va provenir de l'índex d'activitat no manufacturera, que va pujar amb força fins al nivell dels 65,0 punts.

La força del sector de l'habitatge mereix una consideració a part. Per a uns és un suport de l'economia que dona sensació de riquesa als propietaris i que ajuda al finançament del consum de les llars. Per a altres constitueix una bombolla a punt d'esclatar. La Reserva Federal veuria amb bons ulls una moderació que, ara com ara, es dona amb comptagotes. Si al juliol la venda d'habitatges de segona mà va avançar un atenuat 4,0% interanual, la d'habitatges nous va créixer el 27,7%. Els preus de l'habitatge de segona mà

Les vendes al detall continuaven creixent, però la tragèdia del *Katrina* ha afectat ja els indicadors de confiança.

La producció industrial continua feble i els empresaris manufacturadors són els menys optimistes.

L'habitatge continua fort: per a uns és un suport de l'economia que dona sensació de riquesa; per a altres, una bombolla a punt d'esclatar.

EL PREU DE L'HABITATGE CONTINUA IMPARABLE

Variació interanual del preu de l'habitatge de segona mà (*)



NOTA: (*) Sèrie de cycle-tendència.

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

Es crea ocupació, però els salaris continuen estancats.

Els preus energètics no es deixen sentir a la resta de l'economia, però la desaceleració de la productivitat i l'increment dels costos laborals unitaris són preocupants.

també van avançar amb força: el 14,6% interanual. Només l'indicador avançat dels permisos de construcció va presentar una lleugera reculada.

Els Estats Units van continuar creant ocupació a l'agost, però l'evolució dels salaris va continuar feble. Tot i que la creació de nous llocs de treball va ser inferior a la del mes anterior, la seva revisió alcista ho va compensar. En tot cas, considerant la naturalesa de l'indicador i l'evolució dels últims mesos, es pot afirmar que la creació d'ocupació gaudeix de bona salut. El cas del poder adquisitiu dels salaris, amb una pèrdua a l'agost de l'1,1% en relació amb el mateix període de l'any passat, és diferent. D'aquesta manera s'estreny el setge de les vendes al detall. Uns consumidors amb menys poder adquisitiu acabaran comprant menys. Si, a més a més, hi afegim el previsible augment de la benzina, intensificat per la destrucció causada per l'huracà *Katrina*, com a mínim una part dels consumidors nord-americans tindrà uns pressupostos més reduïts per a compres.

La inflació de l'agost va continuar a l'alça, a causa dels preus energètics. No obstant això, la influència d'aquests preus sobre els altres sectors de l'economia va ser molt limitada. Així, l'índex general de preus al consum va repuntar fins al 3,6% interanual, però l'índex que exclou l'energia i l'alimentació es va quedar en el 2,2%. Si al front dels preus de consum sembla que les coses estan en ordre, les revisions a la baixa de la productivitat del treball són més preocupants. Un menor creixement de la productivitat per fer un producte determinat implica un major creixement dels costos per unitat de producte. Així, els costos laborals unitaris, mirats molt de prop per la Fed, van augmentar el 4,3% interanual, la taxa més elevada des del 2000. Tot plegat dona un biaix inflacionista una mica superior a l'economia nord-americana, tot i que encara no es pot parlar de problemes de preus.

El final dels mals del sector exterior encara és lluny. Per bé que el dèficit comercial del juliol va ser lleugerament infe-

ELS PREUS ENERGÈTICS NO AFECTEN ALTRES SECTORS

Variació interanual de la inflació subjacent



FONTS: Departament de Treball i elaboració pròpia.

rior al del juny, encara és el tercer mes amb un major dèficit. La balança per compte corrent del segon trimestre va representar el 6,3% del PIB, una mica per sota del rècord del trimestre anterior, però lluny de suposar un canvi de tendència. Considerant l'esmentada reposició dels nivells d'existències, que, en part, es farà mitjançant importacions, la reducció del dèficit encara és una meta molt llunyan.

El Japó es posa en marxa

El 2005 és l'any de la recuperació japonesa. Si durant el 2004 l'economia va anar de més a menys, enguany succeeix tot el contrari. A una conjuntura que gradualment es fa més favorable se li afegeix la victòria del primer ministre reformista Koizumi, que garanteix la continuïtat de les reformes estructurals. Tant l'FMI com el banc central japonès veuen el futur immediat amb un cert optimisme, no compartit pel consumidor mitjà, fidel al seu pessimisme secular.

En la segona revisió del PIB japonès, el creixement del segon trimestre va patir

una notable revisió a l'alça i va arribar al 2,2% interanual. El sector exterior i la variació d'existències van ser els components que més van contribuir a l'increment més intens del creixement. El consum privat es va moderar una mica, tot i que cal recordar que un creixement de l'1,5% interanual és ja alt per a una economia com la japonesa.

Els indicadors de demanda més recents van generar una imatge una mica més tèbia d'aquesta recuperació. Les vendes al detall del juliol es van prendre un respir després de tres mesos de forta activitat, igual que la venda d'automòbils, que va baixar per segon mes consecutiu. Així i tot, en els dos indicadors continua una tendència de fons alcista.

Va ser en l'àmbit de l'oferta on es van percebre els senyals més esperançadors de recuperació. Així, les comandes de maquinària, les quals, per al banc central, són el preludi de la fortalesa inversora, van despertar al juliol i van avançar decididament per la via del creixement, amb un avanç del 7,4% interanual, percentatge que dobla la taxa del mes anterior. El nombre d'empreses en fallida va conti-

El dèficit comercial es pren un petit respir, però la reposició d'existències n'impedirà la reducció a curt termini.

El Japó ja creix al 2,2%, i la victòria del reformista Koizumi continuarà donant ales a l'economia.

Les vendes al detall continuen fortes i les comandes de maquinària surten de la letargia. La producció industrial, encara no.

JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004			2005				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB real	2,6	3,1	2,4	0,9	1,0	-	2,2	-	-	-
Vendes al detall	-1,7	-0,9	-1,7	-0,5	-0,4	1,1	3,6	3,1	3,0	0,6
Producció industrial	3,3	5,3	7,8	6,6	1,6	2,7	1,5	-0,9	0,2	-1,1
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	-21,0	-0,5	0,0	2,0	1,0	-2,0	-	1,0	-	-
Habitatges iniciats	0,6	2,6	-3,5	9,4	-0,1	1,5	0,7	2,9	2,6	8,2
Taxa d'atur (**)	5,2	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	4,4	4,4	4,2	4,4
Preus de consum	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,5	-0,2	0,0	0,2	-0,5	-0,3
Balança comercial (***)	12,0	13,7	13,7	14,1	13,7	13,3	13,0	12,5	12,3	11,9

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

Quin és l'impacte dels alts preus del petroli en el PIB i la inflació?

La saviesa econòmica convencional sobre l'impacte esperat d'una pujada del preu del petroli argumenta que les dues conseqüències per als països importadors de cru són una reducció de la renda i un augment de la inflació. Fins aquí, gairebé tots els economistes hi estarien d'acord. Ara la qüestió més interessant és establir quantitativament aquest impacte en les dues variables. En aquest sentit, dues de les institucions internacionals amb models macroeconòmics globals més contrastats, el Fons Monetari Internacional (FMI) i l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics (OCDE), han realitzat simulacions que concreten numèricament l'impacte.

EFFECTES D'UN AUGMENT DEL 20% DEL PREU DEL PETROLI

Diferència en punts porcentuals (*)

	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Estats Units					
PIB real	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1
IPC	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1
Zona de l'euro					
PIB real	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1
IPC	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1
Japó					
PIB real	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
IPC	0,3	0,2	0,1	0,1	-

NOTA: (*) Els resultats comparen un escenari amb el petroli a un preu de referència amb un escenari amb el petroli el 20% més car, estimant els efectes sobre el nivell de PIB real i sobre l'IPC.

FONT: Fons Monetari Internacional.

En els dos casos, es compara el nivell del producte interior brut (PIB) en termes reals i de la inflació (mesurada per l'índex de preus de consum, IPC) amb i sense augment del preu del petroli. En el cas de l'FMI (vegeu quadre), la simulació contempla una pujada del 20% del preu del petroli en relació amb la situació de partida i analitza els efectes en un horitzó de cinc anys, mentre que l'OCDE suposa un comportament del preu del petroli variable per als tres anys de l'escenari, però que en conjunt representaria un creixement aproximat del 10%.

Si ens centrem en la comparativa per als Estats Units, el Japó i la zona de l'euro, els resultats de les simulacions de les dues institucions són similars. El Fons estima que l'augment del 20% en el preu del petroli en el primer any genera, en la mitjana dels cinc períodes considerats, una reducció en el PIB real del 0,3% per any i un augment de l'IPC del 0,4%, tant als Estats Units com a la zona de l'euro, amb el Japó, com s'explica després, despenjat d'aquest patró.

Tot i que l'evolució conjunta dels Estats Units i de la zona de l'euro és similar, és significativa la diferència temporal: mentre l'economia nord-americana pateix un major impacte inicial en renda i preus que la zona de l'euro, al llarg de l'escenari aquest impacte es dissipa més ràpidament. En canvi, a la zona de l'euro, l'efecte és menor en el moment inicial, però més persistent en el temps. Darrere d'aquest comportament diferenciat hi ha la major flexibilitat de l'economia nord-americana i, més concretament, el paper dels impostos sobre l'energia i els carburants, sensiblement superiors al Vell Continent.

El cas del Japó encara és més diferent, ja que l'impacte és sensiblement menor, de manera que la reducció del PIB i l'alça de la inflació són aproximadament la meitat que en les dues economies anteriors. És el resultat de la major eficiència energètica de l'economia japonesa, que duplica amb escreix la dels Estats Units i és gairebé el 90% millor que la de la Unió Europea.

Ara passem de la simulació a la realitat. Reculem un any i ens situem a la tardor del 2004. En aquell moment, l'FMI preveia que el 2005 els Estats Units creixerien el 3,5% i que la inflació seria del 3,0%. El preu del petroli considerat en aquesta previsió era d'uns 37,3 dòlars per barril. Un any després, el Fons revisa la seva predicció. Ara estima que el 2005 el preu del barril serà d'uns 54,2 dòlars, una pujada del 46% en relació amb el que havia previst inicialment.

Si utilitzem les dades de la simulació presentada més amunt, es conclou que la desviació a l'alça del preu del cru comportaria per a enguany un creixement menor d'unes set dècimes percentuals i un augment de la inflació superior als 1,8 punts percentuals, és a dir, el PIB nord-americà creixeria el 2,8% i la inflació seria del 4,9%, sempre prenent com a referència les estimacions de l'FMI de la tardor del 2004. Quines són, en canvi, les últimes previsions del Fons? Els Estats Units creixeran el 3,5% el 2005, és a dir, sense canvis en relació amb el que s'esperava fa un any, i la inflació serà del 3,1%, només una dècima més. Aparentment, el petroli no s'ha cobrat el peatge de renda i inflació.

Tot i que cal objectar que la utilització de les simulacions de l'FMI que hem revisat aquí evidencia un cert grau de simplificació (en definitiva, es considera un efecte proporcional a les dades de sortida), el cert és que la distància entre la realitat i la simulació és massa àmplia per justificar-la només en aquests termes. Alguna cosa passa i els models, que no deixen d'aprofitar la història estadística disponible, i per tant el passat, no ho reflecteixen de manera adequada.

Què hi ha de radicalment nou en l'entorn macroeconòmic que en les dues anteriors crisis del petroli no estava present? Fonamentalment, la forma com empreses i consumidors construeixen les seves expectatives d'inflació. A diferència dels decennis dels setanta i dels vuitanta del segle passat, el disseny institucional dels bancs centrals (altament independents) i dels processos de fixament de salaris (amb la desaparició gairebé total de la indexació salarial) garanteixen una estabilitat de fons en la inflació que evita que el xoc del petroli comporti un augment general del nivell de preus de l'economia.

Addicionalment, dos factors acaben de facilitar un impacte menor del que estava previst. En primer lloc, la progressiva obertura del comerç internacional facilita l'aprofitament dels guanys de productivitat als països en què es produeixen i la seva translació en forma de béns comercialitzables més barats a la majoria de les economies del globus. Un segon element és l'elevada liquiditat actual, que facilita el manteniment d'un nivell de despesa que compensa amb escreix l'efecte sobre la nostra renda de les importacions més cares de petroli. Desgraciadament, aquest és un factor conjuntural i, per tant, pot deixar d'actuar com a alleujament temporal del xoc de preus del petroli. Si es prolonga l'etapa de petroli car, l'ajustament sobre la renda i la inflació tendirà a apropar-se als models anunciats pels economistes i que, encara, no es compleixen.

LES VENDES AL DETALL AVANCEN AMB PAS FERM

Variació interanual de les vendes al detall (*)



NOTA: (*) Sèrie de cycle-tendència.

FONTS: Ministeri d'Economia, Comerç i Indústria del Japó i elaboració pròpia.

L'habitatge comença a ser més car.

L'ombra de la deflació és allargada, tot i els bons auguris.

L'atur laboral és baix, però els increments de productivitat també.

El superàvit comercial continua baixant pels canvis en la demanda xinesa.

nuar essent baix en relació amb la norma dels últims anys. El punt feble de l'oferta cal buscar-lo en la producció industrial del juliol, que va continuar defallint i va recular l'1,1% interanual.

El mercat de l'habitatge de l'agost també es va afegir a la tònica alcista general. El nombre d'habitatges venuts a Tòquio va evolucionar a l'alça, i el seu preu mitjà va tenir en especial un fort repunt. El que cal destacar aquí és que, especialment en els preus, es comença a dibuixar ja una clara tendència sostinguda de creixement que allunya progressivament l'economia japonesa d'un dels seus fantasmes més temuts del passat recent, ja que la feblesa del sector immobiliari va jugar un paper molt important en l'estancament que va dominar gran part dels anys noranta.

Una altra xacra present de l'economia japonesa que no acaba de desaparèixer del tot és la deflació, l'evolució a la baixa dels preus amb els seus efectes desincen-

tivadors sobre la despesa. Molts experts coincideixen a l'hora d'afirmar que, cap al final de l'any, els preus ja pujaran, però, ara com ara, els del juliol van continuar baixant un petit 0,3% interanual.

Al mercat laboral, la taxa d'atur es va situar al juliol en el 4,4% de la població activa. Aquest indicador té un caire positiu, però és preocupant la negativa evolució de la productivitat laboral, que al juliol va tornar a baixar i es va situar en nivells netament inferiors als del començament del 2004.

L'últim dubte en aquest panorama positiu és el superàvit comercial japonès, que al juliol va continuar evolucionant a la baixa. Aquest empitjorament és degut, gairebé en la seva totalitat, a la reducció de les exportacions a la Xina i no a un afebliment de la situació competitiva del Japó. D'altra banda, mentre s'espera l'arribada de millores, els serveis i els ingressos d'inversió a l'exterior ajuden a compensar aquesta reducció.

El superàvit dels tres mites i de com la Xina ja fabrica rellotges

Si en macroeconomia es donés un premi anual a la magnitud més famosa, el saldo comercial de la República Popular de la Xina el guanyaria el 2005. Se li atribueixen desordres als mercats de primeres matèries i de divises, responsabilitats en el desequilibri comercial dels Estats Units i crisis de sectors específics. Tot plegat rematat amb el cop d'efecte de la flotació del renminbi en relació amb el dòlar.

Es comprèn. La Xina ha entrat amb força a l'aldea global. Fins al juny del 2004, el superàvit comercial de la Xina experimentava una lleugera evolució a la baixa, coherent amb el fet que, incorporant-se a l'Organització Mundial del Comerç, els productes estrangers entrarien en el seu mercat amb menys traves. De llavors ençà, ha passat tot el contrari. El saldo comercial acumulat de dotze mesos entre juny del 2004 i agost del 2005 s'ha multiplicat per set. Un increment de 74.032 milions de dòlars. La distribució d'aquest increment, tant per canvis en el saldo bilateral de la Xina amb diferents països com per productes, ens presenta tres sorpreses: no és només una qüestió dels Estats Units, no són les exportacions xineses i no són les primeres matèries.

EL SUPERÀVIT COMERCIAL XINÈS ES DISPARA

Saldo acumulat dels dotze últims mesos de la balança comercial



FONT: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina.

Per països i àrees geogràfiques, l'empitjorament del dèficit bilateral dels Estats Units amb la Xina explica el 46,4% de l'increment del saldo comercial xinès. Però la primera sorpresa és que Europa explica la mateixa quantitat: un altre 46,0%. Si hi afegim el 7,1% per la reducció del superàvit que el Japó tenia amb la Xina, queda ja explicat l'increment en la seva totalitat. Un esment especial mereix el cas d'Alemanya, que tota sola explica el 10,4% de l'increment del saldo.

La segona sorpresa és que el principal motor de l'explosiu augment del superàvit és la desacceleració de les importacions xineses, no el creixement de les seves exportacions. L'èmfasi mediàtic en la competència agressiva que representen les exportacions xineses, tot i no ser erroni, amaga la veritable causa de l'increment del superàvit, que no cal buscar-lo en el que la Xina ven sinó en el que no compra del món ric.

La tercera sorpresa és que l'alentiment de les importacions és degut, principalment, a una desacceleració de les importacions de manufactures. No és que les importacions baixin, sinó que pugen menys. En els dotze mesos fins al juliol del 2005, la Xina va importar 65.700 milions més de manufactures que en el mateix període de l'any anterior, però el 2004 l'augment havia estat de 107.400 milions, un augment molt superior. En primeres matèries, en els dos casos, estem parlant de xifres properes als 35.000 milions.

Però encara hi ha més aspectes que cal destacar. Les manufactures que la Xina deixa de comprar són manufactures amb valor afegit, la qual cosa confirma la hipòtesi que alguna cosa està canviant en el teixit productiu xinès. El vell tòpic de la mà d'obra barata i res més s'ha de canviar pel de mà d'obra barata i alguna cosa més. La Xina tenia dèficits bilaterals amb Alemanya i amb el Japó, països especialitzats en manufactures d'alt valor afegit, i també amb Corea del Sud, exportador de manufactures més barates. En un any, el dèficit amb els dos primers països s'ha reduït dràsticament (en el cas alemany, ha desaparegut), però el dèficit amb Corea del Sud ha augmentat amb força.

Donant suport a aquesta tesi, les desacceleracions més intenses s'han generat en les importacions d'instruments de precisió, musicals i rellotges, en equips electrònics i en productes d'alta tecnologia. I un esment a part mereix la maquinària de transport, perquè les importacions d'aquests productes ja estan disminuint. Així, les dades suggereixen que la Xina comença ja a fer els seus rellotges i els seus automòbils, un panorama molt diferent del que la Xina havia ofert en el passat.

EL PREU DE L'HABITATGE JA VA A L'ALÇA

Variació interanual del preu de l'habitatge mitjà a Tòquio (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.

FONTS: Institut de l'Economia Immobiliària del Japó.

El Brasil continua creixent amb bonança

Ara com ara, l'aguda crisi de corrupció política al Brasil no afecta el creixement. Una bona notícia per a una economia que, no obstant això, té una vigilant espasa de Dàmocles: el deute extern i els interessos que genera. L'aspecte negatiu és que la crisi política limitarà la capacitat del govern per emprendre reformes. Els últims indicadors mensuals han estat febles, però no enterboleixen el positiu panorama general.

L'economia brasilera va créixer el 3,7% interanual en el segon trimestre i va deixar enrere el lleuger respir que s'havia pres al començament de l'any. A un consum privat relativament sòlid, una inversió en recuperació i un sector exterior molt favorable es va afegir un consum públic més vigorós, que recupera taxes de creixement que no es donaven des del 2000.

No obstant això, els últims indicadors mensuals d'oferta i demanda obliguen a veure amb una certa cautela aquesta evo-

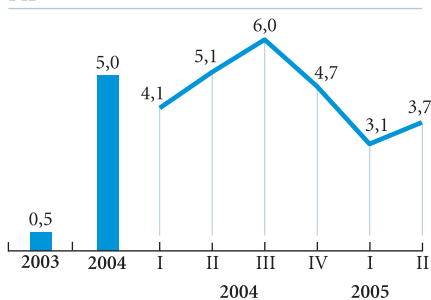
El Brasil creix el 3,7% sense veure's afectat per la crisi política.

Però les vendes al detall i la producció industrial amb prou feines creixen.

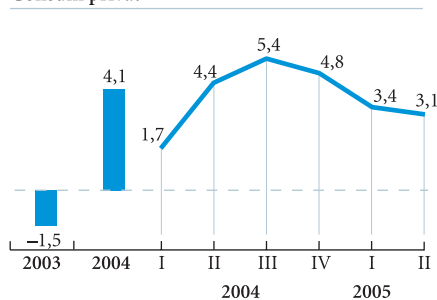
EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

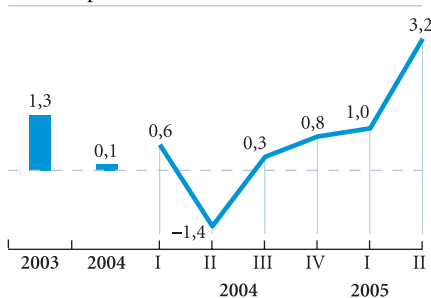
PIB



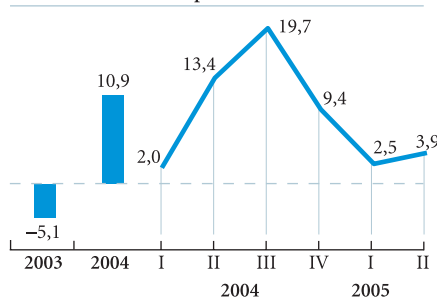
Consum privat



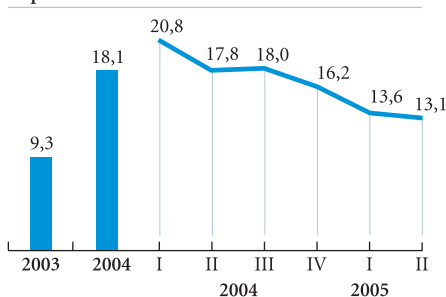
Consum públic



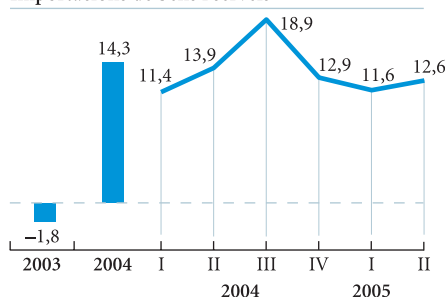
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	5,0	6,0	4,7	3,1	3,7	-	...	-
Producció industrial	0,1	8,3	10,4	6,3	3,9	6,1	0,5	...
Taxa d'atur São Paulo (*)	19,9	18,8	18,2	17,4	17,0	17,5	17,5	...
Preus de consum	17,0	6,3	6,3	5,9	6,0	6,6	5,5	5,0
Balança comercial (**)	24,8	33,7	32,1	33,7	35,9	38,3	39,9	39,9

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

El problema del Brasil és que està obligat a créixer per dues raons primordials: pagar el seu deute i mantenir una certa estabilitat política i social.

