

Informe Mensual



NÚMERO 285

Les exportacions espanyoles perden competitivitat Pàg. 57

Els costos laborals del sector manufacturer creixen molt més que els dels nostres competidors

El dèficit exterior vist des de dins, o on va l'estalvi que importem Pàg. 70

L'altra cara de la moneda del galopant dèficit corrent és una necessitat creixent de finançament exterior

La indústria automobilística espanyola, a la cruïlla Pàg. 43

La producció de turismes baixa el 13% enguany per la caiguda de les vendes a l'exterior. Quin és el futur del sector?

El misteri dels tipus d'interès Pàg. 36

Per què baixen els tipus d'interès a llarg termini si els tipus a curt pugen?

L'Estat s'endeuta tot i el superàvit pressupostari Pàg. 64

Les operacions de caràcter financer permeten arrodonir les xifres del Pressupost

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	3,6	3,3	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6
Japó	2,6	1,8	1,4	2,4	0,9	1,0	2,2	2,2	1,9
Regne Unit	3,2	1,7	2,1	3,0	2,5	1,7	1,5	1,6	1,8
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>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>
<i>França</i>	<i>2,1</i>	<i>1,5</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>
Preus de consum									
Estats Units	2,7	3,5	2,8	2,7	3,3	3,0	2,9	3,8	4,0
Japó	0,0	-0,2	0,2	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3
Regne Unit	2,2	2,3	2,3	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,2
Zona de l'euro	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,5
<i>Alemanya</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>2,1</i>	<i>2,3</i>
<i>França</i>	<i>2,1</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>
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>	<i>3,7</i>	<i>10,2</i>	<i>8,1</i>	<i>6,7</i>	<i>8,8</i>	<i>10,0</i>	<i>10,4</i>	<i>10,5</i>	<i>10,0</i>
<i>Construcció</i>	<i>5,5</i>	<i>5,6</i>	<i>4,2</i>	<i>5,3</i>	<i>5,1</i>	<i>5,7</i>	<i>5,8</i>	<i>5,6</i>	<i>5,5</i>
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	5,1	5,6	4,7	5,5	5,9	6,0	6,0	5,7	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	3,4	3,2	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,4
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	9,1	8,4	10,7	10,6	10,2	9,3	8,4	8,4
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	2,4	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	4,6
Bons alemanys 10 anys	4,1	3,4	3,7	4,1	3,8	3,6	3,3	3,2	3,4
Obligacions 10 anys	4,1	3,4	3,7	4,2	3,8	3,6	3,3	3,2	3,4
Tipus de canvi									
\$/Euro	1,24	1,25	1,21	1,22	1,30	1,31	1,26	1,22	1,20

INFORME MENSUAL

Novembre 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 Estats Units
9 Japó
11 Xina
13 Mèxic
15 Primeres matèries
18 Unió Europea
18 Zona de l'euro
20 Alemanya
23 França
24 Itàlia
25 Regne Unit
27 Mercats financers
27 Mercats monetaris i de capital
36 El misteri dels tipus
38 Conjuntura espanyola
38 Activitat econòmica
43 Producció d'automòbils
46 Mercat de treball
50 Preus
55 Sector exterior
57 Competitivitat exterior
61 Sector públic
64 Dèficit o superàvit?
66 Estalvi i finançament
70 Necessitat de finançament

Brussel·les? Frankfurt? Tenim un problema

Durant la setmana prèvia, el Banc d'Espanya havia efectuat intervencions massives –properes als 20.000 milions de dòlars– per defensar la paritat de la pesseta en el Sistema Monetari Europeu. Però no va poder ser. Després d'onze hores de deliberacions, el Comitè Monetari decidia una devaluació de la paritat central de la pesseta del 7% i situava el canvi enfront del marc en 85,07 pessetes. Eren poc més de l'una de la matinada del dilluns 6 de març de 1995. Va ser l'última devaluació de la pesseta, la moneda espanyola que seria substituïda per l'euro el 1999. Gairebé de manera immediata, el Banc d'Espanya, que pocs mesos abans havia obtingut el seu estatut d'autonomia enfront del Govern, apujava els tipus d'interès per tal d'evair les expectatives inflacionistes.

Més de deu anys després, l'economia espanyola creix amb força i crea ocupació, però apareixen alguns símptomes de sobreescalfament, la inflació supera sistemàticament la de la zona de l'euro i, sobretot, el dèficit exterior camina cap a nivells astronòmics. Fins fa molt poc, pensar que el 2006 el dèficit comercial podria assolir el 10% del producte interior brut hauria estat qualificat d'absurd. Ara es tracta d'una hipòtesi plausible. Plausible però difícilment acceptable per a les autoritats econòmiques. El remei de llibre per frenar aquesta tendència seria devaluar la moneda. O apujar els tipus d'interès. Però ni una cosa ni l'altra són possibles. Per imperatiu de la Unió Econòmica i Monetària, les decisions sobre el tipus de canvi de l'euro les adopta a Brussel·les l'ECOFIN, el Consell de Ministres d'Economia i Finances. I les decisions sobre els tipus d'interès corresponen al Consell del Banc Central Europeu, que es reuneix el primer dijous de cada mes a Frankfurt. Espanya amb prou feines representa l'11% de l'economia dels Dotze, i els nostres problemes no s'assemblen en res als de les principals economies de la regió. Per aquí no vindrà la solució.

Si no podem recórrer als remeis tradicionals, caldrà servir-se de les medicines alternatives, d'efecte més retardat, però que, si s'apliquen correctament, poden curar de manera més efectiva la malaltia diagnosticada. En aquest sentit, la teràpia consistiria, d'una banda, a aplicar les reformes estructurals que permetin recuperar la competitivitat exterior perduda. De l'altra, a utilitzar l'últim instrument de gestió de la demanda que li queda al Govern: una política pressupostària que alleugi una mica la pressió de la demanda interior sobre les importacions.

Al vessant de la competitivitat, la clau cal buscar-la a la indústria. Mentre la construcció i els serveis continuen marxant sense problemes, les empreses manufactures, obertes a la feroç competència internacional, pateixen una situació que hauria de merèixer més atenció. Els episodis de deslocalització i de desinversió són cada cop més freqüents i afecten ja alguns sectors clau, com l'automòbil i components. La penetració de les importacions a baix cost procedents de països emergents ha empès algunes activitats, com la tèxtil, a un punt crític. Per tant, és necessari redoblar els esforços en dues direccions que ja es debaten en aquests moments: el reforç de la política de recerca i desenvolupament i la reforma laboral. No es poden salvar les empreses que no són capaces de competir en el món global, però sí és possible donar suport als esforços dels inversors més competitius i facilitar-los més recolzament i un entorn més flexible i eficient.

26 d'octubre de 2005

LA SITUACIÓ ECONÒMICA

Els índexs de preus de consum pateixen una pujada considerable al setembre, la qual cosa dispara les alarmes dels bancs centrals.

Si les expectatives d'inflació augmenten, serà difícil que la pujada del petroli no contamina la resta de preus de l'economia, inclosos els salaris.

És cert que la inflació subjacent es manté estable, però, en un context de creixement o recuperació, la transmissió dels increments de les primeres matèries és més fàcil.

Por a la inflació

El mes d'octubre ha estat marcat per una certa alarma a la causa de la inflació. Al llarg del mes, s'han anat coneixent les dades dels índexs de preus de consum corresponents al setembre, que recullen la forta pujada del preu dels derivats del petroli. El corresponent als Estats Units va passar d'una taxa del 3,6% a l'agost al 4,7% al setembre, un nivell que no s'assolia des del juliol de 1991. A la zona de l'euro, l'índex harmonitzat es va accelerar del 2,2% al 2,6%, la taxa més alta des del gener del 2002. Als principals països de la zona de l'euro, inclosa Espanya, les taxes interanuals van sumar entre quatre i cinc dècimes més que a l'agost.

Els bancs centrals estan preocupats. Un dels èxits més importants de l'última dècada en matèria de política econòmica ha estat la desinflació, és a dir, el descens de les taxes d'inflació fins a nivells mínims. L'actuació dels bancs centrals, en un context d'independència dels respectius ministres de finances, ha estat clau. Però, després d'una pujada de preus de les primeres matèries del 80% en els quatre últims anys, els responsables de la política monetària afronten el risc que les expectatives d'inflació augmentin, la qual cosa generaria pujades de preus i de salaris superiors al que es considera adequat, amb el risc de desencadenament d'una espiral inflacionista, el malson de la política econòmica dels setanta i els vuitanta.

Segons es desprèn del comportament de la inflació subjacent, aquests temors es poden considerar exagerats. És a dir, si

dels índexs de preus traiem els components més volàtils, que solen ser els aliments i l'energia, per observar el component més estable, veiem que tant als Estats Units com a la zona de l'euro la inflació està en nivells baixos. En el primer cas, la subjacent es mou en taxes una mica superiors al 2%, un nivell més elevat que els mínims del 2003, quan amb prou feines superava l'1%, però acceptable des d'una perspectiva a mitjà termini. A la zona de l'euro, la inflació subjacent està en un nivell molt baix, l'1,5%. L'increment dels preus del petroli, per tant, no s'ha transmès a la resta dels preus. No estem, des d'aquesta òptica, en un episodi d'alça generalitzada de preus, que és el que s'entén per inflació.

Però també sabem que la transmissió de la pujada del petroli i d'altres primeres matèries al nucli de la inflació, si es produeix, ho fa lentament. I que, en un context de creixement fort, com és el cas dels Estats Units, o d'inici de la recuperació, com creiem que passa a Europa, és més fàcil que la pujada dels costos de les primeres matèries contamina la resta de preus finals o els salaris. Fan bé els banquers centrals quan ens prevenen sobre el risc d'inflació.

Les primeres mesures adoptades han estat les advertències verbals. Alguns membres de la Reserva Federal, del Banc d'Anglaterra, del Banc de Suïssa o del Banc Central Europeu (BCE) han endurit considerablement el seu discurs monetari. Altres bancs centrals han optat per apujar directament els tipus de referència, com en els casos de Corea del Sud i de Canadà.

De fet, fa més d'un any que la Reserva Federal apuja els tipus d'interès de referència a cada reunió del Comitè monetari. I ho continuarà fent, tot i que l'impacte dels huracans d'agost i setembre va fer pensar, en un primer moment, que hi hauria una interrupció. El cert és que l'economia nord-americana no dona senyals de moderació del creixement. Així ho afirma l'últim *Beige Book*, un document que la Fed elabora vuit cops a l'any, poc abans de les reunions de l'esmentat Comitè. Només a les zones afectades per la devastació meteorològica es perceben alguns problemes. Ben Bernanke, que al febrer succeirà Alan Greenspan com a president de la Fed, rebrà la política monetària més tensionada des dels temps de l'auge de la bombolla tecnològica al final del 2000.

A la zona de l'euro, el BCE aguanta amb fermesa i manté el seu índex de referència fix en el 2% des del juny del 2003. Fins fa poc, les pressions, tant d'interessos privats com del mateix Fons Monetari Internacional, eren perquè abaixés els tipus encara més, per ajudar així a consolidar una recuperació. Ara prima més la por a la inflació, i els mercats ja descompten pujades en els propers mesos. Però la zona de l'euro encara ha de demostrar que la recuperació econòmica existeix. Alguns indicis d'aquesta millora s'albiren en la producció industrial, en la matriculació de turismes o en les vendes al detall. Però l'ocupació amb prou feines creix, i, a més a més, es detecta un afèbliment de la demanda exterior, que fins ara ha sustentat els escassos avanços de la conjuntura comunitària.

A Espanya, la inflació també és un problema

A Espanya també hem tingut el nostre ensurt inflacionista. L'índex de preus de consum (IPC) va patir un sobtat ascens

al setembre, que va dur la taxa interanual al 3,7%, el valor més elevat des del 2003. La culpa va ser del grup de carburants i combustibles, que acumula una pujada des del gener d'enguany del 22%. També va contribuir al còmput mensual el comportament d'alguns aliments frescos i la pujada d'impostos decretada pel Govern sobre les begudes alcohòliques i els productes del tabac, una mesura destinada a obtenir recursos per finançar el dèficit que genera la sanitat pública.

No es tracta d'un episodi puntual. La inflació s'està convertint en un maldecap, que s'afegeix a l'imparable dèficit exterior. El Ministeri d'Economia admet ja obertament que l'any tancarà amb un IPC proper al 4%, el doble de l'objectiu oficial. La culpa és del barril de petroli. Si eliminem la pujada dels combustibles de l'índex, podem considerar que la inflació es manté en una taxa més o menys estable. Al llarg del mes d'octubre, el preu del cru ha tendit a moderar-se, la qual cosa obre una via d'esperança. El ministre d'Indústria ha demanat a les petrolieres que redueixin els seus marges comercials i que afavoreixin la utilització d'energies renovables.

Però el Govern no té gaire marge de maniobra. La situació del mercat energètic ha obligat a autoritzar a l'octubre la pujada de les tarifes del gas el 6% per als consumidors domèstics i el 18% per a la indústria. També ha pujat la bombona de butà a l'octubre, el tercer cop que ho fa enguany. D'altra banda, la sequera frena la producció d'energia elèctrica en centrals hidràuliques i cal cremar més petroli per produir la mateixa electricitat, de manera que les autoritats estudien pujar les tarifes elèctriques per primer cop en nou anys.

Tot plegat contribueix a incrementar els temors que la pujada de l'energia es difongui per la resta de preus de l'econo-

Ben Bernanke, el successor d'Alan Greenspan, rebrà al febrer la política monetària més tensionada des dels temps de la bombolla tecnològica.

A la zona de l'euro, els mercats anticipen pujades del tipus d'interès del Banc Central Europeu en els propers mesos.

A Espanya, la inflació també experimenta un ascens considerable al setembre per culpa del petroli, la qual cosa dispara les alarmes.

Un IPC més alt del previst representa una pujada automàtica de les pensions i un increment dels salaris, a causa de les clàusules de revisió automàtiques.

La vaga dels transportistes propaga la pujada del combustible cap a altres béns i serveis.

Els tipus d'interès reals negatius permeten que l'alegria gastadora es prolongui.

El Programa Nacional de Reformes és un instrument adequat a mitjà termini, però no serveix per als problemes més immediats.

nia. Els mecanismes d'indexació que subsisteixen en l'economia espanyola són encara molt potents. El desbordament de l'IPC provocarà automàticament una pujada complementària de les pensions públiques, el cost de la qual s'estima superior als 1.000 milions d'euros. D'altra banda, la major part de convenis col·lectius contenen clàusules de revisió automàtica en cas que la inflació superi l'objectiu oficial, de manera que la repercussió del preu del cru sobre els salaris està inevitablement garantida.

L'encariment del combustible ha mobilitzat determinats col·lectius que es veuen directament perjudicats. Durant uns dies d'octubre, els transportistes de mercaderies agrupats en la patronal del sector van parar els seus camions i van afectar notablement el subministrament de les fàbriques i dels comerços. L'aturada va ser desconvocada després dels acords entre els transportistes i el Govern, que representen una lleugera reducció dels impostos que graven el sector, a més d'altres avantatges, i entre els transportistes i les organitzacions de carregadors, que accepten una pujada del 14% de les tarifes. L'exemple s'ha estès. Els pescadors han iniciat una vaga perquè s'abarateixi el preu del gasoil, i algunes organitzacions d'agricultors han efectuat mobilitzacions entre els seus afiliats.

Més inflació significa menys capacitat adquisitiva dels consumidors. Però si els consumidors aconsegueixen recuperar el poder adquisitiu que perden mitjançant mecanismes d'indexació com els comentats, la pressió de la despesa aviva el risc inflacionista. A més a més, si les condi-

cions monetàries no compensen aquestes pressions, per la via d'un augment dels tipus d'interès, per exemple, el panorama es complica. Ara mateix, els rendiments dels títols del deute públic espanyol, sigui quin sigui el termini, se situen per sota del 3,7% de la taxa d'inflació. Només les obligacions a 30 anys presenten un rendiment del 3,75% al mercat secundari. Amb tipus d'interès reals negatius, les empreses i les famílies es continuen endeutant a un ritme molt elevat. I continuen gastant. El consum tampoc no és frena. L'escalada del combustible sembla aliena als conductors, ja que les vendes d'automòbils avancen fermes i baten màxims històrics.

L'acció del Govern, segons es desprèn del Pressupost 2006 que es discuteix a les Corts, no contribuirà a refredar la despesa de consum ni la inversió. Però, com a mínim, cal destacar la presentació d'un Programa Nacional de Reformes, que possiblement no ha rebut l'atenció merecuda. Es tracta d'una actuació que s'emmarca dins de l'anomenada Agenda de Lisboa, el pla d'actuacions comunitàries per aconseguir que la Unió Europea no es quedi endarrerida en relació amb les economies més dinàmiques del globus. El Programa enumera un ampli catàleg de mesures per millorar la renda, la capacitat productiva i l'eficiència. Aquest és el camí per reconduir els desequilibris a mitjà i a llarg termini. A curt termini, però, serà necessari que els protagonistes de l'economia prenguin consciència del moment que estem vivint, no sigui que petits guanys particulars d'avui signifiquin perjudicis generalitzats demà.

CRONOLOGIA

2005

- febrer**
- 2 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència 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 fins al 2,75%.
 - 23 Els caps d'Estat i de govern dels països membres de la Unió Europea aproven la reforma del **Pacte d'Estabilitat i Creixement** i introdueixen més flexibilitat.
- abril**
- 20 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** marca un mínim anual (10.012,36) amb un descens del 7,1% en relació amb el final del 2004.
- maig**
- 2 La **lliura xipriota**, el **lat letó** i la **lira maltesa** s'incorporen al Mecanisme de Tipus de Canvi.
 - 3 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,00%.
- juny**
- 30 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,25%.
- agost**
- 9 La **Reserva Federal** apuja el tipus d'interès de referència al 3,50%.
- 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 al 3,75%.
- octubre**
- 4 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim anual (10.919,2), amb uns guanys acumulats del 20,2%.
 - 13 El Govern aprova el **Programa Nacional de Reformes d'Espanya**.

AGENDA

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 avançat de l'IPCH (novembre).
- 30 PIB de la zona de l'euro (tercer trimestre).

Desembre

- 1 Reunió del Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 2 Índex de producció industrial (octubre).
- 13 Reunió del Comitè de Mercat Obert de la Reserva Federal.
- 13 a 18 Sisena Conferència Interministerial de l'Organització Mundial de Comerç.
- 15 Índex de preus de consum (novembre).
- 15 a 16 Reunió del Consell Europeu.
- 16 Índex de preus de consum harmonitzats de la Unió Europea (novembre).
- 20 Ingressos i despeses de l'Estat (novembre).
- 21 Enquesta trimestral de costos laborals (tercer trimestre).
- 22 Enquesta contínua de pressupostos familiars (tercer trimestre).
- 26 Índex de preus industrials (novembre).

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Els Estats Units mantenen l'activitat, i els preus energètics no es transmeten a altres sectors.

Les vendes al detall continuen fortes, i només cedeixen les vendes de cotxes.

Ara com ara, els Estats Units aguanten huracans i crisis energètiques

Sembla que la vitalitat de l'economia nord-americana ho aguanta tot. Els efectes de l'huracà *Katrina* sobre el nivell d'activitat han estat molt menors del que s'esperava inicialment. En preus, la cosa és diferent, ja que plou sobre mullat. Els huracans han afegit pressió a uns preus energètics ja alts i que han derivat en un notable repunt inflacionista. Una alça que, no obstant això, no es transmet a altres sectors de l'economia. Ara, el pitjor efecte de l'encariment no és ni la reducció del creixement ni la inflació generalitzada, sinó la intensificació del deteriorament d'una balança comercial ja prou deficitària.

Pel que fa a la demanda, els últims indicadors disponibles mostren que els efec-

tes del *Katrina* en el consum són limitats. Al setembre, les vendes al detall van mostrar fortalesa. Sense els vehicles a motor, component important però erràtic, les vendes al detall creixen el 10,3% en relació amb el mateix període de l'any anterior i mostren un perfil no ja de manteniment sinó de certa acceleració. Aquesta vitalitat contrasta amb la dràstica caiguda registrada al setembre per l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, que va baixar des dels 105,5 punts fins als 86,6. El consumidor nord-americà, de forma lògica, concentra els temors i la desconfiança en les compres de béns duradors i, al mateix temps, defensa amb vigor els nivells de consum assolits en la resta de productes.

Pel que fa a l'oferta, el sector industrial i manufacturerer continua essent la ventafocs de la dinàmica economia nord-ame-

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	Setembre
PIB real	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	–	...	–
Vendes al detall	4,3	7,3	6,4	8,3	7,3	8,4	10,3	8,1	6,5
Confiança del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	103,6	105,5	86,6
Producció industrial	0,0	4,1	4,6	4,3	3,8	3,0	3,0	3,1	2,0
Índex activitat manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,6	53,6	59,4
Venda d'habitatges unifamiliars	11,7	10,0	–0,4	10,8	5,1	7,1	24,4	6,2	...
Taxa d'atur (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,1
Preus de consum	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,1	3,6	4,7
Balança comercial (***)	–532	–651	–608	–651	–686	–709	–716	–723	...

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.

EL CONSUM AL DETALL CREIX AMB AVIDESA

Variació intermensual de l'índex de vendes al detall sense vehicles a motor (*)



NOTA: (*) Sèrie de cycle-tendència.

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

ricana. Al setembre, el feble creixement de la producció industrial, el 2,0% interanual, s'inscriu en una marcada tendència d'alentiment que dura des de la primavera del 2004. El fet és que el sector ha tingut una recuperació pobra i curta en comparació amb èpoques passades. No obstant això, els empresaris veuen les coses amb una mica més d'optimisme, tal com ho demostra la recuperació de l'índex d'activitat manufacturera de l'Institute of Supply Management de l'agost, que va pujar fins als 59,4 punts, nivell ja netament superior a la referència de 50, la qual cosa indica que predominen els optimistes sobre els pessimistes. L'índex d'activitat no manufacturera va evolucionar de manera contrària, amb una dràstica davallada fins als 53,3 punts, una pèrdua que, no obstant això, serà compensada en els propers mesos.

El sector de l'habitatge, un dels protagonistes del moment present, continua oferint una imatge general de fortlesa, que, d'altra banda, ajuda el consumidor en la defensa dels seus nivells de consum, ja si-

gui augmentant la sensació de riquesa o facilitant-li l'accés al finançament. Tots els indicadors del mercat immobiliari continuen evolucionant a l'alça, en especial el preu de l'habitatge de segona mà, que, a l'agost, va registrar un avanç del 16,2% interanual. No obstant això, i sense canviar aquesta tònica general, sembla que la demanda d'habitatge s'alenteix en algunes zones del país. En aquest sentit, el pas del *Katrina*, que ha generat una major necessitat d'immobles en zones d'acollida o de reconstrucció, podria amagar una part d'aquest alentiment, un aterratge suau que la Reserva Federal veuria amb molt bons ulls.

En l'àmbit laboral, l'economia nord-americana continua creant ocupació. Al setembre, es van perdre 35.000 llocs de treball, la primera reculada des del maig del 2003. Però la disminució, de poca intensitat, va ser molt inferior a l'esperada, ateses les actuals circumstàncies. A més a més, la dada de l'agost es va revisar a l'alça. Al final, la imatge que ens queda és la d'un mercat laboral inequívocament vi-

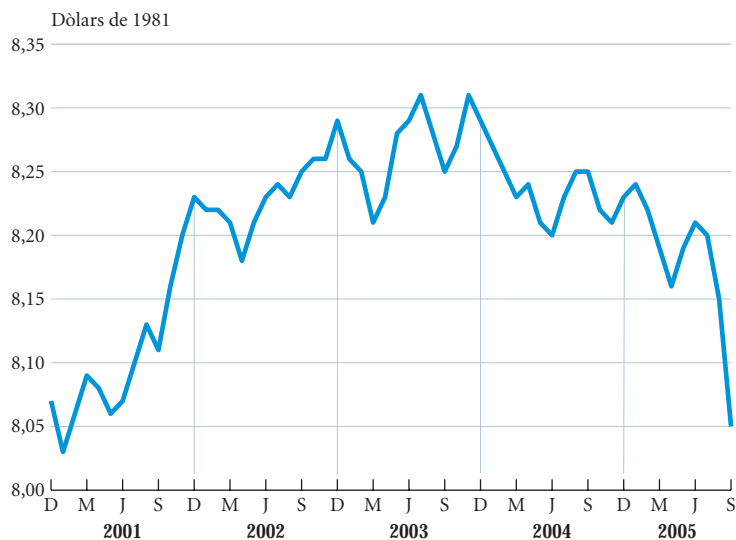
La producció industrial continua feble.

El vigorós mercat immobiliari presenta algun símptoma de moderació.

Es crea ocupació, però els salaris perden poder adquisitiu.