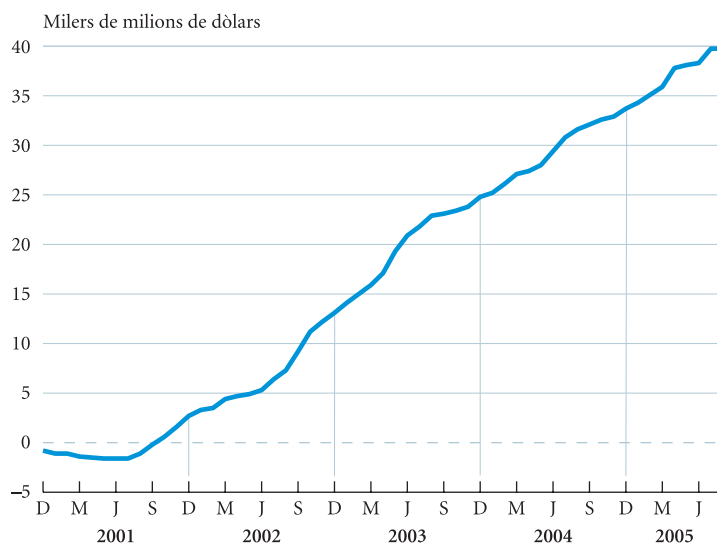
lució positiva que perfilen els comptes nacionals. Pel que fa a la demanda, les vendes al detall del juliol van mantenir el to, però no gaire més, i la venda d'automòbils del mateix període es va desaccelerar. Quant a l'oferta, la producció industrial del juliol, amb un creixement del 0,5% interanual, gairebé es va estancar. Aquesta franca desacceleració retorna l'indicador als pitjors nivells del 2003 i marca ja una tendència a la baixa. La producció industrial de béns de capital va

regular i mostra un perfil semblant. El problema del Brasil és que està obligat a créixer per dues raons primordials: pagar el seu deute i mantenir una certa estabilitat política i social.

Al vessant més positiu, sembla que les tendències inflacionistes estan cada cop més controlades, amb una inflació que, a l'agost, es va moderar fins al 5,0% interanual. Els preus a l'engròs, per la seva banda, van quedar en l'1,2%. Per bé que

BRASIL ÉS CADA COP MÉS COMPETITIU AL MÓN

Saldo comercial acumulat de dotze mesos



FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística i elaboració pròpia.

la moderació de preus ja no és nova, no per això és menys benvinguda en una economia en què el 2003 la inflació mitjana va superar els dos dígits i que només una dècada enrere estava en hiperinflació. Com a contrapunt, la taxa d'atur es va mantenir en el 17,5% de la població activa i es resisteix a baixar.

El sector exterior del Brasil va continuar donant alegries a l'agost, amb una balança comercial que, en els dotze últims mesos, va vorejar els 40.000 milions de dòlars, la més important de tot el continent americà. Per la seva banda, la inversió directa, que havia tocat fons el 2004, al juliol va continuar exhibint una marcada recuperació i va confirmar la millora del sector.

També en clau positiva, el saldo primari del sector públic del primer trimestre, que exclou el pagament dels interessos del deute, va presentar un superàvit del 4,9% del PIB. No obstant això, en afegir el pagament dels interessos, el sector públic va oferir un dèficit del 2,6% del PIB, que, malgrat tot, representa també una millora en relació amb el passat, la qual cosa mostra la gran importància que té per al Brasil el servei del seu deute (7,5% del PIB). Com a colofó d'aquesta millora dels fonaments de les condicions creditícies, és significativa la iniciativa d'emetre

deute denominat en reals, i no en dòlars nord-americans com es feia fins ara. Així s'elimina el risc de divisa per al prestatari, que té l'actiu i el passiu en la mateixa moneda.

Argentina va a màxima velocitat

Argentina és el país que creix més ràpidament d'Amèrica. La intensa recuperació de la seva demanda interna coexisteix amb un superàvit comercial, i això és un èxit important. Les dues febleses d'Argentina són el deute extern i el repunt de la inflació, que ja s'apropa al dos dígits.

Argentina va créixer el 10,1% interanual en el segon trimestre. El consum privat i les exportacions es van mostrar forts, però el component més significatiu va ser l'inversor, que es va accelerar i va créixer fins al 24,4% interanual. Argentina és un país especialment necessitat d'inversions, i el fet que, en el trimestre passat, aquest component superés per primer cop els volums d'inversió màxims assolits abans de la crisi és una notícia molt bona, que hauria de tenir continuïtat.

Els indicadors de demanda il·lustren l'espectacular recuperació de l'economia argentina. Les vendes al detall a la regió de

Es manté un superàvit fiscal primari, però els interessos del deute són un llast important.

Argentina creix al 10%, amb una inversió i un consum privats molt forts...

...però el deute extern i la inflació aguaiten.

ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB real	8,8	9,0	8,7	9,3	8,0	10,1	-	...
Producció industrial	12,0	8,2	9,5	7,2	6,2	6,9	6,4	...
Taxa d'atur (*)	17,3	13,6	13,2	12,1	13,0	12,1	...	...
Preus de consum	13,4	4,4	5,4	5,7	8,2	8,8	9,6	9,7
Balança comercial (**)	15,7	12,1	12,6	12,1	11,8	11,0	11,2	...

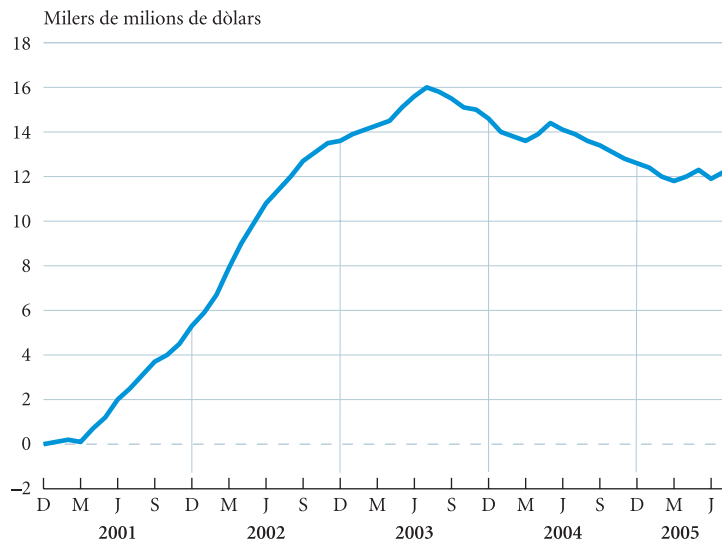
NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

ARGENTINA MANTÉ EL SEU SUPERÀVIT COMERCIAL

Saldo comercial mensual anualitzat (*)



NOTA: (*) Sèrie de cycle-tendència.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística d'Argentina i elaboració pròpia.

Les vendes al detall progressen el 33% i culminen la recuperació.

Buenos Aires van créixer al juliol el 33,6% interanual. Les vendes als supermercats i d'automòbils també van experimentar forts increments, tot i que no tan marcats. Amb aquests creixements, el consum al detall s'apropa ja als nivells anteriors a la crisi del 2002 i, en el cas de la regió de Buenos Aires, els supera clarament.

Els indicadors d'oferta van mantenir la tònica alcista, però menys que els de demanda. Així i tot, la producció industrial del juliol va augmentar el 6,4%. La indústria minera i els metalls van ser els protagonistes, i cal tenir en compte que, en aquests últims mesos, la producció d'acer, influïda pels vaivens de la demanda mundial, s'ha alentit notablement. El fet que la indústria continuï creixent sense vacil·lacions tot i la feblesa d'un component que havia estat molt actiu durant tot l'any 2004 és una altra mostra del vigor del cycle argentí. La taxa d'atur del segon trimestre va baixar fins al 12,1%, valor relativament elevat, però lluny ja dels màxims del 2002.

La producció industrial creix al 6% i resisteix la davallada de l'acer.

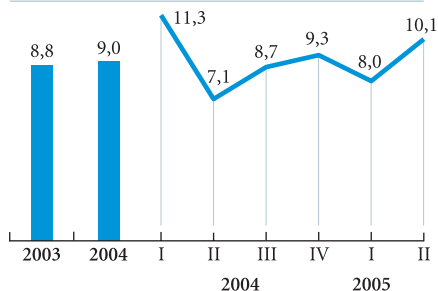
Els preus de consum són, com ja s'ha dit, un dels punts febles d'aquesta locomotora. A l'agost, la inflació interanual, esponsorada pels preus energètics i de l'alimentació, va arribar al 9,7%. Malgrat tot, però, preocupa més la tendència que el nivell. Els números argentins d'aquests temps són grans, i la comparació amb la inflació assolida el 2002 ens podria fer pensar que la xifra actual és petita. No obstant això, en el context actual, en què les tensions inflacionistes de la regió han quedat enrere, la competència per la inversió estrangera és dura i els interessos del deute pesen força, els riscos inflacionistes són un mal company.

El deteriorament del superàvit comercial es frena. En els dotze mesos fins al juliol, es va quedar en 11.167 milions de dòlars, per sota dels màxims anteriors. Però, atès el dinamisme de la demanda interna, que pressiona les importacions a l'alça, el fet de tenir un superàvit ja és tot un èxit.

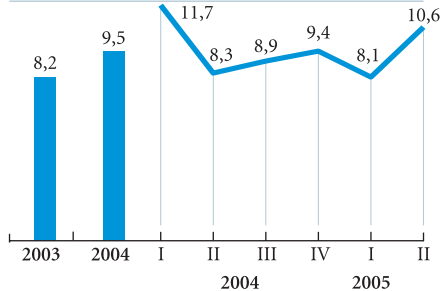
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

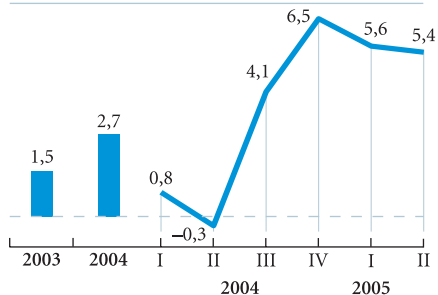
PIB



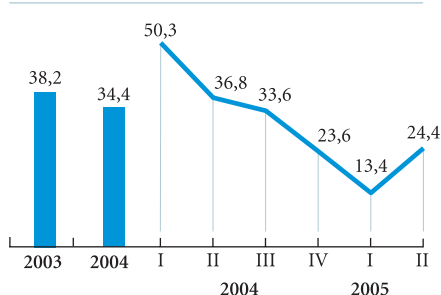
Consum privat



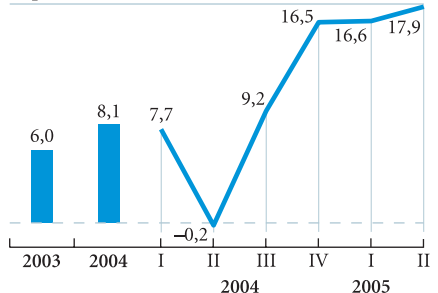
Consum públic



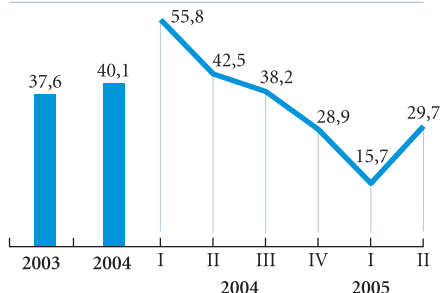
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



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

El petroli, molt a prop dels màxims històrics

Després de la forta embranzida de les cotitzacions al juliol i a l'agost, quan van pujar el 6% i l'11%, respectivament, el petroli s'ha estabilitzat i s'ha mogut al setembre al voltant dels 63-64 dòlars per barril de qualitat Brent. Aquests nivells s'apropen, malgrat tot, al màxim històric registrat l'1 de setembre (67,48 dòlars). I, el que és més important, persisteix la incertesa sobre la capacitat de

l'oferta de satisfer adequadament la demanda.

Així, tot i que l'Agència Internacional de l'Energia ha reduït les seves estimacions de demanda per al conjunt del 2005, mesura que hauria d'haver alleujat parcialment la pressió sobre els preus, altres novetats han contrarestat aquest anunci. En primer lloc, els dubtes existents sobre l'impacte d'un nou huracà, el *Rita*, que podria tornar a afectar les refineries del golf de Mèxic. Paral·lelament, la decisió

El petroli s'estabilitza al setembre en els 64 dòlars per barril, un nivell encara massa proper als màxims històrics, a causa de les dificultats de l'oferta per garantir el subministrament en una etapa de demanda dinàmica.

EL PREU DEL PETROLI QUEDA ATURAT A LA ZONA DELS 64 DÒLARS PER BARRIL

Cotització del barril de petroli Brent a un mes en mitjanes mensuals



FONT: Thomson Financial Datastream.

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Índex «The Economist» en dòlars (*)									
General	11,7	17,4	16,0	1,5	-2,3	-1,8	2,8	7,6	8,2
Alimentàries	9,1	11,2	9,4	-7,3	-8,5	-7,7	-0,2	4,9	4,8
Industrials	15,9	26,1	25,1	13,8	5,9	6,3	6,8	10,9	12,1
<i>Agrícoles no alimentàries</i>	21,8	9,2	6,8	-11,2	-10,7	-8,6	0,9	-0,8	2,3
<i>Metalls</i>	11,8	38,2	38,3	31,5	16,1	15,5	10,2	17,4	17,5
Índex «The Economist» en euros (*)									
	-6,7	6,7	6,9	-6,5	-6,4	-6,0	4,8	7,1	7,9
Petroli (**)									
Dòlars/barril	28,4	38,0	40,7	44,7	47,8	53,1	58,1	64,0	64,0
Taxa de variació	13,1	34,4	44,4	53,8	52,7	50,9	54,1	54,0	49,5
Or									
Dòlars/unça	364,0	409,6	401,9	434,0	427,3	427,8	424,7	438,1	456,2
Taxa de variació	17,3	12,7	10,6	10,6	4,6	8,6	6,7	9,1	12,3

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.

(**) Qualitat Brent; preus a un mes.

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

de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) de mantenir les actuals quotes oficials de producció ha acabat de convèncer els actors econòmics que les condicions del mercat pe-

troler continuen tendint a tensionar els preus.

La resta de primeres matèries mostren un perfil similar, tot i que sense assolir

les cotes del petroli. En conjunt, els preus de les primeres matèries, mesurats per l'índex «The Economist» en dòlars, eren al setembre el 8% superiors als d'un any abans. El grup més tensionat és el dels metalls, el creixement del qual duplica amb escreix el de l'índex global.

A l'extrem oposat hi ha les primeres matèries agrícoles no alimentàries, el creixement de les quals és només del 2% inter-annual. Darrere d'aquesta evolució hi ha, fonamentalment, el fort augment de demanda derivat d'una economia mundial que continua en clara expansió.

Amb els metalls al capdavant, els preus de la resta de primeres matèries també experimenten l'embranchada de la demanda.

UNIÓ EUROPEA

Cap a la meitat del 2004, es trenca la tendència alcista del creixement a la zona de l'euro.

La inversió i les exportacions permeten recuperar l'esperança.

Zona de l'euro: tot esperant el rebot del creixement

La zona de l'euro viu una etapa de canvi de tendència: es constata que, pel que sembla, el pitjor del recent episodi de desacceleració econòmica ha quedat enrere, però la incertesa sobre el ritme de creixement futur continua essent elevada. És convenient recordar que la notable feblesa econòmica del primer semestre, període durant el qual la zona de l'euro amb prou feines va créixer un magre 1,2%, seguia el pitjor any en termes de creixement econòmic des del 1993.

Però potser l'element més preocupant de l'actual cicle europeu ha estat la ruptura de la tendència alcista del creixement. Cap a la meitat del 2004, la recuperació semblava encarrilada: s'havia passat de créixer el 0,4% interanual en el segon

trimestre del 2003 a situar-se en un ritme d'augment del producte interior brut (PIB) del 2,1% en el segon trimestre del 2004. En aquest moment, es va entrar en una inesperada fase de desacceleració de l'activitat, que es va cobrar un punt percentual de creixement en un any i que el va situar en l'1,1% en el segon trimestre d'enguany. Darrere d'aquesta decebedora evolució hi havia una demanda interna progressivament més deprimida, especialment la inversió, ja que el consum privat ja abans havia deixat d'exhibir ritmes dinàmics de creixement, i un notable alentiment de les exportacions.

Ara, les tendències a la baixa comencen a remetre, precisament gràcies a la inversió i a les exportacions. Si repassem la composició del creixement del PIB en el segon trimestre, es pot afinar la situació de partida en aquesta esperada recuperació. D'entrada, el principal responsable

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	0,7	1,8	1,8	1,5	1,3	1,1	-	...
Vendes al detall	0,3	0,8	0,7	0,9	1,0	0,6	0,0	...
Confiança del consumidor (*)	-18	-13,8	-14	-13,0	-13,1	-14,3	-15	-15
Producció industrial	0,3	2,0	2,8	1,1	0,8	0,6	0,5	...
Sentiment econòmic (*)	93,4	100,0	100,6	100,9	99,0	96,3	97,3	97,6
Taxa d'atur (**)	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,6	...
Preus de consum	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,2	2,2
Balança comercial (***)	80,3	81,0	85,2	74,1	65,2	51,6	43,1	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

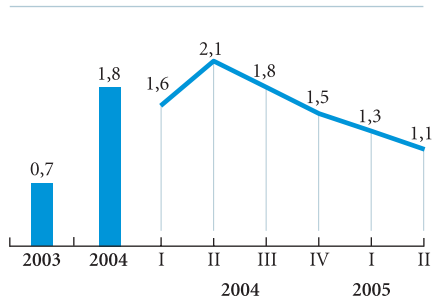
(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

EVOLUCIÓ DEL PIB DE LA ZONA DE L'EURO PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

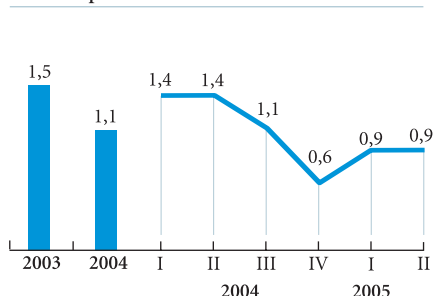
PIB



Consum privat



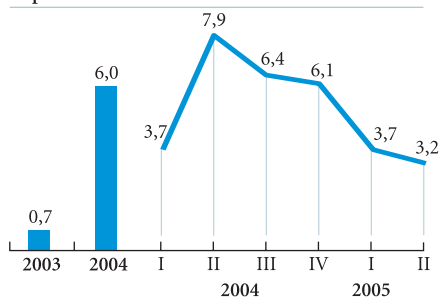
Consum públic



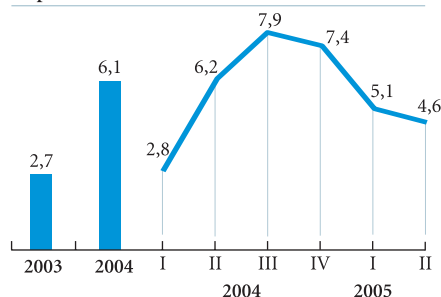
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

de la desacceleració del creixement, de l'1,3% interanual del primer trimestre a l'1,1% interanual del segon, és el consum privat, que es torna a frenar en aquest segon trimestre.

En canvi, l'acceleració de la inversió i el millor comportament exportador, no visible en l'evolució en relació amb un any abans, però sí en el fort creixement en relació amb el primer trimestre, representaven un canvi rellevant en relació amb els trimestres anteriors.

Es confirmen les tendències anteriors en el tercer trimestre? En gran part, sí. El consum de les llars continua estàtic, segons es desprèn del creixement zero interanual al juliol de les vendes al detall i de l'estancament de la confiança del consumidor fins a l'agost. Sembla que l'evolució de la inversió, si tenim en compte el repunt de la producció industrial de béns d'equipament registrat fins al juliol, és millor. L'evolució exportadora també prolonga la tònica de recuperació enfilada en el segon trimestre, amb

Primers senyals de recuperació industrial, als quals es pot afegir aviat la reactivació del sector de la construcció.

Les previsions fan pensar que, durant la segona meitat de l'any, la recuperació econòmica serà un fet, per bé que el ritme de creixement continuarà essent reduït.

Ara com ara, la pujada dels preus de l'energia no altera les tendències de la inflació.

Alemanya: la falta d'una majoria parlamentària suficient complica molt el doble repte de consolidar la recuperació en marxa i accelerar les reformes estructurals...

un creixement de les exportacions de l'ordre del 6% interanual entre maig i juliol.

Els indicadors sectorials acaben de confirmar el diagnòstic de suau recuperació en marxa. La indústria continua feble, però les dades de producció industrial de juny i juliol (amb un creixement estable en el 0,5% interanual) mostren una incipient reactivació. Els serveis registren un creixent ritme d'activitat. Fins i tot la construcció pot estar abandonant una etapa d'estancament, segons l'evolució més favorable de l'indicador de confiança del sector. També es pot llegir en clau positiva la progressiva reducció de la taxa d'atur, que ha passat del 8,8% del començament de l'any al 8,6% del juliol, reflex d'un mercat laboral lleugerament més dinàmic.

Un element que, en qualsevol cas, no hauria de dificultar l'expansió és l'evolució dels preus. La falta de repercussió de l'elevat encariment dels preus del petroli en origen en l'índex general de preus de consum (IPC) harmonitzat ha estat degut, sobretot, a la continguda evolució de la resta de components. Així, a l'agost, un mes en què el petroli era el 54% més car que un any abans, la inflació es mantenia en el 2,2% interanual, resultat propiciat pel fet que l'evolució del component energètic (augment interanual de l'11,6%) quedava compensada amb escreix per l'estabilitat de la resta de components.

En resum, la reactivació està en marxa. Es tracta d'un diagnòstic àmpliament compartit, fins al punt que una valoració similar ha estat llançada pel president del Banc Central Europeu, Jean-Claude Trichet, en la recent compareixença davant la Comissió d'Assumptes Econòmics i Monetaris del Parlament Europeu, en preveure un repunt de l'activitat a curt termini.

La principal incògnita és discernir si el rebot del creixement serà progressiu o intens. Els indicadors de tipus qualitatiu amb més capacitat anticipadora, com l'indicador de sentiment econòmic, apunten a una recuperació pausada. De manera similar, la Comissió Europea estima que, durant la segona meitat de l'any, el creixement interanual se situarà entre l'1,2% i l'1,8%, és a dir, en un rang relativament suau.

Alemanya: la incertesa política complica la recuperació

Fins al 18 de setembre, la situació política i econòmica alemanya es podia presentar en els següents termes: l'economia començava a repuntar i el govern resultant de les eleccions havia de garantir la consolidació d'aquesta recuperació amb nous esforços de reforma estructural que permetessin millorar la capacitat de creixement a mitjà i a llarg termini. La condició indispensable, atès el notable capital polític que cal invertir en aquest doble repte econòmic, era que algun dels dos grans partits contendents, el socialdemòcrata de Gerhard Schröder o el cristiano-demòcrata d'Angela Merkel, fos capaç d'obtenir una sòlida majoria parlamentària.

Com és sabut, els resultats no han conduït a aquest escenari, i, llevat del cas d'una gran coalició dels dos partits, no sembla que la resta d'equilibris parlamentaris siguin prou cohesionats en matèria econòmica. Tot plegat incrementa la incertesa i dilueix les expectatives d'una necessària refluotació de la locomotora econòmica europea i, en especial, de la capacitat del nou govern de refer la confiança del país, un factor que ha estat freqüentment esgrimit com a element que explica el decaïgut ritme de consum privat i d'inversió.

ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II				
PIB	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,8	0,6	-	...	-	
Vendes al detall	-0,5	0,9	0,7	0,9	0,2	1,6	-3,0	...	...
Producció industrial	0,1	2,4	3,8	1,4	2,4	1,9	3,0	...	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	91,7	95,7	95,3	95,2	95,3	93,2	95,0	94,6	96,0	
Taxa d'atur (**)	10,5	10,6	10,6	10,7	11,7	11,8	11,6	11,6	...	
Preus de consum	1,0	1,7	1,9	2,0	1,7	1,7	1,9	1,9	2,4	
Balança comercial (***)	130	149	153	154	156	154,2	155,6	...	...

NOTES: (*) Valor.

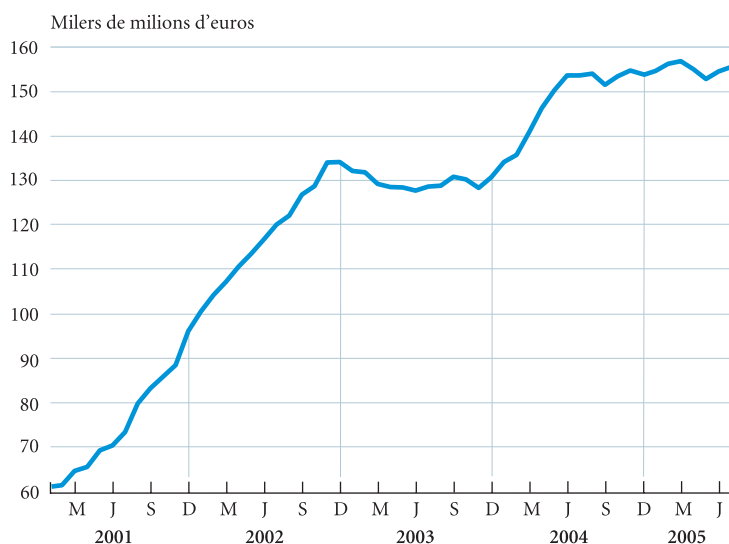
(**) Percentatge sobre població activa.

(***) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

EL SECTOR EXTERIOR GERMÀNIC CONTINUA ACTUANT DE SUPORT DE LA RECUPERACIÓ

Superàvit comercial, saldo acumulat de 12 mesos



FONTS: Deutsche Bundesbank i elaboració pròpia.

Aquesta complicada tessitura política no ens ha de fer oblidar que la situació econòmica que trobi el nou govern serà la millor dels últims temps. Tot i que habitualment s'argumenta aquesta millora exclusivament en funció del repunt de la confiança empresarial dels mesos centrals de l'estiu (l'indicador IFO d'activitat empresarial va repuntar amb força al juliol,

va consolidar aquesta alça a l'agost i va tornar a repuntar al setembre), ja comença a haver-hi evidències menys anecdòtiques que representen una certa ruptura amb les tendències recents. En aquest sentit, cal recordar que el 2003 i el 2004 la demanda interna va patir un intens deteriorament, centrat en especial en el consum privat i en la inversió en construcció.

...però cal no oblidar que la situació que trobarà el nou govern serà la millor dels últims temps.

La indústria, sector clau de l'economia germànica, es recupera.

França: l'executiu de Villepin llança la reforma de l'impost sobre la renda amb l'objectiu de reforçar la capacitat de despesa de les llars franceses.

L'únic factor que va contribuir a sostenir l'economia va ser l'exportació.

Partint d'aquesta situació, el que ja es pot afirmar és que, en la primera meitat del 2005, la dinàmica ha començat a canviar. Les exportacions s'han continuat mostrant expansives i, com a principal novetat, la inversió en béns d'equipament ha començat a remuntar. En els dos casos, el tercer trimestre apunta a la continuïtat de la millora, segons es desprèn de les dades disponibles: fins al juliol, les exportacions creixien gairebé el 6% interanual i la producció industrial de béns d'equipament, de l'ordre del 5% interanual.

No sembla millorar, en canvi, el consum privat, tot i que el fet que a l'agost la confiança del consumidor hagi pujat per primer cop en tres mesos és un bon senyal que pot reflectir un moment lleugerament més positiu del mercat de treball (la taxa d'atur s'ha moderat lleugerament, fins a l'11,6% a l'agost, i s'han creat 72.000 nous llocs de treball en els mesos de maig a juliol). Així i tot, l'empitjorament de la inflació, que es va mantenir en l'1,9% interanual al juliol i a l'agost i va repuntar al 2,4% al setembre, és un factor negatiu perquè el consum remunti posicions.

Quins sectors registren més clarament la millora del to econòmic? D'entrada, un sector clau, la indústria, que ha accelerat notablement el ritme de creixement, com ho reflecteix una producció industrial que creix al 3% interanual al juny i juliol. I una millor evolució relativa dels permisos de construcció podria anticipar que aquest sector començaria a recuperar-se després de diversos exercicis negatius.

França: reforma fiscal per recuperar el consum

Si s'hagués de destacar un element característic de la recent política econòmica francesa, seria l'esforç realitzat per garantir que les famílies mantinguin prou capacitat de despesa. El consum de les llars ha exercit de motor del creixement en els últims exercicis, però, des del tercer trimestre del 2004, s'ha mostrat més fluctuant. Tot plegat explica l'orientació del nou executiu de Dominique de Villepin, centrat en millorar l'ocupació i la fiscalitat, dos eixos que incideixen de forma directa en les possibilitats de consum de les classes mitjanes.

Així, després d'introduir diferents mesures de flexibilització laboral per a les petites empreses gal·les, el passat 14 de se-

FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	0,9	2,0	1,8	2,1	1,9	1,3	-	...
Consum intern	1,9	3,3	2,5	4,0	3,2	1,1	3,6	5,7
Producció industrial	-0,4	1,8	1,8	1,6	1,0	-0,2	-0,7	...
Taxa d'atur (*)	9,8	10,0	10,0	10,0	10,1	10,2	9,9	...
Preus de consum	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,6	1,7	1,8
Balança comercial (**)	0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-1,2	-1,6	-1,8	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

tembre el ministre d'Economia, Thierry Breton, va fer públics els aspectes generals d'una reforma de l'impost sobre la renda: reducció de trams, dels set actuals a cinc; rebaixa del tipus màxim, que se situarà en el 40%, enfront del 48% que s'aplica actualment, i, finalment, establiment d'un límit a la pressió fiscal directa, equivalent a un màxim del 60% dels ingressos del contribuent. Si la reforma prospera, s'aplicarà sobre les rendes generades el 2006, de manera que els contribuents n'apreciaran plenament els resultats el 2007, any electoral.

Més enllà d'aquestes mesures de política econòmica, sembla que els últims indicadors coneguts, i més concretament la dada mensual de consum intern (creixement del 6% interanual a l'agost, màxim anual), avalen una certa recuperació del consum. No obstant això, el baix nivell de la confiança del consumidor fins al juliol genera dubtes sobre la sostenibilitat del repunt. En aquest sentit, la recuperació del mercat de treball és fonamental. Tot i que al juny i al juliol la taxa d'atur es va reduir en tres dècimes percentuals, fins al 9,9%, el creixement de l'ocupació continua essent mínim.

Pel que fa a la resta d'indicadors més recents, cal destacar que el deteriorament

de la producció industrial s'ha intensificat al juliol (caiguda del 0,7% interanual) i que els preus de consum amb prou feines mostren signes de tensionament, amb un creixement de l'1,8% interanual a l'agost, poc per damunt del ritme d'augment registrat al juny i al juliol.

Itàlia: la inversió i les exportacions impulsen l'economia

Itàlia pot estar deixant enrere el pitjor de la recent crisi econòmica. Quan s'esperava una nova caiguda intertrimestral del PIB, en el segon trimestre l'economia va créixer el 0,7% en relació amb el primer. En taxa interanual, l'augment del PIB va ser del 0,1%, a causa, sobretot, de l'acceleració del consum privat, de la inversió i de les exportacions.

Ara, la gran qüestió és discernir si es podrà consolidar la recuperació. La informació disponible és poc concloent. El repunt del consum privat sembla efímer, ja que la confiança del consumidor ha tornat a empitjorar en els mesos d'estiu, i el mateix ha passat al juliol. En canvi, el principal indicador d'oferta, la producció industrial, exhibeix una última tendència lleugerament més dinàmica, que

Hi ha dubtes sobre la sostenibilitat del repunt del consum.

Itàlia: inesperada recuperació de l'economia en el segon trimestre, que s'hauria de prolongar a la resta de l'any.

ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	0,4	1,0	1,2	0,8	-0,2	0,1	-	...
Vendes al detall	2,0	-0,4	-1,3	-1,1	0,1	-1,2	-2,1	...
Producció industrial	-0,6	-0,6	-0,8	-1,9	-2,3	-1,5	-1,6	...
Taxa d'atur (*)	8,4	8,0	7,9	7,9	7,8	7,7	-	...
Preus de consum	2,7	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	2,1	2,0
Balança comercial (**)	4,1	1,6	2,3	-0,9	-2,2	-4,7	...	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

La demanda interna britànica, antany gran motor de creixement, perd dinamisme sense que el sector exterior pugui agafar el relleu.

es pot relacionar amb una clara millora exportadora al maig i al juny.

L'absència de tensions inflacionistes (l'IPC va créixer el 2,0% interanual a l'agost, un nivell al voltant del qual es mou des del setembre del 2004) i la lenta però constant reducció de l'atur (7,7% en el segon trimestre) són factors positius que, pel que sembla, decanten la balança a favor de la continuïtat de la reactivació cíclica, que serà més apreciable el 2006, any en què se celebraran eleccions generals.

Regne Unit: la fase de menor creixement s'acaba

Els mesos d'estiu han confirmat que l'economia britànica continua perdent embranzida. Les llars, tot i mantenir un nivell de confiança acceptable, han reduït el ritme de despesa, fins al punt que les vendes al detall amb prou feines van créixer el 0,8% interanual a l'agost, lluny del 3,5% del gener. La producció industrial de béns d'equipament es mostra erràtica i anticipa un pols inversor feble. Tot plegat incideix en l'empitjorament de la demanda interna, que només es veurà parcialment compensat pel recent repunt exportador.

Així i tot, l'estabilització de la producció industrial i, en especial, la recuperació del sentiment econòmic, fonamentalment gràcies al millor pols dels serveis, poden estar anticipant que el final de la desacceleració s'apropa. No són aliens a aquesta valoració el comportament més positiu dels preus (tant els preus de consum com els de producció han flexionat a la baixa a l'agost) i un mercat de treball que continua presentant una taxa d'atur molt baixa, del 2,8% entre els mesos de juny i agost, amb prou feines superior al mínim històric.

També contribuirà a consolidar la recuperació el recent canvi de la política monetària, materialitzada en el descens del tipus d'intervenció per part del Banc d'Anglaterra el passat 4 d'agost, quan es va passar del 4,75% al 4,50%.

La política monetària més laxa acabarà de consolidar la recuperació.

REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
PIB	2,5	3,2	3,1	2,7	2,1	1,8	-	...
Vendes al detall	3,0	6,1	6,7	4,7	2,9	1,5	1,4	0,8
Producció industrial	-0,5	0,8	0,4	0,0	-1,1	-1,8	-1,6	...
Taxa d'atur (*)	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8
Preus de consum	2,8	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,3
Balança comercial (**)	-46,8	-55,3	-57,4	-59,7	-61,5	-62,6	-61,8	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

(**) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

La Reserva Federal continuarà apujant els tipus d'interès

Al setembre han tornat a predominar els moviments alcistes de tipus d'interès entre els principals bancs centrals. Així, tant la Reserva Federal com el Banc de Canadà han apujat els tipus d'interès de referència i han continuat normalitzant-los, tot i seguir en nivells històricament baixos. La marxa econòmica de les economies nord-americana i canadenca prop del seu potencial, és a dir, del creixement econòmic sostenible sense generar inflació, i l'encariment substancial del petroli justifiquen aquests moviments. En canvi, el moderat pols econòmic de la zona de l'euro i la situació de-

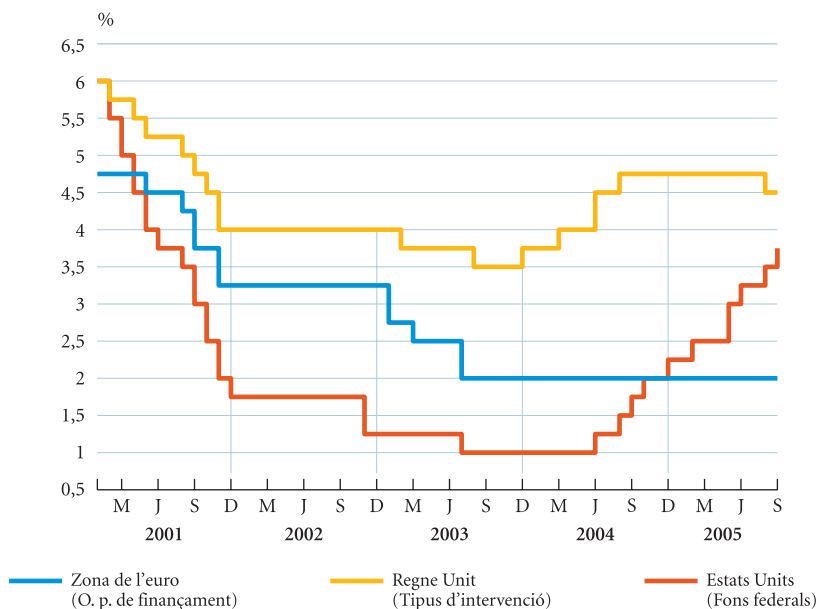
flacionista al Japó motiven el manteniment d'unes polítiques monetàries més laxes en aquestes àrees.

Als Estats Units, després dels desastrosos efectes de l'huracà *Katrina* a diversos estats del Sud al començament de setembre, els mercats van especular sobre la possibilitat que la Reserva Federal efectués una pausa en la tònica d'incrementos del tipus d'interès de referència, un cop es va saber que el president de la Reserva Federal, Alan Greenspan, s'havia entrevistat amb el president George W. Bush després de l'impacte del *Katrina*. No obstant això, un cop superat el xoc inicial, va predominar l'opinió que els efectes macroeconòmics de l'huracà serien

El pas de l'huracà *Katrina* refreda les expectatives de pujada de tipus d'interès, però Greenspan no modifica el seu discurs.

TOT I EL 'KATRINA', LA RESERVA TORNA A APUJAR EL TIPUS D'INTERÈS OFICIAL

Tipus d'interès de referència de la política monetària



FONTS: Bancs centrals nacionals.

El mercat només descompta un o dos increments més en els propers mesos de 25 punts bàsics per part de la Fed...

...no obstant això, el tipus de referència de la Fed podria augmentar fins al 4,50% l'any vinent.

escassos, i, per bé que podien afectar negativament el creixement del quart trimestre, amb posterioritat la reconstrucció ulterior comportaria una major expansió econòmica.

En aquest marc, el Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal, en la reunió del 20 de setembre, va decidir pujar de nou els tipus d'interès oficials en 25 punts bàsics. Així, el tipus d'interès de referència per als dipòsits interbancaris a un dia va pujar fins al 3,75%. Es va tractar de l'onzè augment consecutiu d'aquest tipus d'interès.

En el comunicat de premsa, la Reserva Federal va mantenir bàsicament la re-

dacció dels últims mesos. D'aquesta manera, va apuntar que encara continuaria apujant els tipus d'interès progressivament, tot i que, en aquesta reunió, un dels membres del comitè, Mark W. Olson, va votar en contra d'una alça del tipus d'interès. En aquest context, el mercat descompta que el tipus d'interès de referència dels Estats Units pujarà un cop més, fins al 4%, abans d'acabar l'any.

No obstant això, el tipus d'interès oficial nord-americà podria arribar al 4,50% el 2006 si es confirmen les tensions al mercat laboral, ja que la Reserva Federal es veuria obligada a reaccionar per evitar una espiral preus-salaris que si fins ara s'ha evitat ha estat, entre altres raons, per

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		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos	Tres mesos	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos	Tres mesos
		Tres mesos	Un any						
2004									
Agost	2,01	2,11	2,30	1,43	1,70	0,00	4,72	4,88	0,54
Setembre	2,02	2,12	2,38	1,59	1,88	0,00	4,75	4,85	0,67
Octubre	2,03	2,15	2,32	1,75	2,06	0,00	4,75	4,81	0,71
Novembre	2,05	2,17	2,33	1,92	2,28	0,00	4,75	4,79	0,75
Desembre	2,07	2,17	2,30	2,25	2,47	0,00	4,75	4,78	0,75
2005									
Gener	2,06	2,15	2,31	2,25	2,64	0,00	4,75	4,79	0,74
Febrer	2,06	2,14	2,31	2,50	2,80	0,00	4,75	4,80	0,75
Març	2,05	2,14	2,34	2,59	2,99	0,00	4,75	4,90	0,75
Abril	2,05	2,14	2,27	2,75	3,12	0,00	4,75	4,86	0,76
Maig	2,05	2,13	2,19	2,99	3,24	0,00	4,75	4,81	0,76
Juny	2,05	2,11	2,10	3,01	3,40	0,00	4,75	4,76	0,75
Juliol	2,05	2,12	2,17	3,25	3,59	0,00	4,75	4,57	0,75
Agost (*)	2,05	2,13	2,22	3,43	3,78	0,00	4,53	4,51	0,76
Setembre (1)	2,06	2,14	2,27	3,75	3,98	0,00	4,50	4,56	0,76

NOTES: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 27.

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

(3) Últimes dates de variació: 10-11-04 (2,00%), 14-12-04 (2,25%), 2-2-05 (2,50%), 22-3-05 (2,75%), 3-5-05 (3,00%), 30-6-05 (3,25%), 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%).

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

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

la credibilitat antiinflacionista guanyada en la lluita contra la inflació en les dècades dels vuitanta i els noranta del segle passat. Atès que, al final de gener, es produirà el relleu d'Alan Greenspan com a president de la Reserva Federal, probablement el nou responsable de la política monetària voldrà establir la seva reputació, de manera que el tipus d'interès de la Reserva Federal possiblement continuarà tendint a l'alça en el proper exercici.

A la zona de l'euro, el Banc Central Europeu (BCE) va revisar a la baixa les projeccions de creixement econòmic per al 2005 i el 2006 fins a les bandes 1,0%-1,6% i 1,3%-2,3%, respectivament. Al mateix temps, va incrementar les corresponents a la inflació fins al 2,1%-2,3% el 2005 i 1,4%-2,4% el 2006, a causa, sobretot, d'uns preus del cru més alts del que s'esperava. El Banc Central Europeu ha mantingut la seva posició que el tipus d'interès de l'Eurosistema es troba en un nivell apropiat per assegurar l'estabilitat dels preus a mitjà termini per sota del 2%. De fet, a l'agost, la inflació harmonitzada es va mantenir en el 2,2% en taxa interanual, mentre que la inflació subjacent (exclous els elements més volàtils) se situava en l'1,3%.

El BCE va indicar que els riscos per al creixement apunten més aviat a la baixa, mentre que els riscos per a la inflació s'orienten a l'alça. No obstant això, el president del BCE, Jean-Claude Trichet, manté que l'estabilitat dels preus no perilla, si més no mentre els augments salarials segueixin continguts. D'aquesta manera, la política monetària de la zona de l'euro continua essent molt relaxada, amb els tipus d'interès tant nominal com reals en nivells històricament molt baixos.

L'euríbor a un any es va incrementar en 5 centèsimes en mitjana mensual a l'agost fins al 2,22% i es va col·locar, però, 8 centèsimes per sota de dotze mesos

abans. En les primeres setmanes de setembre, l'euríbor a un any ha tendit a situar-se al voltant d'aquest nivell. La corba de tipus d'interès no anticipa un gir alcista del Banc Central Europeu fins al segon semestre del 2006. No obstant això, el BCE es podria veure obligat a avançar fins al primer semestre el tensionament monetari si els preus del petroli pugen encara més, com és probable, i es comencen a transmetre al nucli dels preus de consum.

La pujada de tipus d'interès de la Fed dona suport al dòlar a curt termini

El dòlar es va apreciar el 2,7% en els vuit primers mesos de l'exercici enfront d'un conjunt ampli de monedes. Aquesta pujada va rebre el suport d'un diferencial de tipus d'interès favorable enfront de l'euro i del ien i d'un creixement econòmic relativament elevat. D'aquesta manera, la divisa nord-americana va poder vèncer les pressions a la baixa derivades de l'important desequilibri exterior de l'economia dels Estats Units.

En els primers dies de setembre, però, les especulacions que la Reserva Federal faria una pausa en la tònica d'increment dels tipus d'interès arran dels efectes de l'huracà *Katrina* van afeblir el bitllet verd. No obstant això, més tard, un cop esvaïdes aquestes expectatives, el dòlar va recuperar el vigor. Així mateix, la dada del desequilibri comercial del juliol, inferior a l'esperada, va donar suport al dòlar cap a la meitat de setembre. No obstant això, a mitjà termini, el dòlar hauria de corregir a la baixa, en especial enfront de les divises asiàtiques, per disminuir el desequilibri amb l'exterior.

L'euro es va depreciar el 5,7% en el període gener-agost enfront de les divises dels seus principals socis comercials, després d'haver-se apreciat amb força en

El BCE revisa a la baixa les projeccions de creixement econòmic per a la zona de l'euro i a l'alça les d'inflació a causa del petroli...

...i podria iniciar el gir alcista en el primer semestre del 2006 si millora el to econòmic.