ELS SALARIS PERDEN PODER ADQUISITIU

Salari per hora real (*)



NOTA: (*) Descomptant la inflació.

FONTS: Departament de Comerç i elaboració pròpia.

gorós. Tot i la robusta creació d'ocupació, al setembre els salaris van perdre el 2,4% del poder adquisitiu que tenien en el mateix període de l'any passat. L'efecte negatiu d'aquesta menor capacitat de despesa sobre les vendes al detall és compensat per la força de l'habitatge. Al costat positiu, aquesta moderació salarial evita tensions inflacionistes.

L'augment de la inflació es limita als sectors energètics, gràcies a la contenció dels salaris i dels marges de les vendes al detall.

Els preus energètics van fer que la inflació del setembre s'enfilés fins al 4,7% interanual. Una taxa digna del començament dels anys noranta, ja que no s'assolia des del juliol de 1991. Tot i aquest avanç tan espectacular, els efectes sobre la resta de sectors de l'economia són pràcticament nuls. En aquest sentit, el component subjacent de la inflació, que exclou l'energia i l'alimentació, es va desaccelerar lleugerament i va avançar el 2,0%, enfront del 2,2% del mes anterior. L'esmentada moderació salarial és la principal causa d'aquesta evolució del component tendencial dels preus, però no l'única. Els preus de producció de productes acabats van anar més enllà dels preus de consum i van

avançar al setembre el 6,7% interanual. En aquest cas, la reducció dels marges de les vendes al detall és el factor que impedeix que els increments dels preus arribin al consumidor. Ens podem preguntar quant durarà la contenció dels marges i dels salaris, però, ara com ara, la influència més apressant dels preus energètics cal buscar-la en un aspecte tan sensible com el dèficit comercial.

El sector exterior és lluny de tocar fons. Així, després del petit respir del segon trimestre, es va tornar a intensificar el deteriorament. L'energia va encarir el preu de les importacions, i això va dur el dèficit comercial de l'agost a empitjorar en relació amb el juliol. Així, el dèficit acumulat dels dotze últims mesos va assolir la xifra rècord de 723.000 milions de dòlars. Un retorn del preu del petroli als nivells més moderats podria aportar una certa reducció del dèficit exterior, però les perspectives no van en aquest sentit, i cal considerar que l'estalvi de les llars nord-americanes només representa el 0,3% de la renda disponible, la qual cosa

no ajuda gaire a conjurar l'espasa de Dàmocles que penja sobre l'economia nord-americana i sobre les dels seus socis comercials.

Prossegueix la recuperació de l'economia japonesa

El Japó continua consolidant la seva recuperació. En aquests moments, el repte és mantenir la força de la demanda interna, fins ara el principal protagonista del creixement. En la passada dècada, el creixement japonès va estar massa escorat cap al sector exterior, la qual cosa va provocar moltes decepcions. Avui, la continuïtat del creixement japonès s'ha de basar en el vigor del consum intern.

Els indicadors de demanda mostren un creixement moderat, sense avanços espectaculars, però cada cop més sostingut. En aquest sentit, es manté la força de les vendes al detall. A l'agost, van recuperar el pols que s'havia perdut al juliol, i es va confirmar la tendència alcista que havia dominat els últims mesos. La venda d'automòbils del setembre baixa en termes

interanuals per tercer mes consecutiu, tot i que fins al juny havia evolucionat a l'alça. La confiança del consumidor continua mostrant un to força acceptable per a la pessimista idiosincràsia nipona. La lleugera reculada del tercer trimestre cal considerar-la dins un procés d'estabilització en màxims de la dècada. Així i tot, els nivells de confiança són inferiors als del començament dels anys noranta, quan el Japó encara no havia entrat en la seva dècada perduda.

Pel que fa a l'oferta, la demanda interna és la que propicia el creixent optimisme, i això és una novetat. Les comandes de maquinària d'origen domèstic, indicador avançat de la inversió, van créixer a l'agost el 6,6% interanual i segueixen un perfil de creixement sostingut amb una lleugera tendència a l'alça, però les d'origen forà pateixen una notable desaceleració. El Japó ha de pensar en un creixement més centrat en la demanda interna, la qual cosa no havia passat fins a enguany. Així, per exemple, en els 15 últims anys, el pes de les comandes estrangeres ha augmentat fins al 37,6% del total.

Al Japó, les comandes de maquinària evolucionen favorablement gràcies a la demanda interna.

Les vendes al detall mantenen el to.

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	II	Juliol	Agost
PIB real	1,4	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	3,2	0,6	1,6
Producció industrial	3,3	5,3	7,8	6,6	1,6	2,7	0,3	–1,1	0,3
Índex activitat empresarial (Tankan) (*)	–21,0	–0,5	0,0	2,0	1,0	–2,0	1,0	–	2,0
Habitatges iniciats	0,6	2,6	–3,5	9,4	–0,1	1,5	2,1	8,2	7,0
Taxa d'atur (**)	5,2	4,7	4,7	4,8	4,5	4,6	4,3	4,4	4,3
Preus de consum	–0,3	0,0	–0,3	–0,1	0,5	–0,2	–0,1	–0,3	–0,3
Balança comercial (***)	12,0	13,7	13,7	14,1	13,7	13,3	12,2	11,8	11,2

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

LA CONFIANÇA DEL CONSUMIDOR JAPONÈS ES MANTÉ EN UNS NIVELLS ALTS

Índex de confiança del consumidor



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

La deflació es resisteix a desaparèixer.

En un to positiu, les fallides empresarials del setembre van baixar del miler per segon cop enguany. A més a més, reforçant aquest fet, l'índex Tankan de condicions dels negocis va millorar en el tercer trimestre, tot i que menys del que s'esperava. Després de les reestructuracions, la salut de les empreses japoneses és la millor dels últims anys, però el sector bancari continua essent una assignatura pendent. La producció industrial, amb un creixement interanual gairebé nul, va continuar representant a l'agost el costat més feble de l'actual recuperació.

La venda d'immobles augmenta a Tòquio.

El mercat de l'habitatge del setembre va mantenir la seva lenta recuperació. En aquest sentit, cal destacar el creixement de la venda d'immobles a Tòquio, el 22,2%, i el manteniment de la tendència alcista en tots els indicadors. El sector ja no és, clarament, la llosa sobre el creixement que va ser durant els anys noranta.

Els preus energètics redueixen el superàvit.

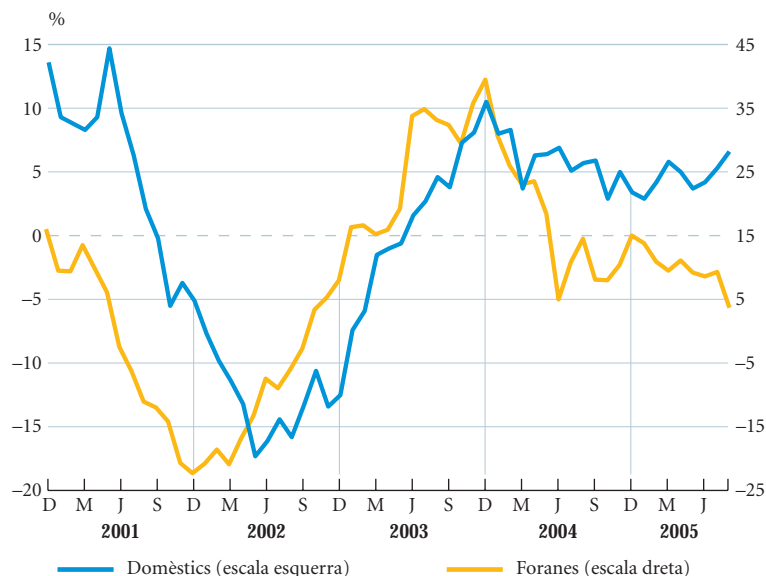
Al front dels preus, el perill de la deflació no acaba de ser conjurat. A l'agost, l'índex de preus de consum va tornar a recular el

0,3% interanual. El banc central assegura que, al final de l'any, la deflació haurà desaparegut, però el cert és que a Tòquio els preus del setembre van tornar a baixar el 0,6%, fet que no fa pensar que els preus del setembre del conjunt de l'economia hagin de pujar, i el final de l'any és aquí mateix. La taxa d'atur de l'agost va baixar lleugerament i es va quedar en el 4,3% de la població activa. La creació de llocs de treball més important es va donar als serveis, i les pèrdues més intenses es van centrar a la construcció.

El superàvit comercial japonès va continuar disminuint a l'agost, però les causes d'aquesta reducció han canviat. El petroli tensiona a l'alça els preus de les importacions, que creixen el 13,5% interanual, mentre que els de les exportacions només augmenten el 0,6%, amb el lògic efecte negatiu sobre el superàvit comercial. Al costat positiu, la reducció d'exportacions a la Xina, principal causa del deteriorament exterior d'enguany, s'ha relaxat.

AQUEST COP MILLOREN LES COMANDES INTERIORS DE MAQUINÀRIA

Variació interanual de les comandes de maquinària (*)



NOTA: (*) Sèrie de cicle-tendència.

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

La Xina continua creixent, però sense tensions inflacionistes

L'economia xinesa va créixer el 9,4% en els nou primers mesos del 2005, resultat que apunta a una continuació de l'elevat ritme d'activitat en el tercer trimestre. La inversió i les exportacions continuen essent els principals motors del creixement, molt per damunt del consum privat, que encara és la gran assignatura pendent de l'economia del gegant groc, i en aquest sentit el banc central ha expressat públicament la seva preocupació per aquest fet. Una part important de les inversions és destinada a suprimir colls d'ampolla en infraestructures i en producció d'energia, de manera que les tensions inflacionistes semblen llunyanes, tal com ho mostren les dades.

Des de punt de vista de l'oferta, en aquest tercer trimestre el sector industrial va continuar protagonitzant el creixement més important, mentre que la taxa d'a-

vanç dels serveis va augmentar lleugerament. En aquest aspecte, com en tants altres, la Xina té una economia singular. La indústria representa el 56,9% del producte interior brut nominal, taxa que no para de créixer, mentre que la dels serveis evoluciona a la baixa.

Els indicadors de l'oferta són coherents amb la sorprenent estabilitat macroeconòmica que mostren les estadístiques. La producció industrial del setembre, especialment important a la Xina, atès el pes de la seva indústria, continua creixent per damunt del 16,0%. En aquests moments, sembla que la Xina absorbeix gairebé tot el creixement global d'aquest indicador, que decau en països com els Estats Units i el Japó. La indústria pesant continua creixent més de pressa que la lleugera, i el pes del sector estatal en relació amb el total de la indústria repeteix a l'agost el 39,8% del juliol, la qual cosa mostra la rigidesa que troba la reducció dels conglomerats estatals.

La Xina creix amb inversió i exportacions, i sense inflació.

La indústria, predominantment pesant, mana.

XINA: 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	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	9,4	9,5	9,6	9,1	9,5	9,4	9,5	–	...	–
Producció industrial	16,7	16,3	17,6	15,8	15,0	14,5	16,5	16,1	16,0	16,5
Producció elèctrica	14,2	15,0	16,5	12,9	14,6	14,7	13,7	14,8	12,6	...
Preus de consum	1,2	3,9	4,4	5,3	3,2	2,8	1,7	1,8	1,3	0,9
Balança comercial (*)	25,5	32,0	13,6	20,4	32,0	57,1	79,2	87,8	93,9	96,4

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

FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

El superàvit comercial té un creixement explosiu per la moderació de les importacions.

La vitalitat d'aquest despertar xinès també queda confirmada per les diverses produccions. En els dotze últims mesos fins a l'agost, en comparació amb el mateix període de l'any anterior, la producció d'energia elèctrica continua la seva marxa ascendent. La producció de vehicles a motor i de ciment, que semblava que s'havia alentit al començament de l'estiu, té ara nova força. Finalment, mereix una consideració especial la producció de microordinadors, que creix al 70,5% interanual, un ritme que du ja tres anys seguits instal·lat en aquests nivells. La quantitat de valor afegit sobre cada ordinador que té un origen específicament xinès pot ser encara petita, però va en augment.

Les vendes al detall creixen, però menys, a conseqüència del moderat consum interior.

On l'economia xinesa es mostra menys forta és al costat de la demanda, fet que explica la preocupació del banc central. Així, les vendes al detall de l'agost van créixer al 12,7% interanual. Tot i considerant aquest alt nivell, el perfil és de cert alentiment.

L'avanç dels preus, tot i el nivell d'activitat, es continua moderant. Al setembre, els preus al consum van augmentar el 0,9% interanual. Aquesta moderació només s'entén amb un consum que evoluciona per sota de la inversió.

El sector exterior ocupa un lloc destacat en la conjuntura xinesa i és motiu de ten-

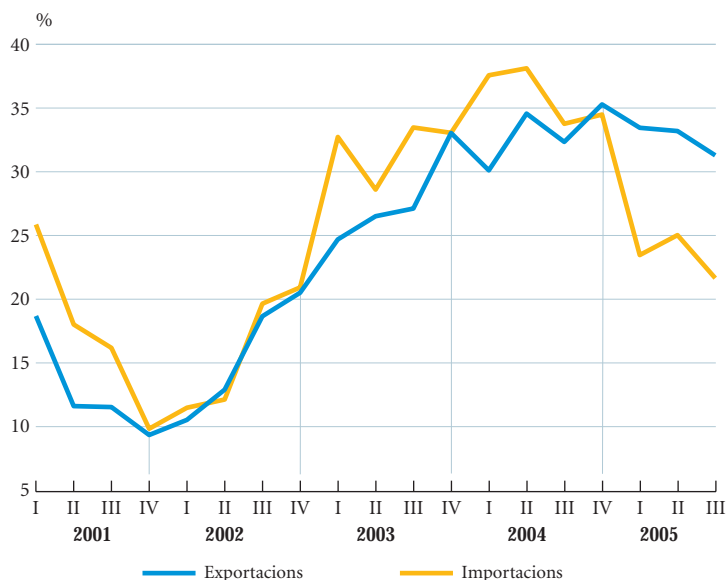
sions amb certa freqüència. L'indicador més seguit és l'explosiu superàvit comercial: en els dotze mesos fins al setembre, va arribar als 96.384 milions de dòlars, quantitat cinc cops superior a la del mateix període de l'any passat i que representa el 5,0% de l'economia xinesa. S'espera que aquesta forta expansió del superàvit comercial contribueixi en un 30% al creixement de l'economia el 2005. Xifres importants, però que encara creixen més per l'actual tipus de canvi del renminbi. El saldo comercial està valorat a preus internacionals, que són més alts que els preus que operen a l'interior de la Xina, la qual cosa fa que, en termes reals, descomptant les diferències de preus, l'efecte sigui molt menor.

En aquest sentit, les taxes de creixement són elevades, però els seus màxims han quedat enrere. Les exportacions van augmentar el 32,2% interanual, i les importacions van créixer el 19,2%. Dins el fort creixement, avui no es pot parlar d'acceleració, sinó d'alentiment, sobretot en el cas de les importacions, principal causa del ràpid augment del superàvit comercial.

Per productes, les exportacions de manufactures dels dotze mesos fins a l'agost van créixer el 33,6%, i les importacions, el 15,4%, la meitat que al gener. És significativa la forta desacceleració de les importacions de maquinària i d'equip elèc-

LES EXPORTACIONS I LES IMPORTACIONS XINESES S'ESTABILITZEN

Variació interanual de les exportacions i importacions trimestrals (*)



NOTA: (*) Sèrie de cycle-tendència.

FONT: Oficina Nacional d'Estadístiques de la Xina.

tric. Si comparem el creixement de l'agost amb el del gener, a Alemanya tenim el 3,8% enfront del 30,1%; al Japó, el 4,6% enfront del 26,0%; a Taiwan, el 15,3% enfront del 30,8%, i a Espanya, el 17,7% enfront del 58,9%. En primeres matèries, la importació avança a un ritme considerable, però inferior al del 2004. La importació d'acer va repuntar fins al 10,8%, una cinquena part de la mitjana del 2004.

Mèxic recupera el to, però perd competitivitat

L'economia mexicana va créixer el 3,1% interanual en el segon trimestre del 2005 i va recuperar el to del 2004. Aquesta recuperació es basa en la inversió, en la reposició d'inventaris i en un comportament exportador més positiu. Dins el capítol d'inversions, la governamental és la més dinàmica, la qual cosa genera dubtes de sostenibilitat. Per sectors, els serveis bancaris i financers, la construcció i el transport són els que mostren més força.

Pel que fa a la demanda, les vendes al detall del juliol van créixer el 3,3% interanual, taxa una mica inferior a la mitjana dels últims mesos. Quant a l'oferta, la producció industrial de l'agost va avançar el 2,1% interanual, percentatge que representa una recuperació en relació amb les reculades dels mesos anteriors. El to positiu d'aquest creixement cal buscar-lo en el protagonisme del component manufacturer. Sempre per davant de la indústria local, la producció de les «maquiladoras», les empreses estrangeres que fabriquen a Mèxic per exportar als Estats Units, avança el 5,7%.

La taxa d'atur general de l'agost va repuntar fins al 4,1% de la població activa, però la productivitat manufacturera deixa de perdre terreny, tot i que encara és aviat per parlar de recuperació pròpiament dita. La nota més preocupant és el fort augment dels costos laborals unitaris, que creixen al 12,0%. La dada és preocupant, perquè ja fa temps que Mèxic pateix una falta de competitivitat. El fort augment dels costos

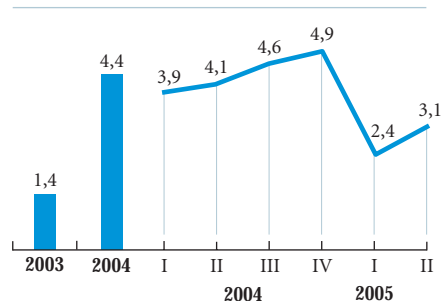
A Mèxic, les vendes al detall es mantenen, i, a la producció industrial, manen les «maquiladoras».

Creixement sense tensions inflacionistes.

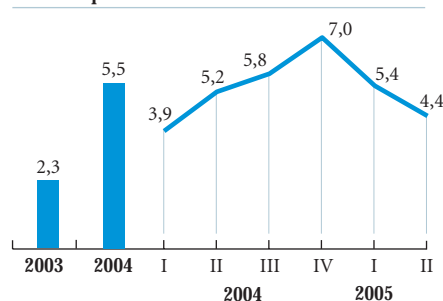
EVOLUCIÓ DEL PIB DE MÈXIC PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

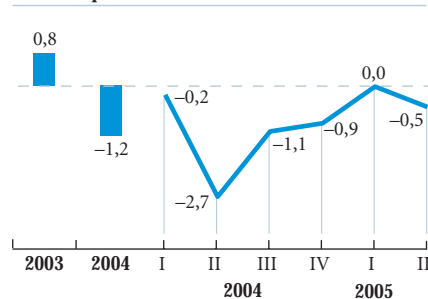
PIB



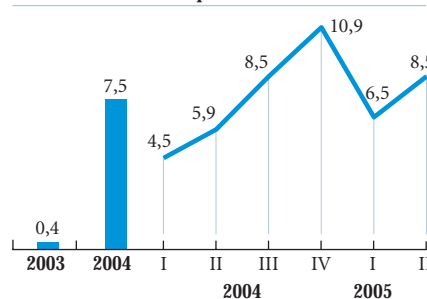
Consum privat



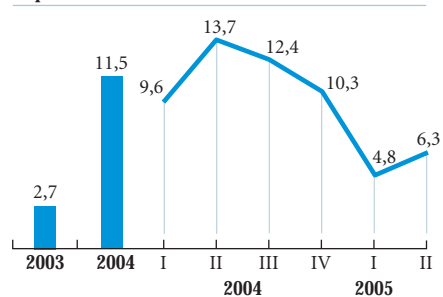
Consum públic



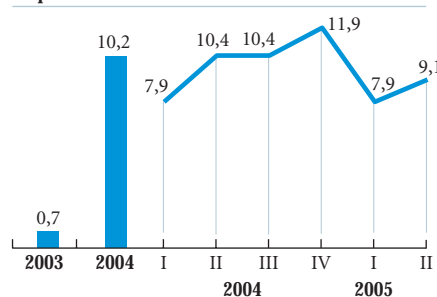
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONT: Banc Central de Mèxic.

L'atur està sota control, però els costos laborals unitaris creixen i danyen la competitivitat.

Els preus al consum es mantenen moderats.

unitaris, sumat al fet que el peso s'ha situat entre les divises que menys valor han perdut a l'Amèrica Llatina, implica creixents dificultats per a una balança comercial que ja és deficitària.

En contrapunt positiu, els preus al consum del setembre van augmentar el 3,5% interanual. Continua així la moderació dominant al llarg de la primera meitat del 2005. El component sense aliments ni energia del mateix mes apunta en la mateixa direcció i manté la taxa del 3,2%.

El sector exterior mexicà és la part més negativa d'una economia que, d'altra banda, creix sense presentar tensions inflacionistes. El dèficit comercial dels dotze mesos fins a l'agost del 2005 es manté en els 9.527 milions de dòlars, però, sense comptar les exportacions de petroli, arriba als 38.400 milions de dòlars, i és que el deteriorament competitiu pesa. El dèficit mexicà crida doblement l'atenció en un moment en què el conjunt de les economies de la zona presenta superàvits comercials.

MÈXIC: 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	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB real	1,4	4,4	4,1	4,6	4,9	2,4	3,1	–	...	–
Producció industrial	–0,2	3,8	3,7	4,8	3,6	–0,2	2,8	–1,3	2,1	...
Taxa d'atur general (*)	3,2	3,7	3,6	4,0	3,5	3,9	4,0	3,5	4,1	...
Preus de consum	4,5	4,7	4,3	4,8	5,3	4,4	4,5	4,5	3,9	3,5
Balança comercial (**)	–5,8	–8,8	–5,6	–6,2	–8,8	–10,2	–9,8	–9,6	–9,5	...

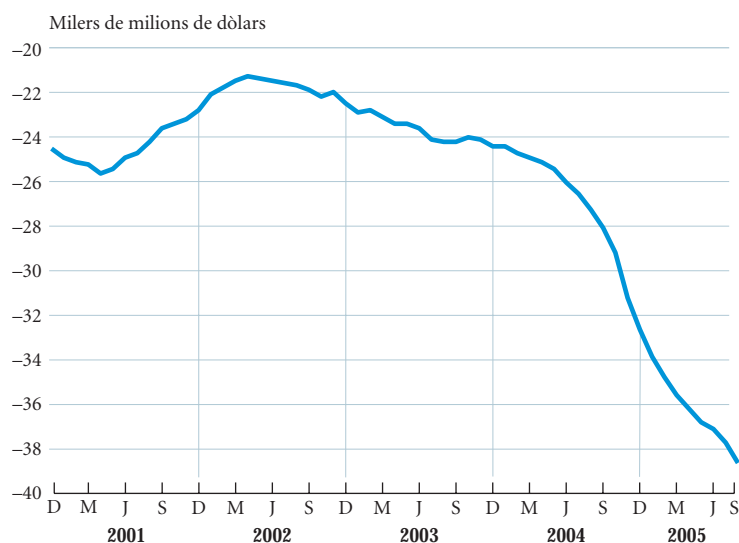
NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

FONT: Banc Central de Mèxic.

EL DETERIORAMENT COMPETITIU PESA SOBRE EL SALDO COMERCIAL MEXICÀ

Saldo acumulat de 12 mesos de la balança comercial sense incloure exportacions de petroli



FONTS: Banc Central de Mèxic i elaboració pròpia.

El preu del petroli ofereix una treva

Després de les notables pujades dels mesos de juliol i agost i de la forta incertesa registrada al setembre, a causa de l'impacte de l'huracà *Katrina*, les cotitzacions del petroli del mes d'octubre han significat un alleujament temporal. L'evidència que les existències de petroli i de productes refinats es mantenen per damunt del que estava previst i que l'impacte de l'huracà *Wilma* en matèria petrolera no serà apre-

ciable –i, per tant, que els riscos sobre el proveïment del mercat nord-americà s'han reduït– ha dut les cotitzacions a situar-se per sota del llindar psicològic dels 60 dòlars per barril de qualitat Brent (lliuraments a un mes) en la mitjana d'octubre.

Així i tot, cal no oblidar que els nivells actuals continuen essent històricament elevats i que encara són superiors en un 20% als registrats fa un any. I, a més a més, cal tenir present que les condicions fonamen-

El sector exterior empitjora.

Una situació de proveïment als Estats Units millor del que estava previst permet que el petroli caigui per primer cop per sota dels 60 dòlars per barril.