El dòlar s'hauria de depreciar a mitjà termini enfront de les monedes asiàtiques per corregir el desequilibri exterior.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Agost 2005

	Última sessió del mes		Tipus de canvi mitjà	Dades mensuals			Tipus de canvi 27-9-05
	Tipus de canvi	% de variació mensual (2)		% variació (2)			
				Mensual	s/desembre 2004	Anual	
Enfront del dòlar dels EUA							
Ien japonès	110,6	-1,6	110,6	-1,2	6,6	0,3	113,3
Lliura esterlina (1)	1,804	2,6	1,795	2,4	-7,0	-1,4	1,768
Franc suís	1,253	-2,7	1,262	-2,4	10,2	0,0	1,295
Dòlar canadenc	1,189	-2,9	1,205	-1,5	-1,0	-8,2	1,178
Peso mexicà	10,79	1,8	10,69	0,1	-4,6	-6,2	10,89
Índex efectiu nominal (4)	110,8	-0,8	110,8	-1,3	1,7	-3,9	111,7
Enfront de l'euro							
Dòlar dels EUA	1,220	0,9	1,229	2,1	-8,3	1,0	1,201
Ien japonès	136,1	0,1	136,0	0,9	-2,3	1,1	136,0
Franc suís	1,549	-0,8	1,553	-0,3	1,1	0,9	1,558
Lliura esterlina	0,683	-0,9	0,685	-0,3	-1,4	2,4	0,680
Corona sueca	9,340	-0,7	9,340	-0,9	4,0	1,7	9,388
Corona danesa (3)	7,458	0,0	7,460	0,0	0,3	0,3	7,462
Zloty polonès	4,032	-1,0	4,044	-1,3	-2,2	-8,7	3,896
Corona txeca	29,57	-1,9	29,59	-1,9	-3,4	-6,4	29,38
Forint hongarès	244,5	-0,2	244,5	-0,8	-0,5	-1,8	247,3
Índex efectiu nominal (5)	101,9	0,1	102,3	0,6	-4,5	-0,4	101,0

NOTES: (1) Unitats per lliura esterlina.

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

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

(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: 1-1999 = 100.

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

El resultat electoral a Alemanya, que dificulta l'avanç de les reformes estructurals, perjudica l'euro.

el quart trimestre del 2004. El moderat creixement econòmic de la zona de l'euro, l'ampliació del diferencial de tipus d'interès en contra seu enfront d'altres monedes i el rebuig de la Constitució Europea en els referèndums que van tenir lloc a França i als Països Baixos al maig i al juny, amb la consegüent crisi política, van perjudicar la moneda europea. En les primeres setmanes de setembre, l'euro ha perdut posicions.

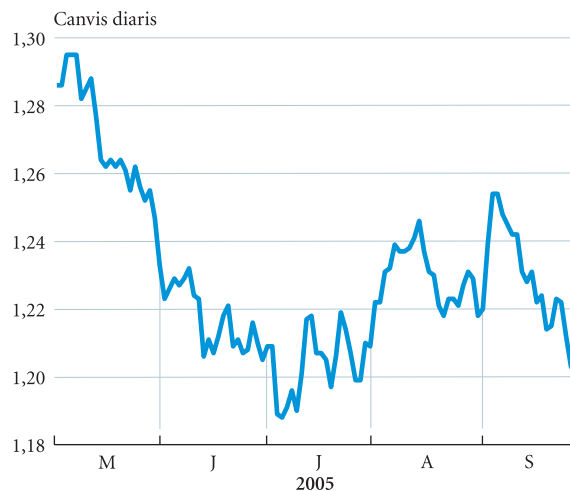
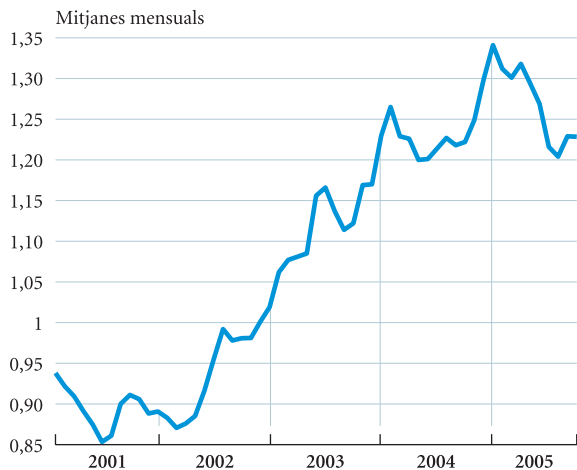
En relació amb el dòlar, l'euro ha experimentat vaivens en les primeres setmanes de setembre. Així, el dia 2 de setembre,

va cotitzar a 1,254 dòlars, nivell no assolit des del mes de maig. No obstant això, amb posterioritat la moneda única europea va flexionar a la baixa i es va replegar cap a la cota d'1,20 dòlars.

La lliura esterlina va experimentar un increment acumulat fins a l'agost de l'1,6% en relació amb una àmplia cistella de monedes. En les primeres setmanes de setembre, la moneda britànica va pujar lleugerament en termes globals en no tenir continuïtat en el mes la rebaixa del tipus d'interès oficial del Banc d'Anglaterra de l'agost i en refredar-se la pers-

DAVALLADA DE L'EURO ENFRONT DEL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Els tipus arriben fins al 27 de setembre.

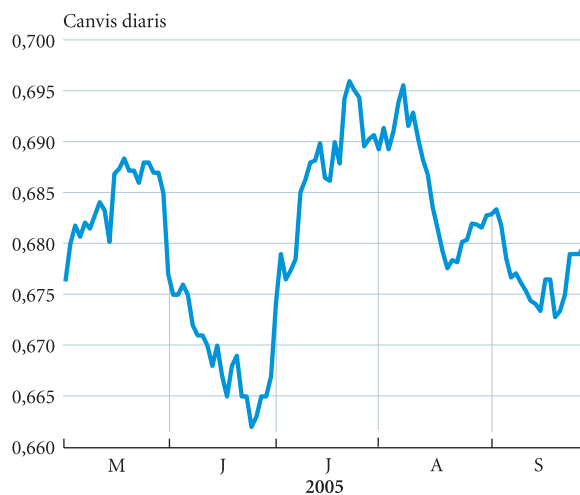
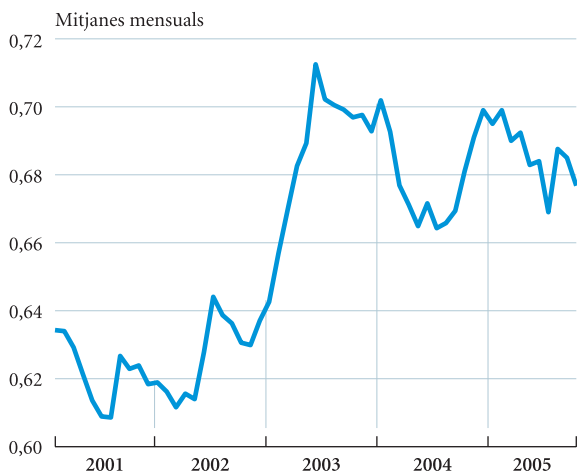
FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

pectiva de noves retallades. Des de l'inici de l'any, però, per bé que la lliura s'ha apreciat enfront de l'euro, ha baixat en relació amb el dòlar.

El ien va caure el 4,1% en els vuit primers mesos de l'any en relació amb el conjunt de les principals divises, afeblit per un diferencial de tipus d'interès en contra seu enfront de la resta de mone-

LA LLIURA ESTERLINA ES MANTÉ ENFRONT DE L'EURO

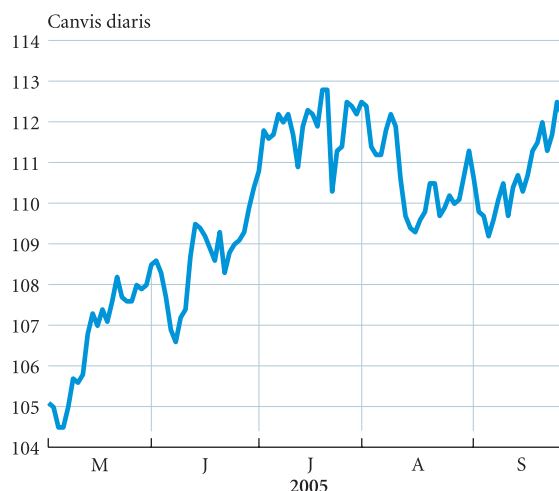
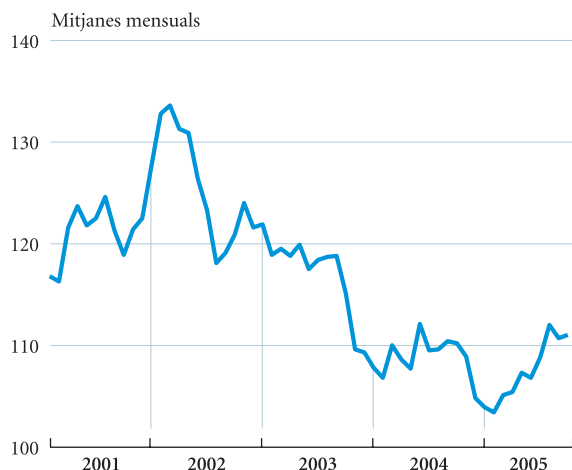
Lliures esterlines per euro



NOTA: Els tipus arriben fins al 27 de setembre.

FONT: Thomson Financial Datastream.

Iens per dòlar



NOTA: Els tipus arriben fins al 27 de setembre.

FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

Sensible aplanament de la corba de tipus d'interès nord-americans el 2005.

La rendibilitat del deute públic europeu a llarg termini encara pot assolir nous mínims.

des en mantenir-se el tipus oficial del Japó en el 0%. Durant les primeres setmanes de setembre, la moneda nipona va tendir a pujar arran de la victòria de Koizumi en les eleccions anticipades del dia 11, que obre el camí a convenients reformes estructurals. No obstant això, amb posterioritat va cedir terreny davant l'embranchida del dòlar. En la quarta setmana del mes, el ien se situava considerablement per sota del nivell inicial de l'exercici en relació amb el dòlar, tot i que mostrava una apreciació enfront de l'euro.

El rendiment dels bons alemanys anota el mínim de les últimes dècades

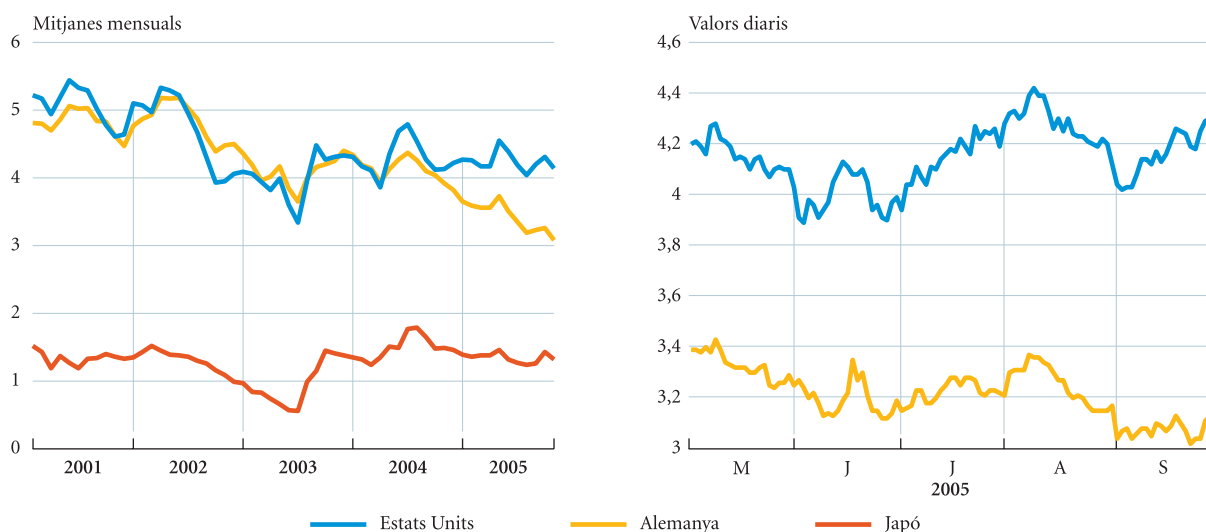
El dia 1 de setembre, la rendibilitat dels bons del Tresor dels Estats Units a deu anys va baixar fins al 4,02%, la cota més baixa des del final de juny, en aparèixer dades que suggerien un creixement econòmic inferior a l'esperat. No obstant això, amb posterioritat el rendiment dels bons va tendir a repuntar suaument en

esvaïr-se les expectatives que la Fed faria una pausa en la seva carrera alcista. Cal destacar que el pendent de la corba de tipus d'interès s'ha aplanat sensiblement des de l'inici de l'any en pujar els tipus d'interès a curt termini, mentre que els rendiments a llarg termini es col·loquen en nivells similars als del final del 2004. L'enigma dels bons continua planant sobre l'economia mundial, ja que, ateses les condicions econòmiques internacionals, el rendiment dels bons nord-americans és excepcionalment baix.

El tipus d'interès dels bons de l'Estat alemanys a deu anys va caure fins al 3,02% en la quarta setmana de setembre i va registrar el nivell mínim de les últimes dècades, en jugar el paper d'actiu refugi en un marc d'incertesa per l'efecte dels huracans del Sud dels Estats Units sobre el subministrament i el refinatge de petroli. Tot i que en les properes setmanes la rendibilitat del deute públic europeu a llarg termini encara podria marcar nous mínims, a mitjà termini repuntarà fins a nivells més coherents amb els fonaments

LLEUGER REPUNT DELS TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI NORD-AMERICANS

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



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

TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

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

	2003	2004	2005				
			I	II	Juliol	Agost	27 setembre
Estats Units	4,04	4,31	4,34	4,21	4,20	4,31	4,30
Japó	0,99	1,50	1,41	1,28	1,26	1,43	1,37
Alemanya	4,10	4,07	3,63	3,35	3,23	3,26	3,13
França	4,13	4,10	3,64	3,38	3,27	3,30	3,17
Itàlia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,44	3,46	3,33
Espanya	4,12	4,10	3,63	3,36	3,22	3,23	3,10
Regne Unit	4,53	4,93	4,72	4,50	4,34	4,36	4,29
Suïssa	2,47	2,57	2,15	2,04	1,95	1,94	1,88

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

econòmics des de les cotes actuals, inusualment baixes.

L'estabilització del preu del petroli alleuja les borses

Uns resultats empresarials millors del que s'esperava i uns tipus d'interès baixos han continuat impulsant les borses a l'estiu,

tot i els elevats preus assolits pel petroli. D'aquesta manera, nombrosos índexs borsaris han marcat al setembre nous màxims històrics, o dels últims anys, després d'una certa moderació dels preus del cru. Així, la majoria de les principals borses han acabat l'estiu presentant fortes revaloracions en l'exercici, superiors al que es preveia al començament de l'any, llevat dels mercats nord-americans.

Els resultats empresarials són millors del que s'esperava i els reduïts tipus d'interès impulsen les borses...

...tot i que els mercats nord-americans mostren una evolució mediocre el 2005.

Substancials guanys des de l'inici de l'any de les borses europees.

L'excepció cal buscar-la als Estats Units, on les borses tenen una evolució mediocre. Després dels importants guanys registrats el 2004, els valors nord-americans presentaven una certa sobrevaloració en relació amb altres mercats. A més a més, la sostinguda pujada dels tipus d'interès de la Reserva Federal ha llastat la borsa nord-americana. Al setembre els efectes de l'huracà *Katrina* van ser compensats per especulacions que la Reserva Federal podria no apujar els tipus d'interès tant com s'esperava. L'índex Standard & Poor's 500 mostrava una modesta alça sobre desembre en l'última setmana. En canvi, tant el tradicional índex Dow Jones de valors industrials com l'índex Nasdaq general, representatiu dels valors tecnològics, mostren lleugeres pèrdues des de l'inici de l'any.

Per sectors, el sector energètic, a causa, sobretot, de les petrolieres per l'encariment de l'or negre, i les companyies de serveis públics van anotar fortes plusvàlues en relació amb el mes de desembre. En canvi, les empreses de telecomunicacions, de materials i de consum cíclic mostraven notables descensos acumulats.

En canvi, l'índex DJ Eurostoxx 50, que engloba les societats més grans de la zona de l'euro, presentava en l'última setmana de setembre una alça de dos dígitos sobre el mes de desembre. La depreciació de l'euro al llarg del 2005 i el manteniment dels tipus d'interès del Banc Central Europeu en nivells molt reduïts, juntament amb uns alts creixements dels beneficis de les empreses europees i de les operacions d'adquisicions

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

31-08-2005

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	Cotització a 27-9-05	
					% variació acumulada	% variació sobre la mateixa data de 2002
Nova York						
<i>Dow Jones</i>	10.481,6	-1,5	-2,8	3,0	-3,0	35,8
<i>Standard & Poor's</i>	1.220,3	-1,1	0,7	10,5	0,3	46,9
<i>Nasdaq</i>	2.152,1	-1,5	-1,1	17,1	-2,7	76,5
Tòquio	12.413,6	4,3	8,0	12,0	15,9	39,7
Londres	5.296,9	0,3	10,0	18,8	13,1	39,4
Zona de l'euro	3.263,8	-1,9	10,6	22,2	14,7	44,4
<i>Frankfurt</i>	4.829,7	-1,2	13,5	27,6	16,7	70,1
<i>París</i>	4.399,4	-1,2	15,1	22,4	19,0	54,1
<i>Amsterdam</i>	389,6	-1,6	11,9	20,6	14,4	26,1
<i>Milà</i>	25.682,0	-0,3	9,1	26,0	13,4	59,2
<i>Madrid</i>	10.008,9	-1,1	10,2	27,2	17,6	89,7
Zuric	6.517,2	-1,3	14,5	20,2	20,4	39,6
Hong Kong	14.903,6	0,2	4,7	16,0	6,7	63,4
Buenos Aires	1.581,7	4,9	15,0	66,1	21,3	323,9
São Paulo	28.044,0	7,7	7,1	23,0	17,9	254,3

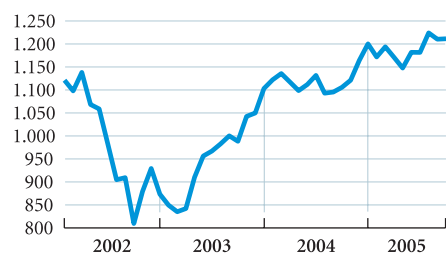
NOTA: (*) Nova York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tòquio: Nikkei 225; Zona de l'euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Frankfurt: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milà: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de les borses espanyoles; Zurich: Swiss Market Index;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

FONTS: Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

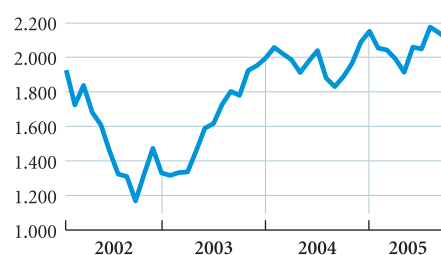
BORSES INTERNACIONALS

Índexs al final del mes

Nova York (Standard & Poor's 500)



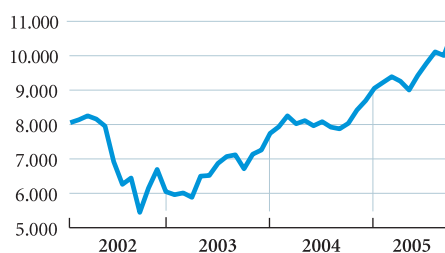
Índex Nasdaq dels Estats Units



Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



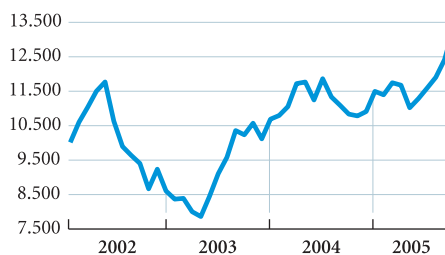
Madrid (IBEX 35)



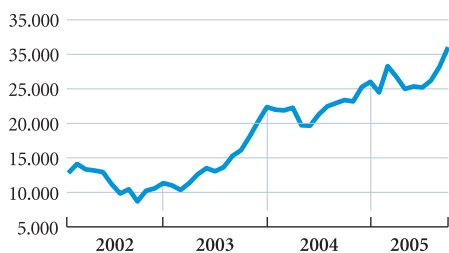
Londres (Financial Times 100)



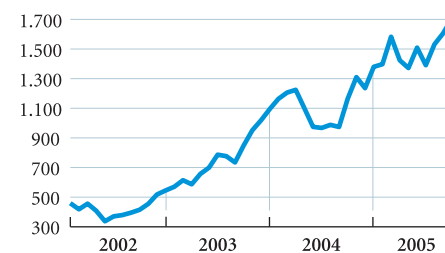
Tòquio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Setembre 2005, dia 27.

FONT: Thomson Financial Datastream.

Reactivació de la borsa japonesa, amb el suport de la victòria de Koizumi a les eleccions, que obre la via a les reformes.

Nombroses borses emergents, com Índia, Brasil, Mèxic i Argentina, marquen nous màxims històrics al setembre.

empresarials en diversos sectors, com l'elèctric, van donar suport als mercats borsaris del continent. Al final de la segona setmana de setembre, l'índex Xetra Dax de Frankfurt va marcar la cota màxima des del maig del 2002, esperonat per la perspectiva d'un avanç de les reformes estructurals. L'esperada victòria dels democristians en les eleccions generals del dia 18 de setembre obria la perspectiva de canvis rellevants en la política econòmica. No obstant això, amb posterioritat es van refredar aquestes perspectives, i, amb un ajustat resultat electoral que complica la governabilitat, el Dax va cedir terreny, tot i que presentava un fort increment en relació amb el final del 2004. La majoria dels principals mercats de la zona de l'euro també presentaven substancials guanys en l'exercici, encapçalats pel parquet parienc.

Pel que fa a la borsa espanyola, l'índex IBEX 35 va continuar avançant al setembre, situació a la qual va contribuir l'OPA llançada per Gas Natural sobre Endesa al començament del mes. L'IBEX 35 va marcar la cota màxima des de l'octubre de l'any 2000 al començament de la cinquena setmana del mes. Cal apuntar que, en l'última setmana del mes, només 3 de les 35 accions de l'índex selectiu se situaven

per sota de la par de l'exercici, mentre que algunes presentaven guanys espectaculars de més del 50%, com Metrovacesa, Sacyr Vallehermoso, Ferrovial i Abertis.

Fora de la zona de l'euro, l'índex Financial Times 100 de la Borsa de Londres va marcar el nivell màxim dels quatre últims anys al començament de l'última setmana de setembre. L'índex SMI de la borsa suïssa mostrava fins i tot una evolució més positiva en els tres primers trimestres. D'altra banda, la borsa japonesa va continuar millorant posicions al setembre, i, en la cinquena setmana del mes, l'índex Nikkei 225 va marcar el nivell màxim dels quatre últims anys, gràcies a un millor clima econòmic i a l'optimisme que esperen les possibles reformes econòmiques després de la victòria del partit de l'exprimer ministre Koizumi.

Pel que fa als mercats emergents, en general han presentat un bon comportament al llarg de l'exercici i han reflectit la bona conjuntura econòmica actual i els fluxos de fons internacionals que acudeixen a aquests mercats. Nombroses borses dels països emergents van continuar marcant màxims històrics al setembre, com Índia, Brasil, Mèxic i Argentina.

Activitat econòmica

Fort creixement... però amb baixa productivitat i dèficit exterior alarmant

L'economia espanyola manté una velocitat de creuer notable, com ho confirmen els resultats detallats de la comptabilitat nacional corresponents al segon trimestre del 2005. No obstant això, la brillant evolució de la conjuntura econòmica espanyola (el ritme de creixement anual del producte interior brut –PIB– es va accelerar al 3,4%) no ha d'amagar l'existència de desajustaments estructurals importants, que, si no es resolen aviat, podrien enfosquir el panorama econòmic espanyol a mitjà termini. En aquest context, els pressupostos generals de l'Estat per al 2006 haurien de jugar un paper més actiu per combatre aquests desequilibris del que s'assumeix en el projecte presentat pel Govern.

L'actual dinamisme de l'economia espanyola es basa en la sorprenent fortalesa de la demanda interna, que, en el segon trimestre, va aportar 6,0 punts percentuals al creixement del PIB, igual que en el període anterior. El consum privat, que representa les dues terceres parts de la demanda total, és l'autèntic motor de l'actual cicle expansiu, amb un ritme d'avanç consolidat en aquests últims mesos proper al 5%.

El més paradoxal és que el fort avanç del consum es desenvolupa en un clima de confiança que caldria qualificar, si més no, de molt discret. En efecte, partint de les dades de l'enquesta mensual de la Comissió Europea, el sentiment de confiança dels consumidors espanyols se situa

encara per sota del llistó dels 10 punts negatius. Vol dir això que els consumidors són uns insensats? Ni pensar-ho! La seva resposta és totalment coherent amb el formidable impuls monetari al qual es veuen sotmesos.

Davant d'uns tipus reals (els nominals descomptant la inflació) a curt termini negatius i de l'abundància de crèdit disponible, la seva conducta no pot ser titllada, ni de bon tros, de desassenyada. Per si no fos prou, es noten també els efectes de l'intens flux migratori registrat en els cinc últims anys, que ha impulsat notablement el creixement de la població activa espanyola i de l'ocupació, factors que tenen una gran influència en la despesa total de les famílies.

Però l'eufòria del consum té una contrapartida indesitjable: la caiguda de la taxa d'estalvi. L'estalvi brut de les famílies el 2004 (renda familiar disponible menys el consum en béns i serveis) va caure al 6,4% del PIB. I si de l'estalvi brut de les famílies descomptem la inversió realitzada (fonamentalment en habitatge), entrem directament en números vermells, la qual cosa vol dir que les famílies espanyoles gasten (en consum i en inversió) més del que realment ingressen...

S'ha accelerat també considerablement el ritme expansiu de la inversió en tots els components. El corresponent a béns d'equipament va créixer per damunt del 10% interanual en la primera meitat del 2005, ritme certament elevat, però que cal comparar amb les baixes taxes registrades en anys anteriors. En efecte, en els cinc últims anys, el creixement mitjà

L'economia espanyola manté un ritme expansiu notable, gràcies al considerable dinamisme de la demanda interna...

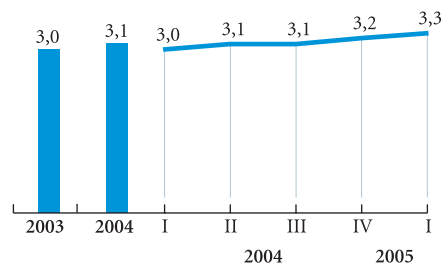
...esperonada, entre altres factors, pel creixement de l'ocupació i pel ràpid increment de la població estrangera.

Creix l'eufòria del consum a costa de la menor propensió a l'estalvi de les famílies espanyoles.

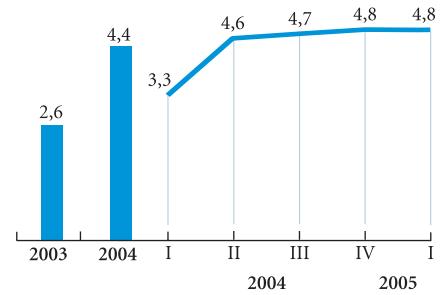
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (*)

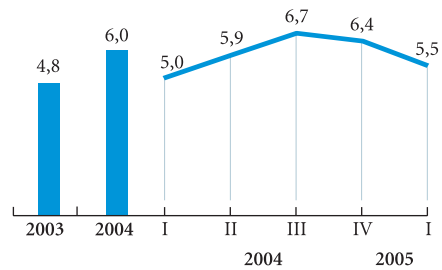
PIB



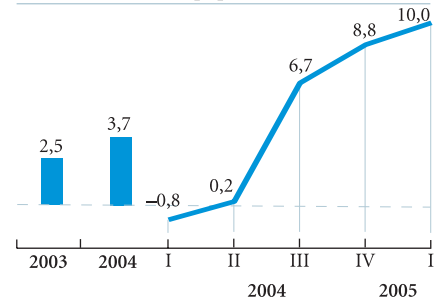
Consum de les llars



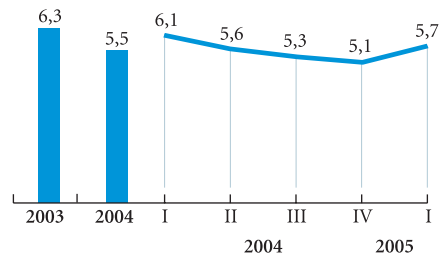
Consum públic



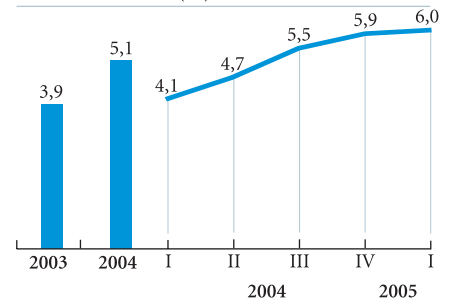
Inversió en béns d'equipament



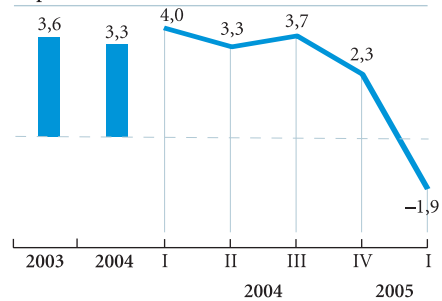
Inversió en construcció



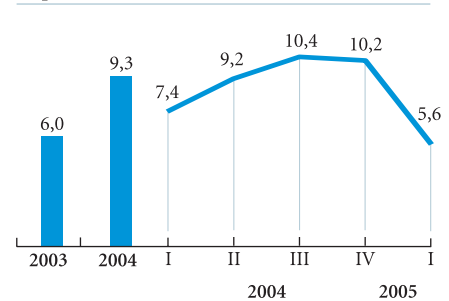
Demanda interior (**)



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis

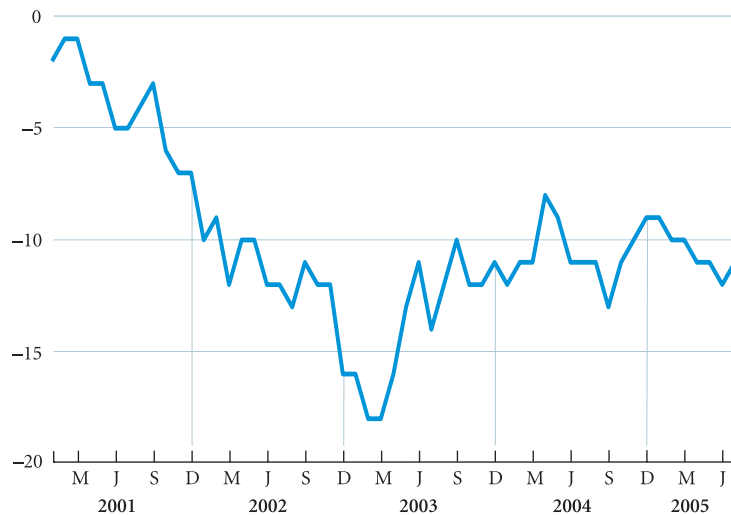


NOTES: (*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
(**) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

LA CONFIANÇA DELS CONSUMIDORS CONTINÚA SOTA MÍNIMS

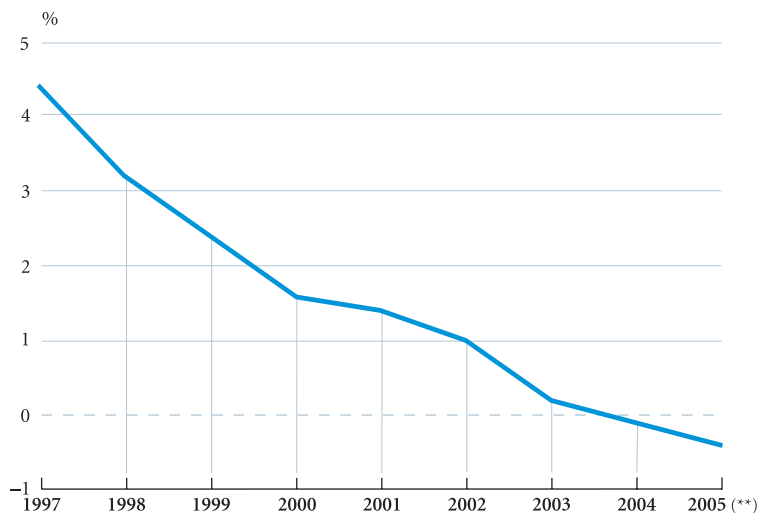
Diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives



FONT: Comissió Europea.

LES FAMÍLIES ESPANYOLES GASTEN MÉS DEL QUE INGRESSEN

Estalvi net (*) en percentatge del PIB



NOTES: (*) Estalvi net = Renda neta disponible – consum – inversió (en habitatge i altres actius no financers).

(**) Primer trimestre.

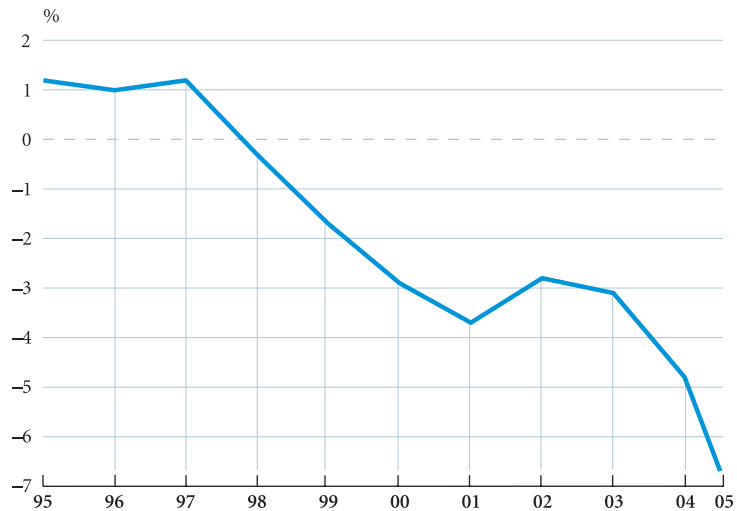
FONTS: Banc d'Espanya, INE i elaboració pròpia.

anual de la inversió en béns d'equipament amb prou feines supera lleugerament l'1,5%, clarament insuficient per atendre les necessitats de capitalització de l'economia espanyola.

La inversió en construcció també va mantenir un ritme de creixement molt intens en el primer semestre, lleugerament inferior al 6% interanual. La durada de l'actual cicle expansiu de la cons-

EL DÈFICIT EXTERIOR CREIX SENSE FRE

Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament de l'economia espanyola, en percentatge del PIB



FONTS: Institut Nacional d' Estadística i elaboració pròpia.

S'accelera la inversió en béns d'equipament, i la construcció continua creixent a un ritme sostingut...

trucció i el seu fort ritme expansiu (gairé una dècada d'avanç sense interrupció, amb un creixement anual mitjà proper al 7%) no tenen cap precedent en la nostra història recent. Al sector de l'habitatge, a més de les causes esmentades més amunt (baixos tipus d'interès, creixement de la immigració), actuen també altres factors rellevants, com l'evolució de la piràmide de població espanyola (la generació del «baby boom» dels anys seixanta i setanta, que ja són demandants potencials) i l'impuls de la inversió estrangera.

Al marge d'aquestes consideracions, no hi ha cap dubte que el sector exterior és l'autèntic taló d'Aquil·les de l'economia espanyola. En la primera meitat del 2005, el dèficit de la balança per compte corrent va pujar al 7,6% del PIB (el més alt en moltes dècades). Les causes d'aquest preocupant fet són diverses. Sens dubte, l'auge de la nostra demanda interior s'ha conjugat amb la feblesa dels nostres tradicionals mercats d'exportació (el 75% de les nostres vendes a l'exterior es dirigeixen a la Unió Europea), però també hi ha, com a

teló de fons permanent, la pèrdua de competitivitat espanyola, derivada del persistent excés d'inflació en relació amb la resta de països industrialitzats. Des del 1999, aquesta pèrdua s'ha situat en el 10%, segons l'índex elaborat pel Banc d'Espanya.

La necessitat de finançament de la nostra economia (que inclou també el saldo del compte de capital) va arribar, en el període considerat, al 6,7% del PIB, xifra igualment rècord. En definitiva, el diagnòstic és clar: estem vivint per damunt de les nostres possibilitats, sense generar l'estalvi necessari per atendre les necessitats de capitalització de l'economia espanyola, que només es poden cobrir gràcies a l'aportació de l'estalvi exterior.

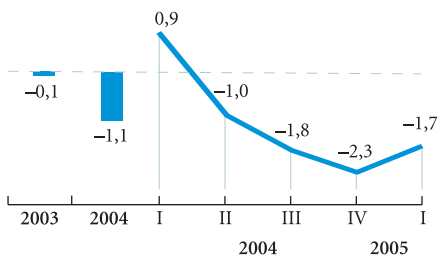
En aquestes circumstàncies, hem de donar les gràcies al paraigua protector de l'euro, que ens ha evitat més problemes. Fora de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), la nostra divisa ja hauria patit, a hores d'ara, una dràstica devaluació i els tipus d'interès s'haurien enfilat altre cop pels núvols. Dins de la UEM, les conseqüències són, no cal dir-ho, molt menys

...mentre que el dèficit exterior augmenta fins a cotes mai vistes en la història recent.

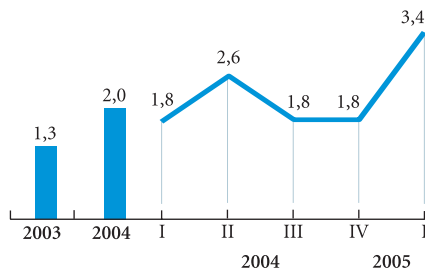
EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (*)

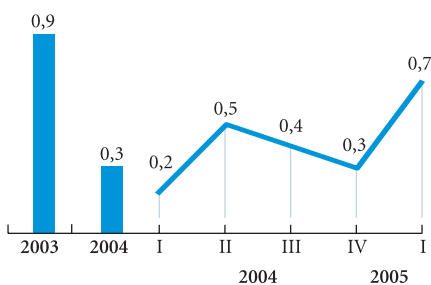
Agricultura



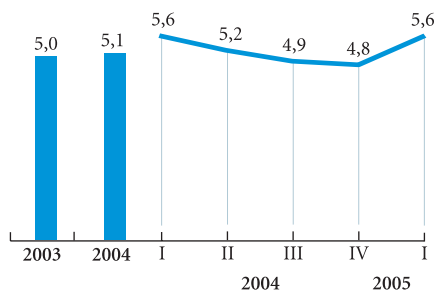
Energia



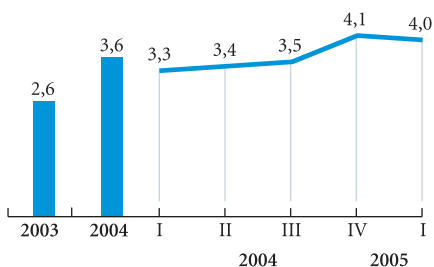
Indústria



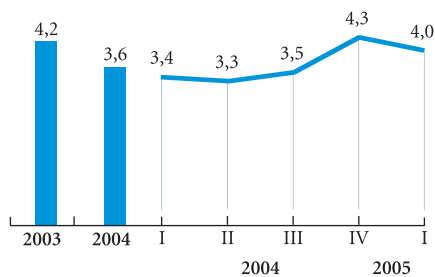
Construcció



Serveis de mercat



Serveis de no mercat



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

dramàtiques. Però, atenció, que els ajustaments es poden produir per la via de pèrdues d'ocupació i de tancament d'empreses en l'àmbit de l'economia real (el més proper a les persones)!

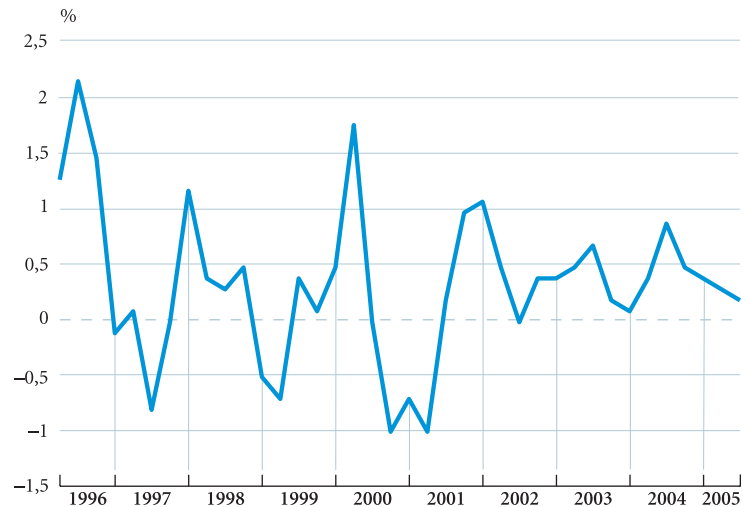
Pel que sembla, les creixents dificultats que travessen alguns sectors industrials comencen a evidenciar aquesta situació. Des de la perspectiva de l'oferta, la indústria és, efectivament, el sector productiu

que mostra una evolució més ranquejant (deixant de banda els tradicionals vaivens cíclics de l'agricultura), amb un creixement que amb prou feines supera el 0,5% interanual en el primer semestre del 2005. Tot el contrari passa als serveis (principalment els subjectes al mercat), que, juntament amb la construcció, són la punta de llança de l'activitat econòmica espanyola en aquests moments.

La producció industrial continua molt estancada, amb alguns sectors (tèxtil, electrònica i indústria automobilística, entre altres) en una situació delicada.

EL LENT CREIXEMENT DE LA PRODUCTIVITAT DENOTA EL BAIX NIVELL D'EFICIÈNCIA DE L'ECONOMIA ESPANYOLA

Variació del PIB per lloc de treball equivalent a temps complet



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

El lent avanç de la productivitat qüestiona el grau d'eficiència de l'economia espanyola.

El lent creixement de la productivitat aparent del treball (PIB per lloc de treball equivalent a temps complet) és certament un altre factor preocupant, sobretot per la tendència a enquistar-se que mostra últimament. En els dotze últims mesos, l'increment mitjà de la productivitat global s'ha reduït al 0,4% interanual. Sorpren el modest creixement de la productivitat industrial en aquests dotze mesos (0,5%), tot i els ajustaments de plantilla realitzats. Els increments corresponents a la resta de sectors (1,0% als serveis de mercat, 0,6% als serveis de no mercat, -2,4% a la construcció i 3,3% a les branques energètiques) completen el panorama certament poc brillant de l'economia espanyola en aquest capítol.

Les dades corresponents al tercer trimestre del 2005 són encara escasses, però el conjunt d'indicadors disponibles evidencia una perspectiva de continuïtat de les tendències apuntades per la compta-

bilitat nacional i esmentades més amunt. Prolongant aquestes tendències, és probable que la demanda interior hagi tendit a moderar lleugerament el seu alt ritme expansiu i que el sector exterior hagi vist retallada en la mateixa mesura la seva contribució negativa al creixement del PIB, gràcies al to una mica més viu de les exportacions. El resultat final seria un ritme d'avanç anual similar al del trimestre anterior, lleugerament inferior al 3,5%.

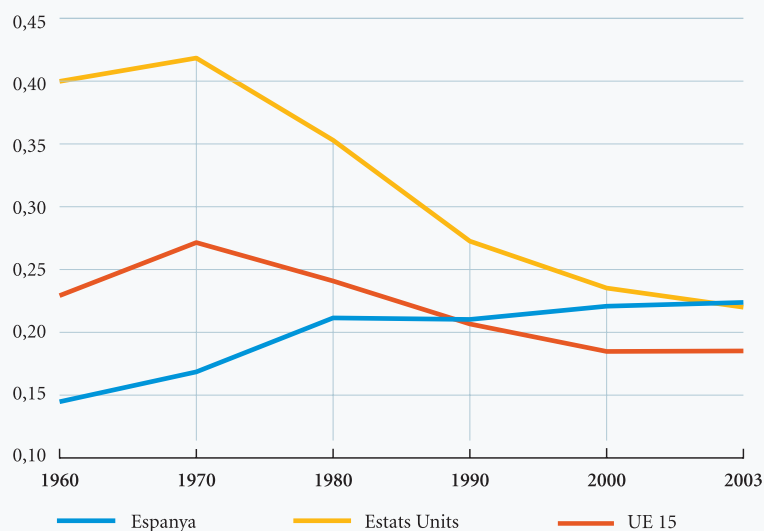
Importants mancances espanyoles en matèria energètica

L'energia és un factor estratègic clau en l'activitat econòmica. De fet, el funcionament de les societats modernes seria inviable sense suficients recursos energètics per alimentar els processos de producció a gran escala i les complexes xarxes de mobilitat que els integren. En el context actual, marcat per les preocupacions suscitàdes per l'encariment dels preus del cru, és convenient valorar la situació espanyola en matèria energètica, sense perdre de vista la resta de països del nostre entorn. Les primeres conclusions no són, certament, gaire esperançadores:

- L'eficiència energètica espanyola és molt baixa (el consum per unitat de PIB és més elevat a Espanya que a la majoria de països desenvolupats).
- El nostre grau d'autoproveïment (percentatge de la producció nacional sobre el consum total energètic) disminueix any rere any.
- La dependència espanyola del petroli és també molt superior a la de la resta de països.

ESPANYA ÉS UN PAÍS POC EFICIENT EN MATÈRIA ENERGÈTICA

Tones equivalents de petroli per unitat de PIB (milers de dòlars constants del 2000)



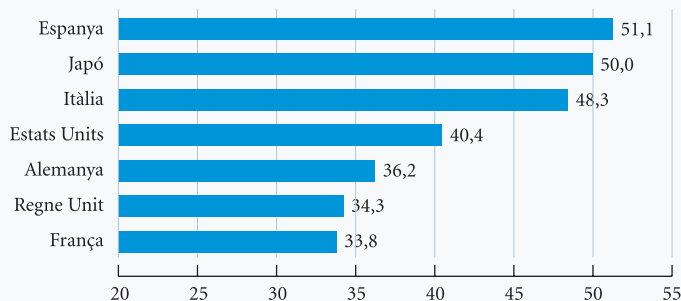
FONTS: Agència Internacional de l'Energia i elaboració pròpia.