Els metalls es moderen, però, en conjunt, les primeres matèries són un 11% més cares que fa un any.

tals del mercat del petroli no han millorat significativament. La relació oferta/demanda continua essent molt estreta, i l'evolució prevista per al 2006 de les dues variables no invita a l'optimisme. Tot i que es preveu un increment de l'oferta de l'1,8% l'any vinent, la demanda creixerà dues dècimes percentuals més, el 2,0%.

No hem d'oblidar tampoc l'evolució de la resta de primeres matèries. A diferència del petroli, durant el mes d'octubre les

primeres matèries, mesurades per l'índex «The Economist» en dòlars, van accelerar el creixement fins a l'11% interanual, enfront del 8% del setembre. Les principals responsables d'aquest repunt van ser les primeres matèries alimentàries i les agrícoles no alimentàries, mentre que els metalls, que registraven un episodi alcista molt fort, van afluixar el ritme. Cal esmentar a part l'or, que ha crescut l'11% en els dotze últims mesos i que s'ha apropat als 470 dòlars per unça.

EL PREU DEL PETROLI CAU PER SOTA DELS 60 DÒLARS

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



FONT: Thomson Financial Datastream.

PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2003	2004	2004		2005					
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre	Octubre
Índex «The Economist» en dòlars (*)										
General	11,7	17,4	16,0	1,5	-2,3	-1,8	2,8	7,6	8,2	11,0
Alimentàries	9,1	11,2	9,4	-7,3	-8,5	-7,7	-0,2	4,9	4,8	9,6
Industrials	15,9	26,1	25,1	13,8	5,9	6,3	6,8	10,9	12,1	12,6
<i>Agrícoles no alimentàries</i>	<i>21,8</i>	<i>9,2</i>	<i>6,8</i>	<i>-11,2</i>	<i>-10,7</i>	<i>-8,6</i>	<i>0,9</i>	<i>-0,8</i>	<i>2,3</i>	<i>10,6</i>
<i>Metalls</i>	<i>11,8</i>	<i>38,2</i>	<i>38,3</i>	<i>31,5</i>	<i>16,1</i>	<i>15,5</i>	<i>10,2</i>	<i>17,4</i>	<i>17,5</i>	<i>13,7</i>
Índex «The Economist» en euros (*)										
	-6,7	6,7	6,9	-6,5	-6,4	-6,0	4,8	7,1	7,9	15,4
Petroli (**)										
Dòlars/barril	28,4	38,0	40,7	44,7	47,8	53,1	58,1	64,0	64,0	59,3
Taxa de variació	13,1	34,4	44,4	53,8	52,7	50,9	54,1	54,0	49,4	20,5
Or										
Dòlars/unça	364,0	409,6	401,9	434,0	427,3	427,8	424,7	438,1	456,2	468,7
Taxa de variació	17,3	12,7	10,6	10,6	4,6	8,6	6,7	9,1	12,3	11,4

NOTES: (*) Taxa de variació interanual.

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

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

UNIÓ EUROPEA

A mesura que ens apropem al final del 2005, ja podem concloure que hi ha en marxa una incipient recuperació...

...ja que tant els indicadors d'oferta, amb la producció industrial com a dada destacada...

Zona de l'euro: la recuperació pren forma, però la inflació aguaita

A mesura que ens apropem al final de l'exercici, l'evidència disponible que avala la recuperació de la zona de l'euro és més àmplia. Els indicadors d'oferta, molt més sensibles a les oscil·lacions cícliques, ja havien registrat la reactivació econòmica des del començament de l'estiu. El més general de tots, el sentiment econòmic, va anotar un mínim anual al juny passat i després va sumar 2,3 punts fins al setembre. Aquest repunt és fruit de la millora de la confiança a tots els sectors: indústria, serveis i construcció.

I, després dels indicadors qualitatius, basats en enquestes als agents econòmics, han arribat les dades reals, entre les quals

cal destacar l'evolució de la producció industrial, que va consolidar primer una suau recuperació al juny i al juliol, amb un creixement del 0,7% i del 0,5% interanual, respectivament, i que després es va accelerar fins al 2,7% interanual a l'agost.

Però les novetats més esperançadores provenen de la demanda interna. La producció industrial de béns d'equipament ja havia anunciat un comportament més expansiu de la inversió empresarial (creixement de l'ordre del 2% interanual de juny a agost). Ara se li comença a afegir la gran absent del recent cicle europeu, una despesa de les llars menys deprimida.

Tot i que encara no es pot donar per finalitzada l'etapa de feblesa del consum, alguns indicadors rellevants comencen a

L'ACTIVITAT DE LA ZONA DE L'EURO REPRÈN EL CAMÍ DEL CREIXEMENT

Valor de l'índex de sentiment econòmic



FONT: Comissió Europea.

ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

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

	2003	2004	2004		2005		Juliol	Agost	Setembre
			III	IV	I	II			
PIB	0,7	1,8	1,9	1,6	1,3	1,1	–	...	–
Vendes al detall	0,4	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	–0,2	2,0	...
Confiança del consumidor (*)	–18	–13,8	–14	–13,0	–13,2	–14,4	–15	–15	–15
Producció industrial	0,3	2,0	2,8	1,1	0,7	0,6	0,5	2,7	...
Sentiment econòmic (*)	93,3	99,9	100,6	100,9	99,0	96,3	97,5	97,8	98,6
Taxa d'atur (**)	8,7	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,5	8,6	...
Preus de consum	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,6
Balança comercial (***)	80,3	80,7	84,9	64,8	64,8	51,5	44,2	39,1	...

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.

millorar. Així, el repunt de les vendes al detall, apreciable en especial a l'agost, i el de les matriculacions d'automòbils, que han sumat tres mesos, de juny a agost, molt positius, avalen el to més positiu de les llars.

No obstant això, la persistent feblesa de la confiança del consumidor ofereix un contrapunt preocupant. La consolidació definitiva del consum haurà d'esperar que l'ocupació es mostri més dinàmica (amb prou feines va créixer un magre 0,7% interanual en el segon trimestre) i que la taxa d'atur s'allunyi dels nivells actuals (8,6% de la població activa a l'agost).

Un cop revisats els elements més favorables de l'escenari econòmic, cal parar esment a dos factors menys esperançadors: l'afebliment recent de la demanda externa i el rebot inflacionista. La contribució del sector exterior ha estat negativa des del tercer trimestre del 2004 i, a més a més, ha empitjorat en el segon trimestre del 2005. Les dades de la balança comercial dels últims mesos mostren que les importacions continuen creixent per damunt de les exportacions, fruit, en part,

de la intensificació del dinamisme de la demanda interna esmentada més amunt, de manera que el saldo comercial acumulat de dotze mesos era, a l'agost, el 46% inferior al d'un any enrere.

Per la seva banda, l'amenaça inflacionista ha suscitat una important atenció a l'octubre. Les últimes dades disponibles permeten una interpretació oberta. Així, l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va situar al setembre en el 2,6% interanual. Aquesta taxa és quatre dècimes percentuals superior a la de l'agost i la màxima registrada des del gener del 2002. No obstant això, si es detreu de l'índex general el component energètic, que creix el 15% interanual al setembre, la taxa resultant presenta un augment de l'1,4% interanual, amb prou feines una dècima percentual superior a la de l'agost.

El Banc Central Europeu (BCE), en el seu paper de garant de l'estabilitat de preus a la zona de l'euro, ha manifestat la seva preocupació per l'escalada del petroli i pel seu efecte sobre els preus, tant actuals com, en especial, futurs. El que inquieta és que els alts preus de l'energia s'acabin traslladant a increments més permanents

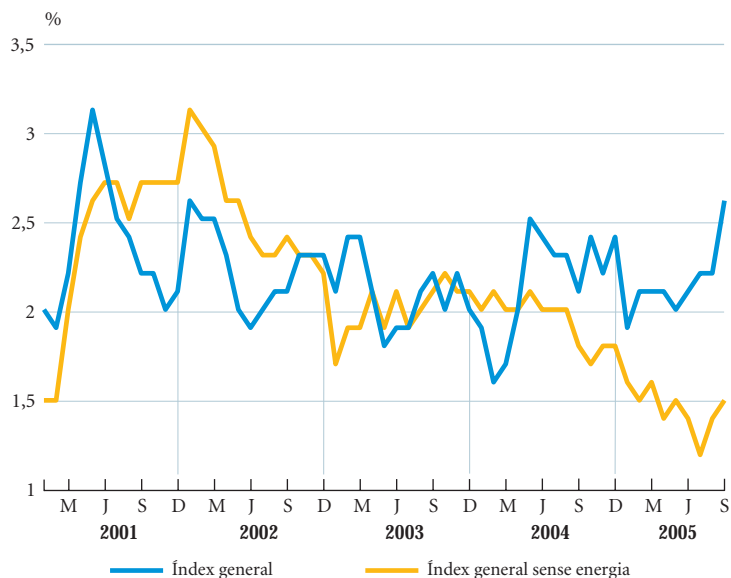
...com els de demanda, i aquí la novetat és que sembla que el consum abandona la seva etapa d'atonía, apunten a la reactivació.

Revisem ara els riscos: primer, la pèrdua de ritme de les exportacions, que, tot i no ser alarmant, sí que en complica l'escenari...

...i, segon, la inflació es dispara fins al 2,6% pel petroli i preocupen els seus efectes a mitjà termini...

INFLACIÓ A L'ALÇA A LA ZONA DE L'EURO PER CULPA DEL PETROLI

Variació interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

...que pensem que s'acabaran produint i que restaran potencial de creixement a partir de la segona meitat del 2006.

del conjunt dels preus de l'economia, el que es coneix com a «efectes de segona ronda». Això ha dut l'economista en cap del BCE, Otmar Issing, a comentar que, tot i que les previsions oficials del Banc continuen essent de l'1,9% per al 2006, considera probable que la inflació s'acabi situant per damunt del 2%, referència central de la política monetària comuna. En canvi, Joaquín Almunia, comissari europeu d'assumptes econòmics, ha negat que siguem a les portes d'una espiral inflacionista i ha afirmat que la recuperació en marxa no està amenaçada.

Quin és el nostre balanç? En presència d'uns preus del petroli encara elevats i sense perspectives clares de correcció en aquest front, els efectes de segona ronda s'acabaran donant, per bé que amb una intensitat menor a la que històricament s'ha produït. Aquest impacte menys intens s'explica pels canvis de l'entorn institucional de l'economia (credibilitat antiinflacionista dels banquers centrals, menor translació als salaris de la inflació

gràcies a la reducció de la pràctica de la indexació, etc.). L'efecte serà apreciable no tant en la reactivació immediata dels propers trimestres com en un horitzó més llunyà. Així, tot i que preveiem que la zona de l'euro accelerarà el ritme de creixement, de manera que, en la primera meitat del 2006, arribi a nivells d'augment del producte interior brut (PIB) de l'ordre de l'1,8% interanual, a partir d'aquí entrarem en una etapa de falta d'estabilització del creixement.

Alemanya: gran coalició, grans reformes?

El 10 d'octubre es va donar llum verda a la «Gran Coalició» entre els democristians (CDU/CSU) i el Partit Socialdemòcrata (SPD). Si el passat ha de servir de lliçó, cal recordar que, en la història de la República Federal d'Alemanya, l'únic precedent existent va ser la coalició CDU-SPD que es va prolongar de desembre de 1966 fins a l'octubre de 1969 i que

va assolir uns resultats, en termes econòmics, satisfactoris.

El repte immediat, en aquells anys, era treure Alemanya de la crisi econòmica, consolidar el que, a la tardor de 1966, era una embrionària recuperació i reconduir un dèficit públic considerat excessiu. La precondició, tal com es percebia cap a la meitat dels anys seixanta, era restaurar la confiança dels alemanys en el seu futur econòmic. Gairebé quaranta anys després, el context econòmic i polític no té gaire a veure, però l'analogia històrica fonamental, la de la superació de la crisi de confiança, sí que és rellevant.

Estarà la nova coalició en condicions de consolidar la recuperació, tan incipient com la del 1966, gràcies a una millora de la confiança empresarial i del consumidor? Més enllà de la figura d'Angela Merkel, la primera cancellera en la història alemanya, i de la distribució de carteres (amb 8 ministres socialdemòcrates i 7 de la CDU/CSU, a més del lloc de canceller), l'element fonamental és el contingut econòmic del programa de govern, encara objecte de negociació en el moment d'escriure aquestes línies.

Abandonant la retòrica electoral, els dos partits coincideixen en la necessitat d'intensificar la consolidació fiscal, per tal de tornar a situar el dèficit públic dins del límit del 3% del PIB establert pel Pacte d'Estabilitat i Creixement comunitari, i en l'augment de la despesa pública destinada a recerca i desenvolupament. També hi ha concordança en la simplificació de l'impost sobre la renda i en la rebaixa de la fiscalitat empresarial.

Però les discrepàncies superen els punts de consens. La CDU proposa una rebaixa de l'impost sobre la renda, en fort contrast amb el desig d'intensificar la pressió fiscal sobre les rendes més altes dels socialdemòcrates. Així mateix, els democristians postulen l'augment del tipus de l'impost sobre el valor afegit (IVA) del 16% al 18% i mantenen que cal destinar aquest increment de recaptació a compensar la caiguda dels ingressos que derivaria d'una rebaixa de les contribucions a la seguretat social, mesura que tracta de reduir els costos no salarials que suporten les empreses. La solució més probable, segons les primeres notícies de la negociació, serà ajornar les principals reformes fiscals fins a una propera legislatura.

Alemanya assaja la primera coalició entre democristians i socialdemòcrates des del 1966-1969.

Lavors, com ara, el gran repte era recuperar la confiança del país, i el cert és que llavors es va aconseguir folgadoament.

Ara, les diferències entre els socis de la «Gran Coalició», en especial en matèria fiscal i laboral, superen els punts de contacte en altres qüestions, fet que laminarà les ambicions reformadores del nou executiu germànic.

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		
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
PIB	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,8	0,6	-	...	-
Vendes al detall	-0,5	1,1	1,0	1,4	0,7	1,9	-2,7	2,2	...
Producció industrial	0,1	2,4	3,8	1,4	2,4	1,9	3,0	2,1	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	91,6	95,7	95,3	95,2	95,3	93,2	95,0	94,6	96,0
Taxa d'atur (**)	10,4	10,6	10,6	10,8	11,7	11,8	11,6	11,6	11,7
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	155,9	156,3	...

NOTES: (*) Valor.

(**) Percentatge sobre població activa.

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

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

La conjuntura, si més no, presenta una cara més favorable, la qual cosa potser podria facilitar la presa d'algunes decisions políticament costoses.

L'oposició de l'SPD també és molt ferma en relació amb la proposta de la CDU de permetre, sota determinades condicions, que les empreses deslliguin alguns aspectes (fonamentalment, revisió salarial i temps de treball) dels seus convenis individuals del que estableixen als convenis sectorials. Els fronts oberts s'estenen, així mateix, al replantejament del tancament de nuclears decidit el 2000 i a la forma de rebaixar la factura del sistema públic de salut. Queda, en definitiva, molta feina de negociació abans que, durant la segona meitat de novembre, i un cop que els dos congressos extraordinaris de la CDU i de l'SPD hagin validat el pacte de govern, Angela Merkel aconsegueixi la investidura com a cancellera al Parlament federal.

En aquesta tessitura, la millora de la conjuntura econòmica, que comença a ser perceptible, podria facilitar una acció de govern més dinàmica de la que es podria esperar ateses les importants diferències entre els socis de coalició. Sembla que la recuperació pren la forma habitual en el cicle econòmic germànic: l'embranchada

de la demanda externa du les empreses a augmentar el ritme d'inversió. Amb posterioritat, l'increment de l'activitat empresarial conduirà a millorar l'ocupació i el consum privat. Ara com ara, el canal de transmissió exportació-inversió és el que sembla que està operant.

Així, les exportacions van créixer en els mesos de juliol i agost per damunt del 8% interanual i gairebé van doblar el ritme del segon trimestre, mentre que el component de béns d'equipament de la producció industrial i les comandes industrials, a pesar de mantenir-se erràtics, apunten com a tendència de fons al manteniment de l'expansió inversora del primer semestre de l'any. Fins i tot el feble consum privat, que no sembla que s'hagi de recuperar, hauria d'acabar reflectint la millora de la confiança dels consumidors registrada a l'agost i al setembre.

El repunt industrial (la producció industrial va créixer el 2,5% interanual en la mitjana de juliol i agost) i el repunt de la confiança empresarial mesurada per l'in-

PERSPECTIVES MÉS POSITIVES A ALEMANYA

Valor de l'índex d'activitat empresarial IFO



FONT: Institut IFO.

dex IFO (fins al nivell dels 98,7 punts a l'octubre) són elements addicionals de suport a l'escenari de recuperació. No obstant això, en línia amb el que ha passat a la zona de l'euro en conjunt, el tensionament dels preus de consum (2,4% al setembre, percentatge que cal comparar amb l'1,9% de l'agost) i una taxa d'atur que continua elevada (11,7% al setembre) són factors negatius que llasten les possibilitats de l'economia germànica.

França: pressupost voluntarista per treure el país de l'estancament

L'executiu gal va presentar el pressupost de l'Estat per al 2006 el passat 28 de setembre. Es tracta d'un pressupost raonablement rigorós, amb una previsió d'augment de la despesa pública propera a zero en termes reals, llevat del nou paquet a favor de l'ocupació. Així mateix, contempla altres mesures d'austeritat pressupostària, la més representativa de les quals és la reducció de 10.000 funcionaris de la plantilla de l'Estat. L'anunciada reforma de l'impost sobre la renda, que rebaixa els trams i el tipus màxim que s'ha d'aplicar, no tindrà efecte fins al 2007, de manera que se n'ajorna l'impacte sobre els ingressos públics en el pròxim 2006. Es preveu

que el dèficit públic del 2006 sigui del 2,9% del PIB.

Desgraciadament, el taló d'Aquil·les del pressupost són les previsions de creixement en què es basa. El govern ha elaborat el pressupost partint d'una forquilla de creixement del 2,0%-2,5% el 2006, per damunt de les previsions de la majoria d'analistes i, en particular, superior a l'1,8% de les nostres previsions.

Tot i que sembla que l'economia ha deixat enrere el moment de més feblesa del cicle econòmic, com ho palesa la constant recuperació de l'indicador de sentiment econòmic entre juny i setembre, la feblesa del consum privat en el tram central del 2005 i la falta de dinamisme exportador en el primer semestre de l'any gairebé impossibiliten un creixement per damunt de l'1,5% el 2005, xifra avalada fins i tot per l'INSEE, l'institut estadístic gal.

Un diagnòstic similar –recuperació, sí, però continguda– es desprèn de l'evolució positiva dels indicadors de la despesa de les llars (el consum intern va créixer el 4,2% interanual al setembre), de la producció industrial (augment interanual de l'1,0% a l'agost) i de les exportacions (acceleració fins al 5,9% també a l'agost, tot

La recuperació de la indústria i de la confiança empresarial confirma l'escenari de millora alemany.

França: el pressupost per al 2006 és aparentment rigorós, amb un important esforç de contenció de la despesa, però es veurà afectat per les optimistes previsions de creixement en què es basa.

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	Setembre
PIB	0,9	2,1	1,8	2,1	1,9	1,3	–	...	–
Consum intern	1,9	3,3	2,5	4,0	3,2	1,1	3,6	5,5	4,2
Producció industrial	–0,3	1,7	1,9	1,6	0,9	–0,4	–0,5	1,0	...
Taxa d'atur (*)	9,8	10,0	10,0	10,0	10,1	10,2	9,9	9,9	...
Preus de consum	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,6	1,7	1,8	2,2
Balança comercial (**)	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	–1,0	–1,5	–1,7	–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.

La recuperació gal·la es va concretant, amb un comportament relatiu més positiu del consum intern, de la producció industrial i de les exportacions, evolució que explica la recuperació del sentiment econòmic.

A Itàlia, després d'un primer indicatiu de recuperació en el segon trimestre, els indicadors del tercer confirmen que l'economia remunta el vol, tot i el llast que significa l'absència de pols del consum privat...

...situació a la qual tampoc no ajudarà l'empitjorament del sector exterior.

i que l'increment més intens de les importacions, del 8,2%, implicarà que el sector exterior continui drenant creixement).

També és favorable l'evolució dels preus de consum. Tot i que França no ha defugit el tensionament derivat de l'augment dels preus del petroli, l'escalada és menys intensa si la comparem amb altres economies de la zona de l'euro. Així, al setembre, l'IPC creixia el 2,2% interanual (1,8% a l'agost), però, un cop descomptats l'energia i la resta de components volàtils de l'índex, se situava en un contingut 1,0% interanual. Menys satisfactòria és la lectura del mercat laboral, que continua presentant una taxa d'atur del 9,9% a l'agost, sense millora en relació amb el mes de juliol i molt propera als elevats nivells relatius registrats des del 2003.

En un altre ordre de coses, cal destacar que les tèbies reformes econòmiques llançades pel govern francès –i, en particular, la flexibilització parcial de la contractació laboral per a les pimes– van provocar la convocatòria d'una vaga general per part dels sindicats francesos. Finalment, i tot i que es van superar les 800.000 persones en el total de 143 manifestacions en el conjunt del país, el seguiment de la vaga del passat 5 d'octubre va quedar per sota del que estava previst.

Itàlia: el panorama polític enfosqueix la recuperació

L'economia italiana remunta el vol. Les dades macroeconòmiques del segon trimestre mostren una recuperació, certament moderada, del consum, de la inversió i de les exportacions. I els indicadors relatius al tercer trimestre apunten a la continuïtat de la reactivació, segons es desprèn de l'evolució de la producció industrial (creixement interanual de l'1,6% a l'agost, màxim des del maig del 2004) i

de l'augment de més de cinc punts en l'indicador de sentiment econòmic durant el tercer trimestre, per esmentar només dos apunts representatius.

La reducció de la taxa d'atur en el segon trimestre, fins al 7,7% (7,8% en el primer trimestre), i el manteniment de la inflació en el 2,0% en els mesos d'agost i setembre són factors positius addicionals que han de contribuir a consolidar la nova etapa d'acceleració econòmica.

En canvi, la falta de recuperació de la confiança del consumidor, ancorada en el nivell dels 21 punts negatius durant tot el tercer trimestre, i el mal comportament de les vendes al detall (caiguda del 2,1% interanual al juliol) confirmen que el to del consum privat continua essent poc dinàmic. I tampoc no és favorable la desacceleració de les exportacions, que han passat de créixer el 6,4% interanual en el segon trimestre a fer-ho només el 3,7% en la mitjana de juliol i agost. Així i tot, el balanç global continua apuntant a un ritme superior d'activitat per als propers mesos, com ho posa de manifest, per exemple, que l'indicador compost d'indicadors avançats de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE) s'hagi situat a l'agost en el seu màxim des del començament del 2004.

No obstant això, aquest pols econòmic, més positiu, ha quedat en un segon pla davant les novetats del panorama polític. A l'avantsala de l'aprovació del principal instrument de política econòmica, el pressupost de l'Estat, el ministre d'Economia, Domenico Siniscalco, va dimitir el passat 22 de setembre. Més que pel pols mantingut, i perdut, per aconseguir la dimissió del president del Banc d'Itàlia, Antonio Fazio, per la seva polèmica actuació en l'operació de compra de les banques Antonveneta i Nazionale del Lavoro, el detonant real van ser les discrepàncies

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	Setembre
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	-0,9	-1,9	-2,7	-1,3	-0,7	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	2,0
Balança comercial (**)	4,1	1,2	1,7	-1,9	-3,1	-5,6	-6,1	-6,6	...

NOTES: (*) Percentatge sobre població activa.

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

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

polítiques sobre el pressupost que Siniscalco mantenia.

El seu substitut, Giulio Tremonti, que ja havia ocupat la cartera en dues ocasions, ha elaborat un pressupost que ha estat valorat de poc ambicions pels analistes. D'entrada, parteix de previsions de creixement de l'1,5% per al 2006, gairebé mig punt superior a les que utilitza el conjunt dels analistes, la qual cosa redueix la possibilitat de situar el dèficit en el 3,8% del PIB (4,3% el 2005), la fita més destacada del pressupost. També ha generat dubtes la capacitat real de l'executiu de materialitzar la mesura estrella del pressupost, la retallada d'11.500 milions d'euros de la despesa pública. D'altra banda, ha quedat fora del pressupost la rebaixa fiscal de l'impost regional sobre activitats econòmiques, una mesura reiteradament demanada per l'empresariat i que es donava per feta.

Regne Unit: el repunt inflacionista complica la política monetària

El panorama econòmic britànic es complica a mesura que avança l'any. Després de créixer un modest 1,5% interanual en el segon trimestre, les perspectives són de millora continguda en la segona meitat

de l'any, i la primera publicació del PIB del tercer trimestre, que creix l'1,6% interanual, avala aquest escenari.

Així i tot, els indicadors disponibles del tercer trimestre continuen mostrant una feblesa preocupant del consum privat. Així, amb les vendes al detall creixent un modest 0,7% interanual al setembre, amb la confiança del consumidor en mínims anuals fins al setembre i amb la producció industrial de béns de consum reculant el 0,5% interanual a l'agost, l'impuls de la despesa de les llars serà necessàriament limitat. El contrapunt positiu l'ofereix la inversió, que, pel que sembla, ha enfilat una via alcista.

Tampoc no es pot esperar una recuperació intensa provinent del sector exterior. Tot i que el creixement de les exportacions és satisfactori, amb una taxa d'avanç de l'11% interanual en el segon trimestre i un ritme similar en el període juliol-agost, la recent acceleració de les importacions amplia el dèficit comercial britànic.

El repàs dels indicadors d'oferta, més afïnats per detectar els canvis de cicle, apunta a un to lleugerament més positiu, amb el sentiment econòmic recuperant terreny en el tercer trimestre, fonamental-

Però la conjuntura passa a un segon pla davant les complicacions del panorama econòmic italià, amb la renúncia del ministre d'Economia, Siniscalco, a les portes de l'aprovació del pressupost i el nomenament de Tremonti com a substitut, tot plegat amant amb l'adopció d'un pressupost poc ambicions.

Al Regne Unit, després de tocar fons en el segon trimestre, l'economia enfila una via de modesta recuperació en el tercer, tot i que el mal moment del consum resta possibilitats a la reactivació.

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	Setembre
PIB	2,5	3,2	3,0	2,5	1,7	1,5	–	1,6	–
Vendes al detall	3,0	6,1	6,7	4,7	2,9	1,5	1,4	1,0	0,7
Producció industrial	–0,5	0,8	0,4	0,0	–1,1	–1,8	–1,7	–1,9	...
Taxa d'atur (*)	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Preus de consum	2,8	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,3	2,5
Balança comercial (**)	–46,8	–55,3	–57,4	–59,7	–61,5	–62,6	–62,2	–62,5	...

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.

En aquesta tessitura de feblesa de l'activitat combinada amb un repunt dels preus, la política monetària se situa davant el dilema de contribuir a consolidar la recuperació o frenar l'espiral inflacionista abans que es materialitzi; ara com ara, el Banc d'Anglaterra es manté a l'expectativa i no ha tocat els tipus d'interès en les dues últimes reunions.

ment gràcies a l'evolució de la confiança industrial i dels serveis. No obstant això, les dades de producció industrial continuen essent negatives (caiguda interanual de l'1,9% a l'agost).

En aquesta tessitura, de sortida molt pausada de l'etapa de baix creixement, el repunt dels preus ha complicat l'escenari. Al setembre, l'IPC creixia el 2,5% interanual, mentre que els preus de producció ho feien el 3,3%. Tot i que l'augment del preu del petroli és el principal responsable del tensionament inflacionista, el cert és que dificulta al Banc d'Anglaterra l'orientació de la seva política monetària.

D'entrada, el seu objectiu explícit d'inflació, que estableix que els preus de consum no passin del 2,0% interanual, ha estat superat en mig punt percentual. A més a més, les previsions fan pensar que els nivells actuals d'inflació amb prou feines remetraran en els propers trimestres, i no s'espera que caiguin per sota del 2% en tot l'any 2006. El dilema del Banc d'Anglaterra –contribuir a consolidar la recuperació o frenar amb urgència la inflació– queda servit. Ara com ara, en les dues últimes reunions, del 6 de setembre i del 8 d'octubre, ha optat per mantenir el tipus d'interès de referència en el 4,5%.

MERCATS FINANCERS

Mercats monetaris i de capital

El Banc Central Europeu comença a emetre senyals alcistes

Els recents repunts en els índexs de preus de consum, que reflecteixen l'encariment del petroli en els últims mesos, han posat en estat d'alerta les autoritats monetàries. Tot i que, ara com ara, l'alça dels productes petrolers no s'ha traslladat al nucli més estable de la inflació, l'anomenada inflació subjacent, s'han disparat els senyals d'alarma. No obstant això, la resposta dels bancs centrals ha estat matisada per les diferents conjuntures econòmiques de cada àrea. Als Estats Units, la Reserva Federal probablement tensionarà més del que ho havia previst el mercat la seva política monetària. A Europa, el Banc Central Europeu (BCE) ha començat a preparar el mercat per a un moviment alcista, que es

podria demorar encara alguns mesos. Així mateix, el Banc Central del Japó ha multiplicat els signes que fan pensar en el final dels tipus d'interès en el 0%, tot i que no de manera immediata.

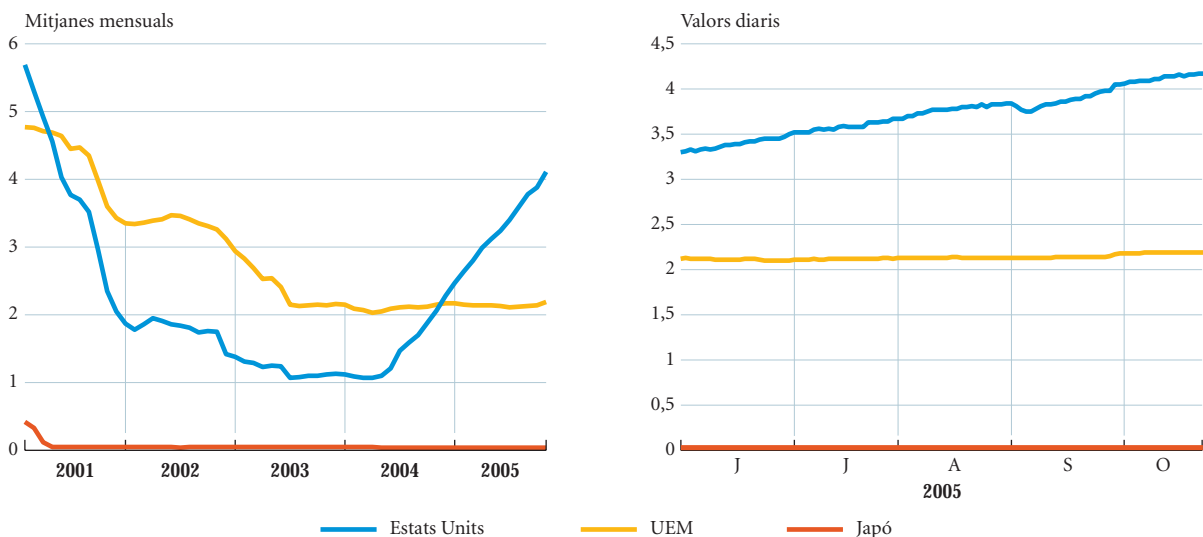
Als Estats Units, en les primeres setmanes d'octubre es va produir un seguit de declaracions de presidents de bancs de la Reserva Federal, entre els quals els de Dallas, Filadèlfia i Saint Louis, de to alcista. La publicació de les actes de l'última reunió del Comitè Federal de Mercat Obert del 20 de setembre va confirmar la preocupació de la Reserva Federal per les tensions inflacionistes.

En aquest marc, el mercat va intensificar les expectatives d'increments dels tipus d'interès. Si fins ara el debat se centrava al

Els recents repunts dels índexs de preus de consum han posat en estat d'alerta les autoritats monetàries.

S'AMPLIA EL DIFERENCIAL DE TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ENTRE ELS ESTATS UNITS I EUROPA

Tipus d'interès interbancaris a 3 mesos, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 25 d'octubre.
FONTS: Banc d'Espanya i Thomson Financial Datastream.

Els mercats monetaris dels Estats Units ja anticipen que el tipus d'interès oficial se situarà al voltant del 4,5% el 2006.

voltant d'on se situava el tipus d'interès «neutral», el que és coherent amb una via de màxim creixement econòmic sense pressions inflacionistes, es va començar a especular amb què la Reserva Federal possiblement col·locaria el tipus d'interès oficial més enllà del nivell neutral per contrarestar la inflació. De fet, la presidenta del banc de la Reserva Federal de San Francisco, Janet Yellen, estima que el tipus d'interès neutral se situa en la banda 3,5%-5,5%. Així, el tipus d'interès dels dipòsits interbancaris a un any ha experimentat una sensible elevació en les primeres setmanes d'octubre fins a situar-se per damunt del 4,5%. D'aquesta manera, els operadors monetaris ja anticipen que el tipus d'interès de referència de la Fed es

col·locarà al voltant d'aquesta cota el 2006.

És molt probable que la Fed apugi els tipus d'interès l'1 de novembre i el 13 de desembre, les dates previstes per a les dues reunions pendents en aquest exercici, de manera que el nivell objectiu del tipus d'interès per als fons federals, els dipòsits interbancaris a un dia, se situaria en el 4,25% al final del 2005. La següent reunió de la Reserva Federal tindrà lloc el 31 de gener, data del relleu de l'actual president, Alan Greenspan. El president George W. Bush ha nomenat Ben Bernanke, que ocupa el càrrec de director del Consell d'Assessors Econòmics del President i que anteriorment havia estat al Consell de la

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									
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 (*)	2,06	2,14	2,22	3,60	3,88	0,00	4,50	4,52	0,76
Octubre (1)	2,06	2,19	2,43	3,75	4,17	0,00	4,50	4,53	0,83

NOTES: (*) Xifres provisionals.

(1) Dia 25.

(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.

Reserva Federal, com al seu successor. Atès que el nou president de la Reserva Federal probablement voldrà consolidar la seva credibilitat antiinflacionista, és raonable pensar que la Reserva Federal apujarà el tipus d'interès, com a mínim, fins al 4,5% en els primers mesos de l'any vinent.

A la zona de l'euro, el Consell de Govern del Banc Central Europeu va decidir mantenir el principal tipus d'interès de l'Eurosistema en el 2%, sense variació des del juny del 2003. No obstant això, el president del BCE, Jean-Claude Trichet, va endurir la seva retòrica i va manifestar que, tot i que els tipus d'interès estaven en el nivell adequat, els riscos per a la inflació eren clarament a l'alça. Així mateix, va manifestar la seva preocupació per la tònica expansiva dels agregats monetaris i pel crèdit al sector privat. De fet, la taxa de creixement anual de l'agregat monetari ampli M3 es va col·locar en el 8,1% a l'agost i es va allunyar del creixement de referència del 4,5%. Per la seva banda, l'augment interanual dels préstecs al sector privat va ser del 8,4%.

La principal preocupació del BCE és que el repunt de l'IPC general de la zona de l'euro, que va arribar al 2,6% de creixement interanual al setembre, es traslladi a la inflació subjacent, la qual va pujar dues dècimes al setembre, però que encara se situa en un nivell baix, de l'1,5%. En aquest context, l'euríbor a 12 mesos, que va romandre en el 2,22% de mitjana al setembre, ha pujat per damunt del 2,4% en les primeres setmanes d'octubre. Així, el mercat ha avançat el moment esperat per al gir restrictiu de la política monetària del BCE i l'ha situat al començament del 2006. De fet, probablement, el BCE no apujarà els tipus d'interès mentre no es confirmi la reactivació de l'economia de la zona de l'euro i si no es produeixen els anomenats efectes de segona ronda, és a dir, l'acceleració dels salaris i dels preus.

El Banc d'Anglaterra també va mantenir el tipus d'interès d'intervenció en el 4,5% a la reunió del Comitè de Política Monetària del començament d'octubre. Tot i que posteriorment es va especular amb la possibilitat que el següent moviment a la baixa estava a la vora, la publicació de les actes de l'última reunió, que mostraven la unanimitat dels membres del comitè en la decisió adoptada, va refredar en certa manera la perspectiva d'un nou relaxament. A més a més, les pressions inflacionistes s'incrementen.

D'altra banda, durant la segona setmana d'octubre, el Banc de Corea del Sud va anunciar que apujava el tipus d'interès oficial per primer cop en més de tres anys en 25 punts bàsics fins al 3,5% per frenar les tensions inflacionistes. Aquesta mesura es va produir en el marc d'una recuperació econòmica al país oriental. Així mateix, el dia 18 d'octubre, el Banc de Canadà va augmentar de nou els tipus d'interès de referència i va situar el tipus diari en el 3,00%.

L'apetència dels inversors pels bons nord-americans continua donant suport al dòlar

El dòlar va pujar el 3,0% en el període gener-setembre en relació amb una cistella àmplia de divises. Aquesta apreciació va ser impulsada, sobretot, per un diferencial de tipus d'interès favorable enfront de l'euro i el ien i per un creixement econòmic relativament alt. Els inversors estrangers van continuar comprant actius nord-americans, en especial bons, en quantitat suficient per finançar el desequilibri exterior. Així, la moneda nord-americana va contrarestar les pressions a la baixa derivades del gran dèficit exterior de l'economia dels Estats Units.

Durant les primeres setmanes d'octubre, el bitllet verd es va continuar apreciant en

El Banc Central Europeu comença a preparar el mercat per a una pujada del tipus d'interès de l'Eurosistema.

La principal preocupació del BCE és que el repunt de la inflació es traslladi a la inflació subjacent.

Els bancs centrals de Corea del Sud i de Canadà apugen els tipus d'interès a l'octubre.

TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

Setembre 2005

	Última sessió del mes		Tipus de canvi mitjà	Dades mensuals			Tipus de canvi 25-10-05
	Tipus de canvi	% de variació mensual (2)		% variació (2)			
				Mensual	s/desembre 2004	Anual	
Enfront del dòlar dels EUA							
Ien japonès	114,0	3,0	111,2	0,5	7,2	1,0	115,0
Lliura esterlina (1)	1,765	-2,2	1,808	0,7	-6,3	0,8	1,784
Franc suís	1,293	3,2	1,266	0,3	10,5	0,3	1,276
Dòlar canadenc	1,168	-1,7	1,178	-2,2	-3,2	-8,5	1,176
Peso mexicà	10,79	0,0	10,78	0,9	-3,8	-6,2	10,84
<i>Índex efectiu nominal</i> (4)	<i>111,2</i>	<i>0,3</i>	<i>110,7</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,6</i>	<i>-3,6</i>	<i>111,6</i>
Enfront de l'euro							
Dòlar dels EUA	1,204	-1,3	1,226	-0,3	-8,6	0,3	1,202
Ien japonès	136,3	0,1	136,1	0,1	-2,2	1,2	138,8
Franc suís	1,556	0,5	1,550	-0,2	0,9	0,4	1,544
Lliura esterlina	0,682	-0,1	0,678	-1,1	-2,5	-0,5	0,677
Corona sueca	9,327	-0,1	9,334	-0,1	3,9	2,7	9,488
Corona danesa (3)	7,462	0,1	7,458	0,0	0,3	0,3	7,459
Zloty polonès	3,919	-2,8	3,916	-3,2	-5,3	-10,5	3,927
Corona txeca	29,55	-0,1	29,32	-0,9	-4,3	-7,2	29,67
Forint hongarès	249,6	2,1	245,8	0,6	0,0	-0,7	253,1
<i>Índex efectiu nominal</i> (5)	<i>101,3</i>	<i>-0,6</i>	<i>101,8</i>	<i>-0,5</i>	<i>-4,9</i>	<i>-1,2</i>	<i>101,4</i>

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.

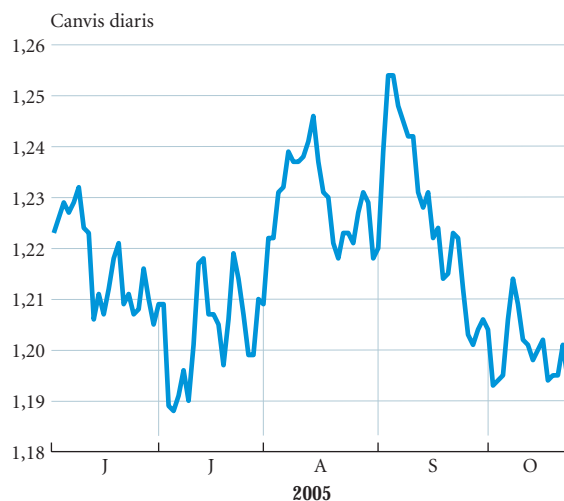
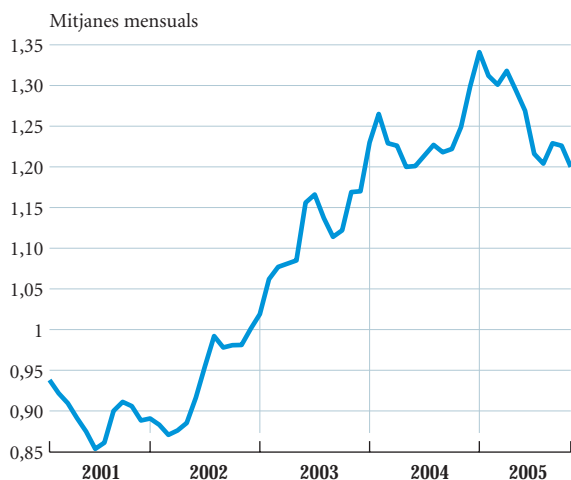
L'ampliació dels diferencials de tipus d'interès al seu favor reforça el dòlar.

intensificar-se les expectatives d'alces del tipus d'interès oficial de la Reserva Federal, amb la consegüent ampliació dels diferencials de tipus d'interès. Així mateix, les repatriacions de beneficis per una llei que concedeix avantatges fiscals si tenen lloc abans del final d'enguany també ho van afavorir. A més a més, la publicació cap a la meitat d'octubre d'un dèficit comercial a l'agost inferior a l'esperat també va donar suport al dòlar. Així i tot, a mitjà termini el dòlar probablement caurà, en especial enfront de les divises asiàtiques.

L'euro va baixar el 6,3% en els nou primers mesos de l'exercici en relació amb el conjunt de les monedes dels seus principals socis comercials, després d'una important pujada en l'últim trimestre del 2004. El modest creixement econòmic de la zona de l'euro, l'ampliació del diferencial de tipus d'interès en contra seva en relació amb altres monedes i el no a la Constitució Europea als referèndums de França i els Països Baixos al maig i al juny, que van obrir una crisi política, van menyscar la moneda única europea. Durant les primeres setmanes d'octubre, l'euro va mantenir posicions, en albirar-

L'EURO RESISTEIX L'EMBRANZIDA DEL DÒLAR

Dòlars dels Estats Units per euro



NOTA: Els tipus arriben fins al 25 d'octubre.

FONTS: OCDE, Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

se un gir alcista dels tipus d'interès del Banc Central Europeu i amb la contribució de compres de bancs centrals asiàtics que desitjaven diversificar les reserves de divises. En relació amb el dòlar, la divisa europea va experimentar vaivens i va trobar una resistència a la baixa al voltant de la cota d'1,19 dòlars.

El ien va baixar el 5,2% en els tres primers trimestres de l'exercici enfront del conjunt de les principals monedes, perjudicat per un diferencial de tipus d'interès en contra seu en relació amb la resta de divises, a causa d'un tipus oficial proper al 0%. En les primeres setmanes d'octubre, la moneda nipona ha tendit a depreciar-se, tot i la millora de les perspectives econòmiques. Aquest moviment s'explica per les sortides de capitals a la recerca de més rendiments a l'exterior. Així, durant la tercera setmana del mes, el ien va marcar el nivell mínim en relació amb el dòlar des del setembre del 2003. No obstant això, el ien presentava una pujada enfront de l'euro des del desembre. En el futur, la moneda japonesa probablement pujarà a causa de la millora econòmica.

Es trenca la tendència descendent de les rendibilitats dels bons

El rendiment dels bons del Tresor dels Estats Units a 10 anys ha tendit a remuntar des del començament de setembre amb l'augment de les expectatives d'increment dels tipus d'interès de la Reserva Federal. Així, en la quarta setmana d'octubre, es va apropar al 4,5% i va tornar al nivell del mes de març.

La rendibilitat dels bons de l'Estat alemanys a 10 anys va rebotar en la quarta setmana de setembre després d'haver marcat la cota mínima de les últimes dècades en el 3,02%. Aquest repunt va ser propiciat per una preocupació creixent per l'evolució de la inflació i per l'avanç esperat del moment de la pujada del tipus d'interès oficial del BCE. D'aquesta manera, el tipus d'interès del deute públic a llarg termini germànic es va situar al voltant del 3,3% en la tercera setmana d'octubre. D'altra banda, el diferencial amb els bons homòlegs nord-americans ha continuat ampliant-se en les últimes setmanes fins a uns 120 punts bàsics.

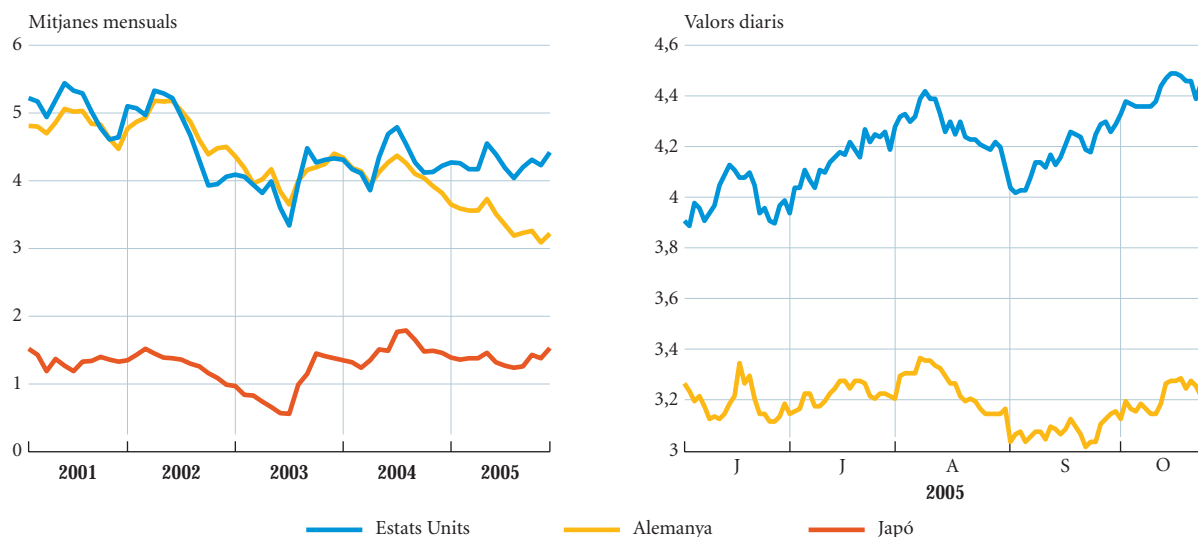
L'euro troba una resistència a la baixa al voltant dels 1,19 dòlars.

El ien es deprecia sensiblement des de l'inici de l'any, però probablement pujarà a causa de la millora econòmica.

El rendiment dels bons del Tresor nord-americà puja en intensificar-se les expectatives d'alces del tipus de la Fed.

EL DIFERENCIAL DE TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ENTRE EL DÒLAR I L'EURO ES CONTINUA AMPLIANT

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 25 d'octubre.
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	Setembre	25 octubre
Estats Units	4,04	4,31	4,34	4,21	4,20	4,31	4,23	4,51
Japó	0,99	1,50	1,41	1,28	1,26	1,43	1,38	1,52
Alemanya	4,10	4,07	3,63	3,35	3,23	3,26	3,09	3,28
França	4,13	4,10	3,64	3,38	3,27	3,30	3,13	3,31
Itàlia	4,24	4,24	3,75	3,53	3,44	3,46	3,29	3,47
Espanya	4,12	4,10	3,63	3,36	3,22	3,23	3,09	3,25
Regne Unit	4,53	4,93	4,72	4,50	4,34	4,36	4,25	4,40
Suïssa	2,47	2,57	2,15	2,04	1,95	1,94	1,82	1,92

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

Nombroses borses europees, asiàtiques i de mercats emergents marquen les cotes màximes dels últims anys al començament d'octubre.

Correccions generalitzades dels mercats borsaris a l'octubre

Amb l'impuls d'uns resultats empresarials millors del que s'esperava i d'uns baixos tipus d'interès, nombroses borses europees, asiàtiques i de mercats emergents van assolir les cotes màximes dels últims anys al començament d'octubre, tot i els alts preus del petroli. D'aquesta manera, van aconseguir revaloracions superiors a les previstes

al començament de l'exercici. Amb posterioritat, però, es va intensificar la preocupació per la inflació, i el repunt dels tipus d'interès a llarg termini va acabar per propiciar una correcció generalitzada dels mercats borsaris.

En aquest context, el comportament de les borses dels Estats Units va empitjorar. Després dels guanys assolits el 2004, les accions nord-americanes mostraven una

certa sobrevaloració en relació amb altres mercats. Un altre factor diferencial han estat els successius increments del tipus d'interès de referència de la Reserva Federal al llarg d'enguany, que han llastat les borses. D'aquesta manera, en la quarta setmana d'octubre, els principals índexs borsaris nord-americans se situaven per sota de la par de l'exercici.