Com es pot apreciar a la gràfica anterior, en matèria d'eficiència energètica, Espanya ha recorregut en els trenta últims anys un camí invers al de la resta de països desenvolupats. Mentre que la majoria de països han aconseguit avanços substancials, Espanya, partint d'un consum d'energia per unitat de PIB més baix (explicable al començament pel seu nivell de desenvolupament inferior), l'ha intensificat de manera gradual i ha arribat a superar fins i tot als Estats Units, país que, per motius històrics, ha fet sempre un ús molt intensiu dels recursos energètics. En particular, la trajectòria espanyola és difícil de justificar a partir de la dècada dels noranta, quan es va començar a distanciar clarament de la mitjana europea.

Pel que fa al proveïment, el 2004 la producció nacional cobria només el 20% del consum total d'energia a Espanya, el percentatge més baix de la història recent. El descens constant del grau d'autoproveïment s'explica pel declivi de la producció nuclear i per l'estancament de la generació hidroelèctrica en els últims anys. En aquest context, l'augment de les necessitats energètiques s'ha hagut de cobrir amb importacions de petroli i de gas natural. En concret, ha augmentat espectacularment la participació del gas natural en el balanç energètic espanyol (prop del 18% el 2004, més del doble que deu anys enrere), tot i que l'aportació d'aquesta font energètica se situa encara per sota de la mitjana europea. I, tot i que en termes relatius la proporció del petroli també ha disminuït, ho ha fet de manera clarament insuficient (supera el 51% el 2004, gairebé 12 punts més que la mitjana europea).

L'ECONOMIA ESPANYOLA MANTÉ UNA ELEVADA DEPENDÈNCIA DEL PETROLI

Percentatge del petroli sobre el consum energètic global, any 2003

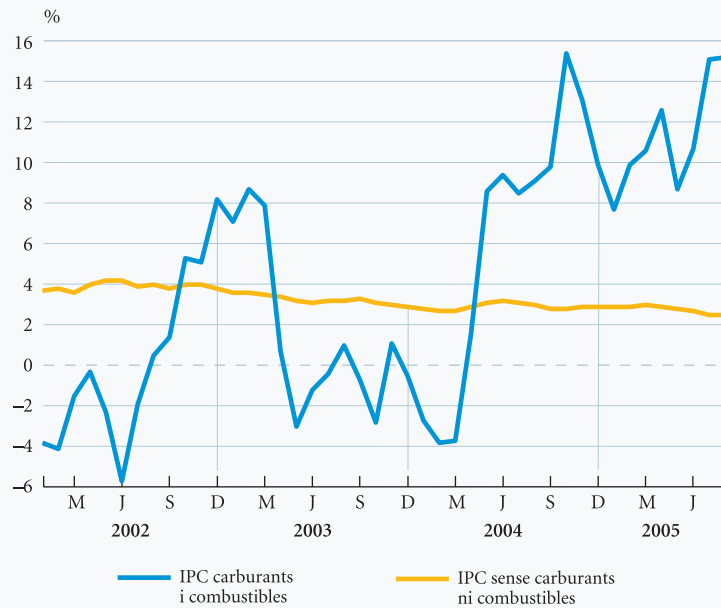


FONTS: Agència Internacional de l'Energia i elaboració pròpia.

La forta dependència de l'economia espanyola del petroli la fa molt vulnerable a les crisis recurrents que envolten els mercats del cru. L'escalada actual de preus pot comportar que l'increment de la factura petrolera superi el 0,5% del PIB i pesi encara més sobre l'important dèficit comercial espanyol. També és molt significatiu el seu impacte sobre els pressupostos familiars. Tenint en compte que l'energia representa el 5% del consum de les llars espanyoles, la pujada pot retallar gairebé el 0,5% la seva capacitat de despesa. Ara com ara, l'encariment de l'energia no s'ha propagat a la resta de components de l'IPC, que mostren una gran estabilitat, tal com es pot apreciar a la gràfica adjunta. No obstant això, si l'encariment energètic persisteix, no podem descartar que es produeixi de manera més o menys intensa un nou rebot inflacionista. L'increment dels costos salarials en el segon trimestre representa un primer toc d'atenció en aquest sentit.

LES TENSIONS DELS PREUS ENERGÈTICS NO HAN REPERCUTIT, ARA COM ARA, SOBRE LA RESTA DE COMPONENTS DE L'IPC

Variació interanual de l'IPC general i del component de carburants i combustibles



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Mercat de treball

L'ocupació a la construcció creix el 8%.

L'ocupació es manté ferma a l'estiu

El mercat de treball continuava presentant una notable solidesa cap a la meitat d'estiu, segons es desprèn dels indicadors disponibles. D'una banda, l'ocupació segons la comptabilitat nacional, mesurada en termes de llocs de treball equivalents, va progressar a una taxa del 3,2% en el segon trimestre i va millorar els registres dels mesos anteriors. De l'altra, les xifres d'afiliació a la Seguretat Social corresponents a l'agost també van mostrar un to favorable, tot i la distorsió introduïda pel procés de regularització d'estrangers iniciat al febrer.

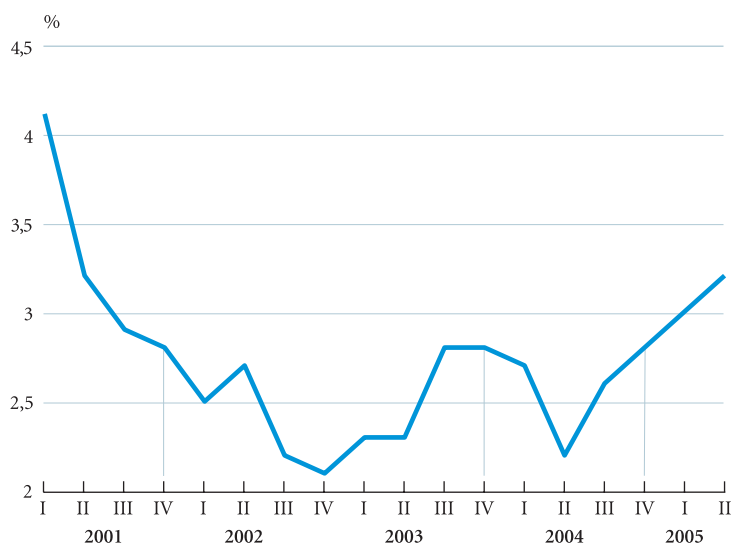
La solidesa de l'ocupació mostrada per la comptabilitat nacional es basa en l'extraordinari creixement que continua presentant la construcció, superior al 8%

interanual per tercer trimestre consecutiu. Al seu costat, en canvi, la indústria mostra una feblesa notable, explicada, en part, pels efectes de la competència exterior en determinats sectors econòmics. Els serveis, finalment, mantenen un creixement sòlid, en particular en l'àmbit del sector públic, ja que, en termes de treball a temps complet, el creixement se situa per damunt del 3%. Els serveis de mercat mostren, en canvi, un cert alentiment en la seva progressió, que s'explicaria, principalment, per l'auge relatiu del treball a temps parcial.

En el cas de la Seguretat Social, l'afiliació va caure a l'agost, com ha estat habitual en els últims anys, però va fer-ho amb menys intensitat que en l'any precedent. Per aquest motiu la progressió de l'afilia-

RECUPERACIÓ INTENSA DE L'OCUPACIÓ

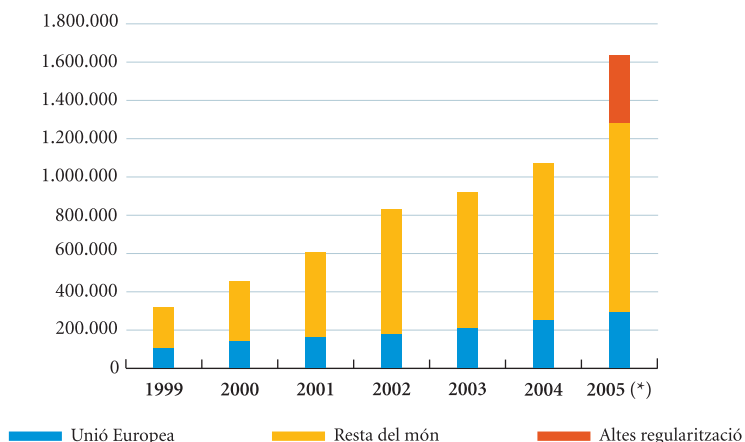
Percentatge de variació anual dels llocs de treball equivalents



FONTS: INE i elaboració pròpia.

CONTINUA L'AFUËNCIA DE TREBALLADORS ESTRANGERS

Nombre d'afiliats estrangers a la Seguretat Social al final del període



NOTA: (*) Dades fins a l'agost.

FONT: Ministeri de Treball i Assumptes Socials.

INDICADORS D'Ocupació

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

	2003	2004	2004		2005			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
Afiliats a la Seguretat Social								
Assalariats	3,2	2,7	2,6	3,1	2,8	4,2	5,6	5,9
Indústria	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,9	-0,7	-0,3	-0,1
Construcció	4,3	5,0	4,6	6,8	5,0	7,9	9,9	11,0
Serveis	4,1	4,1	4,0	4,4	4,5	5,1	5,5	5,5
No assalariats	2,3	3,2	3,2	3,2	2,9	2,7	2,6	2,5
Total	3,0	2,8	2,7	3,1	2,8	3,9	5,1	5,2
Població ocupada (*)	4,0	3,9	3,8	4,1	5,1	5,8	-	-
Llocs de treball (**)	2,5	2,6	2,6	2,8	3,0	3,2	-	-
Contractes registrats (***)								
Indefinites	-1,0	11,8	18,2	4,4	0,6	9,2	4,9	...
Temporals	3,9	11,4	14,7	4,0	-9,8	10,1	5,6	...
Total	3,4	11,5	15,0	4,0	-8,8	10,0	5,6	...

NOTES: (*) Estimació de l'enquesta de població activa.

(**) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(***) A l'INEM.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut Nacional d'Ocupació i elaboració pròpia.

ció es va accelerar fins al 5,2% inter-
anual, valor àmpliament esbiaixat per les
altes de treballadors regularitzats. Des-
comptant aquestes altes, 352.522 fins al

final de juliol, que en realitat no consti-
tueixen nova ocupació sinó només afflo-
rament de la ja preexistent, l'afiliació
hauria crescut el 3,2%, taxa que coinci-

Els estrangers cobreixen més del 40% de la nova ocupació.

L'augment de l'agost té caràcter estacional i no altera la tònica de descens.

deix amb la facilitada per la comptabilitat nacional.

La immigració continua essent clau per atendre la demanda de treball existent. Exclosos els treballadors regularitzats, el creixement de l'afiliació entre els estrangers supera el 21%, enfront del 2% registrat per les altes d'espanyols a la Seguretat Social. Això explica que el 41,6% dels nous afiliats entre agost del 2004 i agost del 2005 siguin estrangers i que, en conjunt, representin ja el 9,1% de l'afiliació total a la Seguretat Social, gairebé tres punts més que a l'agost de l'any passat.

La tònica favorable queda corroborada també per les contractacions registrades mitjançant les oficines d'ocupació. Durant els vuit primers mesos, els contractes registrats van augmentar el 2,6%, amb un to més positiu dels indefinits que dels temporals, els quals, però, continuen essent la majoria.

L'atur registrat manté la tendència a la disminució

El bon to del mercat laboral s'aprecia també en les xifres de l'atur registrat. A l'agost, el nombre d'inscrits a les oficines d'ocupació, tot i augmentar, com és habitual en aquest mes de l'any, ho va fer amb menys intensitat que el 2004. Això explica que l'atur registrat, 2.019.110 al final del mes, quedés l'1,5% per sota de l'any anterior.

Així i tot, el balanç acumulat de l'any no va ser tan favorable com el dels vuit primers mesos del 2004, el resultat més positiu de la dècada actual. El notable increment de l'atur agrari i el comportament de l'atur industrial, amb un descens molt inferior al de l'any passat, expliquen la major part de la diferència. A la construcció i als serveis, el descens acumulat de l'atur es va apropar una mica més al de l'exercici precedent, tot i que sense assolir-ne la magnitud.

ATUR REGISTRAT: LLEUGERA MILLORA A L'AGOST

Variació interanual en percentatge de l'atur registrat



FONTS: Servei Públic d'Ocupació i elaboració pròpia.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Agost 2005

	Aturats	Variació sobre desembre 2004		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	58.958	8.666	17,2	8.938	17,9	2,9
Indústria	297.670	-5.912	-1,9	-4.375	-1,4	14,7
Construcció	230.430	-22.269	-8,8	-10.920	-4,5	11,4
Serveis	1.208.039	-56.746	-4,5	-5.535	-0,5	59,8
Primera ocupació	224.013	-17.344	-7,2	-18.636	-7,7	11,1
Per sexes						
Homes	790.103	-87.917	-10,0	-36.466	-4,4	39,1
Dones	1.229.007	-5.688	-0,5	5.937	0,5	60,9
Per edats						
Menors de 25 anys	247.222	-21.591	-8,0	-8.395	-3,3	12,2
Resta d'edats	1.771.888	-72.014	-3,9	-22.134	-1,2	87,8
Total	2.019.110	-93.605	-4,4	-30.528	-1,5	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

Per comunitats autònomes, la situació és relativament dispar, ja que les regions amb nivells d'atur registrat clarament inferiors als del 2004 coexisteixen amb les que presenten una situació similar o clarament més favorable. Al primer grup, cal destacar Madrid, el País Basc, Cantàbria i Extremadura. A l'extrem oposat, és a dir, amb un atur relativament més elevat, figuren les tres comunitats centrals de la Vall de l'Ebre i Castella-La Manxa, caracteritzades per un sector agrari relativament important.

Contenció dels costos laborals

L'increment mitjà del cost salarial total per persona i mes segons l'enquesta trimestral de cost laboral (ETCL) va truncar la tònica de moderació mostrada en l'últim any i es va situar en el 3,4% en el segon trimestre del 2005, nou dècimes més que en el trimestre anterior. No obstant això, el comportament irregular d'aques-

ta sèrie aconsella esperar dades futures abans d'indicar un canvi de tendència. Per exemple, la diferent ubicació de la Setmana Santa en el calendari pot haver incidit en aquests resultats.

Cal donar més crèdit a les dades de la comptabilitat nacional, que apunten cap a una pressió dels costos salarials menys intensa que la que suggereix l'ETCL. Així, l'augment de la remuneració mitjana per assalariat es va moderar fins al 2,7% en el segon trimestre del 2005, vuit dècimes menys que en el mateix període del 2004. Aquesta tendència a la contenció és general per sectors, però és especialment intensa a la construcció i a la indústria, sectors en què la població estrangera representa una proporció notable de la nova ocupació. Als serveis, es manté una tendència similar, menys intensa i amb increments de remuneració clarament superiors als serveis de no mercat en relació amb els de mercat.

Els costos salarials es contenen i creixen per sota de la inflació.

Els salaris augmenten menys a la construcció i a la indústria.

INDICADORS DE SALARIS

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

	2003	2004	2004		2005	
			III	IV	I	II
Increment pactat en convenis	3,5	3,0	2,9	3,0	2,9	2,9
Salari per lloc de treball equivalent a temps complet (*)	3,4	3,3	3,3	3,0	2,8	2,7
Enquesta trimestral de cost laboral						
Costos salarials						
Total	3,8	2,8	2,2	2,6	2,5	3,4
<i>Indústria</i>	4,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1
<i>Construcció</i>	5,0	4,2	4,6	3,1	2,4	3,3
<i>Serveis</i>	3,5	2,5	1,6	2,5	2,5	3,8
Guanyos mitjans per hora treballada	4,3	3,6	2,0	5,7	5,8	1,5
Altres costos laborals	5,4	3,6	3,4	3,0	4,2	3,5
Jornada laboral (**)	-0,5	-0,8	0,2	-3,0	-3,1	1,9
Jornals agraris	2,6	2,8	2,7	2,9	3,6	2,6
Cost laboral a la construcció	5,0	4,8	3,5	3,5	1,4	1,4

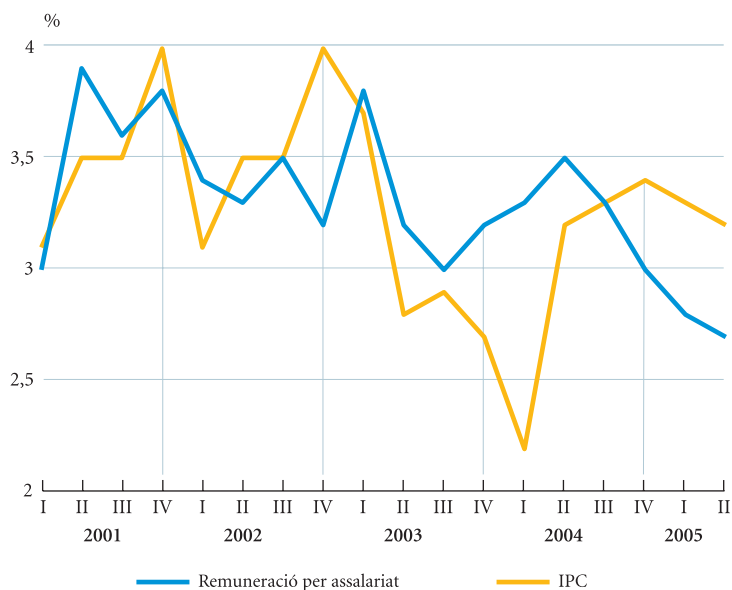
NOTES: (*) Comptabilitat nacional trimestral; dades brutes corregides.

(**) Hores efectives per treballador i mes.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Ministeri de Foment i elaboració pròpia.

ELS SALARIS CREIXEN MENYS QUE LA INFLACIÓ

Percentatge de variació anual dels indicadors representats



FONTS: INE i elaboració pròpia.

Preus

L'IPC es manté estable tot i l'alça de l'energia

La dada de l'índex de preus de consum (IPC) de l'agost no aporta variacions sensibles a un panorama marcat per la progressiva moderació de la inflació subjacent i només desequilibrat per la pressió dels preus dels carburants. Així, la taxa anual d'inflació es va mantenir en el 3,3% interanual del mes anterior i només una dècima per damunt del valor registrat al final de l'any anterior.

Des d'aquesta perspectiva, doncs, la dada de l'agost continua posant sobre la taula la qüestió del veritable impacte de l'alça del petroli sobre la nostra economia. Des

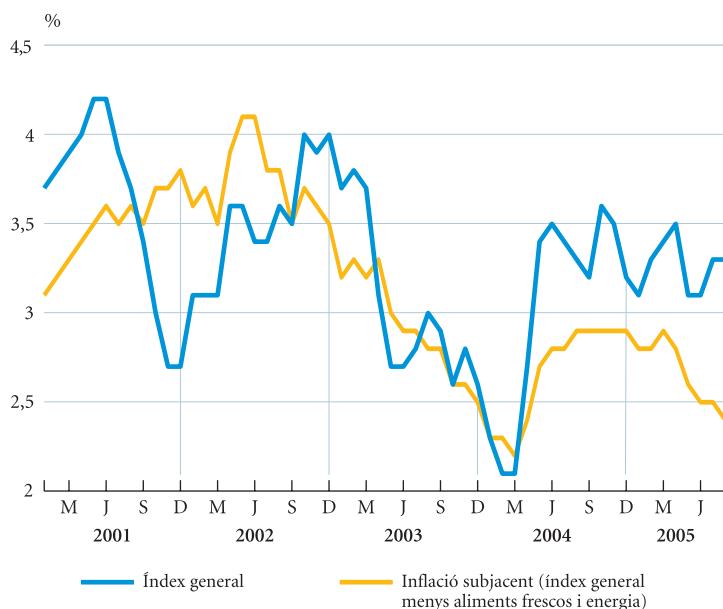
del començament de l'any, si més no amb dades fins al juny, el cru importat ha augmentat el 31,5% en euros per tona, i els seus derivats més vinculats al consum, els carburants, ho han fet el 16,7% fins a l'agost segons l'IPC. Si tenim en compte la contribució dels carburants a la cistella de la compra, una mica més del 5%, i la pressió sobre els costos de producció dels inputs relacionats amb el preu de l'energia (en especial el transport), els resultats sobre la taxa d'inflació podrien haver estat molt més intensos.

Fins ara, però, determinats components de l'IPC han exercit d'elements de compensació. En primer lloc, els béns indus-

Els carburants pugen el 17% des del començament de l'any.

LA CAIGUDA DE LA SUBJACENT ESTABILITZA LA INFLACIÓ GENERAL

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2004			2005		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2003	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2004	% variació anual
Gener	-0,7	-0,7	2,3	-0,8	-0,8	3,1
Febrer	0,0	-0,7	2,1	0,3	-0,6	3,3
Març	0,7	0,0	2,1	0,8	0,2	3,4
Abril	1,4	1,4	2,7	1,4	1,6	3,5
Maig	0,6	2,0	3,4	0,2	1,8	3,1
Juny	0,2	2,2	3,5	0,2	2,1	3,1
Juliol	-0,8	1,4	3,4	-0,6	1,5	3,3
Agost	0,4	1,8	3,3	0,4	1,9	3,3
Setembre	0,2	2,0	3,2			
Octubre	1,0	3,1	3,6			
Novembre	0,2	3,3	3,5			
Desembre	-0,1	3,2	3,2			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

CARBURANTS, DE NOU A L'ALÇA EN ELS QUATRE ÚLTIMS MESOS

Variació interanual del component de carburants i combustibles de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

trials no energètics. El seu creixement interanual s'ha moderat progressivament i ha assolit una taxa del 0,7%, mig punt inferior a la del desembre del 2004. La forta competència als mercats de productes industrials, les importacions a baix

cost i, en alguns sectors, la reducció de marges empresarials són a la base d'aquest comportament.

Els aliments han jugat també un paper important en la contenció de la inflació.

Els aliments elaborats han aconseguit moderar el seu creixement interanual fins al 2,8%, és a dir, un punt i mig des dels màxims d'abril. Els determinants d'aquest comportament han estat el tabac, que va moderar la seva pujada en relació amb l'any precedent, l'oli d'oliva, les pastes alimentàries i certes conserves. Els aliments frescos, per la seva banda, també han experimentat una forta desacceleració des de l'inici del segon trimestre, gràcies a la caiguda del preu de la carn d'au i de la fruita fresca. En termes generals, aquest descens rep el suport de la caiguda registrada pels preus dels aliments importats i del comportament relativament positiu dels preus agraris abans de l'estiu.