Per sectors, l'energètic, a causa, sobretot, de les revaloracions de les petrolieres arran de l'escalada del preu del cru, i les companyies de serveis públics van registrar importants plusvàlues sobre el desembre. A l'altre extrem, les societats de telecomunicacions, de consum cíclic i de materials han presentat minusvàlues des del començament de l'any.

L'índex DJ Eurostoxx 50, que inclou les empreses més grans de la zona de l'euro, va marcar el dia 4 d'octubre la cota màxima des del maig del 2002, amb una plusvàlua acumulada del 17,4%. La davallada de l'euro al llarg de l'any, el manteniment dels tipus d'interès del Banc Central Europeu en nivells molt reduïts i uns forts augments dels beneficis de les empreses europees van donar ales als mercats borsaris del continent. Tot i les correccions de l'octubre, la majoria dels principals mercats de la zona de l'euro mostraven guanys considerables en la quarta setmana del mes, encapçalats per les places de Madrid i París.

Pel que fa a la borsa espanyola, l'índex IBEX 35 va registrar el màxim dels últims cinc anys el dia 4 d'octubre, gràcies a uns

Els principals índexs nord-americans se situen per sota de la par de l'exercici...

...mentre que les borses europees continuen acumulant substancials guanys sobre el desembre...

ÍNDEXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

30-09-2005

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual	Cotització a 25-10-05	
					% variació acumulada	% variació sobre la mateixa data de 2002
Nova York						
<i>Dow Jones</i>	10.568,7	0,8	-2,0	4,8	-3,8	22,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.228,8	0,7	1,4	10,2	-1,3	33,3
<i>Nasdaq</i>	2.151,7	0,0	-1,1	13,4	-3,0	58,5
Tòquio	13.574,3	9,4	18,2	25,4	15,6	52,2
Londres	5.477,7	3,4	13,8	19,8	7,6	27,9
Zona de l'euro	3.428,5	5,0	16,2	25,8	11,6	34,0
<i>Frankfurt</i>	5.044,1	4,4	18,5	29,6	14,5	57,1
<i>París</i>	4.600,0	4,6	20,4	26,4	15,1	43,8
<i>Amsterdam</i>	403,0	3,4	15,8	24,4	11,7	17,6
<i>Milà</i>	26.846,0	4,5	14,1	27,6	6,5	44,6
<i>Madrid</i>	10.813,9	8,0	19,1	34,7	15,4	72,0
Zuric	6.898,9	5,9	21,2	26,2	21,9	40,5
Hong Kong	15.428,5	3,5	8,4	17,6	1,4	48,4
Buenos Aires	1.694,8	7,2	23,2	48,3	14,7	255,1
São Paulo	31.583,0	12,6	20,6	35,9	12,6	194,6

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.

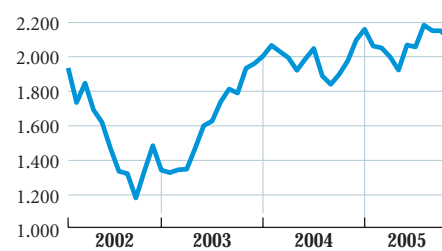
BORSES INTERNACIONALS

Índexs al final del mes

Nova York (Standard & Poor's 500)



Índex Nasdaq dels Estats Units



Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



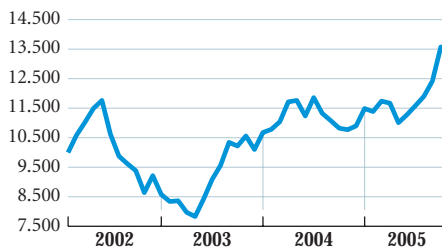
Madrid (IBEX 35)



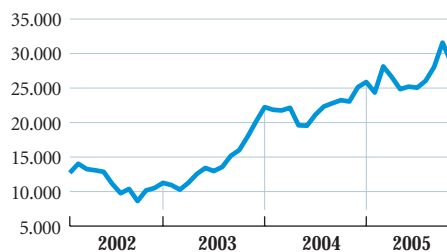
Londres (Financial Times 100)



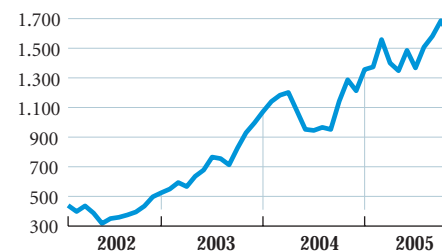
Tòquio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Octubre 2005, dia 25.

FONT: Thomson Financial Datastream.

resultats empresarials favorables. Després va cedir una mica, però, així i tot, en la quarta setmana d'octubre, aquest índex mostrava una alça del 15% sobre el mes de desembre. Cal destacar que, en l'última setmana del mes, només 7 de les 35 accions de l'índex selectiu es col·locaven per sota del nivell del començament de l'exercici.

Fora de la zona de l'euro, l'índex Financial Times 100 de la Borsa de Londres va registrar la cota màxima des de l'agost del 2001 al començament d'octubre. L'índex SMI de la borsa suïssa presentava una alça sobre el mes de desembre superior al 21%, tot i les correccions de l'octubre. D'altra banda, el dia 4 d'octubre, l'índex

Nikkei 225 de la borsa japonesa, empès per la millora de les perspectives econòmiques, va anotar el nivell màxim des del maig del 2001. Després dels descensos posteriors, encara mostrava unes revaloracions acumulades de dos dígit.

Pel que fa als mercats emergents, alguns, com Índia, Corea del Sud, Brasil i Argentina, van marcar màxims històrics al començament d'octubre i van reflectir la bona conjuntura econòmica actual i els fluxos de capitals internacionals que s'hi dirigeixen. D'aquesta manera, molts mercats borsaris emergents van aconseguir importants guanys durant els deu primers mesos de l'any.

...igual que la japonesa.

Alguns mercats emergents, com Índia, Corea del Sud, Brasil i Argentina, anoten màxims històrics al començament d'octubre, però després reculen.

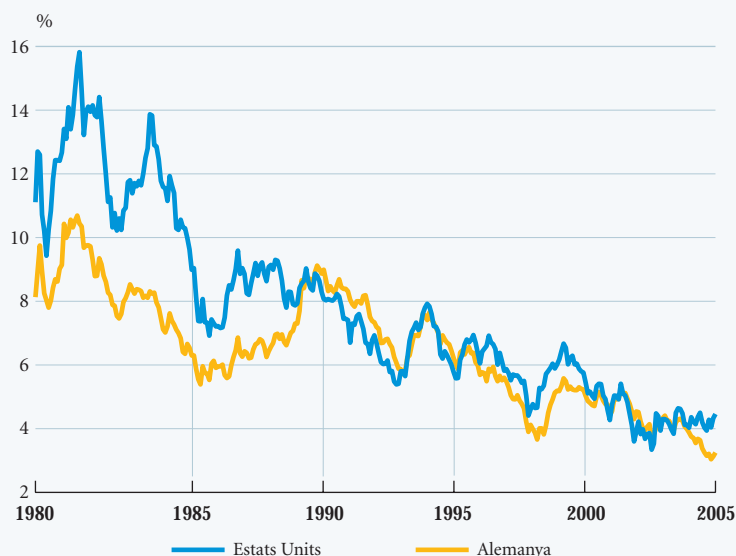
El misteri dels tipus d'interès

Quan la Reserva Federal va iniciar el gir restrictiu de la seva política monetària al juny del 2004, la rendibilitat dels bons a 10 anys del Tresor dels Estats Units se situava en el 4,6%. De llavors ençà, el tipus de referència de la Fed ha pujat des de l'1% fins al 3,75%, és a dir, ha experimentat un increment de 275 punts bàsics. Doncs bé, en la tercera setmana d'octubre del 2005, el rendiment dels bons del Tresor nord-americans se situava en el 4,5%, lleugerament per sota de l'inici del moviment contractiu de política monetària. Això és anòmal, ja que, normalment, els tipus d'interès a llarg termini pugen quan es comencen a incrementar els tipus d'interès a curt termini. El mateix president de la Reserva Federal, Alan Greenspan, va admetre que el comportament dels bons a llarg termini era un enigma. A la zona de l'euro, els tipus d'interès a llarg termini del deute públic encara es col·loquen en nivells més baixos, i els alemanys han marcat la cota mínima de les últimes dècades en la quarta setmana de setembre.

Què és el que explica aquesta estranya evolució? Cal recordar que, després dels xocs petrolers dels anys setanta, els rendiments dels bons públics van pujar molt, com es pot observar al gràfic adjunt. Els bancs centrals van haver d'esmerçar-s'hi per trencar les expectatives inflacionistes en la dècada dels vuitanta mitjançant polítiques monetàries restrictives. Gràcies al procés desinflationista dels vuitanta i dels noranta, les taxes d'inflació van disminuir fins a nivells molt reduïts (vegeu el gràfic adjunt), i els bancs centrals van guanyar credibilitat, incrementada en adquirir una major independència.

ELS TIPUS D'INTERÈS A LLARG TERMINI ES COL·LOQUEN EN NIVELLS MOLT BAIXOS

Rendibilitat dels bons públics a 10 anys, en percentatge anual



NOTA: Els tipus arriben fins al 20 d'octubre.

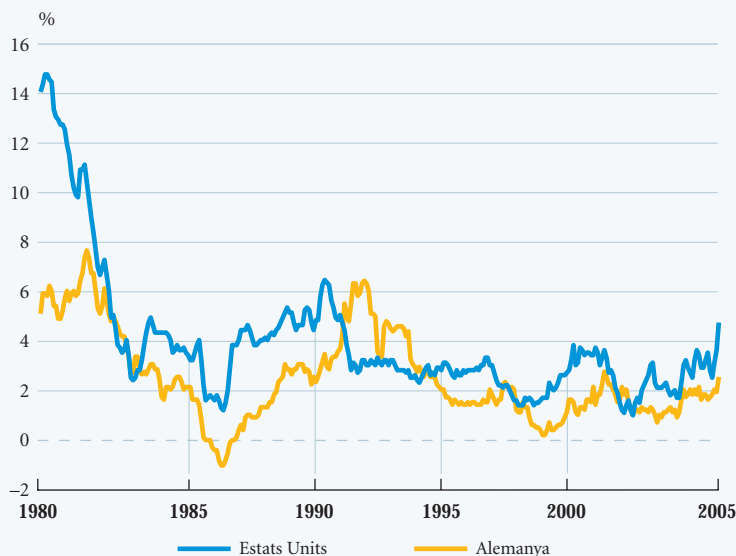
FONT: Thomson Financial Datastream.

Evidentment, aquest és un factor que ha contribuït al manteniment dels rendiments dels bons en nivells baixos en contenir les expectatives d'inflació i disminuir la prima per risc d'inflació en reduir-se la incertesa sobre l'evolució futura dels preus. Però, aïlladament, no explica del tot els reduïts nivells actuals. Una altra causa cal buscar-la en el fet que, en els últims anys, s'ha produït una forta expansió de les reserves exteriors internacionals, en

especial per part de països asiàtics amb monedes vinculades al dòlar. Una bona part d'aquestes reserves estan materialitzades en bons del Tresor dels Estats Units. Les importants compres de bons nord-americans per part dels bancs centrals asiàtics han contribuït a deprimir els rendiments d'aquests títols. D'altra banda, sembla que també existeix un excés d'estalvi global en relació amb la demanda d'inversió, la qual cosa pressiona a la baixa els tipus d'interès a llarg termini.

LA INFLACIÓ TAMBÉ SE SITUA EN NIVELLS BAIXOS

Variació interanual de l'IPC



FONT: Thomson Financial Datastream.

Sens dubte, un factor important el constitueixen les expectatives d'inflació, les quals, mesurades per la diferència entre els rendiments nominals dels bons i els que estan indexats amb la inflació, apareixen contingudes, tot i que, últimament, tendeixen moderadament a l'alça. Un fenomen que ha contribuït significativament a atenuar la inflació és la intensificació de la competència global, amb importacions de productes procedents de països amb costos laborals baixos. Així i tot, l'excés de liquiditat ha provocat una forta pujada d'alguns actius reals, com l'habitatge.

D'altra banda, en els últims anys, els inversors institucionals, com fons de pensions i companyies d'assegurances, han tendit a augmentar la participació en les seves carteres dels bons, de manera que la demanda ha augmentat, els preus han tendit a baixar i, consegüentment, les rendibilitats, que es mouen en sentit contrari al dels preus, han tendit a baixar.

Tot i que ara sembla que la tendència a la baixa dels rendiments dels bons s'ha trencat, ens podem preguntar quins elements dels esmentats propicien realment un canvi de tendència. Probablement, els preus del petroli tendiran a pujar en els propers mesos per problemes estructurals, la qual cosa pot incidir en les expectatives d'inflació. L'excés d'estalvi també es podrà reconduir quan la recuperació econòmica incrementi la demanda d'inversió. No obstant això, sembla que els altres elements són més permanents. Per aquest motiu, les nostres previsions són d'una moderada pujada dels rendiments dels bons, però, no cal dir-ho, sense arribar als nivells dels vuitanta. De tota manera, el comportament dels bons continuarà essent un misteri.

CONJUNTURA ESPANYOLA

Activitat econòmica

L'economia espanyola manté un alt ritme expansiu, tot i que podria haver començat a tocar sostre.

A la indústria, la bona dada de l'agost no amaga la delicada situació que viuen alguns sectors (el tèxtil, l'electrònica i la indústria automobilística, entre altres).

Continua l'expansió, però els desequilibris no cedeixen

L'economia espanyola va mantenir una velocitat de creuer considerable durant el tercer trimestre del 2005, d'acord amb l'evolució dels principals indicadors d'activitat. Mentre esperem que les dades de la comptabilitat nacional ho confirmin, la informació disponible fins al moment apunta a un creixement estable de l'activitat en els últims mesos. Ho podem veure al gràfic adjunt, que mostra l'evolució de l'indicador sintètic d'activitat (elaborat pel Ministeri d'Economia i Hisenda a partir d'un ampli conjunt d'indicadors).

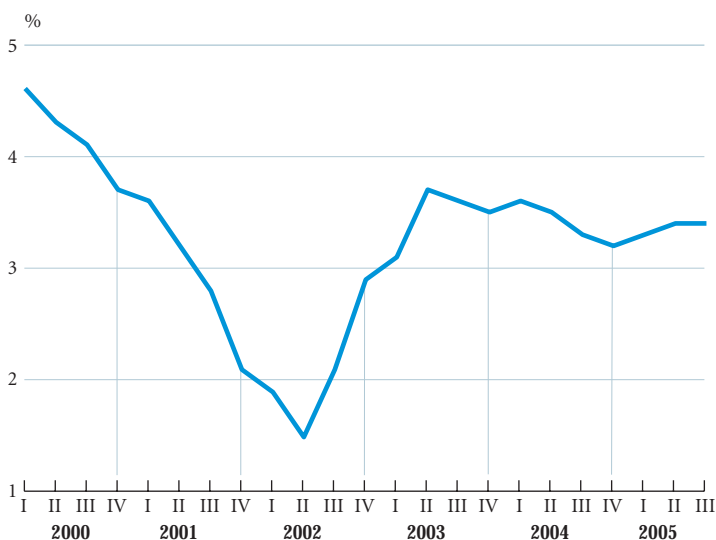
És possible afirmar llavors que l'acceleració de l'activitat ha tocat sostre? Amb la cautela necessària, sí. Llevat d'un gir ines-

perat en les tendències actuals, es podria entrar en els propers mesos en una via de major moderació, que, en el seu vessant més positiu, contribuiria a alleujar la pressió sobre els forts desequilibris que pateix actualment l'economia espanyola (la taxa d'inflació ha saltat per damunt de la barreira del 3,5% i el dèficit corrent ha batut tots els rècords durant els set primers mesos de l'any).

En aquest context, la indústria va oferir a l'agost el primer senyal positiu en molt de temps. En efecte, l'índex de producció industrial va registrar un creixement interanual del 3,2% en aquest mes (tenint en compte els ajustaments de calendari) i va trencar així la tendència regressiva anterior. No obstant això, cal valorar amb prudència aquesta dada, perquè fa referència a

EL CREIXEMENT DE L'ACTIVITAT TENDEIX A ESTABILITZAR-SE

Variació interanual de l'indicador sintètic d'activitat



NOTA: Sèrie de cycle-tendència.

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

un mes marcat per la baixa activitat estacional. El que no ha variat gens ni mica és la delicada situació d'algunes branques industrials, entre les quals cal esmentar les tèxtils, confecció i pelleteria i la indústria electrònica, amb davallades acumulades properes al 10% interanual, de mitjana, fins a l'agost. Per la seva especial significació, cal destacar també el descens de gairebé el 6% de l'índex corresponent a vehicles a motor durant aquests vuit mesos.

L'augment de la utilització de la capacitat de producció industrial, que va superar el 81% durant el tercer trimestre, valor històricament molt elevat, és una dada que no admet una interpretació senzilla en les

actuals circumstàncies. En principi, podria apuntar cap a una actitud prudent de les empreses pel que fa a l'ampliació de la seva capacitat productiva. Ara com ara, el signe més positiu és la lleugera millora de la cartera de comandes mostrada per l'enquesta de la Comissió Europea, tot i que cal esperar-ne la confirmació en els propers mesos.

En canvi, la construcció continua mostrant un dinamisme considerable, tal com ho evidencien la majoria d'indicadors, entre els quals cal esmentar el consum de ciment i la persistència d'alts índexs de confiança en el sector. De tota manera, tot i que la construcció d'habitatges continua

INDICADORS D'OFERTA

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Indústria									
Consum d'electricitat (1)	5,4	3,3	3,0	2,4	5,2	4,0	4,7	4,1	1,2
Índex de producció industrial (2)	1,4	1,6	2,2	0,4	0,3	0,1	-0,5	3,2	...
Indicador de confiança a la indústria (3)	-0,9	-2,5	-2,7	-2,3	-3,3	-7,0	-5,0	-5,0	-4,0
Utilització capacitat productiva (4)	79,1	79,8	80,5	80,5	79,4	79,5	-	81,1	-
Importació béns interm. no energ. (5)	6,2	6,6	6,0	4,7	0,7	3,6	-5,6	4,3	...
Construcció									
Consum de ciment	4,8	3,8	3,7	3,9	-0,2	11,1	-3,3	13,3	0,9
Indicador de confiança a la construcció (3)	10,3	13,6	16,0	24,0	23,7	15,0	17,0	25,0	26,0
Habitatges (visats obra nova)	21,4	8,0	14,9	0,5	3,7	7,6	-11,0	4,2	...
Licitació oficial	-10,9	17,9	65,5	37,7	5,8	37,0	-30,4	17,3	...
Serveis									
Vendes comerç minorista	5,7	5,5	4,4	5,5	4,1	5,4	1,8	6,3	...
Turistes estrangers	-1,0	1,6	-1,5	10,0	7,4	4,6	7,7	5,5	8,3
Ingressos turisme	4,4	3,8	5,2	8,5	-0,8	-0,3	7,9	...	...
Mercaderies ferrocarril (Tm-km)	1,7	-3,5	-8,5	-16,7	-14,3	-4,7	-10,5	-4,1	...
Tràfic aeri passatgers	7,5	7,9	6,6	8,3	8,4	8,5	11,8	8,6	10,2
Consum de gasoil automoció	7,5	7,2	9,0	5,7	2,5	7,5	1,7	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.

(5) En volum.

FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

ES MODERA EL CREIXEMENT DEL PREU DELS HABITATGES

Variació interanual del preu mitjà per m² de l'habitatge lliure (*)

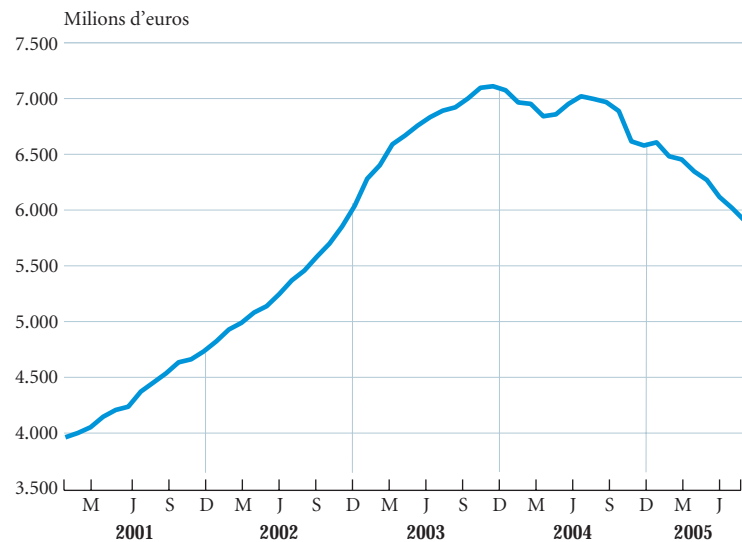


NOTA: (*) Nova metodologia des del primer trimestre del 2005.

FONTS: Ministeri de l'Habitatge i elaboració pròpia.

ES DESACCELERA LA INVERSIÓ ESTRANGERA EN IMMOBLES A ESPANYA

Suma acumulada dels dotze últims mesos



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

en auge, es comença a percebre al sector immobiliari alguns signes d'esgotament del «boom» viscut en els últims anys. Si tenim en compte l'evolució dels preus, que és un senyal inequívoc del pols del sector, s'observa una major moderació en el ritme d'ascens, tal com es pot apreciar al gràfic adjunt. Un altre fet significatiu és la desacceleració de la inversió estrangera, que és un dels factors que ha alimentat en el passat el «boom» esmentat.

Pel que fa als serveis, el to és, en general, positiu, amb les tecnologies de la informació i la comunicació, els serveis a empreses i el comerç situats entre els sectors més dinàmics. També el turisme, de capital importància en el conjunt de l'economia espanyola, té un comportament força més positiu del que es va augurar al començament de la temporada. El turisme interior continua creixent a un ritme molt notable i el flux de visitants estrangers ha augmentat també de manera considerable (l'ex-

pansió de les companyies aèries de baix cost ha jugat indubtablement al seu favor), però, això sí, tendint a una major contenció de la despesa i a la retallada de l'estada mitjana.

Per completar el panorama actual de l'economia espanyola, cal afegir, des de la perspectiva de la demanda, que tant el consum privat com la inversió continuen creixent a un ritme sostingut, sense que hi hagi cap raó perquè aquesta evolució hagi de canviar a curt termini. L'únic motiu d'inquietud és la persistència dels elevats preus del petroli. Ara com ara, però, l'impacte sobre l'activitat ha estat força moderat, ja que els factors que impulsen l'economia espanyola han contrarestat els efectes negatius de l'alça del cru. No obstant això, si les tensions sobre els preus dels carburants no es moderen, el potencial de creixement i els preus (els components més estables de l'IPC) es podrien veure més o menys afectats en els propers mesos.

La moderació de l'escalada dels preus dels habitatges i la desacceleració de la inversió estrangera podrien marcar el començament d'una fase menys dinàmica al sector immobiliari.

L'increment dels preus del petroli no causa, ara com ara, perjudicis a l'activitat econòmica espanyola, però, si la situació es prolonga, el potencial de creixement (juntament amb els preus) es podria veure finalment afectat.

INDICADORS DE DEMANDA

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

	2003	2004	2004		2005				
			III	IV	I	II	Juliol	Agost	Setembre
Consum									
Producció de béns de consum (*)	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	1,1	0,9	4,4	...
Importació de béns de consum (**)	10,9	13,4	9,7	8,3	6,5	8,4	4,4	10,5	...
Matriculacions d'automòbils	3,8	9,8	5,3	4,7	-0,0	4,9	-2,8	9,5	4,6
Crèdit al consum de béns duradors	1,6	5,5	4,4	9,2	8,8	...	-	-	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-13,7	-10,8	-11,7	-10,3	-9,7	-11,3	-11,0	...	...
Inversió									
Producció de béns d'equipament (*)	0,6	1,8	4,7	-1,7	-0,8	0,6	-3,9	4,1	...
Importació de béns d'equipament (**)	14,8	14,9	19,2	29,0	28,6	36,0	-8,0	44,3	...
Matriculació de vehicles industrials	13,5	11,7	9,4	9,4	9,2	18,0	10,3	22,4	11,8
Comerç exterior (**)									
Importacions no energètiques	8,8	9,8	8,9	9,0	5,7	9,0	-2,7	11,1	...
Exportacions	6,9	5,2	6,7	4,3	-3,1	2,5	-6,0	5,2	...

NOTES: (*) Filtrat de diferències del calendari laboral.

(**) En volum.

(***) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.

Tant el consum com la inversió creixen en conjunt a un ritme molt estable en els últims mesos, i, en aquest sentit, cal destacar la forta embranzida de les importacions.