La desacceleració de la inflació subjacent, una dècima de punt fins al 2,4% interanual, no ha estat més intensa per la resistència a la baixa dels preus dels serveis. En efecte, a l'agost, es van situar en el 3,7% interanual, gairebé en la línia

dels dos últims anys. Sembla que les condicions de competència en alguns mercats (reparacions, serveis personals, de la llar o recreatius) i la pressió dels costos salarials, al marge de les intenses alces de certs preus regulats (sanejament públic, transport), determinen aquesta inèrcia, que, al capdavall, impedeix una correcció efectiva de la taxa d'inflació, ja que la contribució d'aquest component representa una mica més del 35% de l'IPC.

Des d'aquesta perspectiva, el futur a curt termini de l'IPC continuarà íntimament associat al preu de l'energia i al seu trasllat als productes energètics de consum i als aliments frescos. En aquest últim cas, la qüestió dependrà del balanç final que resulti d'uns preus d'importació molt moderats o en descens enfront d'uns preus agraris interns amb una taxa interanual que difícilment s'orientarà a la baixa, atesos els intensos descensos que els preus van experimentar en el segon semestre del 2004.

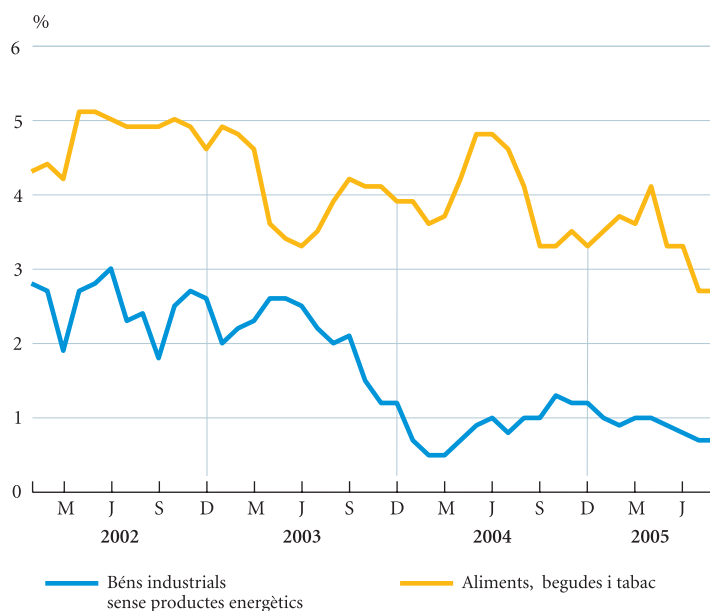
Els aliments han jugat un paper important com a contrapès de la pujada energètica...

...igual que els béns industrials no energètics, que veuen limitada la seva trajectòria per factors de competència.

Els riscos més importants per a la inflació a curt termini provenen dels preus de l'energia i dels aliments frescos.

ELS ALIMENTS I ELS BÉNS INDUSTRIALS NO ENERGÈTICS CONTENEN L'IPC

Variació interanual de l'IPC per components



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Agost

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	116,8	0,3	0,4	2,3	1,8	3,9	2,6
Begudes alcohòliques i tabac	120,6	0,0	0,1	5,5	4,0	5,6	4,0
Vestit i calçat	104,9	-0,4	-0,5	-10,6	-11,7	1,8	0,9
Habitatge	115,8	0,4	0,4	3,1	4,8	3,8	5,9
Parament	107,7	-0,0	0,0	0,5	0,8	1,6	2,1
Medicina	106,3	0,1	0,0	-0,0	0,6	0,2	0,9
Transport	118,2	1,1	1,1	6,6	7,6	5,8	7,0
Comunicacions	91,8	-0,1	-0,1	-0,1	-1,3	-0,9	-1,9
Oci i cultura	104,9	1,6	1,2	2,0	1,6	0,2	-0,5
Ensenyament	117,1	0,0	0,0	0,6	0,6	3,9	4,2
Hotels, cafès i restaurants	121,5	0,9	0,9	4,6	4,7	4,0	4,3
Altres	114,3	0,0	0,0	2,5	2,7	3,1	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	115,3	0,2	0,1	3,5	2,2	4,2	2,8
Aliments sense elaboració	121,2	0,3	0,9	1,1	2,0	3,8	2,7
Conjunt no alimentari	112,7	0,5	0,5	1,5	1,8	3,1	3,5
Béns industrials	108,1	0,4	0,4	-0,5	0,1	2,5	3,3
<i>Productes energètics</i>	<i>121,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>8,6</i>	<i>12,7</i>	<i>7,0</i>	<i>11,5</i>
<i>Carburants i combustibles</i>	<i>127,3</i>	<i>2,4</i>	<i>2,5</i>	<i>11,2</i>	<i>16,7</i>	<i>9,0</i>	<i>15,1</i>
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	<i>104,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-3,2</i>	<i>-3,7</i>	<i>1,0</i>	<i>0,7</i>
Serveis	118,0	0,6	0,6	3,8	3,7	3,7	3,7
Inflació subjacent (**)	112,2	0,3	0,2	1,2	0,7	2,9	2,4
ÍNDEX GENERAL	113,8	0,4	0,4	1,8	1,9	3,3	3,3

NOTES: (*) Base 2001 = 100.

(**) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro es manté en 1,1 punts.

D'altra banda, no hi ha indicis que la inflació subjacent es pugui desviar sensiblement de la seva tendència lentament decreixent, al marge de l'impacte de les pujades impositives en alcohol, tabac i carburants. Així i tot, les possibilitats de moderació dels preus dels serveis s'intueixen limitades no tant per la falta de marge com per la rigidesa de certs mercats. Els béns industrials no energètics, finalment, tenen poc marge per continuar restant alguna dècima a l'índex ge-

neral, tot i que les importacions a baix cost haurien de donar suport a la tendència a la baixa d'aquest component de l'IPC.

El panorama de la inflació a Espanya no difereix sensiblement, pel que fa a la tendència, de l'observat a la zona de l'euro, tot i que el diferencial d'inflació es manté elevat i estable en 1,1 punts.

Del pou de petroli a l'IPC. Com es transmet la pujada de preus del cru?

El preu del petroli s'ha doblat en l'últim any i mig i ha assolit una cota màxima històrica, fet que constitueix un xoc econòmic d'oferta comparable als experimentats en els anys setanta. No obstant això, a diferència de llavors, l'impacte sobre la inflació ha estat molt modest.

El primer impacte de l'encariment del petroli té lloc en els carburants. Les variacions del preu del cru es transmeten ràpidament als preus dels assortidors de les estacions de servei, tot i que en la seva magnitud hi poden influir els tipus de canvi, ja que el cru es cotitza en dòlars. D'acord amb un estudi recent del Banc Central Europeu, aquesta transmissió s'aprecia en una o dues setmanes a la zona de l'euro. Conseqüentment, els forts increments del petroli en els últims mesos s'haurien de reflectir en els índexs dels carburants (benzina i gasoil). No obstant això, aquestes alces estan modulades per l'efecte dels impostos especials que graven els carburants. En efecte, en representar aquests gravàmens una quantitat fixa per litre, l'augment percentual de litre de carburant és inferior a l'experimentat pel petroli i els carburants abans d'impostos.

PREUS DE PRODUCTES PETROLIERS I IMPOSTOS

8-8-05

	Estats Units	Alemanya	Regne Unit	França	Itàlia	Espanya
Benzina (*)						
Preu litre en euros	0,51	1,29	1,30	1,21	1,25	1,02
Impost especial	0,08	0,65	0,68	0,59	0,56	0,40
IVA (%) (**)	4,00	16,00	17,50	19,60	20,00	16,00
IVA en euros (**)	0,02	0,18	0,19	0,20	0,21	0,14
Total impostos	0,10	0,83	0,87	0,79	0,77	0,54
% impostos	19,51	64,72	66,98	65,13	61,92	52,73
Gasoil d'automoció						
Preu litre en euros	0,51	1,11	1,35	1,05	1,13	0,93
Impost especial	0,09	0,47	0,68	0,42	0,41	0,29
IVA (%) (**)	4,00	16,00	17,50	19,60	20,00	16,00
IVA en euros (**)	0,02	0,15	0,20	0,17	0,19	0,13
Total impostos	0,11	0,62	0,88	0,59	0,60	0,42
% impostos	22,05	56,04	64,78	56,19	53,12	45,42

NOTES: (*) «Regular grade» als Estats Units y eurosúper 95 a la Unió Europea.

(**) Impost sobre les vendes a Nova York per als Estats Units.

FONTS: U.S. Department of Transportation, Comissió Europea i elaboració pròpia.

De fet, el pes dels impostos en el litre de carburant varia molt en funció dels països, tot i que a la Unió Europea hi ha una certa harmonització. Així, als Estats Units, el total dels impostos sobre els carburants representa al voltant del 20% del preu de venda al públic, mentre que al Regne Unit puja gairebé fins al 65% (vegeu quadre adjunt). D'aquesta manera, als Estats Units les variacions de l'índex de carburants solen ser més intenses que a Europa. Així, a l'agost, la taxa de variació interanual nord-americana per aquest concepte era del 31,3%, i a la Unió Europea de 15 països (UE-15), del 12,3%.

D'altra banda, la ponderació de les despeses relacionades amb el petroli en l'índex de preus de consum és petita. A la Unió Europea de 15 països, representa el 4,4%, inclosos els combustibles d'automoció i el fuel de calefacció, mentre que als Estats Units és del 4,3%. D'aquesta manera, no és gaire estrany que els índexs de preus de consum no hagin pujat gaire per aquest motiu, per bé que ha afectat més l'índex general nord-americà. De fet, la intensa pujada del preu dels carburants no ha impactat en la resta de components. La inflació subjacent, el nucli més estable de la inflació, se situa en el 2,2% als Estats Units i en l'1,4% a la UE-15.

Però, a més dels efectes directes, hi ha els indirectes. Efectivament, l'encariment del petroli representa, en primer lloc, un increment dels costos dels inputs de les empreses químiques i altres manufactureres i del transport. Si l'augment dels costos no és absorbit pels marges empresarials i pot ser repercutit en els preus, altres sectors veuran augmentats els seus costos de producció. Així, l'efecte inicial es pot transmetre a tota l'economia. D'altra banda, els treballadors, que veuen disminuït el seu poder adquisitiu, poden desitjar recuperar-lo mitjançant un augment de salaris que compensi aquesta pèrdua. D'aquesta manera, es pot iniciar una espiral de preus-salaris amb el resultat d'un augment de la inflació.

Fins ara, als principals països desenvolupats, no s'han produït aquests efectes anomenats de «segona ronda». Això ha estat degut a diverses causes. D'una banda, la dependència del petroli és ara molt menor que als setanta i també ha disminuït la intensitat energètica, mesurada com la quantitat d'energia per unitat de producte interior brut, ja que ha augmentat la importància dels serveis en detriment de la indústria. De l'altra, els mercats de factors i de béns i serveis estan més liberalitzats i desregulats. En els últims anys, han desaparegut molts mecanismes d'indexació, tot i que encara persisteixen en alguns països. Així, a Bèlgica, Luxemburg i Espanya els salaris estan indexats a la majoria dels sectors. Així mateix, a diferència del primer xoc dels setanta, les economies no s'han reescalat, i, en el cas de la Unió Europea, l'economia se situa força per sota del seu nivell potencial (el que assegura un creixement sostenible sense inflació).

A més a més, i no menys important, els bancs centrals han guanyat credibilitat després de dècades de lluita contra la inflació, de manera que les expectatives sobre la inflació futura es mostren contingudes. De fet, l'encariment del petroli representa una pèrdua de renda real nacional a favor dels països exportadors nets de cru, ja que la relació d'intercanvi es deteriora en augmentar relativament més els preus de les importacions que els de les exportacions. Aquesta pèrdua inevitable de renda pot desencadenar la inflació si tots els agents econòmics intenten traslladar a la resta d'agents aquesta disminució dels ingressos reals.

En la crisi petrolera actual, és important evitar els errors de política econòmica comesos en els primers xocs del petroli dels setanta, ja que polítiques monetàries i fiscals massa acomodaticies van provocar un escenari d'estanflació, amb un augment de la inflació i de l'atur. Per aquest motiu, els ministres de finances de la UE van acordar recentment no rebaixar la fiscalitat dels carburants per compensar l'augment dels preus. Si els impostos es rebaixessin, augmentaria la demanda de petroli i s'impediria que l'augment del cost conduís a un ús més eficient d'aquesta font energètica.

Tot i les directrius comunitàries, alguns governs han pres algunes mesures d'aquest tipus. A França, al setembre, s'ha anunciat una subvenció de 75 euros per a la calefacció dels francesos exonerats de pagar l'impost sobre la renda. També es planteja augmentar la deducció per quilòmetres recorreguts per raons de treball en l'impost sobre la renda, que entraria en vigor el 2007. També s'ha anunciat una rebaixa de la fiscalitat dels carburants per als agricultors. Així mateix, per als transportistes i amb efectes retroactius des de l'1 de gener del 2005, s'incrementa la desgravació en la taxa professional (un impost local) fins als 700 euros (abans 366) i fins als 1.000 en el cas dels vehicles de baix consum; es modificaran els contractes de transport perquè s'asseguri la repercussió del preu del carburant en els preus facturats. A Bèlgica, també es va anunciar un seguit de mesures similars per ajustar les famílies i els transportistes.

Els preus a l'engròs es tornen a tensar

Els preus industrials van reforçar la seva tendència alcista a l'agost en repuntar moderadament els productes alimentaris en el context ja conegut d'alça sostinguda dels preus de l'energia. D'aquesta manera, el creixement interanual dels preus industrials va arribar al 4,9%, set dècims per damunt dels mínims relatius del

maig. Fora d'això, la resta de components va mostrar una notable estabilitat en relació amb la tònica dels mesos anteriors.

Els preus d'importació van continuar també afectats pel preu del petroli, i el seu creixement interanual acumulat va pujar un esglaó més i va quedar en el 4,4% en el conjunt del primer semestre.

Els aliments amplifiquen la pressió de l'energia sobre els preus industrials.

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
2004											
Juny	12,0	4,0	3,2	1,3	4,8	7,1	1,4	-2,9	3,2	3,3	-
Juliol	11,2	4,1	2,8	1,6	5,3	7,2	3,8	5,0	-9,8	6,4	-
Agost	-5,4	4,4	2,2	1,7	5,7	9,0	6,8	4,4	-1,8	9,9	4,1
Setembre	-10,4	4,6	2,1	1,6	5,9	11,0	5,4	0,8	-3,1	9,6	-
Octubre	-5,1	5,4	2,3	1,8	6,2	14,2	5,2	1,7	-7,3	9,7	-
Novembre	-0,4	5,2	2,2	1,5	6,3	12,6	4,6	1,8	-3,0	7,5	4,1
Desembre	2,5	5,0	2,8	1,6	6,2	10,6	5,8	4,2	-3,7	9,4	-
2005											
Gener	8,4	4,8	3,2	1,8	6,2	8,8	5,0	3,4	-1,6	7,2	-
Febrer	12,2	4,9	3,2	1,9	5,5	11,0	5,4	1,0	-1,9	9,3	4,3
Març	13,2	5,1	2,8	2,0	4,9	13,1	5,3	2,6	-7,6	9,7	-
Abril	6,6	5,0	2,8	2,0	3,7	14,5	4,6	0,9	-7,5	9,1	-
Maig	-0,9	4,2	2,5	2,1	3,3	11,0	0,9	-3,2	-6,5	4,7	4,2
Juny	-11,7	4,4	2,2	2,1	3,1	13,5	5,3	3,6	-1,3	7,7	-
Juliol	...	4,6	2,0	1,9	3,0	15,7	8,2	0,6	10,4	11,7	-
Agost	...	4,9	2,5	1,8	2,9	16,3	...	...	...	...	...

NOTA: (*) Dades brutes corregides.

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

Sector exterior

La feblesa de les exportacions, l'increment del preu del petroli i la pressió de les importacions de tercers països duen el dèficit comercial a cotes inèdites.

El dèficit comercial continua augmentant al juliol

El dèficit comercial de l'economia espanyola va continuar creixent de manera espectacular al juliol i va arribar als 42.400 milions d'euros en els set primers mesos de l'any, el 33,6% per damunt del 2004. Aquest increment es va produir per l'afebliment intens de les exportacions en un context de notable augment de les importacions, tot i que menys intens que en períodes anteriors.

L'afebliment exportador va ser especialment visible als principals països de la Unió Europea on, al poc vigor de les respectives economies, cal afegir la pèrdua de competitivitat de l'economia espanyola, no ja enfront d'aquests mercats, sinó davant de productes provinents de la resta del món.

El baix to de les vendes exteriors, en particular en l'àmbit europeu, va ser clarament palpable en l'automòbil, els electrodomèstics i les manufactures de consum

COMERÇ EXTERIOR

Gener-juliol 2005

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
Per grups de productes								
Energètics	17.020	35,6	13,0	3.246	15,9	3,6	-13.774	19,1
Béns de consum	37.324	8,3	28,4	34.079	-2,9	38,3	-3.245	91,3
<i>Alimentaris</i>	7.671	4,5	5,8	10.979	1,1	12,3	3.308	143,1
<i>No alimentaris</i>	29.654	9,0	22,6	23.100	-6,4	25,9	-6.553	77,9
Béns de capital	15.152	22,4	11,5	8.270	5,8	9,3	-6.882	54,6
Béns intermedis no energètics	61.929	5,5	47,1	43.428	6,9	48,8	-18.500	70,1
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 15	78.270	5,6	59,6	62.389	1,0	70,1	-15.881	79,7
<i>Zona de l'euro</i>	68.399	5,7	52,0	52.483	1,6	59,0	-15.916	76,7
Altres països	53.155	21,0	40,4	26.635	8,5	29,9	-26.521	50,1
<i>Rússia</i>	2.855	51,4	2,2	583	14,2	0,7	-2.272	20,4
<i>Estats Units</i>	4.856	11,8	3,7	3.382	1,7	3,8	-1.474	69,7
<i>Japó</i>	3.463	4,2	2,6	672	-9,2	0,8	-2.791	19,4
<i>Amèrica Llatina</i>	5.759	22,8	4,4	4.179	1,9	4,7	-1.581	72,6
<i>OPEP</i>	9.030	29,3	6,9	2.360	22,6	2,7	-6.670	26,1
<i>Resta</i>	27.192	19,7	20,7	15.459	10,8	17,4	-11.733	56,8
TOTAL	131.425	11,3	100,0	89.024	3,1	100,0	-42.400	67,7

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

diverses, principalment tèxtil i calçat. D'altra banda, el descens de les exportacions d'aliments, partida clau del comerç exterior espanyol, també ha contribuït a aquest mal resultat. En conjunt, en els set primers mesos, l'exportació va arribar als 89.024 milions d'euros, el 3,1% més que el 2004. Aquest augment va ser degut exclusivament al factor preu, ja que el volum exportador va cedir l'1,1%.

Les importacions, per la seva banda, van tendir a una certa moderació, tot i que el seu creixement nominal es va situar encara en cotes elevades, l'11,3% fins al juliol. Aquest fort increment està vinculat, lògicament, a l'alça dels preus del cru i dels seus derivats. De fet, les importacions energètiques van representar la tercera part de l'increment de les importacions totals en els set primers mesos de l'any. Descomptant l'efecte preu, lògicament realçat per l'energia, l'increment de la importació en volum fins al juliol va quedar en el 6,1%, gairebé cinc punts menys que el 2004. Per àrees geogràfiques, l'estancament gairebé absolut de les compres a la Unió Europea contrasta amb el fort creixement de les provinents de tercers països.

El dèficit corrent es continua deteriorant

La balança per compte corrent continua reflectint el notable deteriorament de la posició de l'economia espanyola enfront de l'exterior, fins al punt que, al juny, el dèficit acumulat en els dotze últims mesos va arribar als 58.923 milions d'euros.

L'intens deteriorament de la situació és degut a un empitjorament generalitzat de les diferents rúbriques de la balança de pagaments. En primer lloc, el saldo comercial va continuar creixent amb passes de gegant i va posar de manifest l'impacte de la pujada del petroli i les dificultats derivades de l'auge de les importacions en un context de relatiu afebliment exportador. En el primer semestre, l'increment del desequilibri comercial va superar el 43%.

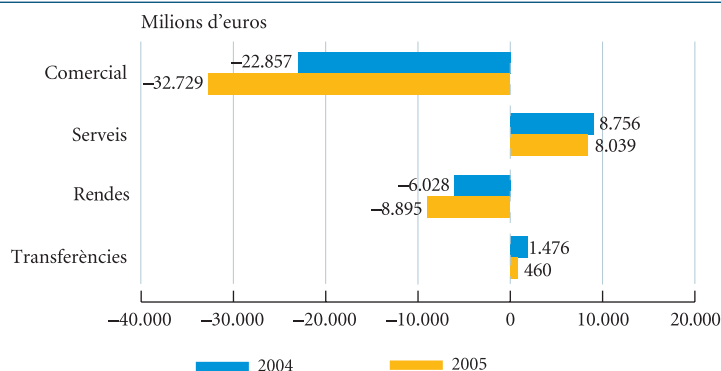
En segon terme, el saldo per serveis va patir la davallada provocada pel pobre balanç d'una balança turística afectada per un creixement intens dels pagaments i per una reculada dels ingressos. La creixent inclinació al turisme exterior dels espanyols, d'una banda, i les característiques del model turístic espanyol expli-

L'alça de les importacions s'explica en una tercera part per l'increment del valor dels productes energètics importats.

La balança de pagaments reflecteix un deteriorament preocupant de la posició de l'economia espanyola davant de l'exterior en totes les rúbriques...

EL SECTOR EXTERIOR ES DETERIORA EN TOTS ELS FRONTS

Saldo acumulat de les rúbriques de la balança de pagaments en el primer semestre del 2005



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Acumulat 12 últims mesos en milions d'euros

	Juny 2004	Juny 2005	% variació
Balança corrent			
Balança comercial	-44.672	-62.809	40,6
Serveis			
<i>Turisme</i>	26.334	25.369	-3,7
<i>Altres serveis</i>	-4.177	-3.855	-7,7
Total	22.157	21.514	-2,9
Rendes	-11.878	-16.568	39,5
Transferències	777	-1.059	-
Total	-33.616	-58.923	75,3
Compte de capital	8.114	8.421	3,8
Balança financera			
Inversions directes	-11.030	-30.831	179,5
Inversions de cartera	10.129	116.080	-
Altres inversions	28.577	-28.192	-
Total	27.676	57.057	106,2
Errors i omissions	1.134	-833	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-3.308	-5.722	73,0

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.

...i un menor atractiu per als capitals estrangers.

quen aquest comportament. De fet, els ingressos per turisme van caure el 0,5% en el primer semestre, mentre que els pagaments van augmentar el 27,7%.

Per la seva banda, el superàvit de la balança de transferències també s'ha reduït en deteriorar-se sensiblement el saldo amb la Unió Europea, tant d'entrada com de sortida, i, no cal dir-ho, en augmentar de manera intensa els enviaments dels emigrants a l'exterior.