Pel que fa al consum, el conjunt d'indicadors apunta cap a un creixement global relativament estable, tot i que amb evolucions molt dispars. Així, per exemple, les matriculacions d'automòbils de turisme van augmentar el 2,3% interanual durant el tercer trimestre, ritme inferior al del trimestre precedent, tot i que, en xifres absolutes, els valors registrats continuen essent els més elevats de tota la història. En canvi, el comerç al detall va presentar una bona dada a l'agost, amb un augment interanual, en preus constants, proper al

3% (superior al 4,5% a les grans superfícies) i va trencar la tònica mediocre dels mesos anteriors.

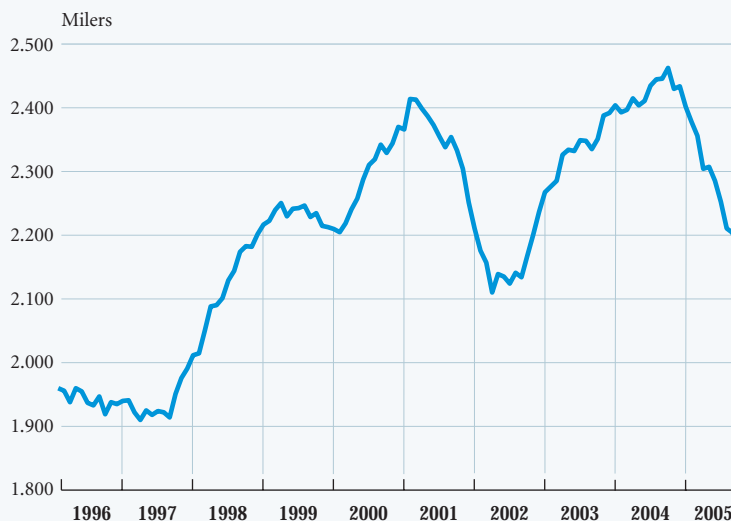
Finalment, pel que fa a la inversió en béns d'equipament, el ritme d'avanç de gairebé tots els indicadors continua essent molt alt, però s'ha frenat la forta acceleració anterior. En aquest capítol, el dinamisme de les importacions, que van augmentar per damunt del 27% durant els vuit primers mesos, contrasta amb l'estancament de la producció interior.

La indústria automobilística espanyola, a la cruïlla

El sector de l'automoció, considerat fins no fa gaire el més representatiu de la indústria espanyola, certament no passa ara per un dels seus millors moments. En efecte, durant els nou primers mesos de l'any, la producció de vehicles a Espanya va acumular un descens de gairebé el 10% en relació amb el mateix període de l'any anterior. I, si ens centrem en els turismes, el sector més important (més de tres quartes parts de la producció total), la caiguda va ser encara més intensa, amb un descens superior al 12,5% (unes 200.000 unitats menys que el 2004).

CAU LA PRODUCCIÓ D'AUTOMÒBILS DE TURISME A ESPANYA

Nombre d'automòbils produïts. Acumulat dels 12 últims mesos



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

Es tracta d'una situació transitòria o és el reflex d'una crisi més profunda? En realitat, les causes són de caire molt divers: la feblesa de la demanda exterior és un dels principals motius, però, com a teló de fons, hi ha l'excés de capacitat de la indústria automobilística mundial en el nou marc competitiu actual, caracteritzat per la pressió de l'oferta del bloc asiàtic. Tal com es pot apreciar al gràfic següent, la quota de producció conjunta de la Unió Europea (UE 15), els Estats Units i el Japó s'ha reduït gairebé 10 punts percentuals en els cinc últims anys, en benefici, principalment, dels països emergents d'Àsia. Espanya tampoc no ha pogut defugir aquesta tendència i ha registrat una pèrdua de quota de gairebé mig punt percentual en el període considerat.

La caiguda de les exportacions espanyoles d'automòbils de turisme (superior al 12,5% fins al setembre) respon, en part, a l'estancament dels nostres principals mercats de destinació, però convé no oblidar que la reculada és molt superior a la que pot haver provocat la contenció de la demanda. En aquest sentit, cal indicar que, durant els nou primers mesos del 2005, l'augment de les matriculacions de turismes a la UE 15 va ser molt limitat (no va arribar a l'1% interanual), però encara va mantenir el signe positiu, en contrast amb la disminució de les nostres vendes a l'exterior. No hi ha dubte que l'especialització de la indústria automobilística espanyola en les gammes mitjana i baixa fa que sigui més sensible a les oscil·lacions del mercat, com ja s'ha posat de manifest en anteriors ocasions, però aquest efecte ha estat, aquest cop, més intens. En mitjans del sector, es considera que la maduresa d'alguns models, al final ja del seu cicle comercial, també ha pogut contribuir a aquest mal resultat.

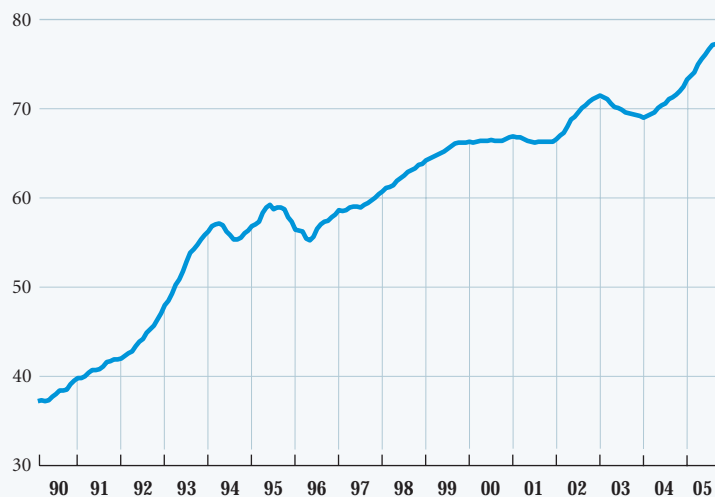
PRODUCCIÓ MUNDIAL DE VEHICLES. UNITATS

Quota per àrees geogràfiques

	% sobre la producció total		
	1999	2004	Diferència
UE 15	31,0	26,3	-4,8
Alemanya	10,1	8,7	-1,4
França	5,4	5,7	0,3
Espanya	5,1	4,7	-0,4
Resta de països	10,5	7,2	-3,3
NAFTA	30,7	25,3	-5,4
Estats Units	23,1	18,7	-4,4
Canadà i Mèxic	7,6	6,7	-0,9
Bloc asiàtic	29,4	37,5	8,2
Japó	17,6	16,4	-1,2
Xina	3,2	7,9	4,7
Corea del Sur	5,0	5,4	0,4
Resta de països	3,6	7,8	4,3
Altres països	8,9	10,8	2,0
TOTAL	100,0	100,0	

AUGMENTA LA PROPORCIÓ DE TURISMES IMPORTATS A ESPANYA

Percentatge de les importacions sobre el total de matriculacions



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

Al mercat interior, la demanda continua pròspera, però la tendència dels últims anys apunta també cap a una progressiva pèrdua de quota de la indústria nacional (en l'actualitat, s'importa gairebé el 80% dels turismes matriculats, el doble que al començament de la dècada anterior). Tot plegat, en conclusió, dibuixa un panorama certament complex. Per cenyir-nos només als últims dies, als Estats Units –amb una economia molt flexible que facilita els processos d'ajustament–, General Motors ha pactat amb els sindicats una retallada del 25% de les prestacions socials i ha anunciat l'acomiadament de 25.000 treballadors; Ford ha entrat en pèrdues i prepara un ampli pla de reestructuració que inclou tancaments significatius de fàbriques i supressió de llocs de treball. A Espanya, SEAT amenaça amb un expedient de regulació d'ocupació (menys traumàtic, no cal dir-ho, que els simples acomiadaments) si no es retallen la jornada laboral i els salaris en un 10%...

Sense pecar d'alarmisme, caldrà seguir amb atenció l'evolució d'aquest sector, del qual, cal no oblidar-ho, depèn un de cada deu llocs de treball i aporta gairebé el 6% del PIB. Tot i que, segons l'opinió més estesa, les 18 fàbriques instal·lades a Espanya gaudeixen d'un nivell tecnològic i competitiu adequat, seria necessari reconsiderar determinats aspectes com la flexibilització laboral, la fiscalitat, la formació professional i la inversió en recerca, desenvolupament i innovació per assegurar un futur sense contratemps més greus.

Mercat de treball

L'ocupació presenta un creixement estable i sostingut al final del tercer trimestre.

El procés de regularització de treballadors estrangers arriba al final.

L'ocupació manté un to positiu després de la temporada estiuenca

Aparentment, el mercat de treball va mantenir un to favorable en els compassos finals del tercer trimestre, segons es desprèn de les altes a la Seguretat Social. No obstant això, el procés de regularització de llocs de treball entre els ciutadans estrangers distorsiona de manera significativa aquest indicador, el qual, aïllat, mostra un creixement espectacular, el 5,6%, i superior al dels mesos anteriors.

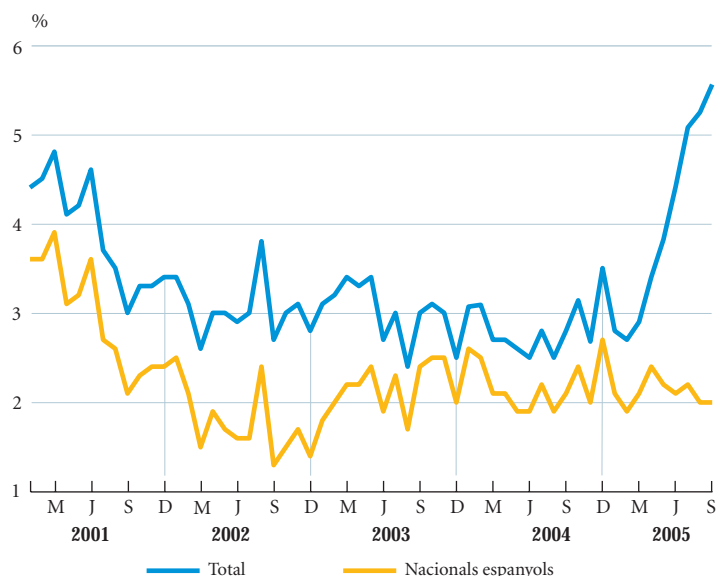
Ara com ara, amb la informació disponible, no és possible aïllar amb exactitud l'efecte del procés de regularització. No obstant això, es pot estimar que el ritme

d'augment de l'afiliació quedaria entre el 2,8% i el 3,5%, descomptant les altes, que no són creació d'ocupació sinó aflorament de la preexistent. En efecte, un cop culminada la regularització, es poden arribar a donar d'alta en el règim de la Seguretat Social 474.477 estrangers que ocupaven una feina amb caràcter irregular. Fins al 27 de juliol, els expedients resolts positivament, és a dir, que han finalitzat amb una alta a la Seguretat Social, eren 352.522. Pel que fa a la resta d'expedients (una mica més de 120.000), es desconeix encara la incidència sobre les altes d'agost i setembre, aparentment molt elevades.

Una visió més aproximada de la tendència, tot i que esbiaixada a la baixa, l'ofe-

LA REGULARITZACIÓ D'ESTRANGERS DISTORSIONA LES XIFRES D'AFILIACIÓ

Variació interanual del nombre d'afiliats en alta a la Seguretat Social



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

INDICADORS D'OCUPACIÓ

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

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

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.

reixen les altes de treballadors espanyols. Al setembre, el ritme d'avanç dels afiliats d'aquest col·lectiu va quedar en el 2,0%, una mica per sota dels mesos centrals de l'any, però va mostrar una notable estabilitat en relació amb els registres durant tot l'any. Per aquest motiu, es pot considerar positiva l'evolució de l'ocupació en els últims mesos.

La tònica favorable del mercat de treball queda corroborada també per les contractacions registrades mitjançant les oficines del Servei Públic d'Ocupació. En el conjunt dels nou primers mesos, els contractes registrats van augmentar el 3,4%, amb un to més positiu dels indefinits que dels temporals, tot i que aquests últims eren els majoritaris. El treball a temps parcial, per la seva banda, va continuar essent la fórmula de contractació que va créixer més, el 6,9% interanual, i va arribar a representar el 22,7% de les col·locacions.

L'atur registrat manté la tendència de lleuger descens

El to favorable del mercat laboral s'aprecia també en les xifres de l'atur registrat. Al setembre, el nombre d'inscrits a les oficines del Servei Públic d'Ocupació va disminuir moderadament, la qual cosa va representar un canvi en relació amb l'augment habitual en aquest període en els últims anys. Així, l'atur registrat, 2.013.286 al final del mes, va quedar l'1,8% per sota de l'any anterior.

Tot i aquesta millora, el balanç acumulat de l'any va ser una mica menys favorable que en els nou primers mesos del 2004, el millor 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

Un cop acabat l'estiu, es manté la tendència favorable de l'atur registrat.

ATUR REGISTRAT: CONTINUA LA MILLORA AL SETEMBRE

Variació interanual en percentatge de l'atur registrat



FONTS: Servei Públic d'Ocupació i elaboració pròpia.

ATUR REGISTRAT PER SECTORS, SEXE I EDATS

Setembre 2005

	Aturats	Variació sobre desembre 2004		Variació sobre el mateix període de l'any anterior		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Per sectors						
Agricultura	60.744	10.452	20,8	11.564	23,5	3,0
Indústria	290.639	-12.943	-4,3	-5.789	-2,0	14,4
Construcció	218.645	-34.054	-13,5	-11.419	-5,0	10,9
Serveis	1.207.863	-56.922	-4,5	-16.302	-1,3	60,0
Primera ocupació	235.395	-5.962	-2,5	-15.281	-6,1	11,7
Per sexes						
Homes	784.260	-93.760	-10,7	-37.963	-4,6	39,0
Dones	1.229.026	-5.669	-0,5	735	0,1	61,0
Per edats						
Menors de 25 anys	263.228	-5.585	-2,1	-6.283	-2,3	13,1
Resta d'edats	1.750.058	-93.844	-5,1	-30.945	-1,7	86,9
TOTAL	2.013.286	-99.429	-4,7	-37.227	-1,8	100,0

FONTS: INEM i elaboració pròpia.

més al de l'exercici precedent, tot i que sense assolir-ne la magnitud. Per comunitats autònomes, la millora de la situació va ser especialment visible a Madrid,

el País Basc i les Balears, on el nivell d'atur va quedar sensiblement per sota de l'any precedent.

Una mica menys intensa, però també apreciable, va ser la intensificació de la caiguda de l'atur a Castella i Lleó, Galícia i Catalunya. En canvi, s'aprecia un deteriorament de l'atur a Extremadura, An-

dalusia, Aragó i Castella-la Manxa, regions on el sector agrari té una importància relativa superior a la de la resta de l'economia espanyola.

Preus

Els preus de l'energia empenyen l'IPC fins al 3,7% al setembre.

La inflació subjacent no compensa aquest cop l'alça pel repunt dels preus dels béns industrials i la resistència a la baixa dels serveis.

Ascens sobtat de l'IPC al setembre

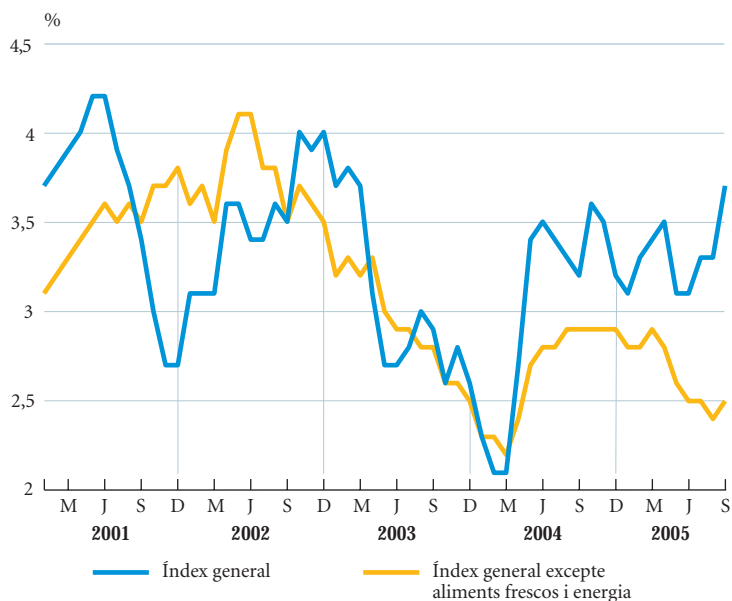
L'índex de preus de consum (IPC) va experimentar un notable augment al setembre, molt superior al del mateix mes del 2004, la qual cosa va representar un increment de la taxa interanual d'inflació de quatre dècimes percentuals, fins al 3,7%, el valor més elevat des del començament del 2003. L'energia, principalment, però també els aliments frescos, van enterbolir un panorama marcat per una contenció relativa de la inflació subjacent, la qual exclou els elements més volàtils de l'índex, com l'energia i els aliments frescos.

La inflació subjacent, que va pujar una dècima de punt per situar-se en el 2,5%,

es va beneficiar de l'estabilitat dels preus dels serveis i dels aliments elaborats, que van continuar creixent al mateix ritme que en el mes precedent, malgrat, en el segon cas, l'augment de la imposició indirecta sobre l'alcohol i el tabac. Aquesta estabilitat no constitueix, però, un signe especialment esperançador, ja que els preus dels serveis continuen creixent a taxes molt elevades, el 3,7% interanual, a causa de les alces de preus en certs mercats regulats o de serveis públics (sanejament, transport, etc.) i de l'escàs nivell de competència en altres sectors (serveis personals o de la llar), on la fragmentació del mercat permet repercutir sense dificultats els increments de cost, en particular el salarial.

L'IPC, EN MÀXIMS DE TRENTA MESOS

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



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	0,6	2,5	3,7
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, ALÇA INTENSA AL SETEMBRE

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



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

La nota discordant, després de mesos de contenció, la van donar els preus dels béns industrials no energètics, en especial el vestit, calçat i parament de la llar, que van mostrar una certa acceleració tot i mantenir-se en un creixement molt modest, el 0,9% interanual. El retorn de

les famílies a l'activitat normal després del període de vacances s'ha tancat amb increments de preu superiors als de l'any precedent, probablement pel manteniment d'un to favorable del consum privat.

**Les perspectives de l'IPC
per al final de l'any
s'apropen al 4%.**

Clarament negatiu resulta el comportament dels preus dels aliments frescos, que, en certa manera, van venir a reflectir certes tensions en els preus d'origen. Així i tot, el seu creixement es va mantenir en cotes relativament baixes, tot i que superiors a les dels dos mesos precedents. El desequilibri més important va provenir, però, de la continuïtat de l'alça del preu del petroli i dels seus derivats. L'increment dels carburants es va situar ja en el 19,8% interanual i va afectar decisivament l'alça de l'índex general.

La pujada de la inflació al setembre representa un lleuger canvi en relació amb l'escenari dels mesos anteriors. L'impacte de la pujada dels hidrocarburs dels quatre últims mesos ha estat esmorteït per una lleugera moderació de la inflació subjacent. Al setembre, aquesta tendència a la suau desacceleració del nucli menys volàtil de l'IPC s'ha vist frenada precisament per una inflexió a l'alça dels preus dels béns industrials, coherent tant amb les tensions detectades en els preus d'origen, interiors i d'importació, com amb

ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Setembre

	Índex (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005
Per classes de despesa							
Aliments i begudes no alcohòliques	117,0	0,0	0,2	2,3	2,1	3,0	2,8
Begudes alcohòliques i tabac	121,4	0,1	0,7	5,6	4,8	5,7	4,7
Vestit i calçat	108,5	3,0	3,4	-7,9	-8,7	2,1	1,2
Habitatge	116,3	0,2	0,4	3,3	5,3	4,0	6,1
Parament	108,1	0,2	0,4	0,6	1,1	1,5	2,3
Medicina	106,3	0,1	0,1	0,0	0,7	0,2	0,9
Transport	120,8	0,2	2,2	6,8	9,9	6,0	9,1
Comunicacions	91,8	-0,1	-0,1	-0,2	-1,4	-1,0	-1,9
Oci i cultura	103,5	-1,3	-1,3	0,7	0,3	0,5	-0,6
Ensenyament	117,9	0,8	0,7	1,4	1,3	4,0	4,1
Hotels, cafès i restaurants	120,6	-0,8	-0,7	3,8	4,0	4,0	4,3
Altres	114,5	0,2	0,2	2,6	2,9	2,9	3,1
Agrupacions							
Aliments amb elaboració	115,5	0,2	0,2	3,7	2,3	4,3	2,8
Aliments sense elaboració	121,8	-0,2	0,5	0,9	2,5	1,4	3,4
Conjunt no alimentari	113,5	0,2	0,7	1,8	2,6	3,2	4,0
Béns industrials	110,1	0,8	1,8	0,3	1,9	2,6	4,2
<i>Productes energètics</i>	124,8	0,1	3,1	8,7	16,2	7,5	15,0
<i>Carburants i combustibles</i>	132,6	0,1	4,2	11,4	21,5	9,7	19,8
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	105,5	1,1	1,3	-2,2	-2,4	1,0	0,9
Serveis	117,6	-0,4	-0,4	3,4	3,3	3,8	3,7
Inflació subjacent (**)	112,6	0,2	0,3	1,4	1,0	2,9	2,5
ÍNDEX GENERAL	114,5	0,2	0,6	2,0	2,5	3,2	3,7

NOTES: (*) Base 2001 = 100.

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

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

EL DIFERENCIAL AMB LA ZONA DE L'EURO PUJA UNA DÈCIMA

Diferència en la variació interanual de l'índex de preus de consum harmonitzat



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

una solidesa del consum emparada en unes condicions monetàries molt laxes. En suma, les previsions per al final de l'any se situen ara molt a la vora d'un increment interanual del 4%, un desviament notable de l'objectiu oficial del 2%.

Al setembre, l'impuls alcista dels preus va ser una mica superior a Espanya que al conjunt de la Unió, segons es desprèn de l'índex de preus de consum harmonitzat. En efecte, el diferencial va pujar a 1,2 punts percentuals arran de l'impacte dels preus del transport i de l'ensenyament. L'ampliació no va ser més intensa per la contenció relativa dels preus de les begudes alcohòliques i el tabac a Espanya, tot i la pujada dels impostos.

Els preus en origen mostren alces sostingudes

Els preus industrials van reforçar la seva tendència alcista al setembre en mantenir-se certes tensions en els preus dels productes alimentaris i prosseguir la

pressió dels preus de l'energia i de la resta de béns intermedis. D'aquesta manera, el creixement interanual dels preus industrials va assolir un màxim anual en situar-se en el 5,4%. La resta de components va mostrar més estabilitat i un comportament més moderat.

Els preus d'importació també van continuar afectats pel preu del petroli, i el seu creixement interanual acumulat va pujar fins a quedar en una mitjana del 4,9% per als set primers mesos de l'any, gairebé cinc punts més que en el mateix període del 2004. Aquest impuls no va provenir, exclusivament, de l'energia, sinó que també va ser afavorit per les tensions a la resta de béns intermedis industrials. Menys preocupant va ser el comportament dels béns de consum, tot i que l'augment mitjà dels preus, l'1,2%, contrasta amb el descens experimentat el 2004.

Els preus agraris van tenir un comportament desfavorable al juliol, tot i que, en termes interanuals, van continuar pre-

El diferencial d'inflació amb la zona de l'euro s'amplia lleugerament.

Els béns intermedis, els aliments i l'energia duen els preus industrials a màxims anuals.

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'equi-pament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital		Béns intermedis
2004											
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	8,7	5,0	3,4	-1,6	7,2	-
Febrer	12,2	4,9	3,2	1,9	5,5	11,0	5,4	1,0	-1,9	9,3	4,3
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	-11,9	4,4	2,2	2,1	3,1	13,5	5,3	3,6	-1,3	7,7	-
Juliol	5,2	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	...	...	...	...	...
Setembre	...	5,4	2,6	1,8	3,2	17,9	...	...	...	...	-

NOTA: (*) Dades brutes corregides.

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

Empitjora la situació per als preus d'importació i els agraris.

sentant una reculada. L'empitjorament de la situació prosseguirà probablement fins al final de l'any, ja que serà difícil millorar els registres del segon semestre del 2004. Així i tot, l'increment mitjà

dels preus agraris fins al juliol es manté en un modest 2,3%, registre una mica més favorable que el del mateix període de l'any anterior.

Sector exterior

Prossegueix l'escalada del dèficit comercial

El dèficit comercial va continuar augmentant a l'agost i va arribar als 49.592 milions d'euros en els vuit primers mesos de l'any, el 33,6% per damunt del 2004. L'apreciable recuperació de les exportacions a l'agost no va evitar el deteriorament del saldo exterior, a causa de la continuïtat del creixement intens de les importacions.