El compte de capital, per la seva banda, va presentar al juny un superàvit apreciable, tot i que insuficient perquè el saldo acumulat del primer semestre superés el del mateix període de l'any anterior.

En l'àmbit financer, la inversió estrangera directa a Espanya va recular amb notable intensitat en l'àmbit empresarial i

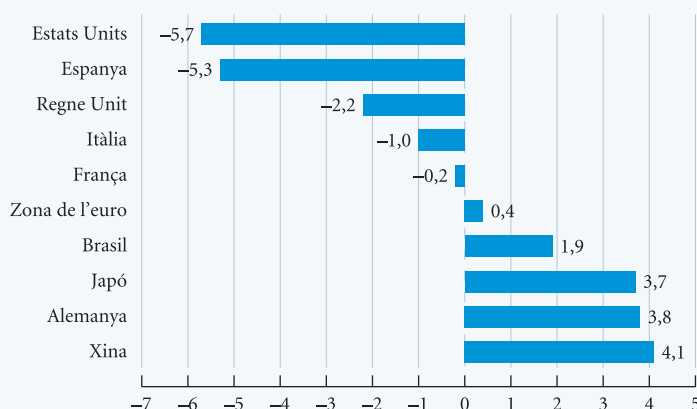
en immobles. En aquest cas, la caiguda en el primer semestre es va situar en el 17%, xifra important si es té en compte l'alça de preus al sector. Només la inversió exterior de cartera va progressar amb força. La inversió espanyola directa a l'exterior va augmentar, en canvi, de manera notable i en especial en immobles, igual que la de cartera.

Ràpid deteriorament de la balança exterior

Espanya és diferent. Sovint s'ha utilitzat aquesta expressió amb un fons cínic, gairebé sempre negatiu i a vegades amb alguna exageració. Ara, l'afirmació és certa i, a més a més, en un sentit positiu. És diferent perquè creix amb força envoltada d'una Europa occidental estancada. És diferent perquè, en un món que estalvia més del compte, Espanya pertany a la minoria que té un estalvi insuficient per a les seves necessitats. En això s'allunya tant de la resta de països que s'assembla al país més especial de tots: els Estats Units.

ESPANYA ÉS DIFERENT

Saldo de la balança per compte corrent del 2004 en percentatge sobre el PIB



FONTS: Economist Intelligence Unit i Fons Monetari Internacional.

Tot allò que és bo té un costat menys bo, i el costat menys bo del creixement de l'economia espanyola és precisament que cada cop ens endeutem més. Comprem més a l'exterior del que venem, consumim i invertim més del que ingresem, i no per poc, sinó per molt. Així, el saldo de la balança per compte corrent espanyola, indicador que reflecteix l'excés o la falta d'estalvi, presenta un dèficit galopant que el 2004 va arribar al 5,3% del nostre producte interior brut (PIB). Entre les economies més rellevants, només els Estats Units superaven aquesta xifra. La zona de l'euro, en marcat contrast, va tenir un moderat superàvit del 0,4% del PIB. La qüestió és que, lluny de corregir-se, el desequilibri augmenta, perquè, durant la primera meitat del 2005, el dèficit ja va arribar al 7,6% del PIB.

Les causes del deteriorament del sector exterior són tres: l'apreciació de l'euro, el diferencial de creixement, en especial amb Europa, i la pèrdua de competitivitat. L'apreciació de l'euro, que no la decidim, ha tingut una especial rellevància en les importacions d'Àsia, amb divises molt vinculades al dòlar. No obstant això, durant els últims mesos, no sembla que aquest factor hagi estat el més decisiu.

La segona causa, el diferencial de creixement, té una gran importància, que, a més a més, va en augment. La força del consum i del sector de la construcció pesa molt. No es pot negar que créixer és bo, i cal recordar que, gràcies també a l'adopció de l'euro, Espanya no solament té uns tipus d'interès històricament baixos, sinó que ha revisat a la baixa les expectatives del nivell futur dels tipus. Es comprèn així la força del consum i de la

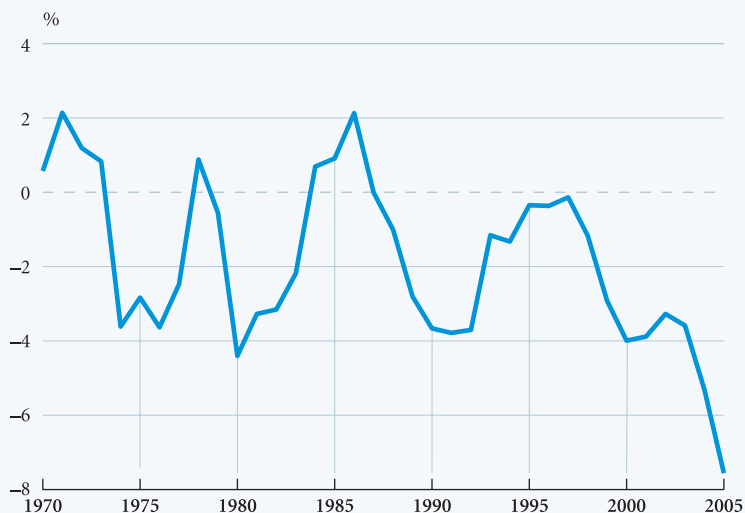
construcció. La gran pregunta és per què aquests baixos tipus d'interès no estimulen més la inversió d'equipament.

Però és la tercera raó la que més preocupa. Espanya perd competitivitat, els nostres productes són més cars que els d'altres països, i no solament per culpa de l'euro fort, sinó perquè no reduïm tan ràpidament com els altres països les hores necessàries per fer els productes, és a dir, la nostra competitivitat es queda enrere. El gruix del deteriorament de la balança per compte corrent cal buscar-lo en el saldo comercial, en el comerç de béns, que cada cop pateixen més competència. Amb la pesseta això tenia una solució fàcil: es compensava la pèrdua de competitivitat amb depreciacions. Ara, aquesta alternativa ja no existeix, i, tard o d'hora, haurem d'adaptar els nostres ingressos i salaris al nostre nivell de competitivitat. Això implicarà menors augments salarials, i pot ser dolorós.

Hem d'estar preocupats? Sí, però sense alarmismes ni sense esquinxar-nos les vestidures. Les comparacions amb el passat o amb els Estats Units són de difícil aplicació. Els Estats Units es financen amb dòlars des de fa molt de temps. Espanya té una divisa compartida: l'euro. Els Estats Units, tot i que molt més grans que Espanya, pateixen directament en la seva divisa els dubtes dels inversors, però aquí els dubtes i les pors queden més diluïts en el total de la zona de l'euro. A més a més, les regles del joc han canviat dràsticament per a Espanya. El finançament amb pessetes representava unes primes de risc considerables que han desaparegut. Avui, el finançament en euros representa un accés més fàcil i barat al crèdit exterior. Endeutar-se és avui més senzill i menys car. Però, sense alarmes, no hem d'oblidar que, amb euros o amb pessetes, els deutes s'han d'acabar pagant.

EL DETERIORAMENT EXTERIOR D'ESPANYA VA A MÉS

Saldo de la balança per compte corrent espanyola en relació amb el PIB



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Banc d'Espanya.

Sector públic

Continua la bonança econòmica en els comptes públics

Els ingressos no financers de l'Estat van continuar augmentant a un ritme molt elevat a l'agost, de manera que l'augment al final del mes va arribar als 83.045 milions d'euros, el 17,3% més que en els vuit primers mesos del 2004. Incloent aquests ingressos cedits a les comunitats autònomes, la recaptació va pujar a 110.513 milions d'euros, xifra que representa un augment del 14,9% en relació amb l'any precedent.

La principal font de finançament va continuar essent la imposició directa, que, a més a més, va créixer de manera espectacular, el 20,2%, esperonada per la recap-

tació per l'impost sobre la renda de societats. Els ingressos per renda de persones físiques, que van continuar constituint el nucli fonamental d'aquest capítol, també van augmentar amb força, el 16,4%.

Una mica menor va ser l'increment dels ingressos per impostos indirectes, tot i que factors de calendari poden haver alterat el sentit de les xifres. Així i tot, l'impost sobre el valor afegit (IVA) va continuar essent la principal figura, amb un increment acumulat del 15,8%, molt superior a l'increment nominal de l'economia. Entre els impostos especials, la major part de les figures van progressar a un ritme molt modest. La recaptació de l'impost d'hidrocarburs es pot haver vist afectada pel menor consum de benzina, atri-

Els ingressos públics creixen molt per damunt del nominal de l'economia...

...impulsats pels impostos directes i l'IVA.

EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Agost 2005

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior
Ingressos no financers	9.095	24,8	83.045	17,3
Ingressos no financers corregits (*)				
IRPF	99	19,3	34.536	16,4
Impost de societats	11.160	32,1	18.858	28,4
IVA	-1.571	-	33.158	15,8
Impostos especials	1.552	-2,4	11.871	1,8
Resta	1.288	122,1	12.090	5,3
Total	12.528	19,8	110.513	14,9
Pagaments no financers	13.252	84,1	80.637	7,9
Saldo de caixa	-4.157	-	2.408	-
Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament (**)	-9	-90,4	7.383	-

NOTES: (*) Estan inclosos els trams cedits a les comunitats autònomes d'acord amb el sistema de finançament vigent a partir del 2002.

(**) En termes de comptabilitat nacional.

FONTS: Ministeri d'Hisenda i elaboració pròpia.

**Notable superàvit
dels comptes públics
fins a l'agost.**

buïble, en part, a l'augment del preu dels carburants, i tot i l'augment del consum de gasoli, que contribueix força menys a aquesta figura. D'altra banda, l'increment dels recursos obtinguts per l'impost sobre les primes d'assegurança va augmentar el 7,0%, resultat coherent amb el bon to del mercat automobilístic. Finalment, els recursos procedents del tràfic exterior van créixer també amb força arran de l'auge importador i, lògicament, de l'efecte de l'alça del preu del petroli importat.

Al marge dels recursos impositius, les taxes i preus públics van experimentar un augment important, que contrasta amb el descens dels ingressos patrimonials, afectats per la davallada dels beneficis declarats pel Banc d'Espanya.

Els pagaments no financers de l'Estat van augmentar el 7,9% i van pujar fins als 80.637 milions d'euros. Aquesta xifra no

inclou la contrapartida dels ingressos corresponents als trams dels impostos cedits a les comunitats autònomes. L'ascens de la despesa va afectar tant les operacions corrents, llevat de les compres de béns i serveis, com les de capital, en particular les inversions reals.

El saldo de caixa de l'Estat a l'agost, és a dir, la diferència entre els ingressos i els pagaments no financers, va ser positiu per un import de 2.408 milions d'euros i, per tant, de signe oposat al del mateix període de l'any anterior. Aquest saldo, afegit a l'intens descens net dels actius financers, va generar una capacitat de finançament de 8.663 milions d'euros. En termes de comptabilitat nacional, el saldo pressupostari va resultar també positiu per un import de 7.383 milions d'euros i molt superior al del mateix període del 2004.

Estalvi i finançament

Viu creixement del finançament al sector privat

Els tipus d'interès dels préstecs i crèdits bancaris van continuar baixant suauement en general en el mes de juliol. D'aquesta manera, el tipus sintètic d'actiu de les entitats creditícies, que s'obté com la mitjana dels tipus d'interès de les noves operacions de préstecs i crèdits al sector privat ponderats pels saldos en euros, va baixar 3 punts bàsics fins al 3,75% i es va situar 13 punts bàsics per sota del mateix mes del 2004. El descens dels tipus d'interès bancaris d'actiu es va produir en un marc d'expectatives que el Banc Central Europeu mantingui, com a mínim fins ben entrat el proper exercici,

el tipus d'interès de referència en el reduït nivell actual del 2%.

D'altra banda, a l'agost del 2005, el tipus d'interès dels préstecs hipotecaris a més de tres anys per a l'adquisició d'habitatge lliure del conjunt d'entitats de crèdit va baixar lleugerament en 1 punt bàsic fins al 3,19%. D'aquesta manera, va anotar un altre mínim històric i es va col·locar 2 dècimes per sota del mateix mes de l'any anterior.

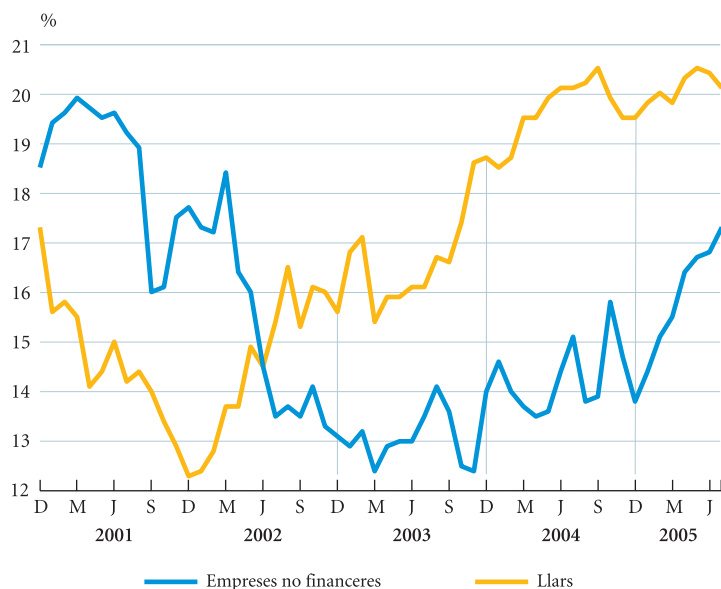
Estimulat per uns tipus d'interès en nivells tan baixos, fins i tot per sota de la taxa d'inflació en alguns casos, el finançament a les empreses i famílies va augmentar al juliol amb una taxa de varia-

Les expectatives d'un allunyament del gir alcista del Banc Central Europeu propicien la caiguda dels tipus d'interès dels crèdits a les empreses i famílies.

El tipus d'interès dels préstecs per a l'habitatge marca una cota mínima del 3,2% a l'agost.

ACCELERACIÓ DEL FINANÇAMENT A LES EMPRESES

Variació interanual del finançament total per sectors institucionals



FONT: Banc d'Espanya.

Les folgades condicions de finançament estimulen la demanda de finançament del sector privat.

Els dipòsits del sector privat creixen a un ritme molt superior al de la zona de l'euro i també al dels fons d'inversió mobiliària.

ció interanual del 18,5%, lleugerament superior a la registrada en el mes anterior, segons les dades del Banc d'Espanya. D'aquesta manera, el finançament al sector privat, inclosos els préstecs del sistema financer, tant interior com exterior, les titulitzacions i les emissions de renda fixa, tot i que no les accions, va avançar amb el ritme més elevat des del setembre de l'any 2000 i va ser notablement superior al conjunt de la zona de l'euro. L'augment interanual més intens va correspondre a les llars, el 20,1%, percentatge lleugerament inferior al registrat en els mesos anteriors. El finançament obtingut per les famílies, en especial crèdit bancari, es continua basant, sobretot, en les hipoteques.

Pel que fa als fons rebuts per les societats no financeres, van pujar el 17,3% en relació amb el mateix mes del 2004, taxa mig punt superior a la del mes precedent. Del total del finançament, el crèdit concedit a les empreses no financeres per les entitats de crèdit residents i els fons de titulització s'ha enfilat fins al 22,0% en els dotze últims mesos, la taxa més alta dels últims anys.

Avanç sostingut dels dipòsits bancaris

Els dipòsits totals del sector privat resident en euros i moneda estrangera van augmentar notablement al juliol en relació amb el mateix mes de l'any anterior, a un ritme molt superior a l'annotat a la zona de l'euro. No obstant això, el seu increment en els dotze últims mesos ha estat considerablement inferior al dels crèdits. Per contrarestar aquest desfament en els balanços, les entitats van emetre valors i van recórrer al mercat exterior.

D'altra banda, al juny va entrar en vigor una nova normativa comptable per a les entitats de crèdit, derivada de l'adopció per part de la Unió Europea de les Normes Internacionals d'Informació Financera relatives a l'aplicació de les Normes Internacionals de Comptabilitat. Per aquest motiu, el saldo dels dipòsits a termini, bàsicament a llarg termini, va augmentar com a contrapartida del reingrés en l'actiu dels fons de titulització que s'havien tret del balanç. Això sobrevalora el creixement interanual dels dipòsits a

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juliol 2005

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (**)	379.806	34.732	10,1	42.543	12,6	45,6
A termini fins a 2 anys (*)	179.301	18.834	11,7	25.060	16,2	21,5
A termini a més de 2 anys (*)	198.898	71.430	56,0	93.144	88,1	23,9
Cessions temporals	66.998	-13.651	-16,9	-9.451	-12,4	8,0
Total (*)	825.002	111.344	15,6	151.295	22,5	99,1
Dipòsits en monedes no euro	7.809	1.962	33,6	2.611	50,2	0,9
TOTAL (*)	832.811	113.306	15,7	153.907	22,7	100,0

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

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

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

termini i del total. No obstant això, és clar que el màxim augment anual va ser experimentat pels comptes a termini a més de dos anys, que gaudeixen d'una bonificació fiscal dels interessos del 40%. Els dipòsits en monedes diferents de l'euro també van registrar una important pujada. Per la seva banda, els comptes a la vista i d'estalvi van registrar un notable creixement del 12,6%.

Pel que fa als tipus d'interès bancaris de passiu d'empreses i famílies, en el primer semestre van experimentar lleugeres oscil·lacions i es van situar en un nivell lleugerament superior al mínim de l'octubre del 2003. El tipus d'interès sintètic de les empreses no financeres va baixar al juny fins a l'1,17%, però es va col·locar 3 punts bàsics per damunt d'un any abans. El tipus d'interès sintètic de les famílies va augmentar lleugerament al juny fins a l'1,14%, 3 punts bàsics per damunt de dotze mesos abans.

El patrimoni dels fons d'inversió mobiliària va augmentar en 2.211 milions d'euros a l'agost fins als 238.511 milions d'euros, amb una alça del 12,1% en relació amb dotze mesos abans. Aquest increment dels actius va tenir lloc gràcies a unes subscripcions netes de participacions –descomptant les vendes– de 2.220

milions d'euros, ja que la negativa evolució de les borses nord-americanes i de la zona de l'euro en el mes va impedir que es registressin plusvàlues. Les entrades netes de diner al juliol es van polaritzar entre els fons més conservadors –de diner i de renda fixa a curt termini– i els globals, que comporten més risc, però que solen reportar una major rendibilitat.

El nombre total de participacions va pujar fins als 8.222.431 al final d'agost. Aquesta xifra representa un augment del 3,30% en els dotze últims mesos. Durant aquest període, les categories de fons que van experimentar més increments de participacions van ser els garantits de renda fixa i variable, amb alces interanuals del 17,7% i del 10,4%, respectivament.

La rendibilitat mitjana ponderada assolida pels fons d'inversió durant el període agost 2005-agost 2004 va ser del 5,3% i va superar sensiblement la inflació. Tot i que les modalitats de fons d'inversió mobiliària van presentar rendiments anuals positius, es va registrar una gran dispersió. Així, mentre els fons de renda variable internacional dels mercats emergents van anotar una espectacular rendibilitat del 43,2% i els de renda variable nacional del 29,1%, els fons de diner només van presentar una rendibilitat de l'1,2%.

Gran augment dels dipòsits a termini i dels denominats en monedes diferents de l'euro.

Les preferències dels estalviadors es polaritzen entre els fons d'inversió més conservadors i els globals.

Els fons d'inversió mobiliària assoleixen una rendibilitat mitjana anual del 5,3%.

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

■ MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2005

Estadístiques municipals, provincials i autonòmiques

■ COL·LECCIÓ ESTUDIS ECONÒMICS

1. **Estudi de l'OCDE sobre l'ocupació** (Exhaurit)
2. **La defensa de la competència a Espanya i a Europa** (Exhaurit)
3. **Ètica i progrés econòmic** (Exhaurit)
James M. Buchanan
4. **La reforma del sistema públic de pensions a Espanya** (Exhaurit)
José A. Herce i Víctor Pérez-Díaz
Versió anglesa: **Reform of the public pension system in Spain**
5. **Població i activitat a Espanya: evolució i perspectives** (Exhaurit)
A. Blanes, F. Gil i J. Pérez
6. **El sector bancari europeu: panorama i tendències**
Josep M. Liso (director),
Teresa Balaguer i Montserrat Soler
7. **El desafiament de la moneda única europea** (Exhaurit)
Joan Elías (2a edició)
8. **El futur de les pensions a Espanya: cap a un sistema mixt** José A. Herce, Simón Sosvilla, Sonsoles Castillo i Rosa Duce
9. **Espanya i l'euro: riscos i oportunitats** (Exhaurit)
Joaquim Muns (director), Susan M. Collins, Manuel Conthe, Juergen B. Donges, José Luis Feito, José Luis Oller-Ariño i Alfredo Pastor
Versió anglesa: **Spain and the euro: risks and opportunities** (Exhaurit)

10. **L'opinió pública davant del sistema de pensions** (Exhaurit)
Víctor Pérez-Díaz, Berta Álvarez-Miranda i Elisa Chuliá
11. **Els beneficis de la liberalització dels mercats de productes**
Antón Costas i Germà Bel (editors)
12. **La successió a l'empresa familiar**
Miguel Ángel Gallo
13. **Beneficis fiscals a l'empresa familiar: patrimoni i successions** (Exhaurit) Ernest de Aguiar
14. **L'impacte de l'euro als mercats financers** Enrique Vidal-Ribas (director), Carmen Alcaide, Javier Ariztegui, Robert N. McCauley, Blas Calzada, Francisco de Oña, Ignacio Ezquiaga i León Benelbas
15. **La cultura de l'estabilitat i el consens de Washington**
Manuel Guitián i Joaquim Muns (directors), Antonio Argandoña, Miguel A. Fernández Ordóñez, Paul Krugman i John Williamson
16. **El sector bancari europeu: panorama i tendències** (2a part)
Josep M. Liso (director), Teresa Balaguer i Montserrat Soler
17. **La mesura de la inflació a Espanya** Javier Ruiz-Castillo, Eduardo Ley i Mario Izquierdo
18. **L'economia de l'art** (Exhaurit)
Bruno Frey
19. **La reforma de les pensions davant la revisió del pacte de Toledo**
José A. Herce i Javier Alonso Meseguer
20. **L'ampliació de la Unió Europea a l'Est d'Europa**
21. **Del ral a l'euro. Una història de la pesseta** José Luis García Delgado i José María Serrano Sanz (directors)
22. **Com tractar amb Brussel·les. El lobby a la Unió Europea**
Robin Pedler
23. **Creixement i ocupació en les empreses industrials**
Ángel Hermosilla i Natalia Ortega
24. **La regulació del comerç internacional: del GATT a l'OMC** (Exhaurit) Montserrat Millet
25. **Fallides i suspensions de pagaments: claus per a la reforma concursal**
Fernando Cerdá i Ignacio Sancho
26. **L'euro: balanç dels tres primers anys**
Joan Elías (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 Casanovas (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)