La recuperació de les exportacions a l'agost no ha alterat el balanç acumulat de

l'any. En efecte, el creixement de les vendes a l'exterior en els vuit primers mesos del 2005 va quedar en el 3,9%, una mica més de dos punts per sota del mateix període de l'any anterior. A més a més, aquest creixement va ser degut en la seva totalitat al factor preu, ja que el volum exportat va ser inferior en un 0,5% al de l'any passat. La caiguda de l'exportació es concentra a la Unió Europea (UE), en contrast amb el mercat de tercers països, que va créixer, en conjunt, el 3,1% real, esperonat pel dinamisme de països com la Xina o alguns països de l'Est i per la mi-

Una exportació ranquejant, sumada al dinamisme de la importació, amplia el dèficit comercial.

COMERÇ EXTERIOR

Gener-agost 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	20.251	39,0	13,6	3.834	18,3	3,9	-16.417	18,9
Béns de consum	42.360	8,6	28,5	37.709	-1,7	38,1	-4.651	89,0
<i>Alimentaris</i>	<i>8.849</i>	<i>5,1</i>	<i>6,0</i>	<i>12.155</i>	<i>2,0</i>	<i>12,3</i>	<i>3.306</i>	<i>137,4</i>
<i>No alimentaris</i>	<i>33.511</i>	<i>9,2</i>	<i>22,6</i>	<i>25.554</i>	<i>-5,2</i>	<i>25,8</i>	<i>-7.957</i>	<i>76,3</i>
Béns de capital	17.082	24,5	11,5	9.049	7,3	9,1	-8.034	53,0
Béns intermedis no energètics	68.843	5,9	46,3	48.353	7,0	48,9	-20.490	70,2
Per àrees geogràfiques								
Unió Europea 15	87.679	6,4	59,0	69.317	2,2	70,1	-18.363	79,1
<i>Zona de l'euro</i>	<i>76.220</i>	<i>6,2</i>	<i>51,3</i>	<i>57.691</i>	<i>1,8</i>	<i>58,3</i>	<i>-18.529</i>	<i>75,7</i>
Altres països	60.857	21,9	41,0	29.628	8,2	29,9	-31.229	48,7
<i>Rússia</i>	<i>3.318</i>	<i>50,1</i>	<i>2,2</i>	<i>666</i>	<i>16,2</i>	<i>0,7</i>	<i>-2.651</i>	<i>20,1</i>
<i>Estats Units</i>	<i>5.436</i>	<i>11,4</i>	<i>3,7</i>	<i>3.822</i>	<i>3,4</i>	<i>3,9</i>	<i>-1.614</i>	<i>70,3</i>
<i>Japó</i>	<i>3.828</i>	<i>3,6</i>	<i>2,6</i>	<i>746</i>	<i>-8,6</i>	<i>0,8</i>	<i>-3.082</i>	<i>19,5</i>
<i>Amèrica Llatina</i>	<i>6.764</i>	<i>26,7</i>	<i>4,6</i>	<i>4.748</i>	<i>3,4</i>	<i>4,8</i>	<i>-2.016</i>	<i>70,2</i>
<i>OPEP</i>	<i>10.684</i>	<i>32,1</i>	<i>7,2</i>	<i>2.653</i>	<i>21,1</i>	<i>2,7</i>	<i>-8.031</i>	<i>24,8</i>
<i>Resta</i>	<i>30.828</i>	<i>19,9</i>	<i>20,8</i>	<i>16.993</i>	<i>9,6</i>	<i>17,2</i>	<i>-13.835</i>	<i>55,1</i>
TOTAL	148.537	12,2	100,0	98.945	3,9	100,0	-49.592	66,6

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

**El mercat de la UE
contraresta l'acceptable
progressió de les
exportacions a tercers
països.**

**La balança de pagaments
continua patint reculades,
amb números cada cop més
vermells.**

**El baix to industrial,
una certa moderació del
consum i el dinamisme
de la inversió expliquen
el comportament de les
importacions.**

llora del nivell de renda relatiu dels productors de petroli.

El baix to de les vendes exteriors va resultar clarament palpable en l'automòbil i motocicletes, electrodomèstics i manufactures de consum, principalment calçat i joguines. D'altra banda, també en l'àmbit dels béns d'equipament van fluïxer alguns sectors, com l'ofimàtica, i es va constatar, en general, caigudes de preus. Les vendes exteriors d'aliments, tradicionalment un dels pilars de l'exportació, també van experimentar una lleugera contracció en volum.

Les importacions van recuperar a l'agost una part del dinamisme perdut en els dos mesos precedents, i el seu creixement nominal acumulat va augmentar el 12,2%, equivalent al 6,8% en volum. El notable increment de preus de les importacions, el 5,1%, deriva principalment de l'alça dels preus del cru i els seus derivats, ja que els preus de les compres exteriors no energètiques van augmentar el 2,1%. La recuperació de les importacions a l'agost, que cal interpretar amb prudència en tractar-se d'un mes de vacances, es va concentrar en el petroli i derivats, electrodomèstics de consum i confecció i vaixelles.

Des de l'inici de l'any, les línies mestres de les compres a l'exterior apunten, en primer lloc, a un afebliment notable de les compres de béns intermedis no energètics, coherent amb el baix to de la indústria. En segon terme, s'aprecia un menor increment de les importacions de béns de consum (creixen de manera intensa, el 7,4% en volum, però la meitat que en el període gener-agost del 2004). Finalment, un augment de les de béns d'equipament que gairebé triplica el de l'any passat, la qual cosa posaria de manifest l'elevat to d'aquest component de la demanda interna. Les compres exteriors de material de transport, en particular aeronaus i material ferroviari, van contribuir a aquest impuls.

**Ara com ara, el dèficit corrent
no té límit**

La balança per compte corrent va mantenir la via de deteriorament al juliol, amb un dèficit corrent que va superar el del mateix període de l'any anterior, tot i que es va moderar lleugerament el ritme d'ampliació del desequilibri exterior. De tota manera, el dèficit acumulat en els dotze últims mesos va arribar als 59.595 milions d'euros al juliol. El deteriorament va ser degut a un empitjorament generalitzat de les diferents rúbriques. El saldo comercial en els set primers mesos de l'any va pujar el 40% i va reflectir l'impacte de la pujada del petroli i l'imparable auge de les importacions en un context de dificultats exportadores.

En segon terme, el saldo per serveis va caure el 5% pels pobres resultats d'una balança turística que reflecteix la major propensió a viatjar a l'exterior i el baix nivell de despesa del turisme estranger. Els ingressos per turisme van augmentar molt per sota de l'entrada de turistes estrangers (l'1,3%, enfront del 6,0%), i els pagaments van créixer gairebé el 25%.

La balança de transferències, per la seva banda, ha experimentat una reducció important del superàvit en davallar el saldo amb la Unió Europea i, en contrapartida, augmentar de manera intensa les remeses d'emigrants a l'exterior. Finalment, ja en la rúbrica de rendes, l'augment del dèficit és atribuïble a la caiguda d'ingressos i a l'augment dels pagaments. El compte de capital, per la seva banda, va presentar al juliol un superàvit notable, tot i que inferior al del mateix període de l'any anterior, a causa del descens de les entrades procedents de la Unió Europea. El saldo acumulat fins al juliol va quedar també per sota del registrat en el mateix període del 2004 i va ser insuficient per cobrir el dèficit corrent, motiu pel qual la necessitat de finançament resultant dels saldos de la balança

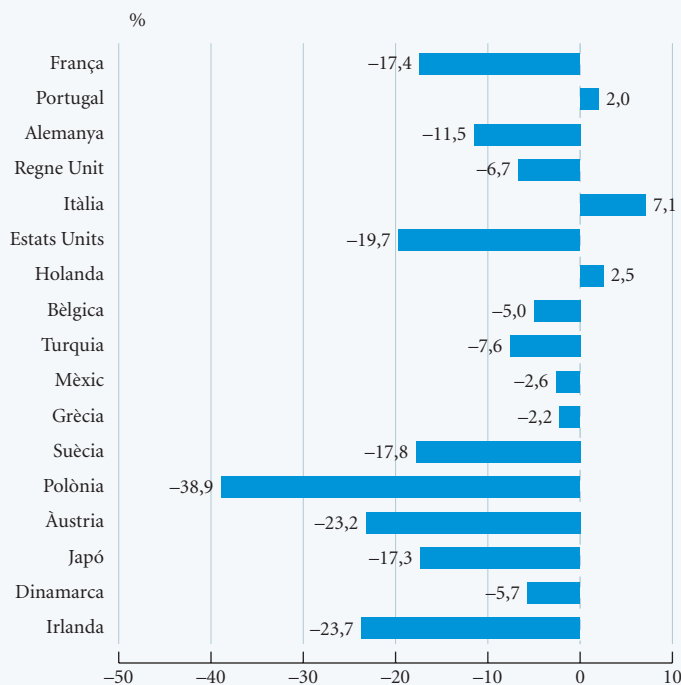
Les exportacions espanyoles perden competitivitat

En els últims temps, el dèficit comercial és el desequilibri de l'economia espanyola que més preocupa. No és gens estrany. En els primers mesos del 2005, ha sobrepassat el 7% del PIB i ha superat en aquests termes el dels Estats Units, que tanta tinta fa córrer. Això pot ser degut al fet que importem molt, i que, possiblement, estalviem poc, o que exportem poc, possiblement perquè no som competitius. La forta demanda interna alimenta l'embranchada importadora, i les exportacions no aconsegueixen compensar el forat creat per les compres a l'exterior.

I és que Espanya té un greu i apressant problema de competitivitat exterior. Des del 1998, en termes de costos laborals unitaris del sector manufacturer, els nostres principals clients han abaratit els seus productes el 8,1% en relació amb els nostres. Abans de l'adopció de l'euro, aquesta pèrdua de competitivitat es podia suplir amb devaluacions canviàries, però ara no. La nostra competitivitat es manté enfront de Portugal i Itàlia, però enfront d'Alemanya perd l'11,5% i enfront de França, cap a on van el 19,4% de les nostres exportacions, cedim un dramàtic 17,4%. El deteriorament és especialment significatiu enfront d'un nou membre de la UE com Polònia, que ha reduït els seus costos el 38,4% en relació amb els nostres.

ESPANYA ES MENYS COMPETITIVA ENFRONT ELS SEUS COMPETIDORS

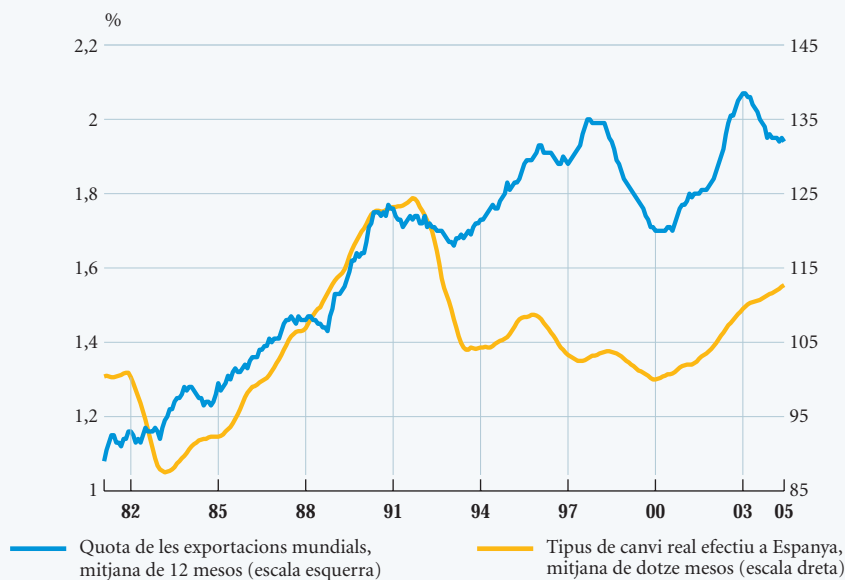
Evolució relativa respecte a Espanya dels costos laborals unitaris de manufactures des del 1998. Principals destinacions de les exportacions espanyoles ordenades de major a menor importància relativa sobre el total



FONTS: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmics, Ministeri de Comerç i elaboració pròpia.

Amb un deteriorament competitiu com aquest, no és estrany que Espanya hagi frenat la seva trajectòria de guanys de quota en el comerç internacional. Com a mínim, però, hem aconseguit no perdre terreny, que, ateses les circumstàncies, ja té prou mèrit. En termes nominals, les exportacions espanyoles han mantingut la seva quota en el total mundial, una quota que havia augmentat de forma secular, de l'1,3% del 1985 i l'1,7% del 1994 fins al 2,0% del final de 1998, data d'entrada en l'euro. A partir d'aquí, va començar un declivi que va culminar al començament del 2001 amb una reculada fins a l'1,7%, seguida d'una forta recuperació de llavors ençà, tot i certs dubtes en l'últim any, que l'han deixat en l'1,9%. El cas espanyol contrasta favorablement amb països com

LES EXPORTACIONS ESPANYOLES RESISTEIXEN



FONTS: Fons Monetari Internacional i elaboració pròpia.

França, el Regne Unit, els Estats Units i el mateix Japó, que veuen baixar la seva participació en les exportacions nominals mundials de manera apreciable. Només la Xina, entre els grans, presenta un balanç exportador més positiu. La cosa no està malament.

Per penetració en zones geogràfiques, el resultat és idèntic. La participació de les nostres exportacions en les importacions de la zona de l'euro ha passat del 4,1% el 1994 al 4,5% el 2004. En zones d'importància creixent, com entre els nous membres de la Unió Europea, Polònia inclosa, passem de l'1,1% a l'1,8% i, entre la resta de l'Europa oriental, del 0,9% a l'1,9%. Aquesta bona situació no es limita a Europa. La participació augmenta a Àfrica i a Oceania i es manté a l'Amèrica Llatina i a Àsia, sense l'Extrem Orient. En dues zones clau, com l'Extrem Orient i els Estats Units, motors de l'economia mundial, en els últims anys la reculada ha passat a ser avanç, en especial en el cas de la Xina, on, des del començament d'enguany, les exportacions espanyoles han doblat la seva quota del total de les importacions. Es pot aduir que en zones de gran creixement la participació és menor, però, si aquest biaix fos tan marcat i determinant, la quota de les exportacions globals baixaria, situació que no es dona.

En aquesta trajectòria, també influeix, i molt, l'evolució del tipus de canvi. Les fortes devaluacions de la peseta en els anys noranta van impulsar la competitivitat exterior, situació que es va consolidar amb l'entrada de l'euro. Al començament de 1999, Espanya era un país barat en relació amb els seus socis de la Unió Monetària i amb altres dels seus principals socis comercials. Això va representar un apreciable baló d'oxigen per a les nostres exportacions, un temps afegit que ha estat enterbolit pel problema de la competitivitat i que n'ha endarrit les conseqüències.

Unes conseqüències que ja es comencen a sentir. Tot i una evolució general favorable, les nostres exportacions presenten ombres. Les exportacions de sectors rellevants com moble, tèxtil, joguina, calçat i automòbil baixen o estan estancades. Pitjor és el que passa amb les importacions. La penetració de productes forans al mercat espanyol encara fa més evident les nostres mancances competitives. És preocupant que, en aquests moments, la nostra economia no estigui especialitzada en sectors d'alt valor afegit i de creixement, sinó al contrari. El tipus de canvi ha donat a Espanya un temps de descompte. El repte és aprofitar-lo per millorar la nostra competitivitat abans no sigui massa tard.

El sector immobiliari exterior, atractiu per als capitals espanyols.

corrent i de capital va pujar a 33.283 milions d'euros en el període gener-juliol, el 85,9% més que el 2004.

En l'àmbit financer, la inversió estrangera directa a Espanya va recular amb notable intensitat tant en l'àmbit empresarial com 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, gràcies a la realitzada en immobles i, especialment, en cartera.

BALANÇA DE PAGAMENTS

Acumulat 12 últims mesos en milions d'euros

	Juliol 2004	Juliol 2005	% variació
Balança corrent			
Balança comercial	-45.607	-63.843	40,0
Serveis			
<i>Turisme</i>	26.442	25.547	-3,4
<i>Altres serveis</i>	-4.329	-3.903	-9,8
Total	22.112	21.644	-2,1
Rendes	-11.848	-16.452	38,9
Transferències	621	-943	-
Total	-34.722	-59.595	71,6
Compte de capital	8.358	8.316	-0,5
Balança financera			
Inversions directes	-10.838	-27.373	152,6
Inversions de cartera	32.488	91.876	182,8
Altres inversions	15.670	-16.820	-
Total	37.320	47.683	27,8
Errors i omissions	434	-1.689	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-11.390	5.285	-

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.

Sector públic

Els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2006

El projecte de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per al 2006 presenta com a objectiu prioritari de política econòmica assolir un model de creixement equilibrat, sostenible i competitiu. Aquesta política econòmica s'articula, segons el projecte de PGE, mitjançant un impuls decidit a la productivitat, l'estabilitat pressupostària i la potenciació de la cohesió social.

Per a l'assoliment dels seus objectius, els PGE-06 presenten una despesa consolidada de l'Estat, Seguretat Social i organismes

autònoms i ens públics de 301.332 milions d'euros. Aquesta xifra representa un augment del 7,7% en relació amb l'any anterior, és a dir, un punt per damunt del creixement nominal previst per a l'economia. Aquesta despesa consolidada no inclou la que realitzen les administracions territorials (comunitats autònomes i ajuntaments) ni tampoc les actuacions del sector públic empresarial i fundacional o d'altres ens públics com la Corporació de Ràdio i Televisió Espanyola.

Les dues partides més importants de la despesa pública consolidada són les pensions, que concentren el 31,4% del total, i les transferències a les administracions

L'Estat, la Seguretat Social i altres organismes de l'administració central gastaran 300.000 milions d'euros el 2006.

PRESSUPOSTOS CONSOLIDATS DE L'ESTAT, ORGANISMES AUTÒNOMS, SEGURETAT SOCIAL I ENS PÚBLICS PER AL 2006

Milions d'euros

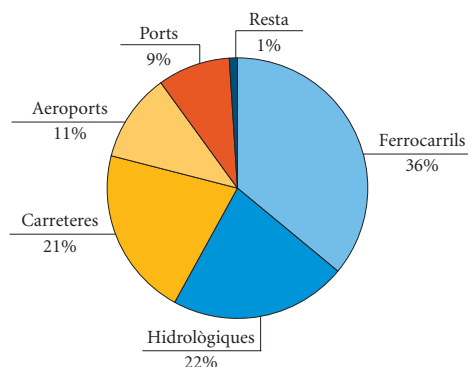
	Despeses	% var. (*)		Ingressos	% var. (*)
Operacions corrents			Operacions corrents		
Despeses de personal	27.381	8,0	Impostos directes i cotitzacions socials	184.190	9,8
Béns corrents i serveis	7.248	6,9	Impostos indirectes	45.302	5,2
Despeses financeres	17.490	-9,5	Taxes i altres ingressos	4.233	0,6
Transferències corrents	176.366	8,5	Transferències corrents	12.537	2,7
Total	228.484	6,8	Ingressos patrimonials	3.511	11,8
Operacions de capital			Total	249.773	8,4
Fons de contingència	3.323	33,4	Operacions de capital		
Inversions reals	12.467	6,2	Alienació d'inversions reals	564	-0,6
Transferències de capital	7.794	15,0	Transferències de capital	2.773	6,8
Total	20.261	9,5	Total	3.337	5,5
Total operacions no financeres	252.068	7,3	Total operacions no financeres	253.110	8,4
Actius financers	17.695	21,6			
Passius financers	31.569	4,2			
Total operacions financeres	49.263	9,8			
TOTAL PRESSUPOST	301.332	7,7			

NOTA: (*) Variació respecte al Pressupost inicial del 2005.

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

INVERSIONS PÚBLIQUES EN INFRAESTRUCTURES

Distribució de la inversió de les administracions i sector públic empresarial no territorial per actuacions el 2006, en percentatge del total



FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Les principals partides de la despesa pública tenen poc marge de maniobra.

La major part de les polítiques de despesa són expansives i es beneficien del marge obert per la davallada dels pagaments en concepte d'interessos del deute públic.

La inversió en infraestructures arriba a l'1,7% del PIB, mentre que els recursos dedicats a R+D+i queden en el 0,7%.

territorials, que representen el 20,8%. Ja molt lluny, el servei del deute públic, amb el 6,5% del total, i l'atur, amb el 5,0%, constitueixen les següents partides en importància. En definitiva, quatre grans finalitats absorbeixen més del 60% de la despesa.

D'altra banda, cal destacar que la major part de les polítiques de despesa es beneficien d'unes dotacions que creixen per damunt del nominal de l'economia gràcies a la contracció dels pagaments per interessos. Només creixen menys que el producte interior brut (PIB) nominal (6,6%) les dotacions a agricultura i pesca, a l'administració financera i tributària, als programes de foment de l'ocupació i als serveis de defensa.

Al pol oposat, és a dir, amb comportaments molt expansius, destaquen les actuacions econòmiques en l'àmbit del comerç, turisme i pimes (38% d'augment), investigació, desenvolupament i innovació (29,7%), política exterior (23,2%), accés a l'habitatge (20,0%), subvencions al transport (19,0%) i educació (16,6%), tot i que, en aquest últim cas, la dotació en termes absoluts és relativament modesta,

si es té en compte la descentralització administrativa en el sistema. Els programes relacionats amb les infraestructures, per la seva banda, creixen el 12,4% i arriben als 12.688 milions d'euros. Aquesta xifra no inclou determinades actuacions consignades fora del pressupost, de manera que la xifra real d'inversió en infraestructures serà sensiblement superior i arribarà als 16.118 milions d'euros, és a dir, l'1,69% del PIB estimat per al 2006. Les prioritats són el ferrocarril i, tot seguit, les inversions hidrològiques.

L'increment de la despesa en l'àmbit del comerç, turisme i pimes s'explica, sobretot, per accions de promoció internacional i per la poca dotació relativa d'aquestes polítiques. En el camp de la R+D+i, l'impuls prové de diversos programes i projectes, entre els quals cal esmentar especialment el programa Avanz@ de desenvolupament de la societat de la informació, amb una dotació de 634 milions d'euros. En conjunt, les dotacions pressupostàries de tot tipus arriben als 6.510 milions d'euros, és a dir, el 0,7% del PIB.

En habitatge, la major part de la despesa s'orienta a subvencions, ajudes i subsi-

diació d'interessos per un import proper als 900 milions d'euros. D'altra banda, s'arbitren mesures per fomentar la construcció i la promoció per al lloguer en el marc del programa de l'habitatge 2005-2008, que, entre altres actuacions, contempla la intervenció sobre 277.900 operacions d'adquisició d'habitatge, 164.600 de lloguer i 159.500 de rehabilitació.

L'amplitud que mostren els PGE-06 en les diferents polítiques de despesa es basa, sobretot, en les favorables previsions d'ingressos. En termes consolidats, els ingressos per operacions no finances arriben als 253.110 milions d'euros i augmenten el 8,4% sobre el pressupost inicial del 2005. Aquest increment seria menor si es calculés sobre la recaptació efectiva del 2005, que serà superior a la prevista inicialment.

La pressió fiscal (impostos directes, indirectes i cotitzacions socials) en termes de pressupostos inicials arriba el 2006 al 24,0% del PIB, mig punt més que en els pressupostos inicials del 2005.

L'increment de la recaptació impositiva és deguda, principalment, a l'augment d'impostos directes, tant renda de persones físiques –tot i la deflactació de la tarifa– com de societats. Pel que fa als pressupostos inicials, l'increment dels directes

queda en el 12,6% (el 9,7% si es calcula sobre la previsió de recaptació). Els indirectes creixen el 5,2% (o el 5,1% en el segon cas), percentatge sorprenentment inferior a l'augment de la demanda interna i poc probable segons es desprèn de l'augment dels impostos especials sobre alcohol i tabac. L'increment de la recaptació per cotitzacions a la Seguretat Social és del 7,7% i s'explica per l'actualització de bases i per l'augment de l'afiliació.

La resultant de l'actuació econòmica de les administracions públiques centrals, en superar les despeses els ingressos, és una necessitat d'endeutament neta de 14.082 milions d'euros, equivalent a l'1,5% del PIB.

Formalment, els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2006 presenten un superàvit consolidat en termes de comptabilitat nacional de 2.876 milions d'euros, és a dir, el 0,3% del PIB. Aquest superàvit procedeix de l'excedent dels comptes de la Seguretat Social (0,7% del PIB), que compensa el dèficit de l'Estat (0,3%) i de la resta d'administracions centrals (0,1%). Si a aquestes xifres afegim el dèficit previst per a les administracions territorials (0,1%), el saldo final del conjunt d'administracions públiques el 2006 quedaria en positiu per un 0,2% del PIB.

La pressió fiscal per impostos directes, indirectes i cotitzacions socials puja fins al 24% del PIB.

Els Pressupostos presenten un superàvit consolidat del 0,3% del PIB.

L'Estat s'endeuta tot i el superàvit pressupostari

Els Pressupostos Generals de l'Estat per al 2006 presenten un superàvit en termes consolidats del 0,3% del PIB. Aquest saldo positiu resulta de la compensació entre els excedents de la Seguretat Social i els dèficits respectius de l'Estat, organismes autònoms i altres ens públics, com el Consell de Seguretat Nuclear, el Consell Econòmic i Social, l'Agència Estatal d'Administració Tributària, l'Institut Cervantes, l'Agència Espanyola de Protecció de Dades, l'Institut de Comerç Exterior, el Centre Nacional d'Intel·ligència i el Museu del Prado.

DÈFICIT NO FINANCER I NECESSITAT D'ENDEUTAMENT EN ELS PRESSUPOSTOS DE L'ESTAT PER A L'ANY 2006

	Milions d'euros		En % del PIB	
	Estat	Consolidat	Estat	Consolidat
Ingressos no financers	128.591	253.110	13,4	26,5
Despeses no financeres	133.947	252.068	14,0	26,4
Saldo de caixa (+ superàvit, – dèficit)	-5.356	1.041	-0,6	0,1
Variació neta actius financers	8.726	15.124	0,9	1,6
Necessitat d'endeutament neta	-14.082	-14.082	-1,5	-1,5
Variació passius financers	31.348	31.569	3,3	3,3
Necessitat d'endeutament	45.430	45.651	4,8	4,8
Pro-memòria: saldo segons comptabilitat nacional	-3.946	2.876	-0,4	0,3

FONT: Ministeri d'Economia i Hisenda.

Tot i aquest saldo positiu, els PGE presenten una necessitat d'endeutament neta, és a dir, un desequilibri financer, de 14.082 milions d'euros, equivalent a l'1,5% del PIB. Aquesta circumstància no és nova d'aquest exercici, sinó que és un recurs habitual en la presentació dels comptes públics. Any rere any, les necessitats financeres netes de l'Estat han superat els ingressos totals.

Per què es produeix aquesta discrepància? Les normes comptables permeten que, per exemple, es registrin com a inversions financeres certs fluxos de sortida que, per la seva naturalesa, s'assimilarien més a una despesa d'inversió real. Un exemple és l'aportació dinerària de l'Estat a l'Administrador d'Infraestructures Ferroviàries (ADIF), que sembla més una inversió a fons perdut (com ho són les inversions públiques en infraestructures) que una inversió financerament recuperable.

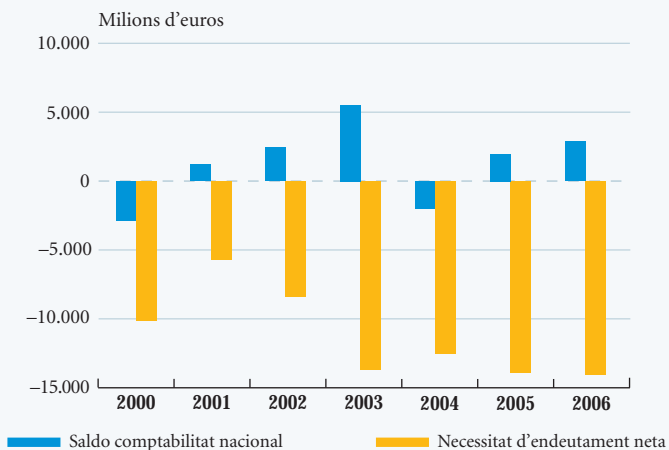
La resta del recurs a l'augment d'actius financers s'orienta en una línia similar. En general, es tracta de concessió de préstecs o d'aportacions patrimonials a empreses integrades en el sector públic empresarial, a institucions pertanyents al sector públic fundacional i a un seguit d'entitats de dret públic sense personalitat jurídica pròpia, com el Fons d'Ajuda al Desenvolupament (FAD), el Fons per a Inversions a l'Exterior, el Fons per a la Concessió de Microcrèdits (desenvolupament social exterior), el Fons per a la Modernització de la Infraestructura Turística (FOMIT) i el Fons per a la Inversió a l'exterior de la petita i mitjana empresa.

En concret, les aportacions més destacables contingudes als PGE 2006 van, entre altres finalitats, a programes de recerca i desenvolupament dels ministeris d'Indústria (2.773 milions d'euros) i d'Educació i Ciència (860

milions), a l'ADIF (1.851 milions), al FAD (850 milions), a préstecs a promotors d'infraestructures de carreteres (679 milions), a la societat RENFE-operadora (404 milions), a la nova Societat Estatal d'Infraestructures de Transport Terrestre (400 milions), a polítiques de reindustrialització de zones desfavorides (215 milions) i al FOMIT (70 milions). Aparentment, aquestes operacions tenen una naturalesa més propera a la despesa que a la inversió financera.

EL SUPERÀVIT PÚBLIC ES CONTRAPOSA A L'AUGMENT DE LES NECESSITATS FINANCERES DEL SECTOR PÚBLIC

Saldo pressupostari segons comptabilitat nacional i necessitat d'endeutament neta (*)



NOTA: (*) Dades consolidades sense administracions territorials.

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

Al marge de les actuacions mitjançant els comptes financers, els PGE contenen també unes autoritzacions d'aval que, al capdavant, signifiquen també més despesa pública en la mesura que cobreixen les pèrdues de la Corporació de Ràdio i Televisió Espanyola i de les empreses públiques amb resultats negatius. Aquests avals, comptabilitzats com a dèficit dins de les xifres de comptabilitat nacional, no apareixen, però, en els comptes financers dels pressupostos.

Les xifres avalades, d'altra banda, són molt importants: els 226,59 milions d'euros per cobrir les pèrdues atribuïdes a RTVE (al marge de la subvenció d'exploació, per import de 578,58 milions d'euros) o els 180,30 milions per a RENFE-operadora. Més significatiu és l'import dels avals que pot realitzar la Societat Estatal de Participacions Industrials en benefici de les seves empreses participades per a determinades operacions de crèdit o garantia. El límit màxim a avalar és de 1.210 milions d'euros, xifra superior a les pèrdues netes estimades del sector públic empresarial (1.022,56 milions).

Tot i aquestes elevades necessitats de finançament, el cert és que, en termes de PIB, han perdut importància relativa, ja que el creixement nominal de l'economia ha superat el volum d'aquestes necessitats públiques. Així s'explica la tendència a la baixa que presenta el deute públic en relació amb el PIB, una tendència indicativa de la salut dels comptes públics en els últims anys i que el 2006 s'espera que baixi al 43,0%, enfront del 46,6% del 2004.

Estalvi i finançament

L'esvaïment de les expectatives d'una retallada del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu motiva un repunt dels tipus d'interès.

El tipus d'interès dels préstecs per a l'habitatge també repunta lleugerament.

Fort augment del crèdit a les famílies

Els tipus d'interès dels préstecs i crèdits bancaris van repuntar lleugerament en general en el mes d'agost. Així, el tipus de referència de bancs i caixes d'estalvis va pujar 9 punts bàsics fins al 3,84%, una mica per sota de l'existent dotze mesos abans. El repunt dels tipus d'interès bancaris es va donar un cop esvaïdes les expectatives d'una retallada del tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu.

D'altra banda, al setembre del 2005 el tipus d'interès dels préstecs hipotecaris es va mantenir en el 3,2%. D'aquesta manera, va romandre 17 punts bàsics per sota del mateix mes del 2004.

El finançament al sector privat continua augmentant a un ritme fort. A l'agost, el finançament a les empreses i famílies va registrar un creixement del 18,6% en relació amb el mateix mes de l'any anterior, 2,5 punts més que la taxa anual anotada al desembre. La demanda de recursos financers ha estat impulsada pel bon clima econòmic i per unes condicions folgades de finançament. D'aquesta manera, el finançament a les empreses i famílies, inclosos els préstecs del sistema financer, tant interior com exterior, les titulitzacions i els valors de renda fixa, però no les accions, va créixer amb el ritme més alt des del setembre de l'any 2000 i va doblar el del conjunt de la zona de l'euro. L'increment interanual més important va correspondre a les llars, del 20,3%, lleu-

LLEUGER REPUNT DELS TIPUS D'INTERÈS DELS PRÉSTECES I CRÈDITS BANCARIS

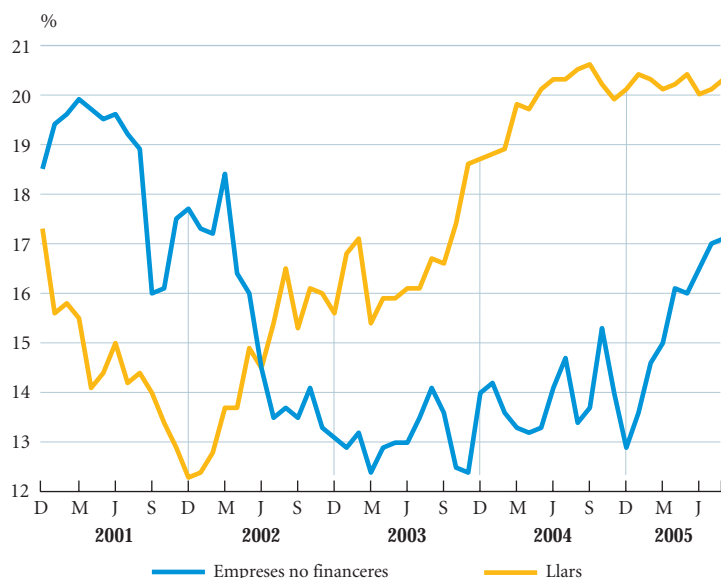
Tipus d'interès sintètic de préstecs i crèdits. Noves operacions. Entitats de crèdit. Taxa anual equivalent



FONT: Banc d'Espanya.

S'AVIVA EL FINANÇAMENT A LES EMPRESES

Variació interanual del finançament total per sectors institucionals



FONT: Banc d'Espanya.

gerament superior al registrat en els mesos anteriors. Les hipoteques continuen impulsant el finançament a les famílies.

Pel que fa als fons obtinguts per les empreses no financeres, van pujar el 17,1% en relació amb el mateix mes del 2004. Del total del finançament, el crèdit concedit a les societats no financeres per les entitats de crèdit residents i els fons de titulització ha pujat el 22,0% en l'últim any.

Els dipòsits bancaris continuen creixent a un ritme elevat

Els dipòsits totals de les empreses i famílies van continuar pujant a un ritme fort a l'agost en relació amb el mateix mes de l'any anterior, molt més de pressa que a la zona de l'euro. No obstant això, el seu augment en termes absoluts en els dotze últims mesos ha estat notablement inferior al dels crèdits. Per compensar aquest desequilibri en els balanços, les entitats van emetre valors i van acudir als mercats exteriors.

D'altra banda, al juny va entrar en vigor una nova normativa comptable per a les entitats de crèdit arran 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, es va incrementar com a contrapartida del retorn al balanç d'alguns actius titulitzats absents mentre estava en vigor la regulació anterior. Així, l'augment interanual dels dipòsits a termini i del total apareix sobrevalorat. No obstant això, no hi ha dubte que l'alça anual més important va correspondre als 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 anotar una gran increment. D'altra banda, els comptes a la vista i d'estalvi van registrar un ascens considerable de l'11,7%.

Pel que fa als tipus d'interès bancaris de passiu del sector privat, a l'agost amb

El finançament al sector privat creix el doble que a la zona de l'euro.

Els dipòsits del sector privat creixen més que a la zona de l'euro, però menys que els crèdits.

Els comptes a la vista i d'estalvi pugen el 12% en els dotze últims mesos.

prou feines van pujar i es van mantenir en nivells molt baixos. El tipus d'interès sintètic de les empreses no financeres va augmentar en 7 centèsimes fins a l'1,23%, 4 punts bàsics per damunt d'un any abans. El tipus d'interès sintètic de les famílies va pujar en 3 punts bàsics fins a l'1,14% i es va col·locar en el mateix nivell de dotze mesos abans.

El patrimoni dels fons d'inversió mobiliària es va incrementar en 3.527 milions d'euros al setembre fins als 242.067 milions d'euros, amb un creixement del 13,8% en relació amb el mateix mes de l'any precedent, segons l'associació de gestores Inverco. Aquest augment dels actius és atribuïble a les fortes plusvàlues propiciades pel bon comportament dels mercats borsaris en el mes i també a unes subscripcions netes de participacions –deduint les vendes– de 1.083 milions d'euros. Les entrades netes més importants de diners al setembre es van dirigir als fons globals, als garantits de renda fixa i a la renda variable europea. Al costat contrari, els fons que van anotar les sortides més importants van ser els de diner, els garantits de renda varia-

ble i els de renda fixa a curt termini. En canvi, durant el període gener-setembre, les subscripcions netes, 6.083 milions d'euros, el 43% del total, es van centrar en la renda fixa a curt termini, situació que reflecteix l'aversion al risc de molts estalviadors.

El nombre total de partícips dels fons d'inversió mobiliària va pujar fins als 8.341.634 al final de setembre. D'aquesta manera, van augmentar el 4,7% en els dotze últims mesos. Durant aquest període, les modalitats de fons que van registrar un creixement més intens de partícips van ser els garantits de renda fixa i els de renda variable nacional, amb increments interanuals del 20,6% i del 14,2%, respectivament.

El rendiment mitjà anual ponderat aconseguit pels fons d'inversió mobiliaris va ser del 6,1%, sensiblement per damunt de la inflació. Per bé que totes les categories de fons d'inversió mobiliària van registrar rendibilitats anuals positives, va haver-hi una gran dispersió. Així, mentre els fons de renda variable internacional dels mercats emergents reportaven un

Al setembre, les entrades més importants de diners en els fons d'inversió es dirigeixen als globals, als garantits de renda fixa i a la renda variable europea.

DIPÒSITS D'EMPRESES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Agost 2005

	Saldo	Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%	
A la vista i d'estalvi (**)	367.012	21.938	6,4	38.409	11,7	44,4
A termini fins a 2 anys (*)	181.360	20.893	13,0	25.738	16,5	21,9
A termini a més de 2 anys (*)	200.133	72.665	57,0	93.396	87,5	24,2
Cessions temporals	70.745	-9.904	-12,3	-7.281	-9,3	8,6
Total (*)	819.250	105.592	14,8	150.262	22,5	99,1
Dipòsits en monedes no euro	7.774	1.927	33,0	2.639	51,4	0,9
TOTAL (*)	827.024	107.519	14,9	152.901	22,7	100,0

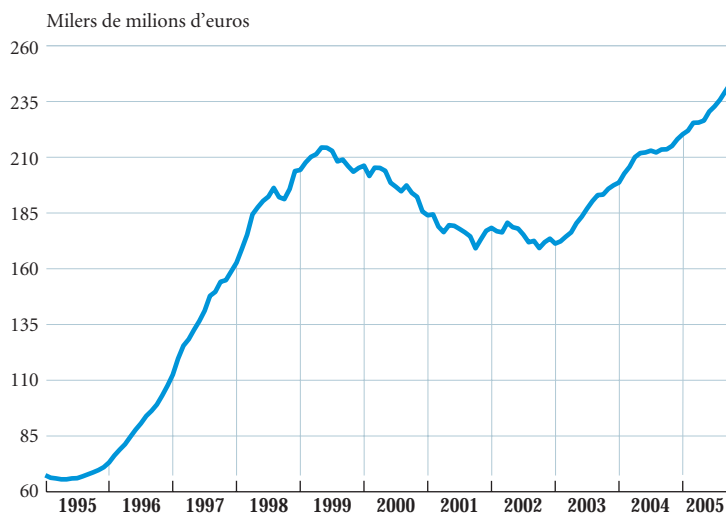
NOTES: (*) A partir de juny de 2005 a conseqüència de l'entrada en vigor de la nova normativa comptable derivada de l'aplicació de les Normes Internacionals de Comptabilitat es produeixen increments als dipòsits a termini com a contrapartida del reingrés a l'actiu de fons de titulització que s'havien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

GRAN INCREMENT DEL PATRIMONI DELS FONDS D'INVERSIÓ

Patrimoni total dels fons d'inversió mobiliària



FONT: Inverco.

extraordinari rendiment anual del 55,5% i la renda variable nacional, del 35,6%, els fons de diner només van donar l'1,2%.

El volum d'actius de les societats d'inversió mobiliària (SICAV i SIM) va pujar a 26.930 milions d'euros al final de juliol del 2005. El nombre d'accionistes a 30 de juny del 2005 era de 395.412.

Per la seva banda, arran de l'auge immobiliari, els fons d'inversió immobiliària

han experimentat una gran expansió. El patrimoni d'aquesta classe de fons d'inversió era de 6.024 milions d'euros al final de setembre, amb un creixement del 37,6% sobre el mes de desembre. El nombre de partícips era de 126.566, amb un augment del 19,1% des de l'inici de l'any. La rendibilitat mitjana ponderada anual en l'últim any va ser del 5,7%.

Els fons d'inversió mobiliària anoten un rendiment mitjà anual del 6,1%, sensiblement superior a la inflació.

El dèficit exterior vist des de dins, o on va l'estalvi que importem

Quan un país presenta un dèficit en la balança de pagaments corrents, és que viu per damunt de les seves possibilitats. Gasta més del que produeix. I, igual que en el cas d'una família o d'una empresa, necessita endeutar-se per mantenir el ritme de despeses. Això a vegades és bo si es tracta d'un país en vies de desenvolupament que ofereix un potencial de creixement ampli i que concentra la seva despesa en inversions que rendiran en el futur o que n'incrementaran la capacitat de creixement. No sol ser tan bo si el desequilibri prové de la despesa merament de consum, de manera que s'acumula deute –que s'haurà de pagar en el futur– per poder pagar els gustos d'avui. Pot ser el «pa per a avui, fam per a demà».

L'economia espanyola pateix un galopant dèficit comercial que provoca un creixent forat en la balança corrent. Gastem més del que ingresem. Per mantenir aquest desequilibri, ens hem de finançar cada vegada més a l'exterior. És a dir, com la balança de pagaments ha d'estar equilibrada, els números vermells que originen les operacions corrents han de ser compensats per les entrades de capital. Cal destacar que no tenim problemes de finançament; formar part de la zona de l'euro ha canviat radicalment el panorama tradicional de l'economia espanyola, que abans trobava en el finançament exterior un coll d'ampolla infranquejable. Malgrat tot, però, ens hem de preguntar si és sostenible recórrer de forma creixent a l'estalvi excedentari d'altres països.

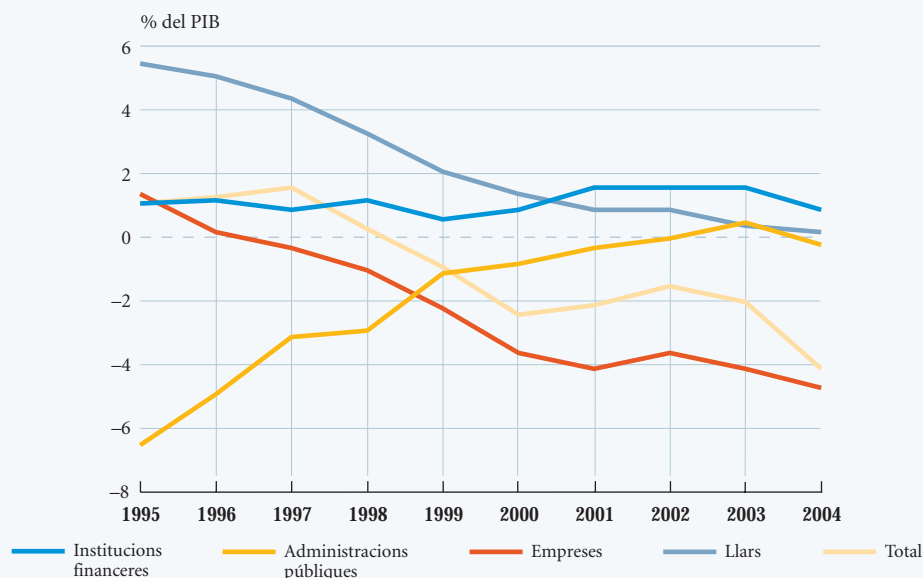
Per tractar de clarificar aquest important problema, podem descompondre aquestes necessitats de finançament en els diferents segments de l'economia nacional. Aquesta descomposició de les necessitats de finançament del sector privat i del sector públic és la que proporcionen els comptes financers del Banc d'Espanya. El 2004 van superar els 30.000 milions d'euros i es van situar en el 4,2% del producte interior brut, xifra que coincideix amb el dèficit de la balança corrent més la de transferències de capital de la balança de pagaments. Fins fa pocs anys, l'esquema habitual era, d'una banda, les famílies, que proporcionaven una elevada capacitat de finançament a la resta de l'economia, gràcies al fet que la compra d'habitatge (que és l'única despesa d'inversió que fan les famílies) era clarament inferior a l'estalvi brut, és a dir, al que queda de la renda després d'efectuar la despesa de consum. De l'altra, hi havia les empreses no financeres, la posició de les quals en relació amb la resta de l'economia variava en funció de la conjuntura, i, finalment, el sector públic, el dèficit continuat del qual comportava unes enormes necessitats de finançament. La suma d'aquests tres segments, més la posició de les entitats financeres, donava com a resultat un saldo exterior positiu o negatiu segons la conjuntura.

En els últims anys, aquest esquema ha canviat. Com es pot observar al gràfic adjunt, el sector públic ha corregit el seu dèficit i ja no requereix finançament. En canvi, les empreses s'han instal·lat en la zona negativa, amb unes necessitats de finançament properes al 5% del PIB. Però el canvi més notable és que les famílies han seguit una trajectòria semblant, de manera que el 2004 va desaparèixer gairebé tota la seva capacitat de finançament. És a dir, la reconducció del desequilibri públic no ha estat suficient per compensar el gran deteriorament del sector privat. Però, què és el que ha originat aquesta evolució del sector privat?

La resposta és la inversió. L'estalvi brut de les llars ha disminuït, però el canvi principal és que les famílies s'han llançat a comprar habitatges i han apurat al màxim tota la seva capacitat. Una cosa semblant passa amb

TOTS ELS SECTORS INSTITUCIONALS REDUEIXEN LA SEVA CAPACITAT DE FINANÇAMENT

Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament dels sectors institucionals de l'economia espanyola



FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

les empreses: han reduït lleugerament el seu estalvi i han augmentat al mateix temps la seva inversió, dins la qual la corresponent a la construcció és important. El descens dels tipus d'interès i la pujada vertiginosa del sòl i de l'habitatge no són aliens a aquesta evolució.

Si el dèficit exterior respongués a un augment de la inversió, podríem jutjar-lo amb benevolència. Però, en la mesura que respon exclusivament al component de construcció, el veredicté varia. El 1995 el pes dels béns d'equipament dins del PIB era del 6,0%, percentatge que va passar al 6,7% el 2004. La construcció, en canvi, ha passat del 12,3% al 16,2% en el mateix període. En el globalitzat món actual, es diu que la inversió en tecnologies d'informació i telecomunicacions és la que més futur reporta. En canvi, no sembla que la inversió en habitatge incrementi el potencial de creixement futur de la nostra economia.

Pel que fa a les empreses, una bona part de la seva inversió es dirigeix també cap a activitats vinculades a la construcció. Però aquí l'assumpte més rellevant és preguntar-se per la baixa capacitat de generació d'estalvi de les empreses no financeres. Si ho comparem amb el que passa als Estats Units, on l'estalvi empresarial és àmpliament positiu, es pot apuntar que l'explicació d'aquesta discrepància és la insuficient capacitat de millorar la productivitat. En definitiva, la creixent necessitat de finançament sorgeix del model de creixement seguit en els últims anys, caracteritzat per l'escassa capacitat de millora de la productivitat, en el cas de la indústria, i per un excés d'inversió en el sector constructor.

PUBLICACIONS DEL SERVEI D'ESTUDIS

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.estudis.lacaixa.es

Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica

■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2005

Estadístiques municipals, provincials i autonòmiques

■ COL·LECCIÓ ESTUDIS ECONÒMICS

1. **Estudi de l'OCDE sobre l'ocupació** (Exhaurit)
2. **La defensa de la competència a Espanya i a Europa** (Exhaurit)
3. **Ètica i progrés econòmic** (Exhaurit)
James M. Buchanan
4. **La reforma del sistema públic de pensions a Espanya** (Exhaurit)
José A. Herce i Víctor Pérez-Díaz
Versió anglesa: **Reform of the public pension system in Spain**
5. **Població i activitat a Espanya: evolució i perspectives** (Exhaurit)
A. Blanes, F. Gil i J. Pérez
6. **El sector bancari europeu: panorama i tendències**
Josep M. Liso (director),
Teresa Balaguer i Montserrat Soler
7. **El desafiament de la moneda única europea** (Exhaurit)
Joan 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)